

**医药商业III**

署名人: 周锐

执业证书编号: S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 35.00元

当前股价: 22.84元

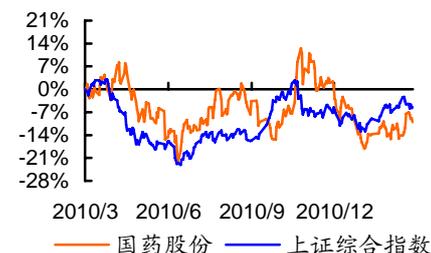
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2906.89
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	278
流通市值(亿)	63
EPS (TTM)	0.64
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	5.06	-11.78	-4.79
上证综合指数	0.24	0.45	11.86



**相关报告**

《国药股份-实际控制人承诺解决同业竞争问题, 公司战略价值逐步凸显》2011-3-13

《国药股份-业绩超过预期, 战略价值仍然突出》2010-10-27

《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**

**600511**

**强烈推荐**

**2010年业绩符合预期, 战略目标制定、快速增长可期**

公司2010年实现归属于上市公司股东净利3.1亿, 同比增长36.81%, 合EPS0.65元, 符合我们的预期, 拟分配方案每10股派1.5元。

**投资要点:**

■ **收入稳定增长; 投资收益增加带来净利润大幅增长:** 2010年, 公司实现收入59.18亿, 同比增13.93%; 利润总额3.99亿, 同比增35.08%; 归属于上市公司股东净利3.1亿, 同比增36.81%;

**未来宜昌人福投资收益仍有望高速增长:** 10年投资收益的来源源于出售联环药业股票3009万, 投资宜昌人福和青海制药5290万。宜昌人福投资收益10年同比大幅增95.6%, 预计未来有望持续高速增长。

■ **医药商业、工业收入均稳定增长, 毛利率小幅下降; 仓储物流收入稳定增长, 毛利率小幅上升。** 商业收入57亿, 增13.76%, 毛利率8.19%, 减0.12%; 工业收入1.6亿, 增21.6%, 毛利率40.81%, 减1.23%; 仓储物流收入8589万, 增10.42%, 毛利率32.42%, 增0.53%。

■ **公司制定十二五发展战略, 未来医药商业方面将做大做强纯销业务、做深做透麻药特色流通领域、利用好医药进口保税平台加强医药分销总经总代业务; 在工业方面以国瑞为平台做好特色制药工业。** 我们认为未来医院纯销、特色工业将是公司快速增长极, 总经总代和麻药业务仍将维持稳定增长。

■ **公司最有可能成为国控回归A股的平台, 战略价值仍然突出。**

■ **战略价值突出, 目前估值不高, 维持强烈推荐评级:** 我们预测公司11-13年EPS分别为0.84、1.08、1.31元, 对应P/E27、21、17倍, 估值不高, 具备提升空间, 维持强烈推荐评级。

■ **风险提示:** 国控回归A股时间表具有不确定性。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5918	7572	9698	12610
同比(%)	14%	28%	28%	30%
归属母公司净利润(百万元)	313	404	520	635
同比(%)	37%	29%	29%	22%
毛利率(%)	8.8%	9.2%	9.2%	9.1%
ROE(%)	23.8%	23.5%	23.2%	22.1%
每股收益(元)	0.65	0.84	1.08	1.31
P/E	35.27	27.28	21.20	17.37
P/B	8.38	6.41	4.92	3.84
EV/EBITDA	23	18	14	11

资料来源: 中投证券研究所

## 一、投资收益增长带来净利润大幅增长

### 利润表基本数据解读：

国药股份 10 年实现营业收入 59.18 亿元，较去年同比增 13.93%。实现营业利润 3.68 亿，同比增 35%；利润总额 3.99 亿，同比增 35.1%；归属于母公司净利润 3.1 亿，同比增 36.8%。

营业成本增速略高与收入，主要原因是工业和商业毛利率均小幅下降 1.23% 和 0.12%。营业费用上涨 32.4%，管理费用下降 10.7%。

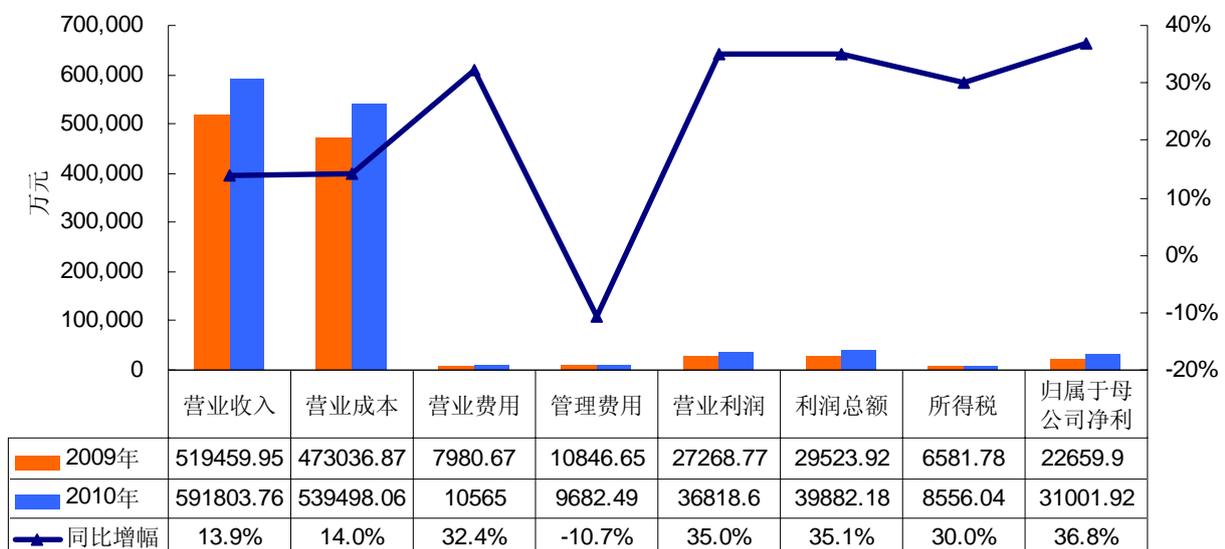
### 投资收益增长带来净利润大幅增长，预计未来可持续：

10 年投资收益的来源：出售联环药业股票贡献 3009 万，投资宜昌人福贡献 4493 万，同比增长 95.6，青海制药 796.7 万，同比减少 23%。

截止 10 年底，公司持有联环药业 273.67 万股，截止 2011 年 3 月 20 日账面价值 5533 万元，未来有望继续出售部分股票，获得投资收益。

公司持有宜昌人福 20% 的股权，宜昌人福经营情况良好，增长快，未来有望继续为公司投资收益快速增长做贡献。

图 1：国药股份 10 年年报主要盈利性指标变化



来源：国药股份 10 年年报、中投证券研究所

从季度数据来看，4 季度收入同比增长 15.4%，营业费用增长 21.2%，管理费用减少 16.2%，净利润增长 15.5%，符合预期。

**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	10 年 4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	124630	123389	139743	131698	139272	142101	158508	151923	-4.2%	15.4%
营业成本	113052	111498	127516	120970	126153	129142	143657	140547	-2.2%	16.2%
营业费用	1167	1857	2149	2808	2138	2537	2486	3403	36.9%	21.2%
管理费用	2438	1871	2271	4267	2313	1792	2003	3574	78.4%	-16.2%
财务费用	286	352	459	468	766	432	487	599	22.8%	28.0%
营业利润	7636	8057	6959	4617	8826	9363	12508	6122	-51.1%	32.6%
利润总额	7618	8881	8080	4945	8826	9611	15307	6138	-59.9%	24.1%
所得税	1728	1903	1838	1113	1775	2050	3013	1719	-42.9%	54.5%
归属于母公司净利润	5814.1	6790.9	6250.15	3804.76	6986.6	7417.5	12202	4396	-64.0%	15.5%
EPS	0.12	0.14	0.13	0.08	0.15	0.15	0.25	0.09	-64.0%	12.5%
毛利率	90.7%	90.4%	91.3%	91.9%	90.6%	90.9%	90.6%	92.5%	2.1%	0.7%
营业费用率	0.9%	1.5%	1.5%	2.1%	1.5%	1.8%	1.6%	2.2%	42.8%	5.1%
管理费用率	2.0%	1.5%	1.6%	3.2%	1.7%	1.3%	1.3%	2.4%	86.1%	-27.4%
营业利润率	6.1%	6.5%	5.0%	3.5%	6.3%	6.6%	7.9%	4.0%	-48.9%	14.9%
实际所得税率	22.7%	21.4%	22.7%	22.5%	20.1%	21.3%	19.7%	28.0%	42.3%	24.4%

