

医药商业III

署名人: 周锐

执业证书编号: S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

国药股份

600511

强烈推荐

医药商业经营状况平稳, 宜昌人福投资收益大增

国药股份公布 2010 年中报, 实现每股收益 0.30 元, 略低于预期。

投资要点:

- **业务整体维持平稳增长。**公司 2010 年上半年实现营业收入 28.3 亿, 同比增长 13.34%, 归属于上市公司股东的净利润同比增长 14.27%, 每股经营性现金流 0.32 元, 业务整体平稳。
- **2 季度环比盈利能力有所增长。**2 季度公司收入同比增长 15.2%, 环比增长 2.03%, 虽然营业费用增速较快, 但公司的营业利润率较 09 年同期仍然有所提高。
- **医药工业业务相对增长较快:** 国药股份医药商业收入同比增长 12.97%, 相对之下, 医药工业收入同比增长 28.81%, 毛利率也有所提高, 这主要是由公司子公司国瑞药业贡献的, 医药物流业务同比增长 8.93%, 增速有所放缓。
- **参股公司宜昌人福利润大幅增长。**国药股份参股 20% 的宜昌人福 2010 年中期实现净利润 1.30 亿, 同比大幅增长 113%, 给国药股份贡献投资收益 2556 万元, 占公司净利润比重达到 17.75%
- **维持强烈推荐评级:** 国药股份虽然近期增速有所放缓, 但作为国药控股在 A 股最主要平台, 同时处于北京市医改的大氛围下, 未来仍然具有整合资产, 快速成长的预期, 维持强烈推荐评级。

风险提示:

公司增长速度有可能继续放缓。

6-12 个月目标价: 35.00 元

当前股价: 24.98 元

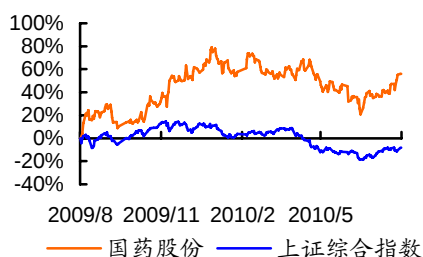
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2666.30
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	278
流通市值(亿)	69
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	2.26
资产负债率	61.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国药股份	13.49	5.44	0.00
上证综合指数	9.98	2.76	0.00



相关报告

《国药股份-向服务型医药商业企业转型趋势形成, 战略性价值突出》2010-3-21

《国药股份-业绩符合预期, 参股公司宜昌人福高速增长》2009-8-26

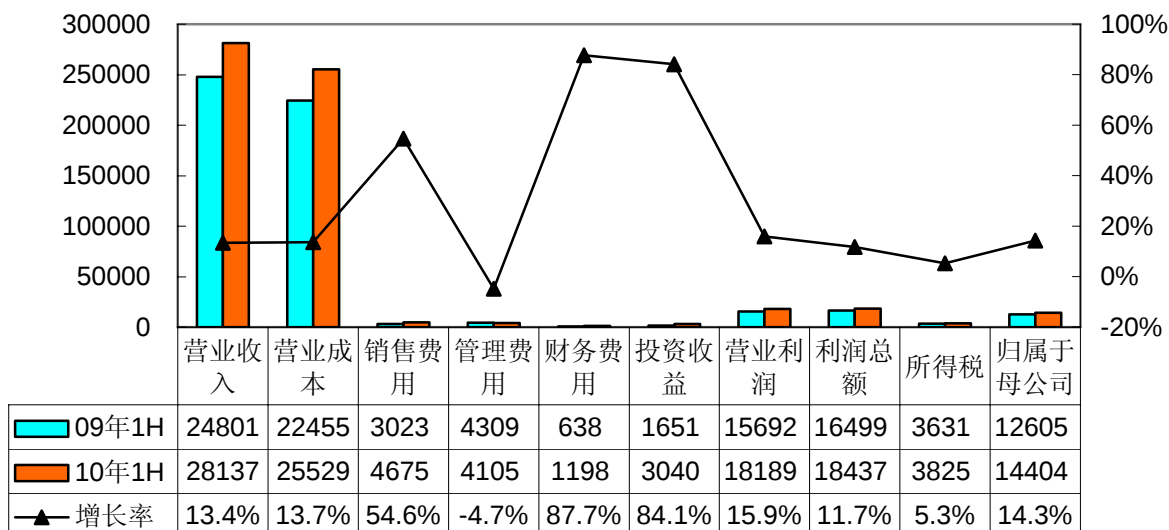
《国药股份-业绩维持平稳增长 行业集中趋势不变》2009-5-18

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5195	5947	7523	9550
同比(%)	18%	14%	27%	27%
归属母公司净利润(百万元)	229	296	387	500
同比(%)	17%	29%	31%	29%
毛利率(%)	8.9%	9.3%	9.2%	9.2%
ROE(%)	21.7%	22.7%	23.8%	24.5%
每股收益(元)	0.47	0.61	0.80	1.03
P/E	52.78	40.83	31.19	24.17
P/B	11.46	9.28	7.43	5.91
EV/EBITDA	36	28	22	17

