

医药商业III

周锐

0755-82026719
zhourei@cjis.cn

国药股份

600511

强烈推荐

向服务型医药商业企业转型趋势形成，战略性价值突出

国药股份公布 2009 年年报，营业收入同比增长 18.4%，归属于母公司的净利润同比增长 16.9%，实现 EPS0.47 元，分配预案为 10 派 1 元。

投资要点：

- 放弃非药进出口业务影响收入，碘补贴款减少影响当期利润，但总体经营质量不错。国药股份营业收入和利润同比增长速度较 2008 往年有所降低，但公司销售费用、管理费用等三项费用率有明显的降低，经营质量良好，收入和利润同比增长放缓主要是受放弃跟医药无关的进出口业务和碘补贴款减少的影响。
- 09 年下半年医药商业业务增速加快。09 年下半年医药商业业务同比增长 21.5%，可见北京市招标的推迟对其影响有限；毛利率则有明显降低，有可能是受普药分销业务占比提高的影响；
- 子公司国瑞和国药物流利润高速增长。公司控股子公司国瑞药业利润同比增长 101.7%；国药物流收入同比下降 3.3%，但利润总额同比增长 57.9%，甲流疫苗收储应该是主要原因。
- 参股公司宜昌人福高速增长。国药股份参股 20%的宜昌人福增长十分迅速，收入同比增长 44%，贡献的投资收益同比增长 104%。
- 向服务型企业转型趋势已经形成。国药虽然短期收入和利润增长放缓，但公司的经营质量仍然很高，对下游医院的信息服务、物流服务和动态库存管理等方面有了很大进展，向服务型医药商业企业转型趋势已经形成。
- 战略性价值仍然突出，维持强烈推荐评级。国药股份目前动态 PE 在医药板块中不低，但作为国药控股在 A 股最主要平台，其战略性价值仍然突出，维持强烈推荐评级。

6-12 个月目标价： 30.00 元

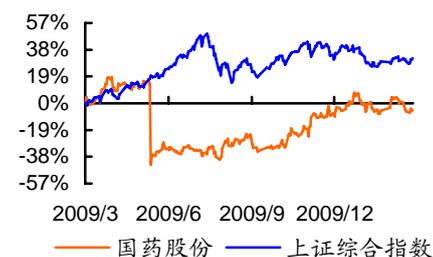
当前股价： 25.69 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3067.75
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	278
流通市值(亿)	71
EPS (TTM)	0.48
每股净资产 (元)	1.81
资产负债率	56.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国药股份	0.00	4.09	25.50
上证综合指数	0.00	-1.48	3.55



相关报告

- 《国药股份-业绩符合预期，参股公司宜昌人福高速增长》2009-8-26
- 《国药股份-业绩维持平稳增长 行业集中趋势不变》2009-5-18
- 《国药股份-年报略超预期，战略价值依然突出》2009-4-19

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5195	6523	8274	10531
同比(%)	18%	26%	27%	27%
归属母公司净利润(百万元)	229	312	410	530
同比(%)	17%	36%	31%	29%
毛利率(%)	8.9%	9.1%	9.0%	9.0%
ROE(%)	21.7%	22.9%	23.1%	23.0%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.85	1.10
P/E	54.28	39.77	30.28	23.42
P/B	11.79	9.09	6.99	5.39
EV/EBITDA	37	28	21	16