资料来源：国药股份历年报表、中投证券研究所

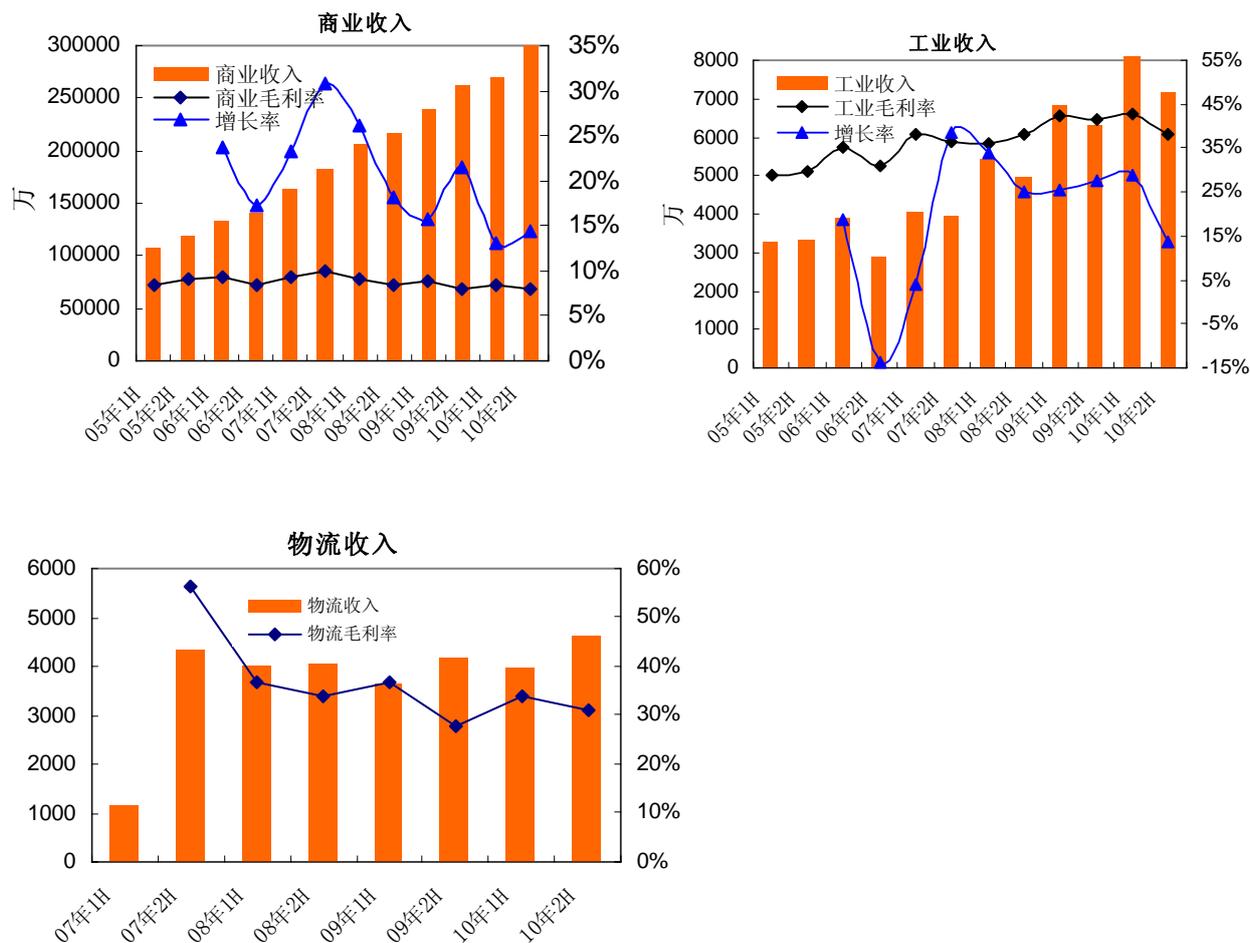
## 二、10 年商业、工业增长平稳，预计未来增速将加快

医药商业业务：10 年全年增速保持 13.76%，其中上半年增长 13%，下半年增长 14.5%。随着北京市招标的恢复，北京市场新中标约 4000 个品种(原来约 1800 个品种)，我们预计将新增收入 10 亿。其中总经总代将保持 20%以上高速增长。我们预计麻药总经销收入约 10 亿，其中芬太尼 6 亿，北京萌蒂 4 亿，增长保持 20%。其中中国瑞克林霉素磷酸酯各地中标价较高。

医药工业业务：10 年全年保持 21.6%的增长速度，其中上半年增速高达 28.8%，下半年有所放缓为 13.8%。控股子公司国瑞药业收入 1.6 亿，同比增长 21.6%。

物流业务：收入增长 10.42%，毛利率小幅提高 0.53%，维持稳定增长。

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 32.8%, 利润同比增长 91.1%, 其他参股公司利润贡献为负增长。

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)	10 年 (万)	增加额(万)
国药前景口腔	39%	145	56	-82	-89
青海制药集团	47.10%	1045	1035	798	-237
宜昌人福药业	20%	1338	2297	4493	2196