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 国药股份 10 年中期主要盈利性指标同比变化



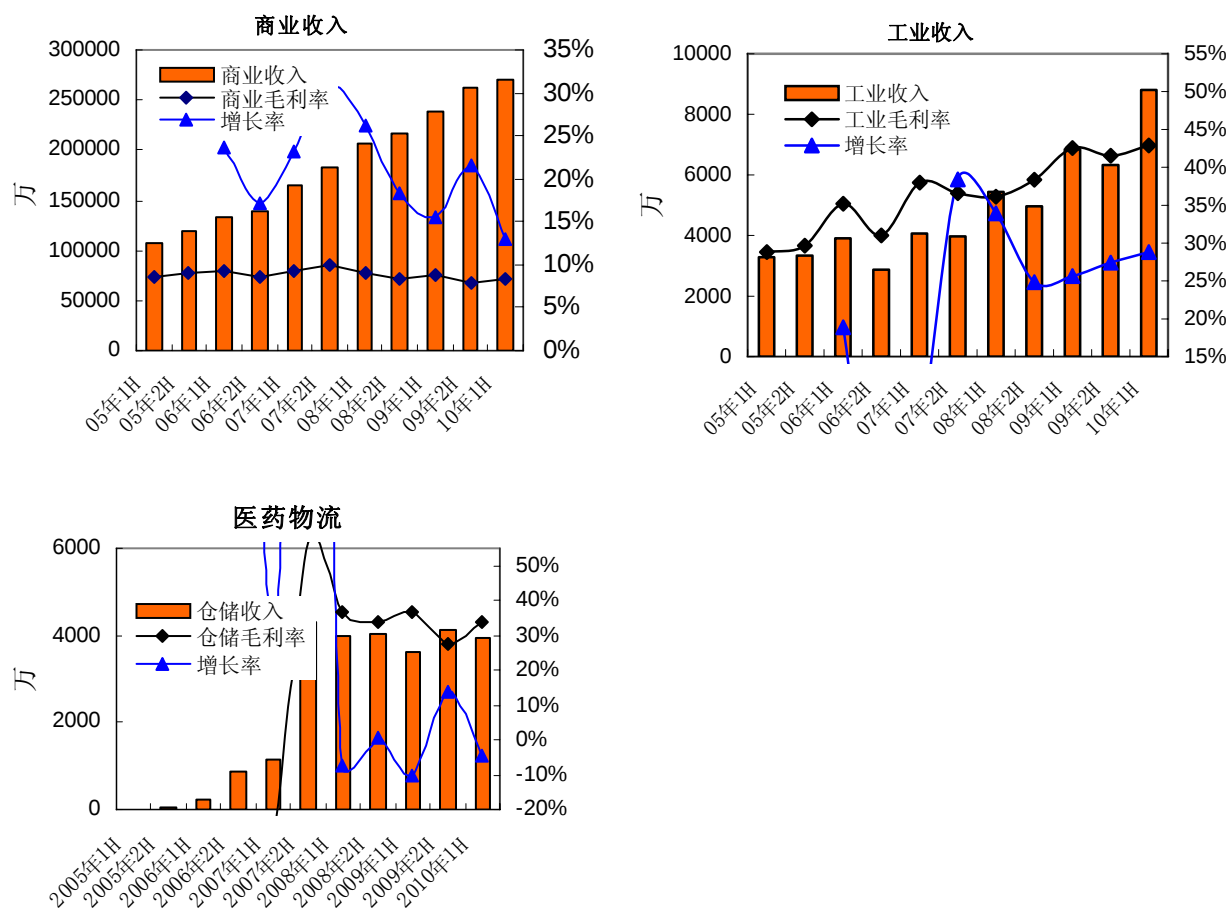
资料来源: 国药股份 10 年中期报表、中投证券研究所

表 1: 国药股份的季度盈利性数据

财务指标 (万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	124630	123389	139743	131698	139272	142101	15.2%	2.03%
营业成本	113052	111498	127516	120970	126153	129142	15.8%	2.37%
营业费用	1167	1857	2149	2808	2138	2537	36.7%	18.69%
管理费用	2438	1871	2271	4267	2313	1792	-4.2%	-22.50%
财务费用	286	352	459	468	766	432	22.7%	-43.66%
投资收益	674	977	737	1017	1380	1660	69.9%	20.31%
营业利润	7636	8057	6959	4617	8826	9363	16.2%	6.09%
利润总额	7618	8881	8080	4945	8826	9611	8.2%	8.89%
所得税	1728	1903	1838	1113	1775	2050	7.7%	15.46%
归属于母公司净利润	5814	6791	6250	3805	6987	7417	9.2%	6.17%
EPS	0.12	0.14	0.13	0.08	0.15	0.15	9.2%	6.18%
毛利率	9.29%	9.64%	8.75%	8.15%	9.42%	9.12%	-0.52%	-0.30%
营业费用率	0.94%	1.50%	1.54%	2.13%	1.54%	1.79%	0.28%	0.25%
管理费用率	1.96%	1.52%	1.63%	3.24%	1.66%	1.26%	-0.25%	-0.40%
财务费用率	0.23%	0.29%	0.33%	0.36%	0.55%	0.30%	0.02%	-0.25%
营业利润率	6.13%	6.53%	4.98%	3.51%	6.34%	6.59%	0.06%	0.25%
实际所得税率	22.69%	21.42%	22.75%	22.51%	20.11%	21.33%	-0.10%	1.21%

资料来源: 国药股份历年报表、中投证券研究所

图 2：国药股份各项业务的半年度环比变化情况



资料来源：国药股份历年报表、中投证券研究所

表 2：国药股份参股公司贡献利润情况

主要业务单元	股权比例	09 年 1H (万)	10 年 1H (万)
国药前景口腔	39%	73.7	56.1
青海制药集团	47.10%	1021.3	1014.97
宜昌人福药业	20%	6120	13083.5

数据来源：公司报表 表中利润为子公司整体利润

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2254	2384	2986	3754	营业收入	5195	5947	7523	9550
现金	762	862	1127	1394	营业成本	4730	5396	6831	8675
应收账款	857	938	1186	1506	营业税金及附加	13	15	13	16
其它应收款	2	3	3	4	营业费用	80	89	105	124
预付账款	33	38	48	61	管理费用	108	119	135	162
存货	561	530	604	767	财务费用	16	5	8	8
