医药商业Ⅲ
署名人：周锐
执业证书编号：S0960207090141
0755-82026719
zhourui@cjis.cn

国药股份 600511 强烈推荐

业绩超过预期，战略价值仍然突出

国药股份公布 2010 年 3 季报，1-9 月归属于母公司的净利润同比增长 41.1%，每股收益 0.56 元，超过市场预期。

投资要点：

- **投资收益和营业外收入促使利润超预期。**

  公司 1-9 月投资收益大幅增长 168%，其中 7-9 月投资收益达到 3,363 万，除了公司参股的人福医药和青海制药利润增长之外，公司出售联环药业流通股获得的投资收益也较大；

  除了投资收益外，公司营业外收入同比也大幅增长 60.8%。

- **3 季度单季实现 EPS0.25 元。**从季度数据来看，1、2 季度国药的季度 EPS 均为 0.15 元，3 季度单季达到 0.25 元，大幅增长；扣除出售股权贡献的投资收益之外，单季 EPS 大约在 0.20 元左右，也远高于其他季度。

- **公司利润增长有重新加快可能。**国药股份 5 月份新总经理陈长青就任以来，公司对企业进行了梳理，对国瑞药业人员进行了调整，争取未来能有跨越式的发展，未来收入利润增长有重新加快的可能。

- **战略价值仍然突出。**目前国控在国内的两大平台之一，国药股份未来作为国控回归 A 股平台的价值仍然存在，其战略价值仍然突出。

- **目前估值不高，维持强烈推荐评级：**国药股份季度业绩超预期，估值目前在医药股中已经处于相对低位，具备提升空间，维持强烈推荐评级。

- **风险提示：**

  国药控股回归 A 股具有不确定性。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5195	5947	7532	9562
同比(%)	18%	14%	27%	27%
归属母公司净利润(百万元)	229	333	401	516
同比(%)	17%	46%	20%	29%
毛利率(%)	8.9%	9.3%	9.2%	9.2%
ROE(%)	21.7%	24.9%	24.1%	24.6%
每股收益(元)	0.47	0.69	0.83	1.07
P/E	49.23	33.75	28.04	21.81
P/B	10.69	8.41	6.75	5.36
EV/EBITDA	33	24	20	15

资料来源：中投证券研究所

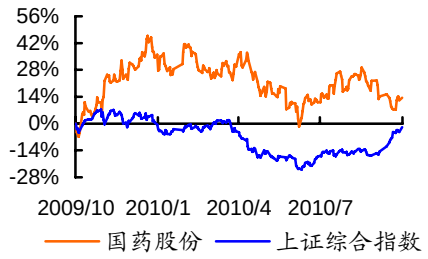
6－12 个月目标价： 35.00 元
当前股价： 23.30 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3041.54
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	278
流通市值(亿)	65
EPS（TTM）	0.51
每股净资产（元）	2.26
资产负债率	61.0%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
国药股份	-5.28	4.81	-14.07
上证综合指数	17.36	17.49	2.43



相关报告

《国药股份-医药商业经营状况平稳，宜昌人福投资收益大增》2010-8-19

《国药股份-向服务型医药商业企业转型趋势形成，战略性价值突出》2010-3-21

《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

表 1：国药股份的季度盈利性数据

财务指标（万）	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	**10 年 3Q**	**3Q 同比**	**3Q 环比**
营业总收入	124630	123389	139743	131698	139272	142101	**158508**	13.4%	11.55%
营业成本	113052	111498	127516	120970	126153	129142	**143657**	12.7%	11.24%
营业费用	1167	1857	2149	2808	2138	2537	**2484**	15.6%	-2.11%
管理费用	2438	1871	2271	4267	2313	1792	**2003**	-11.8%	11.78%
财务费用	286	352	459	468	766	432	**487**	6.3%	12.93%
投资收益	674	977	737	1017	1380	1660	**3363**	356.4%	102.59%
营业利润	7636	8057	6959	4617	8826	9363	**12508**	79.7%	33.59%
利润总额	7618	8881	8080	4945	8826	9611	**15307**	89.5%	59.28%
所得税	1728	1903	1838	1113	1775	2050	**3013**	63.9%	46.98%
归属于母公司净利	5814	6791	6250	3805	6987	7417	**12202**	95.2%	64.50%
EPS（元）	**0.12**	**0.14**	**0.13**	**0.08**	**0.15**	**0.15**	**0.25**	**95.2%**	**64.50%**
毛利率	9.29%	9.64%	8.75%	8.15%	9.42%	9.12%	**9.37%**	0.62%	0.25%
营业费用率	0.94%	1.50%	1.54%	2.13%	1.54%	1.79%	**1.57%**	0.03%	-0.22%
管理费用率	1.96%	1.52%	1.63%	3.24%	1.66%	1.26%	**1.26%**	-0.36%	0.00%
财务费用率	0.23%	0.29%	0.33%	0.36%	0.55%	0.30%	**0.31%**	-0.02%	0.00%
营业利润率	**6.13%**	**6.53%**	**4.98%**	**3.51%**	**6.34%**	**6.59%**	**7.89%**	**2.91%**	**1.30%**
实际所得税率	22.69%	21.42%	22.75%	22.51%	20.11%	21.33%	**19.68%**	-3.07%	-1.65%

资料来源：国药股份历年报表、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	2421	3031	3813
现金	762	899	1171	1450
应收账款	857	938	1188	1508
其它应收款	2	3	3	4
预付账款	33	38	48	61
存货	561	530	604	767
其他	38	14	17	22
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	2875	3513	4317
流动负债	1363	1507	1812	2185
短期借款	19	50	50	50
应付账款	694	702	820	955
其他	650	755	942	1180
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	1507	1812	2185
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	788	1116	1544
归属母公司股东权益	1043	1326	1654	2081
负债和股东权益	2777	2875	3513	4317

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	255	81	343	351
净利润	229	333	401	516
折旧摊销	18	19	23	27
财务费用	16	5	8	8
投资损失	-34	-74	-56	-70
营运资金变动	16	78	-48	-149
其它	10	-281	15	20
投资活动现金流	255	78	6	20
资本支出	22	50	50	50
长期投资	-38	-53	0	0
其他	239	74	56	70
筹资活动现金流	253	-72	-127	-142
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	-103	-127	-142
现金净增加额	488	87	221	230

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5195	5947	7532	9562
营业成本	4730	5396	6836	8682
营业税金及附加	13	15	13	16
营业费用	80	89	105	124
管理费用	108	113	136	163
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	74	56	70
营业利润	273	402	490	639
营业外收入	23	31	31	31
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	295	433	521	670
所得税	66	100	120	154
净利润	229	333	401	516
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	227	331	398	511
EBITDA	306	426	521	674
EPS（元）	0.47	0.69	0.83	1.07

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	18.5%	14.5%	26.7%	27.0%
营业利润	23.4%	47.4%	22.0%	30.4%
归属于母公司净利润	16.9%	45.9%	20.4%	28.6%
获利能力				
毛利率	8.9%	9.3%	9.2%	9.2%
净利率	4.4%	5.6%	5.3%	5.3%
ROE	21.7%	24.9%	24.1%	24.6%
ROIC	77.4%	126.7%	130.4	121.1%
偿债能力				
资产负债率	61.0%	52.4%	51.6%	50.6%
净负债比率				
流动比率	1.65	1.61	1.67	1.75
速动比率	1.23	1.25	1.33	1.39
营运能力				
总资产周转率	2.18	2.10	2.36	2.44
应收账款周转率	6	6	7	7
应付账款周转率	7.15	7.73	8.98	9.78
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.69	0.83	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.17	0.72	0.73
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.77	3.45	4.35
估值比率				
P/E	49.23	33.75	28.04	21.81
P/B	10.69	8.41	6.75	5.36
EV/EBITDA	33	24	20	15

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

研究团队简介

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，8 年证券行业从业经验，2006 年、2007 年和 2009 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；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2008年加入中投证券研究所。

免责条款

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，旨为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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434