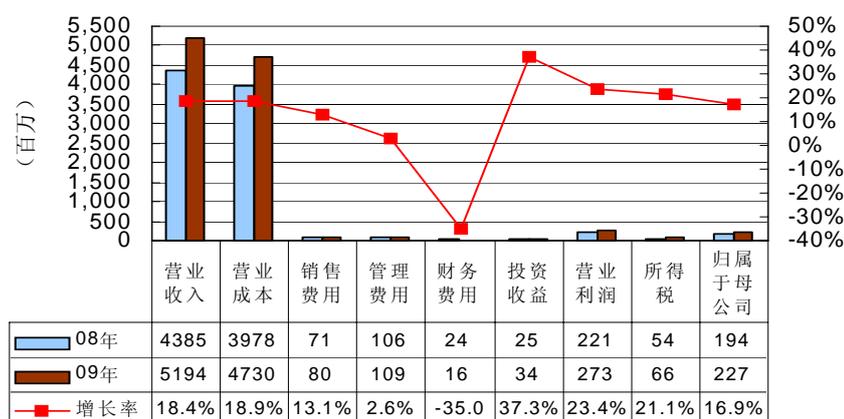
资料来源：中投证券研究所

一、碘补贴款减少影响利润增长

受放弃跟医药无关的进出口业务的影响，国药股份 2009 年营业收入同比增长 18.4%，营业利润同比增长 23.4%，受当期收到的碘补贴款减少的影响，归属于母公司的净利润仅同比增长 16.9%。

虽然公司的收入和利润增长速度较 2008 年有所降低，但经营质量仍然很高，在综合毛利率略有降低的情况，公司三项费用率有明显的降低，体现出良好的费用控制能力，参股公司宜昌人福等企业带来的利润也有大幅的增长。

图 1：国药股份 09 年主要盈利性指标同比变化



资料来源：国药股份 09 年年报、中投证券研究所

表 1：国药股份的季度盈利性数据

财务指标 (万)	08年 3Q	08年 4Q	09年 1Q	09年 2Q	09年 3Q	09年 4Q	4Q 同比	4Q 环比
营业总收入	110340	113265	124630	123389	139743	131698	16.3%	-5.76%
营业成本	100378	103183	113052	111498	127516	120970	17.2%	-5.13%
营业费用	1622	2438	1167	1857	2149	2808	15.2%	30.64%
管理费用	2093	4011	2438	1871	2271	4267	6.4%	87.86%
财务费用	546	585	286	352	459	468	-20.0%	1.96%
投资收益	467	1002	674	977	737	1017	1.5%	38.06%
营业利润	5956	3377	7636	8057	6959	4617	36.7%	-33.65%
利润总额	5900	4976	7618	8881	8080	4945	-0.6%	-38.80%
所得税	1260	885	1728	1903	1838	1113	25.7%	-39.44%
归属于母公司净利润	4510	4146	5814	6791	6250	3805	-8.2%	-39.13%
EPS	0.09	0.09	0.12	0.14	0.13	0.08	-0.01	-0.05
毛利率	9.03%	8.90%	9.29%	9.64%	8.75%	8.15%	-0.76%	-0.60%
营业费用率	1.47%	2.15%	0.94%	1.50%	1.54%	2.13%	-0.02%	0.59%
管理费用率	1.90%	3.54%	1.96%	1.52%	1.63%	3.24%	-0.30%	1.61%
财务费用率	0.49%	0.52%	0.23%	0.29%	0.33%	0.36%	-0.16%	0.03%
营业利润率	5.40%	2.98%	6.13%	6.53%	4.98%	3.51%	0.52%	-1.47%
实际所得税率	21.35%	17.79%	22.69%	21.42%	22.75%	22.51%	4.71%	-0.24%