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、战略目标制定、战略价值突出，维持强烈推荐评级

**医药集团战略目标：**在十二五期间，将国药集团打造成行业领先、具有国际竞争力的中央医药健康产业集群，进入世界 500 强。

**国药控股战略目标：**在十二五期间，将从传统的医药批发商向医药健康产业服务提供商转变，实现一体化运营，引领行业创新发展，最终要打造成为全球领先的世界级医药健康产品服务提供商

**国药股份战略目标：**做大做强医药纯销领域业务，做深做透麻特药流通领域业务；快速发展特色制药工业；利用医药进口保税平台，做好做实医药分销业务，做精做优中小医院直销业务。

**公司战略目标清晰，我们认为未来纯销业务、总经总代业务、麻药经销业务都将快速增长，带来商业业务的 20% 以上的增长；国瑞将带动工业业务快速发展。同时不排除公司利用资本平台，实现企业快速增长的可能性。**

国药集团最近承诺将以国药控股作为医药商业运营最终唯一平台，推动内部与国药股份业务和资产的整合，在未来 5 年内尽快解决同业竞争问题。国药股份作为国控回归 A 股的平台价值继续，战略价值有望逐步凸显。

我们预测 11-13 年的 EPS 为 0.84、1.08 和 1.31 元。对应 P/E27、21、17 倍，目前估值不高，具备提升空间，同时公司战略价值随着时间的推移，将越来越显现出来，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	2010	2011E	2012E	2013E
商业销售	581021	733258	936734	1214698
毛利率	8.31%	8.23%	8.12%	8.03%
物流收入	10111	13145	17745	23956
毛利率	32.00%	32.00%	32.00%	31.00%
工业销售	17767	23986	33100	46340
毛利率	40.8%	42.0%	43.0%	43.0%
合计	591804	757244	969834	1261038
毛利率	8.84%	9.20%	9.22%	9.10%

数据来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2849	2974	3826	4911	<b>营业收入</b>	5918	7572	9698	12610
现金	1181	966	1343	1680	营业成本	5395	6876	8804	11463
应收账款	937	1194	1529	1989	营业税金及附加	12	15	16	21
其它应收款	9	12	15	19	营业费用	106	129	155	214
预付账款	81	103	132	171	管理费用	97	121	145	189
存货	620	682	785	1023	财务费用	23	4	8	8
其他	22	17	22	29	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	544	467	493	515	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	206	206	206	206	投资净收益	82	74	74	76
固定资产	222	254	282	307	<b>营业利润</b>	368	502	644	791
无形资产	8	7	5	4	营业外收入	35	23	23	23
其他	108	0	-1	-1	营业外支出	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	3393	3440	4319	5426	<b>利润总额</b>	399	525	667	814
<b>流动负债</b>	1592	1693	2052	2524	所得税	86	121	147	179
短期借款	0	50	50	50	<b>净利润</b>	313	404	520	635
应付账款	966	894	1056	1261	少数股东损益	3	3	4	5
其他	626	749	945	1213	<b>归属母公司净利润</b>	310	401	516	629
<b>非流动负债</b>	458	0	0	0	EBITDA	409	526	675	826
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.65	0.84	1.08	1.31
其他	458	0	0	0					
<b>负债合计</b>	2050	1693	2052	2524	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	39	42	46	52	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	479	479	479	479	<b>成长能力</b>				
资本公积	58	58	58	58	营业收入	13.9%	28.0%	28.1%	30.0%
留存收益	768	1169	1685	2314	营业利润	35.0%	36.3%	28.3%	22.9%
归属母公司股东权益	1304	1705	2221	2851	归属于母公司净利润	36.8%	29.3%	28.7%	22.0%
<b>负债和股东权益</b>	3393	3440	4319	5426	<b>获利能力</b>				
					毛利率	8.8%	9.2%	9.2%	9.1%
					净利率	5.2%	5.3%	5.3%	5.0%
					ROE	23.8%	23.5%	23.2%	22.1%
					ROIC	126.2	80.9%	84.7%	75.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	60.4%	49.2%	47.5%	46.5%
					净负债比率				
					流动比率	1.79	1.76	1.86	1.95
					速动比率	1.40	1.35	1.48	1.54
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.92	2.22	2.50	2.59
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	6.50	7.40	9.03	9.89
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.84	1.08	1.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	-0.71	0.75	0.67
					每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.56	4.64	5.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.27	27.28	21.20	17.37
					P/B	8.38	6.41	4.92	3.84
					EV/EBITDA	23	18	14	11

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

---

**中投医药团队荣誉：**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 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

#### 中投医药团队成员：

- 周锐**，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，整体负责中投医药团队研究工作；  
**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、医疗服务及政策研究；  
**江琦**，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；  
**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，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

### 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，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 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