

动态报告

医药保健

医疗器械与服务

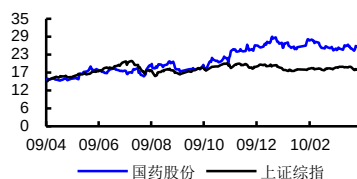
国药股份(600511)
谨慎推荐

2010 一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	25.96
总股本/流通 A 股(百万股)	478.80/277.64
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	12,429.65/7,207.62
上证综指/深圳成指	2,983.54/11,702.87
12 个月最高/最低 (元)	31.45/15.31

财务数据

净资产值(百万元)	1,114.07
每股净资产(元)	2.33
市净率	11.16
资产负债率	60.85%
息率	0.39%

相关研究报告:

《国药股份 09 年报点评: 商业板块平稳, 工业增长突出》——2010-3-22

《国药股份 09 年报点评: 商业板块平稳, 工业增长突出》——2010-3-22

《国药股份 09 年三季报点评: Q3 单季收入增速明显提升》——2009-10-26

分析师: 丁丹

电话: 电话:

E-mail: E-mail:

Sac 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 电话:

E-mail: E-mail:

Sac 执业证书编号: S0980207050195

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

麻药工业投资收益推动业绩平稳增长

●10Q1 平稳增长, 符合预期; 现金流优异

公司 2010Q1 实现销售收入 13.93 亿元, 同比增长 11.75%, 营业利润 8826 万元, 同比增长 15.59%; 利润总额 8826 万元, 同比增长 15.85%, 归属于上市公司股东的净利润 7051 万元, 同比增长 20.17%。实现 EPS0.146 元/股, 基本符合我们 0.15 元/股的预期。经营活动产生的现金流量净额 0.27 元/股, 同比增长 59.79%, 盈利质量仍优异。

●期间费用上升较快

10Q1 整体毛利率 9.42%, 同比小幅提升 0.13 个百分点。但本期期间费用却同比快速增长了 34%, 远超收入的增速。其中, 虽然占比最大的管理费用同比下降 5%, 但销售费用同比大幅增长 83%, 财务费用因今年开始贴现率上升也大幅增长 167%。

●麻药工业投资收益是利润增长主要来源

10Q1 对麻药工业青药集团和宜昌人福的投资收益合计 1380 万元, 同比大幅增长 105%。贡献净利润增量 705 万元, 贡献了 60% 的净利润增长。

公司的商业业务中麻醉药的一级调拨仍占据国内 90% 以上市场份额, 但其中亦有结构性增长不平衡, 虽然宜昌人福的芬太尼增速较快, 但杜冷丁等部分老品种已不增长, 因此参股的宜昌人福的投资收益大幅增长, 而公司自身麻醉药调拨业务整体增长比较平稳。

●维持“谨慎推荐”评级, 期待定位更清晰

北京医院配送商的遴选因大幅缩减了配送商数量, 一季度还没有得到执行。预计公司市场份额提升的体现可能会到下半年。维持 10~11 年 EPS 预测 0.61、0.77 元/股, 同比增长 28%、27%, 10~11 年动态 PE42、33X。我们在年报点评中已经指出公司的内生性增长已经进入相对平稳期, 目前较高估值已部分包含了市场对国药控股借国药股份平台回归 A 股的预期, 维持公司“谨慎推荐”评级, 期待公司在国药控股框架中定位更清晰。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,385.47	5,194.60	6,337	7,668	9,279
(+/-%)	22.71%	18.45%	22.0%	21.0%	21.0%
净利润(百万元)	193.83	226.60	290	368	459
(+/-%)	47.84%	16.91%	28.1%	26.8%	24.8%
每股收益 (元)	0.81	0.47	0.61	0.77	0.96
EBIT Margin	6.30%		5.2%	5.6%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	23.32%	21.72%	23.3%	24.5%	25.2%
市盈率 (PE)	32.06	54.85	42.4	33.4	26.8
EV/EBITDA	21.08		40.4	31.9	25.7
市净率 (PB)	7.48	11.91	9.87	8.18	6.74

