

证券研究报告—动态报告

医药保健

医药商业

国药股份 (600511)

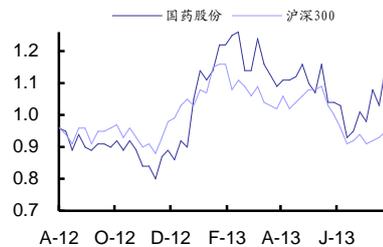
谨慎推荐

2013 年三季报点评

(维持评级)

2013 年 10 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	479/278
总市值/流通 (百万元)	8,379/4,859
上证综指/深圳成指	2,052/8,146
12 个月最高/最低元)	20.02/12.23

相关研究报告:

《国信证券-国药股份-600511-2012 年年报点评: 商业企稳, 工业较快增长》——2013-03-22
 《国药股份-600511-2012 年三季报点评: 碘补贴大增带动业绩略超预期》——2012-10-25
 《国药股份-600511-2012 年半年报点评: 参股企业投资收益是主要业绩拉动力》——2012-08-15
 《国药股份-600511-2011 年年报点评: 毛利率下降拖累业绩》——2012-03-20
 《国药股份-600511-仍受制于毛利率下行压力》——2011-10-26

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-MAIL: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-MAIL: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

立足自身的平稳增长

● 业绩平稳增长 17.5%基本符合预期

2013 年前三季度公司实现收入 74.49 亿元 (+16.88%), 归母净利润 3.21 亿元 (+17.5%), EPS0.67 元/股, 与我们在业绩前瞻报告中业绩增速 19%的预期基本一致。经营性现金流 0.295 元/股, 同比快速增长 32.93%。

其中, 预计医药商业收入增 20%左右, 核心的麻精药品业务亦稳健增长 20%左右; 公司同时公告了控股子公司国药物流与北京市邮政速递物流有限公司合作项目已签署仓库租赁协议, 项目通过 GSP 改造后将为公司第三方医药物流仓储业务快速拓展提供硬件保障。医药工业今年较为平稳, 对整体业绩增长贡献不大。随着今年内内瑞营销中心搬迁至北京, 生产场地“退城进园”逐步完成, 明年工业业务有望恢复 20%以上增长。

● 股权投资收益持平, 扣除后自身业绩增 23%

麻药工业股权投资收益是公司近年重要利润增量来源, 但今年上半年此项收益下降 9.8%拖累公司整体业绩增速 (其中主要是宜昌人福增速同比放缓, 也有青药会计核算口径变更原因)。Q3 单季此项收益已恢复至 21%的增长, 前三季度整体和去年同期持平。公司前三季度的增长完全立足于自身——扣除投资收益后公司自身业绩稳健增长 23%。

● 风险提示

药品招标降价; 大股东启动整合预期具体进度仍暂未明朗。

● 保持稳健增长, 维持“谨慎推荐”评级

近期市场担心麻醉药品降价, 但并未得到证实。我们根据悲观预期下的假设性测算: 相关品种降价 10%, 静态影响公司 EPS0.07 元/股, 则 14EPS0.95 元/股, 14PE17X, 目前的估值也已反应悲观预期。

