

医药行业研究小组联系人：
吴斌 010-88088570
wubin@cmschina.com.cn
徐列海 010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn

2010年1月14日

国药股份(600511.SH)/28.83元

09年业绩低于预期，今年将受益北京药品配送商遴选

日用消费·医药

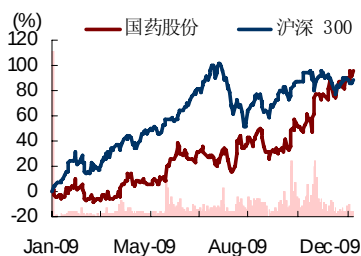
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3173
总股本(万股)	47880
已上市流通股(万股)	27764
总市值(亿元)	132
流通市值(亿元)	76
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	23.1
资产负债率	57.4%
主要股东	国药控股股份有限公司
主要股东持股比例	44.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	48	92
相对表现	14	44	8



相关报告

- 1、医药行业 2010 年度投资策略—看好医药商业加快整合，关注重组、国际化、创新和政策受益 2009/12/6
- 2、国药股份—第 3 季度业绩增速环比加快符合预期 2009/10/26
- 3、发改委 10 月 2 日公布基本药物最高零售价—基本药物受益程度还待各省确定招标价、配备使用报销比例 2009/10/9
- 4、国药股份—预计国控 9 月登陆港交所，全年将保持快速增长 2009/8/27
- 5、国药股份—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
- 6、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

国药股份预告 09 年收入和净利润同比增长 18.45%和 16.78%，实现 EPS 0.47 元，低于市场预期，我们相应调低 2010 和 2011 年预测 EPS 至 0.61 和 0.75 元。北京地区医院和社区药品招标重启，政策上促进医药商业整合和规模化，公司将获得进入社区市场配送机遇，商业增速有望加快。

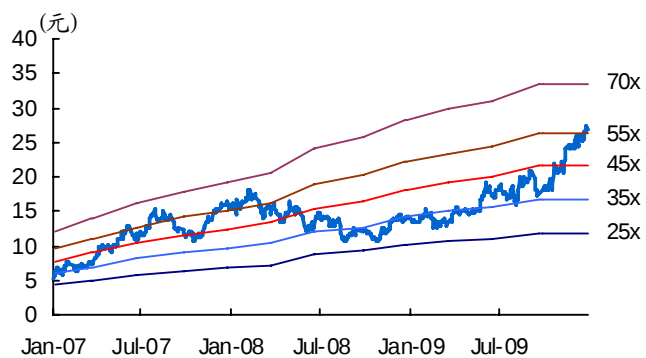
- 国药股份 09 年收入和净利润分别同比增长 18.45%和 16.78%，实现 EPS 0.47 元，低于我们此前预期的 0.53 元。低于预期的主要原因有：1、09 年医改政策出台缓慢，导致北京地区药品招标重启进程延迟至 09 年底；2、部分碘补贴款推迟体现，估计减少 09 年 EPS 约 0.02 元；3、公司今年逐步退出非医药进出口业务，销售收入减少约 1.5 亿元左右，影响 EPS 约 0.01 元。
- 北京地区药品招标已经重启，公司 2010 年将获得进入社区市场配送机遇，商业增速有望加快。2009 年 12 月北京药品招标重启，全市 200 多家医院、2000 多家社区卫生服务中心和服务站统一遴选 10 家配送商和 2 家备选配送商，以行政手段促进医药商业整合和规模化。以公司的硬件条件和市场地位，进入最终名单确定。社区配送自 06 年以来被北医股份垄断，这次医院和社区捆绑招标后，公司得以进入社区配送，分享大块蛋糕，商业增速有望加快。
- 公司中长期具备 5 个方面增长点：1、作为具备现代物流配送及信息管理能力行业龙头将确定受益于新医改统一招标集中配送提高其市场份额；2、增强增值服务提高综合毛利率；3、总代理总经销的进口高端药品将受益于新医改商业医保的发展；4、公司打造麻药上下游产业一体化独特优势；5、国瑞快速增长，参股公司宜昌人福贡献投资收益增长。
- 调低业绩预测，维持“审慎推荐-A”评级。不考虑公司收购整合，我们预计 2010~2011 年收入同比增长 25%和 21%，净利润增长 29%和 24%，相应调低 2010 和 2011 的预测 EPS 至 0.61 和 0.75 元。当前估值水平不具优势，但 2010 年存在整合国控北京预期，我们维持在《2010 年度投资策略》中给予的“审慎推荐-A”评级。