表 1: 最近 2 年单季度财务指标

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
盈利质量									
每股收益 EPS(元)	0.36	0.25	0.19	0.17	0.24	0.14	0.13	0.08	0.15
扣除非经常损益后的净利润/净利润(%)	100.08	99.89	100.93	97.23	100.22	90.93	100.06	99.09	99.99
每股经营性现金流 (期末)	-0.78	0.27	0.70	0.91	0.34	0.23	0.29	0.53	0.27
盈利能力									
净资产收益率 ROE(%)	6.68	8.06	5.89	5.13	6.76	7.45	6.48	3.73	6.48
总资产净利率 ROA(%)	2.53	3.11	2.27	2.02	2.89	3.28	2.71	1.47	2.46
销售净利率(%)	4.54	5.60	4.21	3.61	4.73	5.66	4.47	2.91	5.06
销售毛利率(%)	10.22	8.97	9.03	8.90	9.29	9.64	8.75	8.15	9.42
营业费用率(%)	1.43	1.36	1.47	2.15	0.94	1.50	1.54	2.13	1.54
管理费用率(%)	2.17	1.99	1.90	3.54	1.96	1.52	1.63	3.24	1.66
财务费用率(%)	0.48	0.70	0.49	0.52	0.23	0.29	0.33	0.36	0.55
增长指标									
营业收入同比增长率(%)	26.74	26.65	15.30	23.08	16.95	13.85	26.65	16.27	11.75
营业收入环比增长率(%)	15.79	1.70	1.81	2.65	10.03	-1.00	13.25	-5.76	5.75
营业利润同比增长率(%)	16.89	19.77	10.16	3.94	20.12	25.77	16.84	36.71	15.59
营业利润环比增长率(%)	95.64	0.77	-7.02	-43.30	126.08	5.51	-13.62	-33.65	91.15
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	27.79	64.10	34.52	73.01	22.10	13.83	38.59	-8.22	20.17
归属母公司股东的净利润环比增长率(%)	98.71	25.29	-24.40	-8.07	40.24	16.80	-7.96	-39.13	83.63
营运效率									
应收账款周转天数	40.08	44.81	42.74	39.24	31.62	30.83	34.22	37.01	39.14
存货周转天数	57.95	57.78	56.97	56.41	54.73	57.39	59.37	54.63	56.19
总资产周转率%	0.56	1.08	1.62	2.22	0.61	1.19	1.75	2.18	0.49
偿债能力									
流动比率	1.37	1.35	1.39	1.42	1.47	1.48	1.46	1.65	1.69
速动比率	1.00	0.93	0.99	1.04	1.12	1.18	1.10	1.24	1.32
资产负债率 (%)	58.96	61.53	59.95	56.52	55.29	55.47	57.38	61.00	60.85

数据来源: wind, 按当期股本

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	762	939	1049	1171	营业收入	5195	6337	7668	9279
应收款项	897	1094	1324	1602	营业成本	4730	5770	6955	8388
存货净额	561	710	856	1033	营业税金及附加	13	11	13	16
其他流动资产	34	63	77	93	销售费用	80	98	117	142
流动资产合计	2254	2806	3306	3899	管理费用	108	127	150	181
固定资产	215	202	187	172	财务费用	16	17	20	21
无形资产及其他	10	9	9	9	投资收益	34	44	53	64
投资性房地产	100	81	81	81	资产减值及公允价值变动	(9)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	198	203	208	213	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2777	3301	3791	4373	营业利润	273	357	464	592
短期借款及交易性金融负债	19	120	120	120	营业外净收支	23	20	20	20
应付款项	1269	1499	1712	1951	利润总额	295	377	484	612
其他流动负债	76	60	72	87	所得税费用	66	83	111	147
流动负债合计	1363	1679	1905	2159	少数股东损益	3	4	5	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	227	290	368	459
其他长期负债	331	334	337	340					
长期负债合计	331	334	337	340	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1694	2012	2241	2498		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	40	42	46	50	净利润	227	290	368	459
股东权益	1043	1246	1504	1826	资产减值准备	6	(0)	(1)	(1)
负债和股东权益总计	2777	3301	3791	4373	折旧摊销	18	22	23	24
					公允价值变动损失	9	2	2	2
关键财务与估值指标					财务费用	16	17	20	21
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	313	(140)	(161)	(215)
每股收益	0.47	0.61	0.77	0.96	其它	(4)	3	4	5
每股红利	0.11	0.18	0.23	0.29	经营活动现金流	568	177	236	275
每股净资产	2.18	2.60	3.14	3.81	资本开支	(23)	(10)	(10)	(10)
ROIC	25%	29%	35%	38%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	22%	23%	24%	25%	投资活动现金流	(63)	(15)	(15)	(15)
毛利率	9%	9%	9%	10%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(52)	(87)	(110)	(138)
收入增长	18%	22%	21%	21%	其它融资现金流	87	101	0	0
净利润增长率	17%	28%	27%	25%	融资活动现金流	(17)	14	(110)	(138)
资产负债率	62%	62%	60%	58%	现金净变动	488	177	110	122
息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	274	762	939	1049
P/E	54.3	42.4	33.4	26.8	货币资金的期末余额	762	939	1049	1171
P/B	11.8	9.9	8.2	6.7	企业自由现金流	512	131	186	219
EV/EBITDA	49.8	40.4	31.9	25.7	权益自由现金流	599	219	170	203

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(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	彭怡萍			
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				