

增 持 调低

南京医药（600713）

2009 年 02 月 10 日

行业地位日渐提升，盈利能力改善尚需时日

医药行业分析师：周睿

zhour@htsec.com

021-23219416

公司已成为全国第四大医药流通企业。南京医药经过几年的外延式扩张，从一个区域性的商业流通企业成长成为跨区域的商业龙头企业，公司年销售额已突破百亿大关，成为全国第四大医药流通企业，前三名分别是国药控股、上海医药和九州通集团。南京医药市场网络已覆盖了苏、皖、闽、豫、鲁、浙、沪六省一市，2009 年有望拓展到新疆、四川、云南等地，业务涵盖现销快配、医院纯销、药房托管、零售连锁和医药工业五个业态，药房托管成为医药流通企业模式创新的典范。公司现销快配业务已发展会员客户 6000 余家，梳理订单集成目录共 2200 个品规，稳定终端客户数近 3 万家，加上药房托管 150 余家、零售药店 400 余家，基本实现了全流域一体化的药品分销网络，行业地位日益提升。

药房托管业务已实现盈利。2008 年，南京医药药房托管业务不仅从规模上有所突破，托管了近 150 家医院，其中三级医院 9 家（三级甲等 1 家、三级乙等 8 家）、二级医院 35 家和一级医院 100 余家，托管区域从原来的江苏南京、河南郑州拓展到安徽合肥、江苏仪征南通淮安、山东潍坊等地，规模上从 2007 年的 5 亿达到 2008 年的 7 亿以上，而且模式上向药事管理服务升级，公司通过全方位的药事服务取得了医院的独家药品采购权，兼顾各方的利益，是一种双赢的商业模式，对于改善医院落后的药事管理起了积极的推动作用。经过两年多的培育，南京医药药房托管项目运行比较成功，表现在医院和商业公司库存周转率显著提升，账期缩短，能控制在 60 天内，而且有 50% 业务能做到现款现货，供应的品规数也从原来的 1.5 万下降到目前的 2000 多个，运营效率提升明显，毛利率可以达到 10% 左右，净利润率达到 1.5% 以上。2009 年，药房托管业务有望拓展到新疆等地区，预计 4 月份，新疆有 20 余团场医院和 6 家三级、二级医院实现托管，如果兵团下属医院实现全托管，药房托管规模有望新增 7 亿元。

新医疗改革对药房托管模式的影响偏乐观。药房托管作为医药分开的一种试验模式一直受到多方关注，而且有区域性蔓延趋势，除了南京医药在积极推进次模式外，在湖北、云南昆明等地政府也积极推广这一模式，但目前还不能判断药房托管是否可以作为医药分开的标准模式在全国范围推广，我们还是维持之前的观点：药房托管模式除非行政性的强制推广，否则很难在三级医院层面大面积推广。但我们认为，新医疗改革对药房托管模式的影响偏乐观，不管是基本药物制度的集中配送还是医药分开试点改革，南京医药都有较强的在位优势，在医院药品配送上具有优先权。

现销快配实现规模和毛利率的双增。公司尽量把传统的批发业务向现销快配模式转化，2008 年达到了 50 亿左右的销售规模，其中约一半是向药店、诊所等终端客户销售实现，另一半是向中小商业客户实现。公司积累了客户数量 3 万余家，其中会员制客户数量提升到 6000 多家，顾客忠诚度有了较大的提升。公司现销快配业务的毛利率也有所提升，提高了 0.9 个百分点到 2.6-2.7%。

外延式扩张获得新进展。公司和新疆建设兵团签订合作协议，参股新疆兵团医药公司，今年 4 月份新公司有望正式运作。公司投资 1400 余万元，参股新疆兵团医药公司 40% 股权（建设兵团占股 50%，另外 10% 股权由自然人持有），由于公司占有董事会多个席位，具有实际控制权，可以合并报表。南京医药将借助兵团医药的地缘优势，开展药房托管和现销快配业务，目前全疆医药市场规模有 80 亿左右，新疆新特药和九州通是当地排名前两位的医药流通企业。我们认为：南京医药入主新疆兵团医药是公司外延式扩张的又一个里程碑，新疆兵团下属 2 家三级、10 余家二级和 100 余家团场医院，还有 3300 多家卫生站和卫生所，纯销毛利率高达 13%，市场规模虽然不到 10 亿，但发展空间巨大，而且公司可以通过兵团医院覆盖到地方和石油系统医院，同时开展现销快配业务降低药品物流成本，提升新疆兵团医药公司盈利能力。

贴牌产品进展符合预期。委托贴牌加工业务是公司的重点发展业务。公司通过增加贴牌产品在现销快配、零售连锁和托管药房等药品销售终端中的比例，从而与网络终端优势形成协同效应，增加产品的毛利率。2007 年，公司贴牌产品销售规模近 5000 万元，2008 年该项业务规模达到 1 亿元，同比增长 100%，其中 2/3 销售来自现销快配，1/3 来自于零售，零售平均毛利率可以达到 40%。我们认为，贴牌产品销售规模的增长，有利于提升公司整体的毛利率水平。

2008 年公司的盈利能力还是较弱。南京医药不管是传统的纯销、调拨业务，还是药房托管、贴牌产品置换的新业务发展都较为顺利，规模上均有较大的提升的，但公司的盈利能力还是较弱，净利润率仍处于较低能力，我们认为主要原因是：

（1）公司目前更侧重于规模的增长和外延式的扩张，内部运营效率的整合进展相对较慢，集约化效应体现尚不充分；（2）新业务的毛利率较高，但相比较整体销售规模占比还较低，整体毛利率的快速提升还须等待；（3）公司虽然是跨区域的商业龙头企业，但对于高端用药生产企业的谈判权还较弱，很难成为高端药品的一级代理商，分销产品的毛利率相比较国药较低；（4）公司负债率较高，对资金需求较大，财务费用消耗了一部分利润；（5）去年 12 月份，鉴于宏观偏紧和药品质量频出的情况，公司主动控制销售规模，清理小企业品种，以压缩销售和控制应收账款风险为主要工作，约压缩销售规模 10 亿元。

投资建议。虽然公司盈利能力还较弱，但我们看到公司在产业链中的地位不断提升，在增加销售规模和控制销售终端上有非常显著的成效，而且新版药房托管、贴牌产品置换等新模式有利于改善销售毛利率。我们认为，南京医药一方面受益于医改带来的药品规模的增长，另一方面受益于医药流通行业集中度的提升，公司有望成为全国第三大医药流通企业，盈利能力会随着新业务占比和行业地位提升得到改善，值得我们长期看好。鉴于公司还处于规模扩张期，盈利能力大幅改善还需时日，我们略调低了 2008 年、2009 和 2010 年 EPS 到 0.18 元、0.27 和 0.36 元，对应的动态市盈率分别为 41.4、27.6 和 20.7 倍。由于已超过前期设定的目标价，我们下调投资评级至“增持”，但维持长期“买入”的投资评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

周睿：中药及商业流通行业

重点研究上市公司：康缘药业、同仁堂、云南白药、东阿阿胶、天士力、上海医药、南京医药、一致药业、独一味、沃华医药、国药股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。