

2015年02月12日

闫永正  
C0061@capital.com.tw  
目标价(元)

37元

## 国药股份(600511.SH)

Buy 买入

获批国企改革首批试点单位，经营效率有望显著提升

### 事件：

2014年2月6日国药股份公告：接到控股股东国药控股通知，本公司实际控制人国药集团已获得国资委就《中国医药集团总公司发展混合所有制经济试点方案》的批复，批复中原则同意国药集团试点方案的有关内容，并明确发展混合所有制经济试点的基本原则，要求坚持依法合规，强化企业的市场主体地位，遵循国有资本和非公资本的平等保护和共同发展原则，实现股东权益的最大化；同意选择国药集团药业股份有限公司作为国药集团发展混合所有制经济的首批试点单位之一；要求国药集团研究制定具体实施方案，并履行相关审核程序。本公司已确定为国药集团及国药控股内部发展混合所有制经济的首批试点单位之一。

### 点评：

本次混合所有制改革始于2014年7月份公司实际控制人国药集团被纳入央企三项职能改革的首批试点企业，此次混改方案获批是对上述举措的进一步推进，符合市场预期。国药股份作为国药集团旗下的三级子公司，首批入选集团公司改革试点单位，有助于公司尽快厘清市场化经营及管理机制，有利于释放企业活力。未来国药集团将结合国药股份的实际经营需求，积极推进混合所有制改革。预计改革的重点方向将会落到业绩考核与薪酬管理、董事会选聘高管等方面。未来不排除实施管理层持股、解决同业竞争等一系列问题，我们认为随着混合所有制改革的不断深入，将会对公司整体经营机制及效率产生深远影响，进而促进业绩快速成长。

■ **国内麻精药物市场龙头：** 公司在我国精麻药物流通领域地位突出。由于精麻药物的特殊性，该领域一直实行特许经营政策，目前国内仅有国药股份、上海医药、重庆医药三家企业具有一级流通资质，公司在一级批发市场占据80%以上的份额，公司还通过投资麻药生产企业分享精麻药物工业生产端利润。另外，通过电子印鉴卡的推广，将有助于加公司强终端控制力，巩固市场份额。

■ **新型业务不断成长：** 公司医药直销业务主要覆盖北京地区，目前已经介入北京绝大多数二、三级医院终端。另外，公司通过积极培植医药电商、药房托管、第三方物流等新业务，不断延伸公司业务线。

■ **盈利预计：** 预计2014年/2015年公司分别实现净利润4.81亿元(YOY+16.81%) / 5.73亿元(YOY+19.11%)，EPS分别为1.00元/1.20元，对应2014年/2015年PE分别为32倍/27倍。公司精麻药业务壁垒高，其他各板块业务发展良好，维持“买入”的投资建议，目标价37元(2015 PE 31X)。

### 公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2015/2/11)	32.00
上证综指(2015/2/11)	3157.70
股价 12 个月高/低	34.32/19.69
总发行股数(百万)	478.80
A 股数(百万)	277.64
A 市值(亿元)	153.22
主要股东	国药控股股份有限公司(44.01%)
每股净值(元)	4.93
股价/账面净值	6.49
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.8 19.0 38.7

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

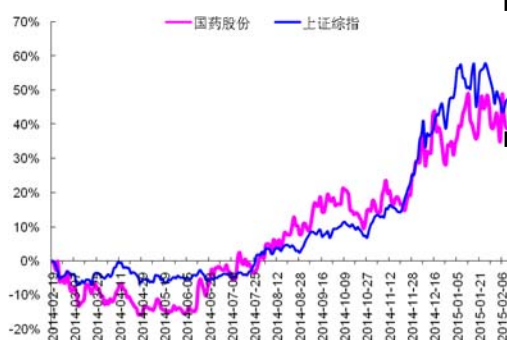
### 产品组合

商品销售	100.5%
产品销售	3.0%
仓储物流	1.3%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	42.6%
一般法人	3.4%

### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	271	336	412	481	573
同比增减	%	-12.50%	23.80%	22.53%	16.81%	19.11%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.57	0.70	0.86	1.00	1.20
同比增减	%	-12.51%	23.81%	22.54%	16.80%	19.11%
市盈率(P/E)	X	57	46	37	32	27
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.22	0.26	0.30	0.36
股息率 (Yield)	%	0.19%	0.68%	0.81%	0.94%	1.11%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一: 合并损益表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业额	7,042	8,592	10,081	11,592	13,376
经营成本	6,593	8,024	9,335	10,671	12,300
主营业务利润	450	568	747	921	1,075
销售费用	125	166	201	243	281
管理费用	107	136	144	162	187
财务费用	20	29	22	24	27
营业利润	240	293	437	562	669
补贴收入	102	131	91	50	60
税前利润	341	424	528	612	729
所得税	66	80	104	116	138
少数股东损益	5	8	13	15	18
净利润	271	336	412	481	573

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	582	694	871	1,133	1,400
存货净额	761	1,079	964	1,275	1,471
应收帐款净额	1,416	1,711	2,122	2,318	2,675
流动资产合计	2,947	3,745	4,117	4,788	5,616
长期投资净额	220	229	289	310	332
固定资产合计	216	213	276	295	312
无形资产及其他资产合计	8	64	61	65	68
资产总计	3,552	4,559	5,079	5,769	6,639
流动负债合计	1,673	2,511	2,720	2,777	2,967
长期负债合计	346	179	163	444	535
负债合计	2,019	2,690	2,883	3,222	3,502
少数股东权益	44	74	89	76	94
股东权益合计	1,533	1,869	2,196	2,547	3,137
负债和股东权益总计	3,552	4,559	5,079	5,769	6,639

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动所得现金净额	-371	186	186	280	394
投资活动所用现金净额	-19	-41	-114	-88	-67
融资活动所得现金净额	-239	-50	126	70	-60
现金及现金等价物净增加额	-629	95	198	262	267

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。