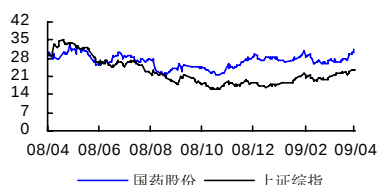


动态报告
医药保健
医疗器械与服务
国药股份(600511)
推荐
2008 年报点评

(维持评级)

2009 年 4 月 18 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	31.99
总股本/流通 A 股 (百万股)	239/139
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
总市值/流通市值 (百万元)	7,658/4,441
上证综指/深圳成指	2,503.94/9,580.06
12 个月最高/最低 (元)	61.50/21.61

财务数据

净资产值 (百万元)	785
每股净资产 (元)	3.28
市净率	9.75
资产负债率	59.95%
息率	1.09%

相关研究报告:

《调研报告: 长期增长趋势不变》 2008/05/26

《保持内生性增长, 政府补贴超预期》2009-8-5

分析师: 丁丹

电话: 0755-82130678

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

财报点评

优秀业绩, 靓丽分红

●08 业绩略超预期, 分红靓丽

08 年公司实现营业收入 43.85 亿元, 同比增长 22.71%; 利润总额 2.51 亿元, 同比增长 29.31%; 归属母公司股东的净利润 1.92 亿元, 同比增长 46.6%, EPS0.81 元/股, 超出我们的预期 0.03 元/股。每股经营性现金流为 0.91 元/股。分配预案为每 10 股送 5 股同时每 10 股转增 5 股、并派发现金股利 1.50 元人民币 (含税)。

●药品分销受奥运影响增速放缓

全年商业板块收入同比增长 21.96%, 相比 07 年有所放缓。公司的药品分销主要经营管制类麻醉药, 纯销的经营区域也几乎都处于北京, 受 08 年奥运会影响较大, 显著体现在——Q3 收入增长明显放缓至 15.3%。Q4 增速已恢复至 23%。

●国瑞药业盈利水平大幅提升

国瑞药业 08 年收入同比增长 29.44%, 利润总额 1031.93 万元, 同比增长 155.30%。毛利率同比持平, 利润的大幅增长主要得益于经营管理步入正轨, 费用得到控制。

●财务费用翻番, 但 08H2 增速得到抑制

期间费用同比 12.88%, 继续低于收入增长, 主要得益于占比最大管理费用同比下降 3.2%。财务费用是 08 年公司面临的最大困难之一, 08 年同比大幅增长 97.45%, 其中上半年大幅增长 176%, 下半年增速 49.8%, 已得到明显遏制。

●维持“推荐”评级

自 2003 年以来, 公司一直保持了年年收入超过 20% 以上的稳定较快增长和期间费用率的持续下降, 过去 6 年净利润平均增速高达 40%, 在高基数上, 08 年的内生性增长已经进入相对平稳期, 展望未来, 公司的各项业务仍具备长期持续增长的基础, 我们也期待公司的外延性拓展。维持 2009~2011 年 EPS1.02、1.31、1.61 元的预测, 同比增长 27%、27%、24%, 动态 PE31、25、20 倍, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,573.79	4,385	5,394	6,635	8,094
(+/-%)	27.15%	22.7%	23.0%	23.0%	22.0%
净利润(百万元)	131.10	194	245	312	386
(+/-%)	57.06%	47.8%	26.5%	27.4%	23.7%
每股收益 (元)	0.99	0.81	1.02	1.31	1.61
EBIT Margin	5.81%	5.1%	5.5%	5.8%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	18.96%	23.3%	24.5%	25.6%	25.9%
市盈率 (PE)	32.45	39.6	31.3	24.6	19.9
EV/EBITDA	19.39	36.5	29.2	23.4	19.4
市净率 (PB)	6.15	9.24	7.66	6.29	5.15

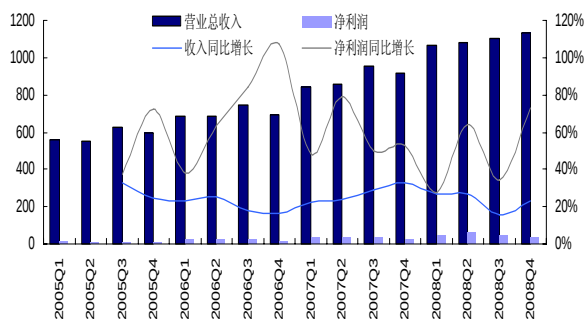
净利润增长 47%，略超预期，分红方案靓丽

08 年公司实现营业收入 43.85 亿元，同比增长 22.71%；利润总额 2.51 亿元，同比增长 29.31%；归属母公司股东的净利润 1.92 亿元，同比增长 46.6%，EPS0.81 元/股，略超出我们的预期 0.03 元/股。净利润增速超过利润总额增速主要得益于所得税率从 33%下降到 25%。

整体毛利率 9.27%，同比小幅减少 0.13 个百分点。每股经营性现金流为 0.91 元/股，同比增长 173%，盈利质量优异。全面摊薄 ROE23.32%，同比提升 4.36 个百分点。

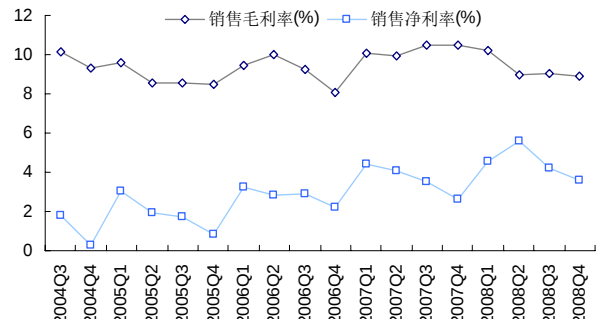
分配预案靓丽：每 10 股送 5 股，同时每 10 股转增 5 股、并派发现金股利 1.50 元人民币（含税）。

图 1：04~08 年国药股份收入与净利润（百万元）



数据来源：wind 国信证券经济研究所

图 2：04~08 国药股份盈利水平变化



数据来源：wind 国信证券经济研究所

医药商业：受 Q3 奥运影响收入增速放缓

全年商业板块收入 42.3 亿元，同比增长 21.96%，相比 07 年的 26.65%和 08 上半年的 25.71%有所放缓。公司的药品分销主要经营管制类麻醉药，纯销的经营区域几乎都处于北京，受 08 年奥运会影响较大，显著体现在单季度公司整体收入增速上——Q1、Q2、Q3、Q4 分别为：26.7%、26.7%、15.3%、23.1%，Q3 的收入增长明显放缓，Q4 逐渐恢复。估计其中纯销增速 25%左右，麻药经销和调拨增长 20%以上。

商业板块毛利率 8.71%，同比下降 0.95 个百分点。医药商业毛利率下降是行业长期趋势，早在年初预期之内。08 年一季度财务报表显示的毛利率提升，主要由于大部分体现的是 07 年老库存出仓毛利率。

工业板块：盈利水平大幅提升，依达拉奉上市

工业板块的国瑞药业 08 年实现收入 1.04 亿元，同比增长 29.44%，相对 2007 年收入增长 18.6%已经加速增长。毛利率 37.18%，同比基本持平。利润总额 1031.93 万元，同比增长 155.30%。国瑞药业一直生产市场竞争激烈的普药，毛利率偏低，利润的大幅增长主要得益于经营管理步入正轨，费用得到控制，净利润率约 7.44%，相比去年的 3.37%，已经基本符合医药制造业行业平均盈利水平。

国瑞药业的重要新药——脑神经保护剂依达拉奉（商品名瑞依达）已于 08 年

8 月份上市，并以代理商分销模式，直接和先声药业的易达生在中低端市场展开竞争。08 年初步销售 20 多万支。我们认为，和先声药业强大的营销队伍和终端管理相比，国瑞的同类产品短期内还不能对其的市场份额产生明显威胁。

有关依达拉奉市场前景的详细分析请参见我们对公司三季报的点评报告《受奥运影响增速放缓，脑血管新药上市 2008/10/28》

物流板块：经营规模快速增长

国药物流 08 年实现收入 8046 万元，同比较快增长 47.52%，毛利率 35.3%，同比下降 4.04%，主要是随着规模的扩大，收费也有所下降。实现利润总额 432.65 万元，净利润约 355 万元。（注：国药物流 2008 年按 18% 税率，2009 年按 20% 税率，2010 年按 22% 税率，2011 年 24% 按税率，2012 年及以后按 25% 税率）

由于国药物流的快速增长，已经开始外租仓库，我们预计 09~10 年收入规模稳定增长 25%、20%。

表 1：2007 年、2008 年国药股份分板块业绩（百万元）

	主营业务收入	收入同比增长	毛利率	毛利率变动+,-
2008A				
医药商业	4230.03	21.96%	8.71%	-0.95%
医药工业	104.04	29.44%	37.18%	-0.11%
仓储物流	80.46	47.52%	35.30%	-4.04%
2008H				
医药商业	2069.74	25.71%	9%	-0.35%
医药工业	54.42	33.92%	36.12%	-1.86%
仓储物流	40.07	70.64%	36.68	-2.46%
2007A				
医药商业	3468.48	26.65%	9.66%	0.78%
医药工业	80.38	18.59%	37.29%	3.88%
仓储物流	54.54	84.44%	39.34%	9.01%

