

国药股份（600511） 药品零售

业绩增速暂时放缓

2010年8月20日

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	24.60	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：中期实现收入28.1亿，同比增13.45%，净利润1.44亿，同比增11.74%，每股收益0.30元，每股经营性现金0.30元

点评：

分业务看。药品销售实现收入27亿，同比增12.97%，毛利率下降0.37个百分点，商业分销增长呈现持续放慢，在国药集团定位“北国控、南一致”的区域定位下，公司受限于内部区域划分，增长受到一定影响；医药工业实现收入0.88亿，继续保持较快增长，毛利率提高0.35个百分点。

销售费用率和管理费用率未能和收入匹配，Q1和Q2呈现持续攀升，收窄了净利率水平；投资收益大幅提高，主要是来自宜昌人福的投资收益大幅提高，幅度超过100%；存货周转率、应收账款周转率也双双下降，营运能力不佳；

国药集团的整合仍旧没有时间表。国家推进商业集中，以省级招标为平台的招投标正在深化，原来市级、甚至县级别的重复招投标有望逐步统一到省级平台，对大型医药商业将是利好，虽然公司近两年遇到一定困难，经营质量下滑，但长远看，大型医药商业将获得更多的资源、政策方面的倾斜，业绩10-12年EPS分别为0.63、0.81、0.99，维持推荐评级。

联系方式

研究员：	刘斌
执业证书编号：	S0020207080709
电话：	021-51097188-1859
电邮：	liubin@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电话：	(86-21) 51097188-1952
电邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址：	中国安徽省合肥市寿春路 179号(230001)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2254	4026	4800	5743	营业收入	5195	5974	6989	8178
现金	762	1046	2040	2588	营业成本	4730	5433	6336	7401
应收账款	857	1986	1660	1942	营业税金及附加	13	0	0	0
其他应收款	2	5	5	6	营业费用	80	104	119	138
预付账款	33	0	0	0	管理费用	108	105	120	140
存货	561	957	1054	1159	财务费用	16	-18	-31	-46
其他流动资产	38	32	40	48	资产减值损失	9	7	7	7
非流动资产	523	531	528	547	公允价值变动收				
长期投资	198	230	250	280	益	0	0	0	0
固定资产	206	196	183	169	投资净收益	34	40	51	62
无形资产	10	10	10	10	营业利润	273	383	489	600
其他非流动资					营业外收入	23	0	0	0
产	109	95	85	87	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2777	4557	5328	6290	利润总额	295	383	489	600
流动负债	1363	2815	3241	3779	所得税	66	77	98	120
短期借款	19	0	0	0	净利润	229	306	391	480
应付账款	694	1304	1521	1776	少数股东损益	3	4	5	6
其他流动负债	650	1511	1720	2002	归属母公司净利润	227	302	386	474
非流动负债	331	400	423	450	EBITDA	306	380	473	569
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.63	0.81	0.99
其他非流动负									
债	331	400	423	450					
负债合计	1694	3215	3664	4229					
少数股东权益	40	44	49	55					
股本	479	479	479	479					
资本公积	59	59	59	59					
留存收益	506	760	1078	1469					
归属母公司股东权益	1043	1298	1616	2007					
负债和股东权益	2777	4557	5328	6290					

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	255	302	1001	552	
净利润	229	306	391	480	
折旧摊销	18	15	15	15	
财务费用	16	-18	-31	-46	
投资损失	-34	-40	-51	-62	
营运资金变动	16	-88	661	125	
其他经营现金					
流	10	126	15	40	
投资活动现金流	-20	31	31	32	
资本支出	22	0	0	0	
长期投资	-38	9	20	30	

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	18.5%	15.0%	17.0%	17.0%
营业利润	23.4%	40.3%	27.9%	22.7%
归属于母公司净利润	16.9%	33.4%	27.9%	22.7%
获利能力				
毛利率 (%)	8.9%	9.1%	9.4%	9.5%
净利率 (%)	4.4%	5.1%	5.5%	5.8%
ROE (%)	21.7%	23.3%	23.9%	23.6%
ROIC (%)	60.2%	78.0%	-128.0%	-99.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.0%	70.6%	68.8%	67.2%
净负债比率 (%)	1.11%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.65	1.43	1.48	1.52
速动比率	1.23	1.08	1.15	1.21
营运能力				
总资产周转率	2.18	1.63	1.41	1.41
应收账款周转率	6	4	4	4
应付账款周转率	7.15	5.44	4.49	4.49

其他投资现金流					每股指标 (元)				
流	-36	40	51	62	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.63	0.81	0.99
筹资活动现金流	253	-49	-38	-37	每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.63	2.09	1.15
短期借款	14	-19	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.71	3.37	4.19
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	239	0	0	0	P/E	58.49	43.85	34.30	27.96
资本公积增加	-98	0	0	0	P/B	12.70	10.21	8.20	6.60
其他筹资现金流	98	-30	-38	-37	EV/EBITDA	18	15	12	10
流	98	-30	-38	-37					
现金净增加额	488	284	994	548					

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠,但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有,未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn