

# 国药股份 (600511.SH)

## 医药流通行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 30.42元

### 关注国企改革, 看新时代下的医药流通价值;

长期竞争力评级: 高于行业均值

#### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	277.64
总市值(百万元)	14,565.10
年内股价最高最低(元)	31.82/17.05
沪深300指数	3183.01
上证指数	2925.74



#### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.701	0.859	1.034	1.262	1.519
每股净资产(元)	3.75	4.40	5.31	6.44	7.83
每股经营性现金流(元)	0.39	0.39	-0.01	0.19	0.54
市盈率(倍)	20.77	21.96	29.30	24.01	19.96
行业优化市盈率(倍)	19.02	26.06	32.75	32.75	32.75
净利润增长率(%)	23.80%	22.54%	20.35%	22.04%	20.32%
净资产收益率(%)	18.70%	19.53%	19.50%	19.61%	19.41%
总股本(百万股)	478.80	478.80	478.80	478.80	478.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

#### 投资逻辑

- **麻醉业务: 维持传统优势领域, 扩大麻药市场容量:** 麻药特许业务是公司最重要的盈利, 一级批发和参股麻药工业贡献利润超过 60%, 公司也围绕麻醉业务在进行一些整合和创新, 并购二级批发商, 寻求相关产品, 力求继续维持优势地位; 电子印鉴卡的平台在几个省份进行试点;
- **特色口腔平台: 积极补充产品线, 试点医疗服务在即:** 国药前景口腔运行十周年, 口腔耗材分销已经占有非常高的市场份额, 在不断扩充新品类的同时, 也将试点运营口腔诊所服务;
- **电商平台: 差异化竞争路线:** 自国药商城上线一年多来, B-B 的运行平稳, 直销业务的空间模式使得关注, B-C 的模式也在探索中, 走相对高端的差异化竞争路线, 积极寻找优质品牌厂家合作, 加大零售终端的覆盖面, 形成线上线下互动模式。
- **医药工业: 国瑞药业的品种还有较大的市场开发力, 在新产品方面, 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, 吲达帕胺缓释胶囊、枸橼酸咖啡因注射液等后续研发储备品种均有较大的市场空间。并积极推进国瑞药业与体系内上海医药工业研究院的合作, 提高核心竞争力。**
- **国企改革试点工作:** 2014年7月15日, 国务院国资委召开专题新闻发布会, 宣布中国医药集团总公司为国务院国资委选定的中央企业发展混合所有制经济和中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的试点企业之一; 公司与国控的同业竞争问题还未解决, 国企改革的推进对公司的长期发展具有重要意义。

#### 投资建议

- 作为中国医药集团麻醉药和口腔业务平台, 公司的医药流通业务精耕细作, 并且具有较高的壁垒。我们积极关注国企改革进展, 看好新时代下的医药流通企业业务创新和价值。

#### 估值

- 不考虑整合, 给予公司 2014-2016 年 EPS 为 1.034、1.262 和 1.519 元, 同比增长 20%、22%和 20%。

#### 风险

- 药品价格降低; 麻药管控政策变化; 国企改革低预期;

