

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年5月18日

国药股份(600511.SH)/30.28元

行业领先者保持快速增势

日用消费·医药

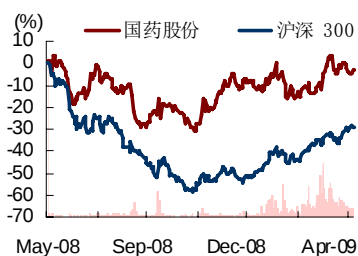
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2645
总股本(万股)	23940
已上市流通股(万股)	13882
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	23.0
资产负债率	55.3%
主要股东	国药控股股份有限公司
主要股东持股比例	45.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	34	-11
相对表现	-3	-10	19



相关报告

- 1、国药股份(600511)——1季度平稳增长,新医改机遇全年仍将保持较快增长 2009/4/30
- 2、国药股份——08年盈利保持快速增长,09年起面临新医改机遇和挑战 2009/4/20
- 3、医药行业2009年第二季度投资策略——遵循成长源动力和新医改导向,收集持有五类个股 2009/4/9
- 4、医药行业2009年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域 2008/12/3
- 5、新医改推动行业整合,布局产业巨头——医药行业2008年第四季度投资策略 2008/9/17
- 6、剖析药品大类,锁定成长性和防御性兼备品种——医药行业2008年中期投资策略 2008/6/12

报告原因:5月15日上午,我们参加公司2008年度股东大会。

- 09年控股甘肃农垦——麻药最上游的原料种植和提取,并增持青海制药麻药生产,构建“麻药原料—原料药—生产—销售”完整产业链优势,同时紧抓新医改机遇拉动麻药市场需求,保持麻药相对垄断的领先优势,麻药业务未来盈利增速有望加快。甘肃农垦是国务院批准的我国唯一的1家合法种植罂粟、提取麻药原料“生物碱”的公司。历史上公司一直与其保持业务合作,09年甘肃农垦股权改制,因此双方合作有意进一步上升到股权合作。新医改扩大我国县乡医疗和手术中麻药的市场需求,公司09年与卫生部、药学机构合作,加大对县、乡基层全科医生的麻药使用培训,抢占先机。
- 北京09年开始对医院和社区捆绑招标,对公司北京市场深度纯销十分有利,公司09年将进入社区医疗市场。国家将对基本药物实行统一采购和直接配送,同时,09年开始实行一、二、三级医疗机构统一招标。公司已与北京340多家医院有长期稳定良好合作的基础,09年借政策机遇挺进北京社区市场。
- 新医改方案中明确提出要加快发展商业医疗保险,我们预计我国高端医药市场仍将保持快速增长,公司分销品种以总代理和总经销价格较高的进口药和合资药为主,因此公司分销业务也有望保持快速增长。
- 公司发展战略“以增值服务带动纯销分销麻药三大业务增长”。公司已经于与北京三甲医院开展药品信息管理合作,未来为二级和社区医院提供技术支持。09年初公司新增销售人员30~50人,缩小每位销售人员的覆盖区域,加深增值服务。
- 公司进入新一轮快速增长发展时期,我们预计公司资金需求加大。1、09年新建物流中心二期,适应更大物流规模和更高信息化管理的要求。2、09年国瑞药业产能扩建,其主导产品克林霉素磷酸酯有产能瓶颈,也需要提升GMP水平。3、控股甘肃农垦。4、进一步增持青海制药股权。5、收购国药物流中心一期其他股东的股权。
- 维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。我们维持预计公司2009-2011年销售收入同比增长24%、23%和22%,净利润增长31%、23%和23%,考虑转增、送股后,实现EPS 0.53元、0.65元和0.8元,公司经营管理团队优秀,大股东国控支持,是我国医药商业的战略性品种之一。国控北京注入等待时机成熟。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3574	4385	5441	6687	8131
同比增长	27%	23%	24%	23%	22%
营业利润(百万元)	194	221	328	403	494
同比增长	67%	14%	49%	23%	23%
净利润(百万元)	131	194	254	311	382
同比增长	57%	48%	31%	23%	23%
每股收益(元)	0.99	0.81	0.53	0.65	0.80
PE	30.6	37.4	28.6	23.3	18.9
PB	5.8	8.7	6.5	5.3	4.3

