

证券研究报告

医药商业 III



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 邓晓倩
010-66290201
dengxq@xyzq.com.cn

国药股份 (600511)

政策拖累医药商业盈利水平

2011 年 9 月 4 日

投资要点

近期我们调研了国药股份, 与管理层就公司经营状况和未来的发展战略进行了沟通。国药股份业务包括医药商业、医药工业和仓储物流三个部分, 其中医药商业是目前业务的核心。虽然, 在国家一系列药品招标、降价政策的背景下, 公司受到一定的负面影响, 但是我们看好公司在医药商业领域已经积累的丰富资源, 在我国医药商业集中度不断提升的大背景之下, 我们看好公司的长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

- **医药商业是“国药股份”的核心业务。**“国药股份”为中国医药集团总公司旗下的主要子公司, 中国医药集团总公司通过“国药控股”持有“国药股份”44.01%的股权, 成为其实际控制人。1)、国药股份的业务包括医药商业、医药工业及仓储物流三个部分, 其中**医药商业是公司的核心业务**——2010 年医药商业为公司贡献了 96.46%的收入和 89.33%的毛利 (国药股份 2010 年实现销售收入 59.18 亿, 其中医药商业销售收入为 57.08 亿); 2)、公司的医药商业又可以细分为三个部分: **北京地区医院纯销、商业调拨及麻药药品销售**三个部分, 其中北京地区医院纯销的收入占比大致为 40-45%, 商业调拨的收入占比在 30%左右, 麻醉药品销售的收入占比在 25%左右。北京地区的医院纯销具体来看主要是普药在北京医院的销售; 麻醉药品的销售具体来看是麻醉药品在全国范围内的销售 (我们预计公司占据了我国麻醉药品销售超过 80%的市场份额)。
- **政策拖累公司医药商业的盈利水平。**2011 年上半年公司医药商业实现销售收入 32.88 亿, 同比增长 17.21%, 而毛利率却同比下降 1.28 个百分点。我们认为公司医药商业毛利率地降低主要受累于一系列政策的负面影响, 具体来看包括以下几个方面: 1)、自 2009 年初由卫生部颁布《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》开始新一轮的招标以来, **北京市针对二级及以上的公立非营利性医院以及医保定点医疗机构的药品新一轮招标在 2010 年 10 月底才基本完成** (自 2009 年初开始, 我国的药品招标全国范围内有一个统一政策, 在此框架之下, 以省级为单位制定招标细则, 并由政府统一组织招标)。在此轮北京新的药品招标背景之下, 一方面公司配送的北京招标目录中的品种已经增加到近 5000 种, 但是**90%的品种出现了 5%-30%的降价**。2)、步入 2011 年第 1 季度, 公司面临了一轮新、老产品轮换的时期: 2011 年 1 季度新进入招标目录的品种没有开始销售、而没进入新招标目录的老产品在逐步退出销售, 2011 年 2 季度这种情况有了一定程度地改善, 新产品开始逐步实现销售。3)、**2011 年政府出台了一系列的药品降价措施**, 也从一定程度拖累公司的医药商业盈利水平 (2011 年 3 月, 发改委发出通知降低

部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格；2011 年 8 月发改委再次发出通知，自 9 月 1 日开始降低部分激素、调节内分泌和神经药同类药物的最高零售价）。