从公司整体经营趋势看, 经过 2011 年的下滑和调整, 2012 年止跌企稳回到正常增长轨道。2013 年公司自身主业较快增长, 下半年股权投资收益也有望恢复增长, 维持 13-14 年 EPS0.85、1.02 元/股预测, 同比增 22%、20%。目前 13~14PE19.6X、16.4X, 估值偏低。大股东承诺消除同业竞争的时间已过半 (2016 年 3 月前), 14~15 年整合预期渐行渐近, 自身经营处于经营稳定上升期, 业绩可望保持稳健增长, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7,042	8,592	10,324	12,489	14,737
(+/-%)	19.0%	22.0%	20.2%	21.0%	18.0%
净利润(百万元)	271	336	408	490	573
(+/-%)	-12.5%	23.8%	21.6%	20.0%	16.9%
摊薄每股收益 (元)	0.57	0.70	0.85	1.02	1.20
EBIT Margin	5.1%	5.3%	3.1%	3.3%	3.3%
净资产收益率 (ROE)	18.2%	18.7%	19.6%	20.2%	20.3%
市盈率 (PE)	30.9	25.0	19.6	16.3	14.0
EV/EBITDA			31.5	26.6	23.5
市净率 (PB)	5.6	4.7	3.8	3.3	2.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 国药股份分板块收入与毛利率预测 (百万元)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
医药商业						
收入	5017.68	5708.35	6794	8,451.46	10226	12374
(+/-%)	18.64%	13.76%	19.01%	24.40%	21.00%	21.00%
毛利率	8.31%	8.19%	5.51%	5.57%	6.00%	6.00%
医药工业 (国瑞)						
收入	131.61	160.03	200	236.19	260	314
(+/-%)	26.49%	21.60%	24.83%	18.23%	10.00%	21.00%
毛利率	42.04%	40.81%	42.88%	48.43%	48.00%	49.00%
物流仓储 (国药物流)						
收入	77.78	85.89	104	113.34	130	151
(+/-%)	-3.33%	10.42%	21.09%	8.98%	15.00%	16.00%
毛利率	31.89%	32.42%	32.51%	31.17%	33.00%	33.00%
内部抵消						
收入	32.47	36.24	62.61	215.91	300	360
成本	-0.23	-1.28	11.10	158.38	220.00	265.00
毛利率	101%	104%	82%	27%	27%	26%
合计						
收入合计	5194.6	5918.0	7034.8	8585.1	10316.4	12479.3
(+/-%)	18.52%	13.93%	18.87%	22.04%	20.17%	20.97%
毛利率	8.94%	8.84%	6.38%	6.61%	6.80%	6.82%

数据来源: wind、国信证券股份有限公司

表 2: 国药股份净利润分拆 (百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	
医药商业 (母公司)						
营业收入	5712	6802	8149	9860	11931	
收入同比	13.78%	19.08%	19.81%	21.00%	21.00%	
毛利率	8.22%	5.61%	5.62%	6.00%	6.00%	
母公司净利润 (扣除营业外收益、投资收益)	166.45	64.9	79.11	99	122	
净利润同比	13.15%	-61%	22%	25%	23%	
净利率	2.91%	0.95%	0.97%	1.00%	1.02%	
母公司净利润占比	54%	24%	24%	24%	25%	
碘补贴 (母公司)	0	20	81.54	124.90	130	
碘补贴净利润占比	6%	30%	37%	32%	30%	
毛利率	8.57%	6.81%	7.15%	7.32%	7.22%	
净利润	186	146	204	229	267	
母公司整体-加回碘补贴测算	净利率	3.26%	2.15%	2.50%	2.32%	2.23%
净利润增速	15.55%	-21.46%	39.31%	12.20%	16.49%	
净利润占比	60.14%	53.99%	60.81%	56.04%	54.84%	
国瑞药业						
收入	160.03	199.78	236.19	259.81	314.37	
收入同比	21.60%	24.83%	18.23%	10%	21%	
毛利率	40.81%	42.88%	48.43%	48.00%	49.00%	
净利润	24.29	29	35	38	47	
净利润同比	37%	17%	21%	10%	24%	

净利率	15.18%	14.28%	14.65%	14.65%	15.02%
国瑞净利润占比	7.84%	11%	10%	9%	10%
国药物流					
收入	85.89	104.00	113.34	130.34	151.20
收入同比	10.42%	21.09%	8.98%	15.00%	16.00%
毛利率	32.42%	32.51%	31.17%	33.00%	33.00%
净利润	7	9	12	14	17
净利润同比	35%	28%	28%	20%	18%
净利率	8.59%	9.07%	10.63%	11.09%	11.28%
国药物流净利润占比	1.34%	1.96%	2.02%	1.99%	1.98%
股权投资收益					
	52	71	88.25	107	135
同比增长	53.70%	35.66%	25%	21%	26%
股权投资净利润占比	17%	26%	26%	26%	28%
青药集团					
收入	47.09	50.35	254	279	321
收入同比	6.57%	6.94%	404%	10%	15%
净利润	18.45	14.92	17	17	20
净利润同比	-21.15%	-19.18%	16.79%	-5%	20%
贡献收益	7.97	7.02	8.20	7.79	9.35
宜昌人福					
收入	800.59	1032	1401	1709	2136
收入同比	32.84%	28.95%	35.68%	22%	25%
净利润	230.68	310	383	479	608
净利润同比	91.15%	34.34%	23.58%	25%	27%
贡献收益	44.93	62	77	96	122
前景口腔					
收入	20.36	34.44	47.63	57.16	68.59
收入同比	-12.23%	69.17%	38.30%	20.00%	20.00%
净利润	-2.11	3.50	7.34	7.34	9.17
净利润同比	-195.64%	na	109.57%	0%	25%
贡献收益	-0.82	1.65	3.45	3.45	4.32
其他收益（政府补贴/投资收益等）					
	43.0	20.3	1.8	20	20
合并净利润	310.02	271.26	335.50	408	486
同比增长	36.81%	-12.5%	23.7%	22%	19%
EPS（元/股）	0.65	0.57	0.70	0.85	1.02