资料来源:招商证券,09—11年业绩为除权后

一、公司紧抓机遇，三大业务保持快速增势

1、构建“麻药原料—原料药—生产—销售”完整产业链优势，保持麻药相对垄断，未来盈利增速有望加快

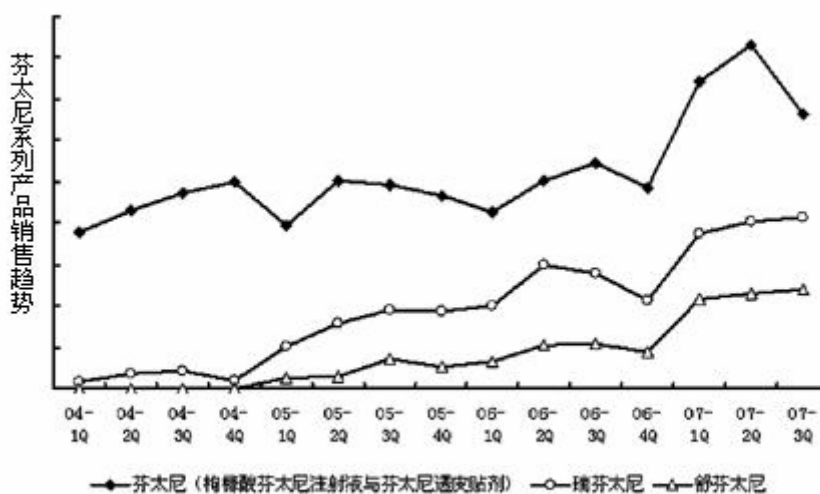
公司目前已持有麻药生产厂青海制药 47.1% 股权，09 年计划增持青海制药。

同时公司 09 年计划控股甘肃农垦——麻药最上游的原料种植和提取，构建“麻药原料—原料药—生产—销售”完整产业链优势。甘肃农垦是国务院批准的我国唯一的 1 家合法种植罂粟、提取麻药原料“生物碱”的公司。历史上公司一直与其保持业务合作，09 年甘肃农垦股权改制，因此双方合作有意进一步上升到股权合作。

同时公司紧抓新医改机遇拉动麻药市场需求，保持麻药相对垄断的领先优势，麻药业务未来盈利增速有望加快。新医改扩大我国县乡医疗和手术中麻药的市场需求，公司 09 年与卫生部、药学机构合作，加大对县、乡基层全科医生的麻药使用培训，抢占先机。

麻药市场远未饱和，仍有待开发。从下图中可以看出，从 04 年到 07 年 3 季度，芬太尼系列产品销售快速增长，尤以瑞芬太尼和舒芬太尼增长迅速。

图 1：04~07Q3 芬太尼系列麻药快速增长



资料来源：招商证券研究

麻药价格可能从政府定价改为政府指导价。国家对麻药价格的改革已经提到议程上来，发改委正在调研中。过去麻药价格是环节作价，导致越贫穷的边远地区环节更多，价格更贵而用不起。价格改革的目的在于让终端用户使用麻药的价格一致，减少流通环节，扩大使用量。

2、一二三级医疗机构统一招标有利于公司北京市场深度纯销

北京 09 年开始对医院和社区捆绑招标，对公司北京市场深度纯销十分有利，公司 09 年将进入社区医疗市场。国家将对基本药物实行统一采购和直接配送，同时，09 年开始实行一、二、三级医疗机构统一招标。公司已与北京 340 多家医院有长期稳定良好合作的基础，09 年借政策机遇挺进北京社区市场。

3、加快发展商业医疗保险有利于公司分销业务快速增长

1.3 万字新医改方案中明确提出要加快发展商业医疗保险，我们预计我国高端医药市场仍将保持快速增长，公司分销品种以总代理和总经销价格较高的进口药和合资药为主，因此公司分销业务也有望保持快速增长。

公司发展战略“以增值服务带动纯销分销麻药三大业务增长”。公司已经于与北京三甲医院开展药品信息管理合作，未来为二级和社区医院提供技术支持。09 年初公司新增销售人员 30~50 人，缩小每位销售人员的覆盖区域，加深增值服务。

二、进入新一轮发展时期，公司资金需求加大

公司进入新一轮快速增长发展时期，我们预计公司资金需求加大：

- 1、09 年新建物流中心二期，适应更大物流规模和更高信息化管理的要求。
- 2、09 年国瑞药业产能扩建，其主导产品克林霉素磷酸酯有产能瓶颈，也需要提升 GMP 水平。
- 3、控股甘肃农垦。
- 4、进一步增持青海制药股权。
- 5、收购国药物流中心一期其他股东的股权。

三、维持业绩预测和“强烈推荐—A”

维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级。我们维持预计公司 2009-2011 年销售收入同比增长 24%、23%和 22%，净利润增长 31%、23%和 23%，考虑转增、送股后，实现 EPS 0.53 元、0.65 元和 0.8 元，公司经营管理团队优秀，大股东国控支持，是我国医药商业的战略性品种之一。

表 1: 分产品销售预测

分业务预测（百万元）			08A	09E	2010E	2011E
商业	麻醉药	收入	774	9.21	1096	1304
		YOY	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
		毛利率	14.0%	14.0%	13.5%	13.5%
		毛利	108	129	148	176
	纯销	收入	1700	2100	2600	3200
		YOY	28.0%	26.0%	24.0%	22.0%
		毛利率	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%
		毛利	104	147	182	222
	分销	收入	1510	1872	2284	2764
		YOY	26.0%	24.0%	22.0%	21.0%
		毛利率	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%
		毛利	103	131	160	193
工业	国瑞	收入	104	140	210	294
		YOY	29.4%	34.6%	50.0%	40.0%
		毛利率	37.2%	37.2%	37.4%	37.4%
		毛利	39	52	79	110
服务业	国药物流	收入	80	96	111	128
		YOY	47.5%	20.0%	15.0%	15.0%
		毛利率	35.3%	35.8%	35.9%	36.0%
		毛利	28	35	40	46
合计		收入	4132	5127	6301	7662
		YOY	22.7%	24.1%	22.9%	21.6%
		毛利	383	493	608	748
		毛利率	9.3%	9.6%	9.7%	9.8%

资料来源: 招商证券研究

公司称: 整合国控北京只待时机成熟。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1528	1551	2097	2652	3310
现金	328	274	571	777	1031
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	17	22	27	33
应收款项	655	720	849	1043	1268
其它应收款	5	7	11	13	16
存货	456	412	492	605	735
其他	77	122	152	187	227
非流动资产	428	446	435	425	417
长期股权投资	151	158	158	158	158
固定资产	212	205	196	188	180
无形资产	5	12	11	10	9
其他	60	71	70	70	70
资产总计	1956	1997	2532	3078	3726
流动负债	1189	1091	1333	1621	1953
短期借款	132	5	5	5	5
应付账款	674	629	777	955	1159
预收账款	80	80	98	121	147
其他	303	378	453	540	641
长期负债	41	37	37	37	37
长期借款	0	0	0	0	0
其他	41	37	37	37	37
负债合计	1230	1129	1370	1658	1990
股本	133	239	479	479	479
资本公积金	271	157	37	37	37
留存收益	288	435	606	859	1171
少数股东权益	34	37	40	44	49
母公司所有者权益	692	831	1122	1375	1687
负债及权益合计	1956	1997	2532	3078	3726

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	79	217	232	230	286
净利润			254	311	382
折旧摊销			15	15	14
财务费用			(8)	(13)	(18)
投资收益			(25)	(25)	(25)
营运资金变动			(17)	(75)	(87)
其它			13	17	20
投资活动现金流	16	5	(5)	(5)	(5)
资本支出			(5)	(5)	(5)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	17	(276)	70	(20)	(28)
借款变动			0	0	0
普通股增加			239	0	0
资本公积增加			(120)	0	0
股利分配			(83)	(58)	(71)
其他			33	38	43
现金净增加额	112	(54)	297	206	253

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3574	4385	5441	6687	8131
营业成本	3207	3979	4917	6042	7338
营业税金及附加	6	7	11	13	16
营业费用	56	71	87	107	130
管理费用	109	106	131	160	195
财务费用	12	24	(8)	(13)	(18)
资产减值损失	13	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	24	25	25	25	25
营业利润	194	221	328	403	494
营业外收入	1	30	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	194	251	328	403	494
所得税	64	54	71	87	107
净利润	130	196	257	315	387
少数股东损益	(1)	3	3	4	5
母公司所有者净利润	131	194	254	311	382
EPS (元)	0.99	0.81	0.53	0.65	0.80

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	27%	23%	24%	23%	22%
营业利润	67%	14%	49%	23%	23%
净利润	57%	48%	31%	23%	23%
获利能力					
毛利率	10.3%	9.3%	9.6%	9.7%	9.8%
净利率	3.7%	4.4%	4.7%	4.7%	4.7%
ROE	19.0%	23.3%	22.6%	22.6%	22.7%
ROIC	16.2%	22.0%	21.5%	21.4%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	56.5%	54.1%	53.9%	53.4%
净负债比率	6.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.3	1.4	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	1.8	2.2	2.1	2.2	2.2
存货周转率	9.4	9.2	10.9	11.0	11.0
应收帐款周转率	6.4	6.4	6.9	7.1	7.0
应付帐款周转率	5.8	6.1	7.0	7.0	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.99	0.81	0.53	0.65	0.80
每股经营现金	0.60	0.91	0.48	0.48	0.60
每股净资产	5.20	3.47	2.34	2.87	3.52
每股股利	0.32	0.15	0.10	0.12	0.15
估值比率					
PE	30.6	37.4	28.6	23.3	18.9
PB	5.8	8.7	6.5	5.3	4.3
EV/EBITDA	36.3	31.0	24.2	20.0	16.5

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。