- **医药商业业务范围不断丰富。**1)、公司目前的医药商业业务主要集中在药品领域，公司开始加大布局毛利率较高的医疗器械销售业务的力度，并相应地成立了医疗器械部。考虑目前我国的医疗器械招标主要还是以医院个体进行招标（排除河南省于 2011 年 4 月开始将医疗器械仿效药品，纳入政府统一招标的范围），而且这种现状短期之内很难改变，公司借助其已经拥有的医院资源（尤其是北京地区），医疗器械的销售规模有望加速扩大。2) 公司目前的销售对象主要为三级医院，公司逐步通过终端业务部不断将其销售触角向一、二级医院、社区及零售终端进行延伸。
- **医药工业长期仍是公司发展的重点。**2010 年公司医药工业实现销售收入 1.6 亿，虽然对公司的收入贡献占比很小，但是却为公司贡献了 12.48% 的毛利。1)、2011 年上半年公司医药工业实现销售收入 1 亿，同比增长 13.64%，慢于公司医药工业 2007-2010 年平均 25% 的年复合增速。**2011 年上半年公司医药工业增速相对减慢的原因我们预计由两方面的因素造成：**首先，2011 年上半年公司某些产品（例如克林霉素磷酸酯）在全国药品新一轮药品招标的进程中，在某些省份因中标价格过低，而主动弃标；再次，公司针对医药工业业务，2011 年上半年牺牲短期增长，着力培养和整顿销售团队。下半年增速有望有所提高。2)、**公司制定了医药工业的十二五规划，仍将医药工业定为公司长期发展的重点——**到 2015 年末争取医药工业收入能突破 10 亿。针对该规划，公司将通过自身推出新品种、外延并购获得新品种来进行支撑，努力打造几个销售收入过亿的大品种。
- **盈利预测。**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.68、0.79 和 0.94 元。我们看好公司在医药商业领域已经积累的丰富资源，并不断发展医药工业，在我国医药商业集中度不断提升的大背景之下，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“推荐评级”。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2849	5696	5570	5594
货币资金	1181	3609	3191	2817
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	937	1132	1319	1533
其他应收款	9	104	46	70
存货	620	729	871	1008
非流动资产	544	675	1186	1770
可供出售金融资产	48	0	0	0
长期股权投资	206	206	206	206
投资性房地产	5	20	12	16
固定资产	222	347	810	1316
在建工程	1	26	63	106
油气资产	0	0	0	0
无形资产	8	57	85	114
资产总计	3393	6371	6756	7364
流动负债	1592	3595	3266	3447
短期借款	0	1200	800	600
应付票据	520	700	771	929
应付账款	966	1151	1345	1572
其他	107	544	350	346
非流动负债	458	179	431	412
长期借款	0	169	169	169
其他	458	10	262	243
负债合计	2050	3774	3697	3859
股本	479	479	479	479
资本公积	58	58	58	58
未分配利润	637	863	1207	1617
少数股东权益	39	44	50	57
股东权益合计	1343	1604	1988	2447
负债及权益合计	3393	5377	5685	6306

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	310	327	378	452
折旧和摊销	18	1	1	1
资产减值准备	-1	12	11	13
无形资产摊销	2	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	23	6	16	5
投资损失	-82	-95	-114	-137
少数股东损益	3	5	6	7
营运资金的变动	-72	-35	55	9
经营活动产生现金流量	465	-124	506	311
投资活动产生现金流量	64	-69	-408	-447
融资活动产生现金流量	-90	2622	684	562
现金净变动	438	2429	781	426
现金的期初余额	762	1181	3609	3191
现金的期末余额	1201	3609	4391	3617

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5918	6973	8151	9528
营业成本	5395	6428	7513	8783
营业税金及附加	12	17	20	24
销售费用	106	119	134	157
管理费用	97	112	126	148
财务费用	23	6	16	5
资产减值损失	0	8	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	82	95	114	137
营业利润	368	379	451	546
营业外收入	35	50	40	40
营业外支出	4	8	5	5
利润总额	399	421	486	581
所得税	86	88	102	122
净利润	313	332	384	459
少数股东损益	3	5	6	7
归属母公司净利润	310	327	378	452
EPS (元)	0.65	0.68	0.79	0.94

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.9%	17.8%	16.9%	16.9%
营业利润增长率	35.0%	2.9%	19.2%	20.9%
净利润增长率	36.8%	5.6%	15.5%	19.5%
盈利能力(%)				
毛利率	8.8%	7.8%	7.8%	7.8%
净利率	5.2%	4.7%	4.6%	4.7%
ROE	23.8%	21.0%	19.5%	18.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.4%	70.2%	65.0%	61.2%
流动比率	1.79	1.58	1.71	1.62
速动比率	1.40	1.38	1.44	1.33
营运能力(次)				
资产周转率	1.92	1.43	1.24	1.35
应收帐款周转率	6.27	6.40	6.32	6.35
每股资料(元)				
每股收益	0.65	0.68	0.79	0.94
每股经营现金	0.66	-0.26	1.06	0.65
每股净资产	2.72	3.26	4.05	4.99
估值比率(倍)				
PE	28.99	27.45	23.76	19.89
PB	6.89	5.76	4.64	3.76

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。