



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

制药：医药商业

王军

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001  
(8621) 2032 8310  
jun.wang\_sh@bocichina.com

## 国药股份 2013 年报点评： 业绩高增长，盈利质量提升

**国药股份(600511.CH/人民币 21.48, 买入)**发布 2013 年报。2013 年公司实现营业收入 100.81 亿元，同比增长 17.34%，利润总额 5.28 亿元，同比增长 24.51%；归属于母公司净利润 4.12 亿元，同比上升 22.54%；每股收益 0.8595 元，略高于我们预期 (0.851 元)。公司拟每 10 股派发现金股利 2.6 元 (含税)。

公司经营稳健，业绩持续较高增长，盈利质量明显提高。公司 2012 年收入增长 22%，净利润增长 23.80%。2013 年毛利率同比提升 0.80 个百分点至 7.41%，期间费用率下降 0.22 个百分点至 3.64%，经营活动现金流达 1.86 亿元，净资产收益率同比上升 1.20 个百分点至 21.12%。各项业务均取得较好发展。

**麻精业务：**实施并拓展《麻醉药品、第一类精神药品电子印鉴卡系统》项目，利用信息技术，通过网络统筹管理“印鉴卡”，实现医疗终端实时监管，延伸了国药股份麻醉药品、一类精神药品的终端资源掌控。我们估计 2013 年公司麻药批发业务收入 20 亿元，同比增长 20%，毛利率 13.50%。公司麻药批发龙头地位进一步巩固。

**分销业务：**加强新品种开发，引进多个分销业务品种，为分销业务拓展注入新的动力；加强分销队伍建设，增设多个省市级驻地办；为供应商和区域性批发企业提供多项增值服务，发挥在商务分销过程中的纽带作用，增强和上下游合作关系。2013 年分销业务收入增长 20% 以上。

**直销业务：**以多种营销方式，积极拓展北京直销市场。一是加强对应收账款、回款账期的管理；二是利用子公司国药健坤的优势资源，拓展北京市医院药房托管业务，完成了潞河店、宣武鹤年堂店的建立且运行良好，以新的业务模式应对医院的药品加价模式的改革，为发展药房托管奠基基础；三是依托国药前景的公司品牌效应，加强与北京市各口腔医疗机构的合作，扩大无痛和牙周两条产品线的销售，丰富了口腔诊所专业市场的覆盖率，增强市场影响力。我们估计 2013 年公司直销业务收入增长 15% 左右。

**新增品种：**2013 年公司有效新增产品 349 个，国产药物销售比例有所提升，品种结构优化，为终端市场及渠道拓展带来新的助力。

**创新业态：**一是全面启动医药电子商务业务。由公司自主开发并独立运营的 B2B 医药电子商务网站--国药商城，于 10 月 28 日正式上线试运营，使公司的零售业务延伸至全国中小城市零售终端药店及营利性医疗机构，增强了对终端市场的掌控能力，为公司业务发展增加新的助力，进一步推动零售直销业务保持了 48% 以上的快速增长；二是建立了一条较为系统的、专业服务性强的临床试验物料供应链的业务体系。该业务的拓展，丰富了公司服务领域，形成药品配送的有效补充，有望为公司带来较好经济效益。

医药工业：加强对国瑞药业新品研发、市场营销及重大项目引进等方面的管理，确保国瑞药业的健康持续发展。顺利将国瑞药业营销中心迁至北京；加快推进无水乙醇等重点品种申报及现有品种质量标准升级工作，引进了吡达帕胺缓释胶囊，并已经试产成功；取得了枸橼酸咖啡因注射液国家局麻精药品研制立项批件，为后续系列产品的开发奠定了基础；积极推进国瑞药业与上海医药工业研究院成立的“药物研发联合实验室”项目的进展，其中“依达拉奉工艺质量提高研究”等首批3个合作项目已顺利实施；顺利完成国瑞药业“退城进园”项目。2013年项目主体工程已完工，新建注射剂和口服制剂生产线已经顺利通过新版GMP的现场认证。2013年国瑞药业实现收入2.50亿元，同比增长6.06%，预计2014年增长25%以上。

投资收益：公司持有宜昌人福药业20%股份。宜昌人福药业2013年收入增长21.57%，净利润同比增长23.52%，公司获得投资收益7,893万元，在公司净利润中占比19.60%；公司持有青海制药47.10%股份。青海制药2013年收入增长19.16%，净利润增长5.17%，公司获得投资收益824万元，在公司净利润中占比2.00%。

结论：公司变革传统业态，分销和直销业务质量提升；创新特许经营业态，继续积极拓展麻药领域股权投资；兼顾销售和利润增长，经营能力突出。我们维持对2014-2016年净利润增长20%、22%和23%的预测，维持买入评级，维持目标价25.57元。

#### 业绩摘要表

	2012年	2013年	同比(%)	2012年4季度	2013年4季度	同比(%)
<b>利润表(人民币, 万元)</b>						
营业收入	859,163.00	1,008,147.00	17.34	221,875.00	263,283.00	18.66
营业成本	802,365.00	933,466.00	16.34	207,458.00	246,133.00	18.64
<b>毛利</b>	<b>56,798.00</b>	<b>74,681.00</b>	<b>31.49</b>	<b>14,417.00</b>	<b>17,150.00</b>	<b>18.96</b>
营业税金及附加	1,553.00	943.00	(39.28)	207.00	441.00	113.04
销售费用	16,646.00	20,104.00	20.77	5,506.00	6,298.00	14.38
管理费用	13,602.00	14,355.00	5.54	4,856.00	4,093.00	(15.71)
财务费用	2,908.00	2,241.00	(22.94)	358.00	185.00	(48.32)
资产减值损失	1,376.00	2,276.00	65.41	(109.00)	284.00	(360.55)
投资净收益	8,584.00	8,909.00	3.79	1,975.00	2,276.00	15.24
<b>营业利润</b>	<b>29,295.00</b>	<b>43,671.00</b>	<b>49.07</b>	<b>5,574.00</b>	<b>8,126.00</b>	<b>45.78</b>
营业外收入	13,128.00	9,139.00	(30.39)	2,431.00	2,936.00	20.77
营业外支出	135.54	56.88	(58.03)	1.94	5.35	175.77
<b>利润总额</b>	<b>42,391.00</b>	<b>52,782.00</b>	<b>24.51</b>	<b>8,003.00</b>	<b>11,057.00</b>	<b>38.16</b>
所得税	7,996.00	10,371.00	29.70	1,532.00	1,658.00	8.22
<b>净利润</b>	<b>34,395.00</b>	<b>42,411.00</b>	<b>23.31</b>	<b>6,471.00</b>	<b>9,399.00</b>	<b>45.25</b>
少数股东损益	814.00	1,260.00	54.79	228.00	372.00	63.16
归属于母公司所有者的净利润	33,582.00	41,151.00	22.54	6,243.00	9,027.00	44.59
<b>主要比率(%)</b>						
毛利率	6.61	7.41	0.80	6.50	6.51	0.02
营业利润率	3.41	4.33	0.92	2.51	3.09	0.57
净利率	4.00	4.21	0.20	2.92	3.57	0.65
销售费用率	1.94	1.99	0.06	2.48	2.39	(0.09)
管理费用率	1.58	1.42	(0.16)	2.19	1.55	(0.63)
所得税率	18.86	19.65	0.79	19.14	15.00	(4.15)

资料来源：公司数据

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371