叶苏 分析师 SAC 执业编号: S1130513060003  
(8621)60230225  
yesu@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,042</b>	<b>8,592</b>	<b>10,081</b>	<b>12,000</b>	<b>14,300</b>	<b>17,200</b>	货币资金	582	694	871	900	967	967
增长率	22.0%	17.3%	19.0%	19.2%	20.3%		应收账款	1,507	1,733	2,136	2,654	3,163	3,804
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,593</b>	<b>-8,024</b>	<b>-9,335</b>	<b>-11,100</b>	<b>-13,206</b>	<b>-15,859</b>	存货	761	1,079	964	1,277	1,520	1,825
%销售收入	93.6%	93.4%	92.6%	92.5%	92.3%	92.2%	其他流动资产	96	239	146	224	266	319
<b>毛利</b>	<b>450</b>	<b>568</b>	<b>747</b>	<b>900</b>	<b>1,094</b>	<b>1,342</b>	流动资产	2,947	3,745	4,117	5,055	5,915	6,915
%销售收入	6.4%	6.6%	7.4%	7.5%	7.7%	7.8%	%总资产	83.0%	82.1%	81.1%	83.2%	82.7%	82.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	长期投资	253	261	328	329	328	328
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	220	388	473	608	828	1,045
<b>营业费用</b>	<b>-125</b>	<b>-166</b>	<b>-201</b>	<b>-240</b>	<b>-286</b>	<b>-344</b>	%总资产	6.2%	8.5%	9.3%	10.0%	11.6%	12.5%
%销售收入	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	12	75	76	79	79	78
<b>管理费用</b>	<b>-107</b>	<b>-136</b>	<b>-144</b>	<b>-172</b>	<b>-203</b>	<b>-241</b>	非流动资产	605	814	962	1,018	1,237	1,454
%销售收入	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	17.0%	17.9%	18.9%	16.8%	17.3%	17.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>207</b>	<b>250</b>	<b>393</b>	<b>476</b>	<b>591</b>	<b>740</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,552</b>	<b>4,559</b>	<b>5,079</b>	<b>6,074</b>	<b>7,152</b>	<b>8,369</b>
%销售收入	2.9%	2.9%	3.9%	4.0%	4.1%	4.3%	短期借款	0	150	400	554	680	571
<b>财务费用</b>	<b>-20</b>	<b>-29</b>	<b>-22</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>	应付款项	1,583	2,283	2,203	2,675	3,046	3,657
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动负债	90	78	118	202	228	262
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-14</b>	<b>-23</b>	<b>-25</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	流动负债	1,673	2,511	2,720	3,431	3,954	4,490
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>89</b>	<b>95</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	其他长期负债	346	179	163	0	0	0
%税前利润	21.4%	20.2%	16.9%	15.0%	13.6%	11.9%	<b>负债</b>	<b>2,019</b>	<b>2,690</b>	<b>2,883</b>	<b>3,431</b>	<b>3,954</b>	<b>4,491</b>
<b>营业利润</b>	<b>240</b>	<b>293</b>	<b>437</b>	<b>534</b>	<b>670</b>	<b>823</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,489</b>	<b>1,796</b>	<b>2,107</b>	<b>2,540</b>	<b>3,082</b>	<b>3,747</b>
营业利润率	3.4%	3.4%	4.3%	4.4%	4.7%	4.8%	少数股东权益	44	74	89	103	117	131
<b>营业外收支</b>	<b>101</b>	<b>131</b>	<b>91</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,552</b>	<b>4,559</b>	<b>5,079</b>	<b>6,074</b>	<b>7,152</b>	<b>8,369</b>
<b>税前利润</b>	<b>341</b>	<b>424</b>	<b>528</b>	<b>634</b>	<b>770</b>	<b>923</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.8%	4.9%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-66</b>	<b>-80</b>	<b>-104</b>	<b>-125</b>	<b>-151</b>	<b>-181</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.2%	18.9%	19.6%	19.7%	19.7%	19.7%	每股收益	0.567	0.701	0.859	1.034	1.262	1.519
<b>净利润</b>	<b>276</b>	<b>344</b>	<b>424</b>	<b>509</b>	<b>618</b>	<b>741</b>	每股净资产	3.110	3.751	4.401	5.305	6.438	7.827
少数股东损益	5	8	13	14	14	14	每股经营现金流	-0.774	0.388	0.388	-0.008	0.195	0.535
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>271</b>	<b>336</b>	<b>412</b>	<b>495</b>	<b>604</b>	<b>727</b>	每股股利	0.060	0.220	0.260	0.130	0.130	0.130
净利率	3.9%	3.9%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.22%	18.70%	19.53%	19.50%	19.61%	19.41%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	7.64%	7.37%	8.10%	8.15%	8.45%	8.69%
<b>净利润</b>	<b>276</b>	<b>344</b>	<b>424</b>	<b>509</b>	<b>618</b>	<b>741</b>	投入资本收益率	10.93%	10.03%	12.14%	11.98%	12.24%	13.36%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	主营业务收入增长率	19.00%	22.00%	17.34%	19.03%	19.17%	20.28%
非经营收益	-40	-51	-70	-131	-164	-169	EBIT增长率	-32.89%	20.60%	57.14%	21.30%	23.97%	25.23%
<b>营运资金变动</b>	<b>-647</b>	<b>-145</b>	<b>-217</b>	<b>-438</b>	<b>-401</b>	<b>-360</b>	净利润增长率	-12.50%	23.80%	22.54%	20.35%	22.04%	20.32%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-371</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>-4</b>	<b>93</b>	<b>256</b>	总资产增长率	4.68%	28.37%	11.40%	19.58%	17.76%	17.01%
<b>资本开支</b>	<b>-59</b>	<b>-169</b>	<b>-122</b>	<b>-24</b>	<b>-154</b>	<b>-155</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-21	9	0	-1	0	0	应收账款周转天数	59.0	62.5	64.8	75.0	75.0	75.0
其他	61	119	8	95	105	110	存货周转天数	38.2	41.9	39.9	42.0	42.0	42.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>-41</b>	<b>-114</b>	<b>70</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	应付账款周转天数	59.8	64.9	64.1	65.0	65.0	65.0
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	11.2	9.0	10.0	9.4	8.4	7.4
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>150</b>	<b>250</b>	<b>-6</b>	<b>125</b>	<b>-108</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-240</b>	<b>-204</b>	<b>-124</b>	<b>-32</b>	<b>-103</b>	<b>-103</b>	净负债/股东权益	-38.00%	-29.12%	-21.46%	-13.09%	-8.99%	-10.20%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-239</b>	<b>-50</b>	<b>126</b>	<b>-38</b>	<b>23</b>	<b>-211</b>	EBIT利息保障倍数	10.3	8.6	17.5	36.6	27.9	35.1
<b>现金净流量</b>	<b>-629</b>	<b>95</b>	<b>198</b>	<b>29</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	资产负债率	56.84%	59.00%	56.77%	56.49%	55.27%	53.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	7
增持	0	1	3	3	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>1.57</b>	<b>1.54</b>	<b>1.50</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD