

**动态报告**

医药保健

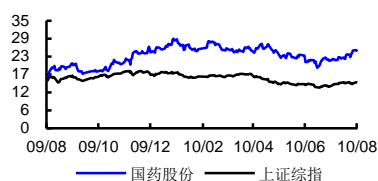
医疗器械与服务

**国药股份(600511)**
**谨慎推荐**

2010 中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 19 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘 (元)	24.98
总股本/流通 A 股(百万股)	478.80/277.64
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	11,960.42/6,935.53
上证综指/深圳成指	2,666.30/11,282.33
12 个月最高/最低 (元)	29.16/16.29

**财务数据**

净资产值(百万元)	1,130.56
每股净资产(元)	2.36
市净率	10.58
资产负债率	60.32%
息率	0.40%

**相关研究报告:**

《国药股份 10 年一季报点评: 麻药工业投资收益推动业绩平稳增长》——2010-4-26

《国药股份 09 年报点评: 商业板块平稳, 工业增长突出》——2010-3-22

**分析师: 丁丹**

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080405

**分析师: 贺平鸽**

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

**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**
**业绩平淡, 关注点仍是国控整合预期**
**●净利增 14%略低于预期**

2010 年上半年公司实现营业收入 28.14 亿元, 同比增长 13.45%, 利润总额 1.84 亿元, 同比增长 11.74%, 净利润 1.44 亿元, 同比增长 14.27%。实现 EPS0.30 元/股, 略低于我们之前 0.32 元/股的预期。经营活动产生的现金流量净额为 1.55 亿元, 同比增长 40.89%。

**●各业务板块表现平淡**

1) 医药分销业务收入 27 亿元, 同比增 13%, 较 09 年 18.6% 的增速有所放缓。毛利率小幅下降; 2) 工业板块增长较好: 上半年实现收入 8807 万元, 同比增长 28.8%, 较 09 年内的 26.5% 的增速还有所加快; 3) 仓储物流业务受制产能已饱和, 小幅增长 8.9%。

**●宜昌人福投资收益是最大利润增量来源**

利润总额增量中 72% 来自投资收益的增长: 上半年共实现投资收益 3039.9 万元, 同比增长 84%, 其中主要是来自对上游麻醉药工业企业宜昌人福的投资收益 2556 万元, 较去年同期大幅增长 120%。

**●期间费用率的上升主要来自销售费用的投入快速增长**

10H1 期间费用同比增长 25%, 远超收入增长。其中管理费用同比还下降了 4.7%, 主要增长部分是销售费用大幅增长 55%, 是公司历史上少见的销售投入增幅。财务费用大幅增长 87% 也超出预期。

**●维持盈利预测和“谨慎推荐”评级**

我们暂维持对公司 10-11EPS0.60、0.74 元/股盈利预测。公司本身在 09 年前已经高成长多年, 现已进入平稳增长期, 10-11PE 分别达到 42X、34X, 以公司现有的成长性支持这样的估值水平有压力, 但市场对其自身业绩的关注度在降低, 而更多的在和大股东国控控股整合预期进行博弈。我们仍维持“谨慎推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,385.47	5,194.60	6,078	7,172	8,463
(+/-%)	22.71%	18.45%	17.0%	18.0%	18.0%
净利润(百万元)	193.83	226.60	287	355	433
(+/-%)	47.84%	16.91%	26.5%	23.8%	21.9%
每股收益(元)	0.81	0.47	0.60	0.74	0.90
EBIT Margin	6.30%		5.4%	5.8%	6.1%
净资产收益率 (ROE)	23.32%	21.72%	23.0%	23.8%	24.1%
市盈率 (PE)	30.85	52.78	41.7	33.7	27.6
EV/EBITDA	20.29		39.8	32.1	26.4
市净率 (PB)	7.19	11.46	9.61	8.01	6.66

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	762	949	1068	1201
应收款项	897	1049	1238	1461
存货净额	561	681	801	942
其他流动资产	34	61	72	85
<b>流动资产合计</b>	<b>2254</b>	<b>2740</b>	<b>3178</b>	<b>3688</b>
固定资产	215	202	187	172
无形资产及其他	10	9	9	9
投资性房地产	100	81	81	81
长期股权投资	198	203	208	213
<b>资产总计</b>	<b>2777</b>	<b>3235</b>	<b>3663</b>	<b>4163</b>
短期借款及交易性金融负债	19	120	120	120
应付款项	1269	1438	1601	1779
其他流动负债	76	57	67	79
<b>流动负债合计</b>	<b>1363</b>	<b>1615</b>	<b>1789</b>	<b>1979</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	331	334	337	340
<b>长期负债合计</b>	<b>331</b>	<b>334</b>	<b>337</b>	<b>340</b>
<b>负债合计</b>	<b>1694</b>	<b>1949</b>	<b>2125</b>	<b>2318</b>
少数股东权益	40	42	45	49
股东权益	1043	1244	1492	1795
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2777</b>	<b>3235</b>	<b>3663</b>	<b>4163</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.47	0.60	0.74	0.90
每股红利	0.11	0.18	0.22	0.27
每股净资产	2.18	2.60	3.12	3.75
ROIC	25%	29%	35%	37%
ROE	22%	23%	24%	24%
毛利率	9%	9%	9%	10%
EBIT Margin	5%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%
收入增长	18%	17%	18%	18%
净利润增长率	17%	27%	24%	22%
资产负债率	62%	62%	59%	57%
息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%
P/E	52.8	41.7	33.7	27.6
P/B	11.5	9.6	8.0	6.7
EV/EBITDA	48.6	39.8	32.1	26.4

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>5195</b>	<b>6078</b>	<b>7172</b>	<b>8463</b>
营业成本	4730	5537	6505	7650
营业税金及附加	13	10	12	14
销售费用	80	94	110	129
管理费用	108	110	129	153
财务费用	16	17	20	21
投资收益	34	44	53	64
资产减值及公允价值变动	(9)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	273	352	447	557
营业外净收支	23	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>295</b>	<b>372</b>	<b>467</b>	<b>577</b>
所得税费用	66	82	107	138
少数股东损益	3	4	4	6
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>227</b>	<b>287</b>	<b>355</b>	<b>433</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>227</b>	<b>287</b>	<b>355</b>	<b>433</b>
资产减值准备	6	(0)	(1)	(1)
折旧摊销	18	22	23	24
公允价值变动损失	9	2	2	2
财务费用	16	17	20	21
营运资本变动	313	(127)	(144)	(185)
其它	(4)	3	4	4
<b>经营活动现金流</b>	<b>568</b>	<b>187</b>	<b>240</b>	<b>278</b>
资本开支	(23)	(10)	(10)	(10)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(63)</b>	<b>(15)</b>	<b>(15)</b>	<b>(15)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(52)	(86)	(106)	(130)
其它融资现金流	87	101	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(17)</b>	<b>15</b>	<b>(106)</b>	<b>(130)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>488</b>	<b>187</b>	<b>119</b>	<b>133</b>
货币资金的期初余额	274	762	949	1068
货币资金的期末余额	762	949	1068	1201
企业自由现金流	512	141	190	221
权益自由现金流	599	229	175	205

### 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

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
<b>交易策略</b>					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

**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)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>万成水</b> 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>焦戡</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>李锐</b> 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b> 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		<b>黎敏</b> 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		<b>徐冉</b> 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn