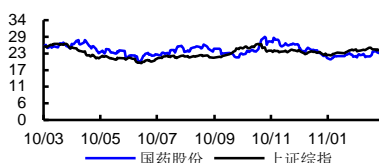


**证券研究报告—动态报告**
**医药保健**
**医疗器械与服务**
**国药股份(600511)**
**谨慎推荐**
**2010 年报点评**

(维持评级)

2011 年 3 月 21 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本 (百万股)	478.8/277.6
总市值 (百万元)	10,935.8/6,341.4
沪深 300/深圳成指	2,906.89/12,721.99
12 个月最高/最低 (元)	28.55/19.70

**相关研究报告:**

《国药股份-600511-麻药工业投资收益&amp;碘补贴带来超预期业绩》——2010-10-27

《国药股份-600511-2010 中报点评:业绩平淡,关注点仍是国控整合预期》——2010-8-19

《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

**证券分析师: 丁丹**

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

**证券分析师: 贺平鸽**

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

**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。

**公司年报点评**

# 整合预期下经营变化也值得关注

**● 业绩符合预期**

2010 年公司实现销售收入 59.18 亿元,同比增 13.93%,利润总额 3.99 亿元,同比增长 35.08%,归属于上市公司股东净利润 3.1 亿元,同比增长 36.81%,EPS0.65 元/股,与我们的预测完全一致。经营性现金流 0.66 元/股,盈利质量优异。分配预案为 10 派 1.5 元(含税)。

**● 57%的利润增量来自非经营性来源**

2010 年利润总额增加的 1 个亿中,57%来自非经营性利润来源:1) 出售联环药业股票收益 3009 万元;2) 参股宜昌人福和青药集团投资收益同比增长 59%;3) 以碘补贴为主的营业外收益同比增长 48%。2011 年预计来自麻醉药工业投资收益仍可保持较快增速,其他几项非经营性项目基本和今年持平,因此 2011 年业绩增长还需看公司自身经营面的变化趋势。

**● 收入增速平淡,但仍呈现效益型增长**

扣除上述几项非经营性因素,公司经营性利润实际同比约增长 19.8%,仍略高于收入增长,显示 2010 年公司虽然收入增长缓慢,但管控较好,仍是效益型增长:具体体现为期间费用率小幅下降、应收账款和存货周转速度上升。

**● 风险提示**

近期公司大股东国药控股承诺未来 5 年内在条件成熟时将尽快全面解决与国药股份的同业竞争问题。但过程和进度仍存在不确定性。

**● 整合进程不确定阶段更需关注自身经营面,维持“谨慎推荐”评级**

市场对公司的关注点可能会更多在国药控股的整合预期上,我们认为在整合进程不确定的阶段也需要关注公司自身经营面的变化。09-10 年公司经历 2 年经营整固平台,外部扩张不得而内生规模增长缓慢。新管理团队去年上任后销售逐步改善,2011 年分销业务有望重拾 15%以上增长,工业则可能是更明显的变化点。我们预计 11-12 年 EPS0.80、0.94 元/股,11-12PE29X、24X,仅就自身经营面看估值上也较安全,维持“谨慎推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,194.60	5,918.04	6,919	8,048	9,336
(+/-%)	18.45%	13.93%	16.9%	16.3%	16.0%
净利润(百万元)	226.60	310.02	382	449	523
(+/-%)	16.91%	36.81%	23.1%	17.7%	16.5%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.80	0.94	1.09
EBIT Margin			5.8%	6.0%	6.1%
净资产收益率(ROE)	21.72%	23.77%	24.3%	23.8%	23.2%
市盈率(PE)	48.26	35.27	28.7	24.4	20.9
EV/EBITDA			31.6	26.6	23.1
市净率(PB)	10.48	8.38	6.96	5.80	4.86

**表 1: 2010 年国药股份利润总额构成及 2011 年趋势**

利润来源	金额 (百万元)	占比	趋势
1、出售联环药业股票收益	30.09	7.54%	公司以发起人身份持有联环药业 3.85% 股权, 2010 年公司分别于 8 月 25 日, 卖出 1158000 股; 于 12 月 29 日、30 日两日, 卖出 609880 股。截至 2010 年底, 公司持有联环药业 2736620 股, 占 2.34% 股权, 按现价市值约为 5533 万元。11 年可能还会继续出售。
2、麻醉药工业投资收益	52.90	13.26%	其中主要是参股 20% 的宜昌人福贡献 4493 万元, 同比增长 96%。预计 2011 年仍将快速增长。
3、碘补贴	20.00	5.01%	2010 年同比增长 40%。预计 2011 年平稳。
4、其他政府补贴	9.32	2.34%	主要是崇文区税收返还。预计 2011 其他类补贴年持平。
5、经营性利润	286.51	71.84%	扣除上述几项和公司自身经营无关项, 经营性利润实际同比约增长 19.8%, 仍略高于收入增长, 显示 2010 年公司虽然收入增长缓慢, 但管控较好, 仍是效益型增长。
<b>利润总额</b>	<b>398.82</b>	<b>100%</b>	<b>2010 年利润总额增加的 1 个亿中, 57% 来自上述前 4 项非经营性利润来源。2011 年预计其中来自麻醉药工业投资收益仍可保持较快增速, 其他几项基本和今年持平, 因此 2011 年业绩增长还需看公司自身经营面的趋势。</b>