资料来源：国药股份历年报表、中投证券研究所

从季度数据来看，国药股份 09 年 4 季度的各项数据同比增长状况良好，同比利润有下降主要是因为同期碘补贴款金额减少导致。

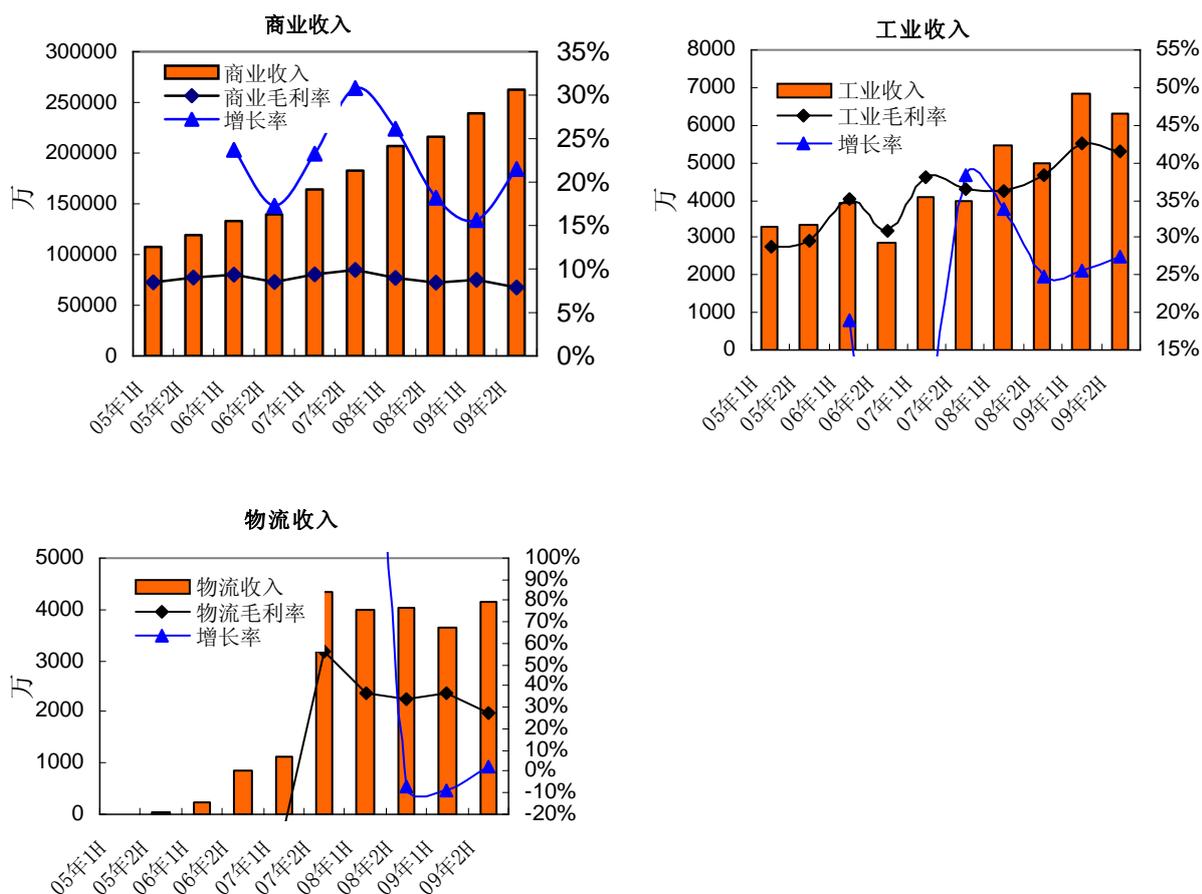
二、商业增速加快，工业高速增长

医药商业业务：09 年下半年同比增长速度明显加快，同比增长幅度达到 21.5%，超过 09 年上半年和 08 年下半年的同比增速，北京市招标的推迟看来影响有限。毛利率略有降低，应该是由毛利率相对较低的普药分销业务（相对于麻药业务和总经销总代理业务）占比提高的原因。

工业方面仍然达到了 25% 以上的增长速度，毛利率也处于相对高位，控股子公司国瑞药业收入同比 26.5%，利润总额同比增长 101.7%。

物流业务收入毛利率维持稳定，子公司国药物流收入同比下降 3.3%，但利润总额同比增长 57.88%，这应该是受益于甲流疫苗收储工作。

图 2：国药股份各项业务的半年度环比变化情况



资料来源：国药股份历年报表、中投证券研究所

从参股公司情况来看，公司参股 20% 的宜昌人福的利润增长非常迅速，收

入同比增长 44%，贡献的投资收益同比增长 71.4%，其他参股公司则贡献的负利润。

表 2: 国药股份参股公司贡献利润情况

主要业务单元	股权比例	08 年 (万)	09 年 (万)	增加额(万)
国药健与康	46.67%	-31	0	已清算
国药前景口腔	39%	145	56	-89
青海制药集团	47.10%	1045	1035	-10
宜昌人福药业	20%	1338	2297	959

