

各业务稳步发展，迎接新医改契机

南京医药 (600713)

评级: 增持 (调高)

股价: 8.84 元 目标价: 10.0 元

调研报告

2009 年 5 月 6 日 星期三

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

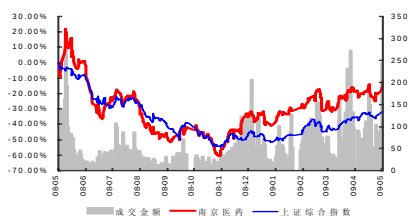
总股本(亿股)	2.51
流通股本(亿股)	1.98
总市值(亿元)	22.2
流通市值(亿元)	17.5

6 个月目标价位	10.0
升值潜力(%)	13.1
目标价确定日期:	2009.5.5

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	7.67	1.58
3 个月	24.51	2.14
6 个月	100.45	54.63

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 1、南京医药调研简报:《良好成本控制能力,充分享受规模溢价》2007 年 12 月
- 2、南京医药年报点评:《08 年业绩低于预期,未来发展仍可期待》2009 年 3 月

投资要点

- 新医改是医药商业集中度提升的历史性机遇,是大型医药商业提升竞争力的绝好时机。公司作为我国前 5 位的医药商业龙头企业,在新医改背景下,公司规模及盈利能力都将获得提升。
- 虽然药事服务业务在各地拓展的空间有限,但对于公司提升在产业链中的议价能力和运营效率很有帮助,09 年公司的药事服务业务将获得快速增长。
- 现销快配业务是扩大公司规模的主要途径,09 年通过会员制管理模式,规模有望再上台阶。
- 公司的三集化管理:集中采购、集中结算、集中配送将促进上下游资源的整合,提升公司的运营效率。
- 公司的财务负担是影响公司利润的重要因素,如果公司能解决这一问题,公司的盈利能力将得到提升。
- 我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.30 元和 0.36 元,给予公司“增持”评级。

□ 区域医药商业龙头，将明显受益于新医改

新医改的启动对于我国的医药商业行业主要有两方面影响：一是市场扩容，二是行业整合。在这一进程中，一方面医药商业龙头企业的市场规模将随着市场需求的提升而扩大，另一方面医药商业龙头企业可以抓住行业集中度提高的历史机遇提升自身的竞争力。

公司是我国排名前五位的医药分销龙头，数年来靠并购实现了公司规模快速扩张。在新医改市场扩容的大背景下，公司相对其他医药商业企业而言拥有更丰富的资源和经验，也必将面临更多的市场机遇。

□ 药事服务业务在争议中稳步增长

尽管外界对公司药房托管模式在各地进行复制的可行性持怀疑态度，但08年公司的药事服务业务仍保持了稳健的增长，实现营业收入近7亿元，截至目前已经托管全国各地200多家医院药房。

此外，公司通过药事服务业务，提升了自身在产业链中的议价能力和运营效率，同时跟其他业态相比，也更深入参与了医院业务，为将来迎接新医改“医药分家”的实施打好了基础。

09年预计托管各地三甲以下医院药房的业务将继续快速增长，新合作的新疆建设兵团下属医院的药房托管业务有望实现1-2亿元收入，另外公司还有意向云南地区继续拓展业务，09年整体药事服务业务将实现营业收入12亿元左右。

□ 拓展现销快配业务是扩大公司规模的主要路径

08年现销快配业务为公司贡献了接近40%的营业收入，是医药商业公司扩大业务规模的传统途径。

目前公司采用契约化会员制服务模式经营现销快配业务，已经发展了6900多家会员，并根据会员的需求选择最合适的业务品种，这一新模式的收益非常明显，08年现销快配会员贡献的收入占现销快配业务的三成左右。

由于现销快配业务相对于其他业务而言帐期短、回款快，一方面非常适合公司这样负债率偏高的公司，另一方面也是公司持续扩大销售规模的重要途径。

09年现销快配业务仍然是公司重点拓展的业务，公司将通过引进自用品种等方式进一步提高现销快配规模，预计业务收入将达到55-60亿元。

□ 零售业务整合以优化运营模式

公司目前有 400 家零售药店，自有门店及加盟门店各占一半，主要集中在江苏、安徽及福建地区。

虽然目前零售业务对公司的业绩贡献很小，但是作为未来医药分家的主战场，零售业务的终端特性对公司而言具有提升未来议价能力的战略性地位，因此公司一直致力于搭建统一平台，从商品集中、资金集中、资源集中等方面对全流域零售业务进行整合管理。

09 年我们预计零售业务平稳增长，实现收入 7 亿元左右，毛利率水平 20% 左右。

□ 其他业务维持现有规模

医药纯销业务方面，由于医院的回款期较长，给公司带来的资金压力较大，因此 09 年在这一业务上公司可能将采取较严格的风险控制措施，整体业务收入保持现有规模。

工业方面 09 年预计也维持在 2 亿元左右规模，去年南京同仁堂因原料供应影响而亏损，09 年预计能够实现扭亏为盈。公司工业的经营思路主要是把工业作为 OEM 制造基地。

□ OEM 持续改善公司盈利能力

我国的医药商业尚处于行业整合发展的前夕，在产业链中的议价能力最低，利润空间长期受到上游厂商及下游终端的挤压。由于医院这一主要终端具有垄断地位，因此医药商业企业多采取向上游延伸、完善产业链的方式提升整体盈利能力。公司最早采用的 OEM 模式就是比较有效的一种形式。

公司将 OEM 项目整合进自身零售连锁、药房托管、现销快批、医药工业等业务，有效地降低了运营成本，提高了利润空间。08 年 OEM 整体规模超过 1 亿元，毛利率水平达到 40%。

09 年公司将 OEM 作为常规项目，继续重点发展。

□ 三集化管理提升运营效率

公司通过建立供应链管理中心，对公司业务进行集中采购、集中结算、集中配送的管理，以此促进上下游资源的整合，提升公司运营效率。

在集中采购环节，由公司的供应链管理中心为上游所有供应商分别建立

目录，并统一了主要企业的 ERP 系统编码，在此基础上再进行统一结算和配送。通过集中采购方式，公司不仅可以提升议价能力，降低采购成本及库存费用，还能有效地管控采购商品的质量风险。

集中结算主要通过公司内部银行体系，每日将所有分子公司资金转入结算中心帐户，进行统一调配。

集中配送则主要通过物流整合，降低区域物流配送成本。

□ 盈利能力有待提高，择机再进行定向增发

虽然公司的销售收入数年来一直保持稳步的增长，但公司的盈利能力一直较弱。08 年公司的销售净利率只有 0.22%，远低于其他医药商业龙头。公司盈利能力较弱的主要原因除了公司的业务分散、协同效应发挥不够外，还有一个非常重要的因素是公司的资本金同现有的收入规模不匹配。08 年公司的资产负债率高达 87.8%，财务费用近 1 亿元，严重影响了公司的利润水平。如果 09 年公司能有效地补充资本金，降低财务费用，公司的盈利能力将得到提升。

由于受外部金融环境的影响，公司原有的定向增发方案已于去年底终止。我们估计，公司可能会选择一个恰当的时机重启增发方案，因为这对公司降低财务负担、提升长期竞争能力很有帮助。

□ 盈利预测及投资建议

我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.30 元和 0.36 元，鉴于公司在医药商业行业中的龙头优势，以及在新医改中可能会面临更多的机遇，我们给予公司六个月目标价 10.0 元，对应公司 09、10 年每股收益的 PE 分别为 33 倍和 28 倍，给予公司“增持”评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122