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	5195	6487	7878
同比增长	27%	23%	18%	25%	21%
营业利润(百万元)	194	221	283	359	455
同比增长	67%	14%	28%	27%	27%
净利润(百万元)	131	194	224	290	359
同比增长	57%	48%	16%	29%	24%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.47	0.61	0.75
PE	105.3	71.2	61.5	47.6	38.4
PB	5.5	8.3	14.2	11.4	9.2

资料来源：招商证券，07，08EPS按最新股本摊薄

图 1: 国药股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 国药股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

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	1898	2443	3062
现金	328	274	439	621	852
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	17	21	26	32
应收款项	655	720	810	1012	1229
其它应收款	5	7	10	13	16
存货	456	412	472	589	714
其他	77	122	146	182	221
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	2333	2868	3479
流动负债	1189	1091	1281	1580	1899
短期借款	132	5	5	5	5
应付账款	674	629	745	930	1126
预收账款	80	80	94	118	143
其他	303	378	437	528	625
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	1318	1618	1936
股本	133	239	479	479	479
资本公积金	271	157	37	37	37
留存收益	288	435	459	690	978
少数股东权益	34	37	40	44	48
母公司所有者权益	692	831	975	1207	1494
负债及权益合计	1956	1997	2333	2868	3479

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	79	217	228	220	281
净利润			224	290	359
折旧摊销			15	15	14
财务费用			5	3	3
投资收益			(26)	(28)	(30)
营运资金变动			0	(77)	(85)
其它			10	18	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)	(59)	(33)	(45)
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			(200)	(58)	(72)
其他			21	25	27
现金净增加额	112	(54)	164	182	231

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	5195	6487	7878
营业成本	3207	3979	4715	5883	7128
营业税金及附加	6	7	10	13	16
营业费用	56	71	83	102	122
管理费用	109	106	125	154	184
财务费用	12	24	5	3	3
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	26	28	30
营业利润	194	221	283	359	455
营业外收入	1	30	20	32	30
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	194	251	303	391	485
所得税	64	54	76	98	121
净利润	130	196	227	294	364
少数股东损益	(1)	3	3	4	5
母公司所有者净利润	131	194	224	290	359
EPS (元)	0.27	0.41	0.47	0.61	0.75

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	27%	23%	18%	25%	21%
营业利润	67%	14%	28%	27%	27%
净利润	57%	48%	16%	29%	24%
获利能力					
毛利率	10.3%	9.3%	9.2%	9.3%	9.5%
净利率	3.7%	4.4%	4.3%	4.5%	4.6%
ROE	19.0%	23.3%	23.0%	24.0%	24.0%
ROIC	16.2%	22.0%	21.2%	21.6%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	56.5%	56.5%	56.4%	55.7%
净负债比率	6.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	1.8	2.2	2.2	2.3	2.3
存货周转率	9.4	9.2	10.7	11.1	10.9
应收帐款周转率	6.4	6.4	6.8	7.1	7.0
应付帐款周转率	5.8	6.1	6.9	7.0	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.41	0.47	0.61	0.75
每股经营现金	0.60	0.91	0.48	0.46	0.59
每股净资产	5.20	3.47	2.04	2.52	3.12
每股股利	0.32	0.15	0.09	0.12	0.15
估值比率					
PE	105.3	71.2	61.5	47.6	38.4
PB	5.5	8.3	14.2	11.4	9.2
EV/EBITDA	30.4	26.0	22.4	18.0	14.4

分析师简介

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

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

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 $\pm 5\%$ 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。