数据来源：公司报表、国信证券经济研究所

股权投资收益：青海制药厂 GMP 改造仍影响中报

08 年投资收益 2480 万元，同比增长 4.25%，占净利润的 12.6%。其中 08 年全部为股权投资收益，同比增长 25.76%（07 年有短期投资收益）。对麻醉药上游工业的股权投资已成为公司重要利润来源：

- **青药集团**：08 年收入同比增长 11.38%，贡献投资收益 1045 万元，同比下降 9.5%。青药 07 年底进行了 GMP 改造，耽误了 08Q1 的生产，此外一个较重要的二类麻醉药上升为一类麻醉药管制，影响了销售，因此 08 上半年的投资收益仅 393 百万元，大幅下降 55%。下半年的生产恢复，也开始推广开发一些新的麻醉药品种，预计 09 年将有明显的恢复性增长。
- **宜昌人福**：经过几年的培育，宜昌人福已经逐步效益型增长的收获期，收入和净利润大幅增长 38% 和 53%。主打产品芬太尼系列持续旺销，其中高端产品瑞芬太尼 08 年收入增长超过 40%。我们估计宜昌人福 09 年仍有望继续保持收入 30%，利润 50% 左右的增长。

表 2：2008 年股权投资公司经营情况（百万元）

	持股比例	2007 年收入	2008 年收入	收入同比	2007 净利润	2008 净利润	净利润同比
青海制药(集团)有限责任公司	47.10%	34.35	38.26	11.38%	26.05	23.57	-9.50%
宜昌人福药业有限责任公司	20%	301.98	417.19	38.15%	46.66	71.56	53.38%
国药前景口腔科技(北京)有限公司	39%	17.82	24.72	38.75%	1.64	3.72	127.29%
国药健与康(北京)科技有限公司 (08 年底已清算)	46.67%	1.27	0.00	na	-0.62	0.00	-42.49%

数据来源：公司报表

财务费用快速增长势头得到遏制

08 年期间费用 2 个亿，同比增长 12.88%，低于收入增速，主要是占比最大（53%）的管理费用同比小幅下降 3.24%，销售费用、财务费用两项费用的增长超过收入的增长，但从上下半年环比看，增长势头已经得到明显遏制：

- 销售费用：08 年同比增长 25.97%，其中上半年增长 44%，主要 08 年 Q1 因转入职工应付薪水导致销售费用大幅增长 96%（销售人员薪酬计入销售费用），08 年下半年销售费用增速已降至正常的 15%。
- 财务费用：08 年同比大幅增长 97.45%。其中上半年大幅增长 176%。财务费用的大幅增长是 08 年公司面临的最大困难之一——一方面确实受宏观经济银根紧缩影响，另一方面，今年进口药品检测办法细则的实施导致货物周转时间拉长也导致资金占用增加（今年开始进口药品需每批经药检部门检验合格后方可销售，之前是拿到通关单即可销售）。公司狠抓现金流，不断归还到期短贷，下半年的财务费用同比增长 49.8%，增速已得到明显遏制。

高额碘补贴助力业绩高增长

碘补贴今年开始调入营业外收入科目，08 年共 2845 万元。公司为国家指定的碘专营机构，每年由财政部拨款，为经营性补贴（因此也并未列入公司的非经常性项目），但以财政部拨款到账来确认，我们的盈利预测中暂预测 09~10 年为 1500 万元。

维持“推荐”投资评级

不考虑税率下降因素，公司利润总额增速为 29.3%，相比 06~07 年净利润增速 66%、57%明显放缓。自 2003 年以来，公司一直保持了年年收入超过 20%以上的稳定较快增长，和期间费用率的持续下降，过去 6 年净利润平均增速高达 40%，在高基数上，08 年的内生性增长已经进入相对平稳期，展望未来公司的各项业务仍具备长期持续增长的基础，我们也期待公司的外延性拓展。维持 2009~2011 年 EPS1.02、1.31、1.61 元的预测，同比增长 27%、27%、24%，动态 PE31、25、20 倍，维持“推荐”评级。