数据来源：公司报表 表中利润为按股权比例计算的投资收益贡献

三、战略性价值突出，维持强烈推荐评级

国药股份 09 年净利润同比增长幅度较往年有所减缓，但国药虽然短期收入和利润增长放缓，但公司的经营质量仍然很高，对下游医院的信息服务、物流服务和动态库存管理等方面有了很大进展，向服务型医药商业企业转型趋势已经形成。

国药股份目前动态 PE 在医药板块中不低，但作为国药控股在 A 股最主要平台，其战略性价值仍然突出，维持强烈推荐评级。

表 3 国药股份分类数据及预测

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
商业销售	501768	634539	803382	1020671
毛利率	8.31%	8.14%	8.01%	7.90%
其中：麻醉药品	116962	140354	168425	202110
总代理总经销	178848	214618	257541	309049
一般药品	207087	279568	377416	509512
物流收入	7778	10111	13145	17088
毛利率	31.89%	32.00%	32.00%	32.00%
工业销售	13161	17767	23986	32381
毛利率	42.04%	43.00%	43.00%	43.00%
合计	519460	652306	827368	1053052
毛利率	8.94%	9.09%	9.03%	8.98%

数据来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2254	2585	3306	4229
现金	762	914	1261	1625
应收账款	857	1029	1305	1661
其它应收款	2	3	4	5
预付账款	33	42	53	68
存货	561	582	665	847
其他	38	15	19	24
非流动资产	523	454	481	504
长期投资	198	198	198	198
固定资产	206	244	276	303
无形资产	10	7	5	2
其他	109	5	2	1
资产总计	2777	3039	3787	4733
流动负债	1363	1643	1982	2398
短期借款	19	50	50	50
应付账款	694	771	903	1054
其他	650	823	1029	1294
非流动负债	331	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	331	0	0	0
负债合计	1694	1643	1982	2398
少数股东权益	40	43	46	51
股本	479	479	479	479
资本公积	59	59	59	59
留存收益	506	815	1221	1747
归属母公司股东权益	1043	1353	1759	2284
负债和股东权益	2777	3039	3787	4733

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	255	83	355	360
净利润	229	312	410	530
折旧摊销	18	19	23	27
财务费用	16	5	8	8
投资损失	-34	-39	-49	-61
营运资金变动	16	61	-52	-165
其它	10	-275	16	22
投资活动现金流	255	43	-1	11
资本支出	22	50	50	50
长期投资	-38	-53	0	0
其他	239	39	49	61
筹资活动现金流	253	-24	-58	-58
短期借款	14	31	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	239	0	0	0
资本公积增加	-98	0	0	0
其他	98	-55	-58	-58
现金净增加额	488	102	297	314

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5195	6523	8274	10531
营业成本	4730	5930	7527	9585
营业税金及附加	13	17	14	18
营业费用	80	98	116	137
管理费用	108	130	149	179
财务费用	16	5	8	8
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	34	39	49	61
营业利润	273	382	509	665
营业外收入	23	23	23	23
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	295	405	532	688
所得税	66	93	122	158
净利润	229	312	410	530
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	227	309	406	525
EBITDA	306	407	540	699
EPS (元)	0.47	0.65	0.85	1.10

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	18.5%	25.6%	26.8%	27.3%
营业利润	23.4%	40.2%	33.2%	30.6%
归属于母公司净利润	16.9%	36.5%	31.4%	29.3%
获利能力				
毛利率	8.9%	9.1%	9.0%	9.0%
净利率	4.4%	4.7%	4.9%	5.0%
ROE	21.7%	22.9%	23.1%	23.0%
ROIC	77.4%	116.2%	130.3	119.6%
偿债能力				
资产负债率	61.0%	54.1%	52.3%	50.7%
净负债比率				
流动比率	1.65	1.57	1.67	1.76
速动比率	1.23	1.21	1.33	1.40
营运能力				
总资产周转率	2.18	2.24	2.42	2.47
应收账款周转率	6	7	7	7
应付账款周转率	7.15	8.09	8.99	9.79
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.65	0.85	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.17	0.74	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.82	3.67	4.77
估值比率				
P/E	54.28	39.77	30.28	23.42
P/B	11.79	9.09	6.99	5.39
EV/EBITDA	37	28	21	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434