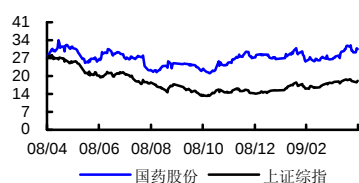


动态报告
医药保健
医疗器械与服务
国药股份(600511)
推荐
2009 一季报点评

(维持评级)

2009 年 4 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	30.70
总股本/流通 A 股(百万股)	239.4/138.8
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	7,349.6/4,261.8
上证综指/深圳成指	2,468.19/9,383.21
12 个月最高/最低 (元)	61.50/21.61

财务数据

净资产值(百万元)	888.8
每股净资产(元)	3.7
市净率	8.3
资产负债率	55.3%
息率	0.5%

相关研究报告:

 《国药股份 08 年业绩快报: 略超预期》——
 2009-1-16

《国药股份: 受奥运影响收入增速放缓, 脑血管新药上市》——2008-10-28

《国药股份: 保持内生性增长, 政府补贴超预期》——2008-8-5

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

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。

财报点评

稳健依旧

●09Q1 净利润稳健增长 22%

09 年一季度公司实现营业收入 12.46 亿元, 同比增长 16.95%; 营业利润 7636 万元, 同比增长 20.12%; 归属母公司股东的净利润 5814 万元, 同比增长 22.1%。实现 EPS0.24 元/股, 每股经营性现金流高达 0.34 元/股, 盈利质量优异。

●收入增速放缓、毛利率同比下降, 但均在预期之中

相比 08 年全年收入增长 22.7%, 09Q1 收入增速有所放缓。作为下游商业公司跟随医药工业收入增速放缓在预期之中。09Q1 毛利率为 9.29%, 同比下降 0.93 个百分点, 这一降幅比较明显。从 08 年看: 08Q1、Q2、Q3、Q4 毛利率分别为 10.22%、8.97%、9.30%、8.90%, 去年同期是毛利率的最高点, 若环比看, 09Q1 的毛利率还提升 0.39 个百分点。

●费用控制表现优异

09Q1 期间费用同比下降 10.23%, 期间费用率 3.12%, 同比下降 0.95 个百分点。作为毛利率水平较低的行业, 这样的费率降幅十分可贵。其中销售费用同比下降 23.28%; 占比最大的管理费用仅增长 5.68%; 财务费用去年曾大幅增长 97%, 09Q1 因贷款利率下降和贷款规模缩小大幅下降 43.5%。

●投资收益大幅增长 106%

公司的投资收益大幅增长 106%, 全部为麻醉药上游工业股权投资收益共 674 万元, 占归属母公司股东净利润的 11.6%, 而去年同期仅占 6.9%。一方面, 宜昌人福业绩继续保持快速增长, 另一方面, 青药制药厂 08Q1 受 GMP 改造影响了生产, 基数较低。

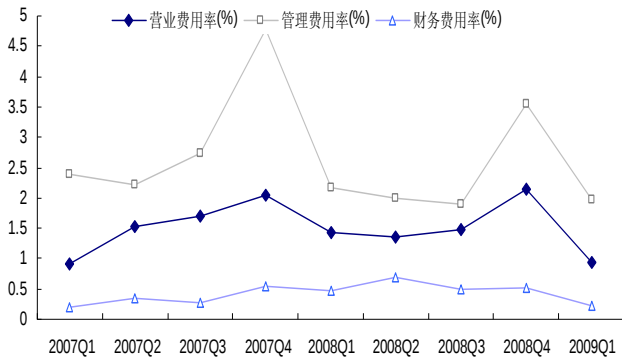
●维持盈利预测和“推荐”评级

09Q1 显示, 经过多年的高增长, 公司的内生性增长已经进入相对平稳期, 优秀的管理和运营效率仍是公司持续稳健增长的保证。维持 09~11 年 EPS1.02、1.31、1.61 元的预测, 同比增长 27%、27%、24%, 动态 PE30、23、19 倍, 短期估值合理, 但从中长期看, 公司估值也并不贵, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