数据来源：wind、国信证券股份有限公司

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	694	1000	1200	1300
应收款项	1733	2093	2566	3068
存货净额	1079	1264	1560	1879
其他流动资产	239	279	337	398
流动资产合计	3745	4636	5664	6646
固定资产	388	368	371	352
无形资产及其他	64	62	59	57
投资性房地产	133	81	81	81
长期股权投资	229	234	239	244
资产总计	4559	5381	6413	7379
短期借款及交易性金融负债	150	219	311	251
应付款项	2061	2502	3025	3571
其他流动负债	301	319	385	455
流动负债合计	2511	3040	3721	4276
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	179	179	179	179
长期负债合计	179	179	179	179
负债合计	2690	3218	3900	4454
少数股东权益	74	81	89	99
股东权益	1796	2081	2424	2825
负债和股东权益总计	4559	5381	6413	7379

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.70	0.85	1.02	1.20
每股红利	0.15	0.26	0.31	0.36
每股净资产	3.75	4.35	5.06	5.90
ROIC	13%	13%	14%	14%
ROE	19%	20%	20%	20%
毛利率	7%	7%	7%	7%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	3%	3%	4%	4%
收入增长	22%	20%	21%	18%
净利润增长率	24%	22%	20%	17%
资产负债率	61%	61%	62%	62%
息率	1%	2%	2%	2%
P/E	23.8	19.6	16.3	14.0
P/B	4.5	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	39.2	31.5	26.6	23.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	8592	10324	12489	14737
营业成本	8024	9622	11637	13731
营业税金及附加	16	19	23	27
销售费用	166	198	232	270
管理费用	136	161	189	221
财务费用	29	25	34	41
投资收益	86	95	122	154
资产减值及公允价值变动	(14)	(13)	(10)	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	293	382	486	592
营业外净收支	131	140	140	140
利润总额	424	522	626	732
所得税费用	80	103	124	145
少数股东损益	8	10	12	14
归属于母公司净利润	336	408	490	573

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	336	408	490	573
资产减值准备	(6)	8	1	(1)
折旧摊销	23	31	39	42
公允价值变动损失	14	13	10	10
财务费用	29	25	34	41
营运资本变动	(148)	(65)	(237)	(268)
其它	13	(1)	8	10
经营活动现金流	231	394	310	367
资本开支	(167)	(30)	(50)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(176)	(35)	(55)	(35)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(72)	(122)	(147)	(172)
其它融资现金流	197	69	92	(60)
融资活动现金流	57	(54)	(55)	(232)
现金净变动	112	306	200	100
货币资金的期初余额	582	694	1000	1200
货币资金的期末余额	694	1000	1200	1300
企业自由现金流	(90)	196	79	136
权益自由现金流	108	245	144	43

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫莉	010-88005316
固定收益		交通运输		机械	
赵婧	021-60875174	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
		岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
商业贸易		钢铁及新材料		房地产	
孙菲菲	0755-82130722	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘宏	0755-22940109
基础化工及石化		医药		电子	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
计算机		传媒		纺织服装及日化	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
电力及公共事业		非银行金融		银行	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		田良	0755-82130470		
		童成墩	0755-82130513		
轻工		建筑工程及建材		家电	
李世新	0755-82130565	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
邵达	0755-82130706	刘萍	0755-82130678		
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
黄茂	0755-82138922	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
龙飞	0755-82133920	钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
金融工程		基金评价与研究			
戴军	0755-82133129	李腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		