表 3：国药股份 2007~2008 单季度财务指标对比

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
盈利质量								
每股收益 EPS(元)	0.28	0.27	0.25	0.18	0.36	0.25	0.19	0.17
每股收益(EPS)(扣除非经常性损益/摊薄)	0.28	0.27	0.26	0.18	0.36	0.09	0.19	0.17
每股经营性现金流（期末）	-0.4178	0.3481	0.56	0.6	-0.78	0.2708	0.6984	0.91
盈利能力								
净资产收益率 ROE(%)	6.26	5.93	5.34	3.59	6.68	8.06	5.89	5.13
总资产净利率 ROA(%)	2.51	2.17	1.97	1.29	2.53	3.11	2.27	2.02
销售净利率(%)	4.43	4.05	3.54	2.65	4.54	5.60	4.21	3.61
销售毛利率(%)	10.10	9.92	10.49	10.48	10.22	8.97	9.03	8.90
营业费用率(%)	0.92	1.53	1.71	2.05	1.43	1.36	1.47	2.15
管理费用率(%)	2.40	2.21	2.74	4.78	2.17	1.99	1.90	3.54
财务费用率(%)	0.19	0.35	0.27	0.54	0.48	0.70	0.49	0.52
增长指标								
营业收入同比增长率(%)	22.57	24.18	28.70	32.96	26.74	26.65	15.30	23.08
营业收入环比增长率(%)	21.47	1.78	11.83	-3.83	15.79	1.70	1.81	2.65
营业利润同比增长率(%)	60.03	63.04	65.59	94.81	16.89	19.77	10.16	3.94
营业利润环比增长率(%)	226.05	-1.65	1.09	-39.91	95.64	0.77	-7.02	-43.30
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	48.35	78.91	49.84	52.98	27.79	64.10	34.52	73.01
归属母公司股东的净利润环比增长率(%)	137.88	-2.44	-7.78	-28.52	98.71	25.29	-24.40	-8.07

数据来源：Wind 资讯

表 4：国药股份 2003~2008 财务指标对比

年度	2004	2005	2006	2007	2008
盈利能力					
销售毛利率%	10.06	8.79	9.13	10.26	9.27
销售净利率%	1.95	2.16	3.01	3.67	4.42
净资产收益率(ROE)(全面摊薄)%	7.65	10.12	15.13	18.96	23.32
期间费用率	6.8	6.22	5.45	4.96	4.57
营运效率					
应收账款周转天数	62.23	55.39	53.76	55.93	56.41
存货周转天数	66.93	47.26	34.41	38.22	39.24
总资产周转率%	1.58	1.89	2.12	2.15	2.22
偿债能力					
资产负债率%	59.06	59.29	56.61	62.89	56.52
流动比率	1.3	1.27	1.31	1.29	1.42
速动比率	0.84	0.91	1	0.9	1.04
盈利质量					
每股收益(EPS)(全面摊薄)	0.263	0.3787	0.6362	0.9857	0.8096
每股经营性现金流量	0.3698	0.6932	0.9135	0.6	0.91

数据来源：Wind 资讯

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	274	361	459	567
应收款项	743	961	1182	1441
存货净额	412	525	645	787
其他流动资产	122	151	186	227
流动资产合计	1551	1980	2450	2995
固定资产	205	192	179	164
无形资产及其他	12	11	11	10
投资性房地产	71	81	81	81
长期股权投资	158	163	168	173
资产总计	1997	2427	2888	3424
短期借款及交易性金融负债	5	120	120	120
应付款项	938	1050	1259	1495
其他流动负债	149	175	202	224
流动负债合计	1091	1345	1581	1839
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	37	40	43	46
长期负债合计	37	40	43	46
负债合计	1129	1385	1624	1886
少数股东权益	37	39	42	46
股东权益	831	1003	1222	1492
负债和股东权益总计	1997	2427	2888	3424

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.81	1.02	1.31	1.61
每股红利	0.30	0.31	0.39	0.48
每股净资产	3.47	4.19	5.10	6.23
ROIC	25%	27%	29%	31%
ROE	23%	24%	26%	26%
毛利率	9%	9%	10%	10%
EBIT Margin	5%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%
收入增长	23%	23%	23%	22%
净利润增长率	48%	27%	27%	24%
资产负债率	58%	59%	58%	56%
息率	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%
P/E	39.6	31.3	24.6	19.9
P/B	9.2	7.7	6.3	5.2
EV/EBITDA	36.5	29.2	23.4	19.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4385	5394	6635	8094
营业成本	3979	4882	5998	7309
营业税金及附加	7	9	11	14
销售费用	71	85	101	123
管理费用	106	125	143	170
财务费用	24	19	22	25
投资收益	25	35	45	57
资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	221	304	396	500
营业外净收支	30	15	15	15
利润总额	251	319	411	515
所得税费用	54	70	95	124
少数股东损益	3	3	4	5
归属于母公司净利润	194	245	312	386

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	194	245	312	386
资产减值准备	(10)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	19	22	22	23
公允价值变动损失	3	2	2	2
财务费用	24	19	22	25
营运资本变动	(71)	(211)	(133)	(176)
其它	11	2	3	4
经营活动现金流	146	60	207	239
资本开支	3	(10)	(10)	(10)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(4)	(15)	(15)	(15)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(72)	(74)	(94)	(116)
其它融资现金流	(51)	115	0	0
融资活动现金流	(195)	42	(94)	(116)
现金净变动	(53)	87	98	108
货币资金的期初余额	328	274	361	459
货币资金的期末余额	274	361	459	567
企业自由现金流	126	26	168	194
权益自由现金流	74	127	151	175

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研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖谦	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵谦	021-68866295		
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233	李然		邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		