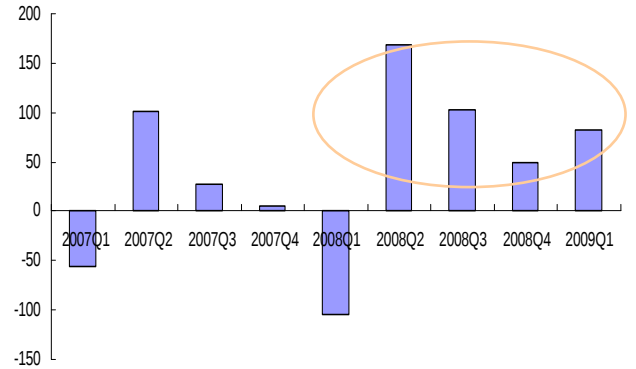
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,573.8	4,385.5	5,306	6,527	7,963
(+/-%)	27.1%	22.7%	21.0%	23.0%	22.0%
净利润(百万元)	131.1	193.8	245	312	386
(+/-%)	57.1%	47.8%	26.5%	27.4%	23.7%
每股收益 (元)	1.0	0.8	1.02	1.31	1.61
EBIT Margin	5.8%	6.3%	5.5%	5.8%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	19.0%	23.3%	24.5%	25.6%	25.9%
市盈率 (PE)	31.1	37.9	30.0	23.5	19.0
EV/EBITDA	18.6	24.9	28.1	22.6	18.7
市净率 (PB)	5.9	8.8	7.33	6.02	4.93

图 2: 09Q1 国药股份费率控制优异



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 3: 现金流情况良好



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 1: 国药股份 2007-2009Q1 单季度财务指标对比

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
盈利质量									
每股收益 EPS(元)	0.28	0.27	0.25	0.18	0.36	0.09	0.19	0.17	0.24
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	0.24
每股经营性现金流 (期末)	-0.42	0.35	0.56	0.6	-0.78	0.27	0.70	0.91	0.34
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	6.54
总资产净利率 ROA(%)	2.51	2.17	1.97	1.29	2.53	3.11	2.27	2.02	2.81
销售净利率(%)	4.43	4.05	3.54	2.65	4.54	5.60	4.21	3.61	4.67
销售毛利率(%)	10.10	9.92	10.49	10.48	10.22	8.97	9.03	8.90	9.29
营业费用率(%)	0.92	1.53	1.71	2.05	1.43	1.36	1.47	2.15	0.94
管理费用率(%)	2.40	2.21	2.74	4.78	2.17	1.99	1.90	3.54	1.96
财务费用率(%)	0.19	0.35	0.27	0.54	0.48	0.70	0.49	0.52	0.23
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	16.95
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	10.03
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	20.12
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	126.12
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	22.09
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	40.23

数据来源: Wind 资讯, 按当期股本

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	274	361	459	567	营业收入	4385	5306	6527	7963
应收款项	743	945	1162	1418	营业成本	3979	4802	5900	7190
存货净额	412	525	645	787	营业税金及附加	7	9	11	14
其他流动资产	122	149	183	223	销售费用	71	83	99	121
流动资产合计	1551	1980	2450	2995	管理费用	106	123	141	168
固定资产	205	192	179	164	财务费用	24	19	22	25
无形资产及其他	12	11	11	10	投资收益	25	35	45	57
投资性房地产	71	81	81	81	资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	158	163	168	173	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1997	2427	2888	3424	营业利润	221	304	396	500
短期借款及交易性金融负债	5	120	120	120	营业外净收支	30	15	15	15
应付款项	938	1050	1259	1495	利润总额	251	319	411	515
其他流动负债	149	175	202	224	所得税费用	54	70	95	124
流动负债合计	1091	1345	1581	1839	少数股东损益	3	3	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	194	245	312	386
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					

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

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%	10%	10%	10%
EBIT Margin	5%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%
收入增长	23%	21%	23%	22%
净利润增长率	48%	27%	27%	24%
资产负债率	58%	59%	58%	56%
息率	1.0%	1.0%	1.3%	1.6%
P/E	37.9	30.0	23.5	19.0
P/B	8.8	7.3	6.0	4.9
EV/EBITDA	35.1	28.1	22.6	18.7

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

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 喆	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				
农业			煤炭			建筑		
张 如	021-68866233		李 然	0755-82130681		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		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑 毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞 博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦 骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝 彬	0755-82133456		刘 塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				