数据来源: wind、国信证券股份有限公司

**表 2: 国药股份分板块收入与毛利率预测**

医药商业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
收入	2267.40	2739.68	3468.21	4229.47	5017.68	5708.35	6621.69	7681.16
(+/-%)	29.59%	20.43%	26.59%	21.95%	18.64%	13.76%	16.00%	16.00%
毛利率	8.81%	8.93%	9.76%	8.71%	8.31%	8.19%	8.15%	8.15%
<b>医药工业 (国瑞)</b>								
收入	66.23	67.78	80.38	104.04	131.61	160.03	200.04	250.05
(+/-%)	35.24%	2.34%	18.59%	29.44%	26.49%	21.60%	25.00%	25.00%
毛利率	29.25%	33.44%	38.00%	36.50%	42.04%	40.81%	41.00%	41.00%
<b>物流仓储 (国药物流)</b>								
收入		27.39	54.54	80.46	77.78	85.89	97.05	116.46
(+/-%)			84.44%	47.52%	-3.33%	10.42%	13.00%	20.00%
毛利率		30.32%	39.00%	35.30%	31.89%	32.42%	32.00%	32.00%
<b>内部抵消</b>								
收入		28.96	35.73	31.05	0.00	0.00	0.00	0.00
成本		10.44	10.24	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率		63.95%	71.34%	98.55%	0%	0%	0%	0%
<b>合计</b>								
收入合计	<b>2333.6</b>	<b>2805.9</b>	<b>3567.4</b>	<b>4382.9</b>	<b>5194.6</b>	<b>5918.0</b>	<b>6918.8</b>	<b>8047.7</b>
(+/-%)		20.24%	27.14%	22.86%	18.52%	13.93%	16.91%	16.32%
毛利率	9.39%	9.17%	10.23%	9.22%	9.57%	9.47%	9.43%	9.52%

数据来源: wind、国信证券股份有限公司

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1181	1483	1665	1618	营业收入	5918	6919	8048	9336
应收款项	968	1232	1433	1790	营业成本	5395	6296	7308	8477
存货净额	620	775	900	1160	营业税金及附加	12	12	14	16
其他流动资产	81	69	80	93	销售费用	106	107	122	140
<b>流动资产合计</b>	<b>2849</b>	<b>3559</b>	<b>4078</b>	<b>4662</b>	管理费用	97	104	118	131
固定资产	223	210	197	183	财务费用	23	25	29	29
无形资产及其他	8	8	8	7	投资收益	82	85	102	122
投资性房地产	107	81	81	81	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	206	211	216	221	其他收入	(0)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3393</b>	<b>4069</b>	<b>4579</b>	<b>5154</b>	营业利润	368	460	559	666
短期借款及交易性金融负债	0	150	150	150	营业外净收支	31	34	30	30
应付款项	1486	1722	1899	2088	<b>利润总额</b>	<b>399</b>	<b>494</b>	<b>589</b>	<b>696</b>
其他流动负债	107	123	136	149	所得税费用	86	109	136	167
<b>流动负债合计</b>	<b>1592</b>	<b>1995</b>	<b>2185</b>	<b>2387</b>	少数股东损益	3	4	5	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>310</b>	<b>382</b>	<b>449</b>	<b>523</b>
其他长期负债	458	461	464	467					
<b>长期负债合计</b>	<b>458</b>	<b>461</b>	<b>464</b>	<b>467</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2050</b>	<b>2456</b>	<b>2649</b>	<b>2853</b>					
少数股东权益	39	42	45	49					
股东权益	1304	1572	1886	2252					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3393</b>	<b>4069</b>	<b>4579</b>	<b>5154</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	310	382	449	523
资产减值准备	(8)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	17	23	24	24
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	23	25	29	29
营运资本变动	182	(125)	(145)	(426)
其它	10	3	3	4
<b>经营活动现金流</b>	<b>512</b>	<b>282</b>	<b>331</b>	<b>126</b>
资本开支	(15)	(10)	(10)	(10)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23)</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	(77)	(114)	(135)	(157)
其它融资现金流	82	150	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(72)</b>	<b>36</b>	<b>(135)</b>	<b>(157)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>418</b>	<b>303</b>	<b>182</b>	<b>(46)</b>
货币资金的期初余额	762	1181	1483	1665
货币资金的期末余额	1181	1483	1665	1618
企业自由现金流	427	200	244	23
权益自由现金流	510	330	221	1

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.65	0.80	0.94	1.09
每股红利	0.16	0.24	0.28	0.33
每股净资产	2.72	3.28	3.94	4.70
ROIC	24%	26%	28%	27%
ROE	24%	24%	24%	23%
毛利率	9%	9%	9%	9%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%
收入增长	14%	17%	16%	16%
净利润增长率	37%	23%	18%	17%
资产负债率	62%	61%	59%	56%
息率	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%
P/E	35.3	28.7	24.4	20.9
P/B	8.4	7.0	5.8	4.9
EV/EBITDA	39.8	31.6	26.6	23.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 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

### 风险提示

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。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
<b>机械</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
<b>商业贸易</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
<b>石油与石化</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
<b>有色金属</b>		<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
<b>通信</b>		<b>造纸</b>		<b>家电</b>	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
<b>计算机</b>		<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
<b>农业</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
<b>建材</b>		<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>		<b>量化投资产品</b>	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>		<b>量化交易策略与技术</b>	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

**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>魏宁</b>	0755-82133492 13823515980 weining@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>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦戢</b>	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b>	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>李文英</b>	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>赵海英</b>	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b>	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
<b>原祎</b>	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b>	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				<b>颜小燕</b>	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				<b>赵晓曦</b>	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				<b>温馨</b>	13612901872 wenxin@guosen.com.cn