其他	38	14	17	22	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	523	454	481	504	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	198	198	198	198	投资净收益	34	39	49	61
固定资产	206	244	276	303	营业利润	273	361	480	626
无形资产	10	7	5	2	营业外收入	23	23	23	23
其他	109	5	2	1	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2777	2838	3467	4258	利润总额	295	384	503	649
流动负债	1363	1507	1811	2183	所得税	66	88	116	149
短期借款	19	50	50	50	净利润	229	296	387	500
应付账款	694	702	820	954	少数股东损益	3	3	4	5
其他	650	755	941	1179	归属母公司净利润	227	293	384	495
非流动负债	331	0	0	0	EBITDA	306	385	510	660
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.61	0.80	1.03
其他	331	0	0	0					
负债合计	1694	1507	1811	2183	主要财务比率				
少数股东权益	40	43	46	51	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	479	479	479	479	成长能力				
资本公积	59	59	59	59	营业收入	18.5%	14.5%	26.5%	26.9%
留存收益	506	751	1072	1486	营业利润	23.4%	32.4%	32.9%	30.4%
归属母公司股东权益	1043	1288	1610	2024	归属于母公司净利润	16.9%	29.3%	30.9%	29.0%
负债和股东权益	2777	2838	3467	4258	获利能力				
					毛利率	8.9%	9.3%	9.2%	9.2%
					净利率	4.4%	4.9%	5.1%	5.2%
					ROE	21.7%	22.7%	23.8%	24.5%
					ROIC	77.4%	114.0%	127.9	118.7%
					偿债能力				
					资产负债率	61.0%	53.1%	52.2%	51.3%
					净负债比率				
					流动比率	1.65	1.58	1.65	1.72
					速动比率	1.23	1.22	1.31	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	2.18	2.12	2.39	2.47
					应收账款周转率	6	6	7	7
					应付账款周转率	7.15	7.73	8.98	9.78
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.61	0.80	1.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.16	0.70	0.72
					每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.69	3.36	4.23
					估值比率				
					P/E	52.78	40.83	31.19	24.17
					P/B	11.46	9.28	7.43	5.91
					EV/EBITDA	36	28	22	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434