

## 方正证券研究中心

商业旅游行业分析师：陈翀

电话：(86571) 87782131

电邮：chenchong@foundersc.com

联系人：吴嘉蕾

电话：(86571) 87782600

电邮：wujialei@foundersc.com

### 历史表现



### 股票数据

|         |                  |
|---------|------------------|
| 总股本（万股） | 19616            |
| 流通股（万股） | 10841            |
| 第一大股东   | 重庆太极实业（集团）股份有限公司 |

### 盈利预测

|          | 09E  | 10E  | 11E  |
|----------|------|------|------|
| 每股收益（元）  | 0.10 | 0.09 | 0.10 |
| 每股净资产（元） | 1.74 | 1.83 | 1.93 |
| 净利润（亿元）  | 0.20 | 0.17 | 0.19 |
| 市盈率      | 67.9 | 75.4 | 67.9 |

## 桐君阁(000591) 研究报告

公司研究·分析报告  
2009.05.07 中性

医药制造业

### 投资要点

连锁药店作为药品流通渠道的一环，其发展的动力来源于需求和供给的持续同步增长。对于正在老龄化的中国社会来讲，医改的推进将使得原本被压抑的用药需求得到逐步释放。而按照目前新药及仿制药上市速度，以居民可承受价格进入市场的药品供给也将越来越多。同时，医改也将扩大连锁药店在整个药品销售渠道中的份额，将原本属于医院的蛋糕切出一部分给药店。我们乐观认为，需求和供给的同步增长将使得连锁药店成为所有零售业态中增长最为可靠的投资品种。

客户需求的特殊性使得连锁药店不易受到其他业态的冲击。客户对连锁药店的需求主要体现在购药和获得医疗服务上，购药时目的性很强。这个特点使得连锁药店在选址时无需依托购物中心或商圈来延揽客户，而仅仅需要关注于为客户提供方便和快捷的服务即可。因此，可供连锁药店扩张的空间要大得多。而出售药品这一特殊的商品，也使得连锁药店不易受到其他业态的冲击。

短期来看国内的连锁药店很难通过提供医疗服务获利，专注于扩大规模将是目前的最佳策略。尽管从国外的经验看连锁药店同业竞争的关键并非是着眼于依靠物流及配送的效率来压低价格，但销售规模的扩大对于改善目前国内药品流通企业极低的毛利率来说还是有一定帮助的。此外，巩固在区域内的优势地位也将使得桐君阁在未来有可能出现的并购中享有较高的溢价。

我们乐观认为随着医改的推进，整个药品流通领域的格局会有所变化，具有明确增长预期的处方药在连锁药店的销售额中所占的比重将逐渐扩大，届时连锁药店将重归以直营店为主的发展模式。而桐君阁将拥有的千余家自营店和员工团队将是公司的核心价值所在。

## 一、需求和供给的同步增长助推连锁药店发展

21 世纪中国社会的发展将伴随着不可逆转的老龄化，2007 年底我国 60 岁以上老年人口已达到 1.53 亿人（占总人口的 11.6%），而到 2020 年，将达到 2.48 亿。在这期间，每年平均增加 596 万老年人口，年均增长速度达到 3.28%，大大超过总人口年均 0.66% 的增长速度。

伴随着 20 世纪 60 年代到 70 年代中期的新中国成立后第二次生育高峰人群进入老年，到 2050 年，60 岁以上老年人口总量将超过 4 亿，老龄化水平推进到 30% 以上。其中，80 岁以上老年人口将达到 9448 万，占老年人口的 21.78%。（注：以上信息来源于全国老龄工作委员会在 2007 年 10 月 25 日公布的研究报告）

老人消费的医疗卫生资源一般是其他人群的 3 倍—5 倍。根据 CVS Caremark 公司的统计，美国 55 岁以上的老人每年从医院开具的处方数量超过其他人群的两倍，而 65 岁以上老人的年平均用药量要高出 55 岁至 64 岁年龄段老人约 30%。

根据 2009 年 4 月 7 日公布的《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011）年》，到 2011 年，城镇职工基本医疗保险（以下简称城镇职工医保）、城镇居民基本医疗保险（以下简称城镇居民医保）和新型农村合作医疗（以下简称新农合）覆盖城乡全体居民，参保率均提高到 90% 以上；2010 年，各级财政对城镇居民医保和新农合的补助标准提高到每人每年 120 元，将城镇职工医保、城镇居民医保最高支付限额分别提高到当地职工年平均工资和居民可支配收入的 6 倍左右，新农合最高支付限额提高到当地农民人均纯收入的 6 倍以上。

而此前的 2003 年第三次国家卫生服务调查结果显示，有 44.8% 的城镇人口和 79.1% 的农村人口没有任何医疗保障，基本上是自费看病。对于这其中很多原本因为经济原因而放弃用药或拖延用药的病人来说，医改无疑将使得他们被抑制的用药需求得到逐步释放。

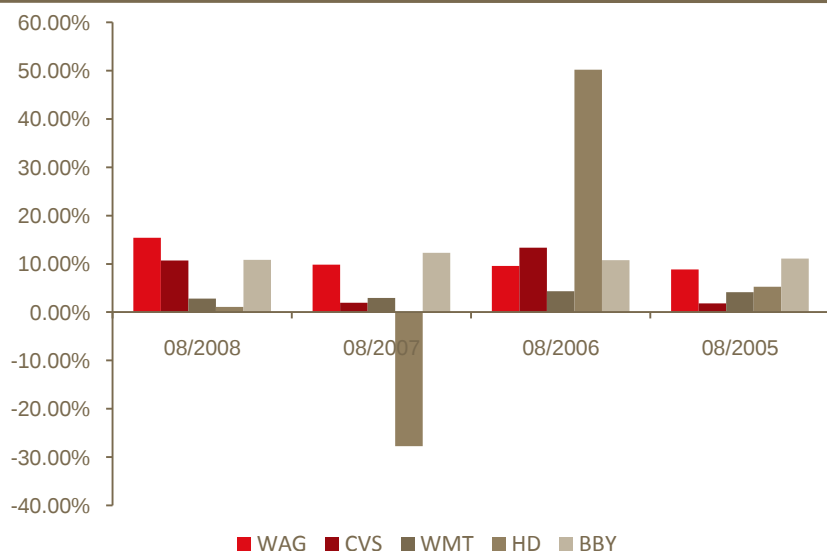
根据方正证券 2009 年医药行业投资策略报告中的逻辑分析，我们预计我国未来两年用于药品总消费的年均增量将达到 1000 亿左右。按国内药品消费增长幅度来计算，不考虑进出口药品消费差额，未来两年整个医药行业年复合增长率将达到 20% 左右。而医改所带来的医药分家也会导致医院药房在市场上的作用逐渐弱化，无论最终是否实现被医药商业企业托管或者以何种形式托管，医院药房目前占有药品市场 80% 的份额都将逐渐减少。因此，医改也将扩大连锁药店在整个药品销售渠道中的份额，将原本属于医院的蛋糕切出一部分给连锁药店。

从供应来讲，进入基本药物目录的药品都在一定程度上存在产能过剩的问题，医改对这部分药物产生的需求扩张肯定可以被满足。而从长远来看，因为科技进步所创造的新药及仿制药加速上市，使得居民可承受价格进入市场的药品供给也将越来越多。连锁药店作为药品流通渠道的一环，其发展的动力恰好就来源于需求和供给的持续同步增长。我们乐观认为，连锁药店将是所有零售业态中增长最为可靠的投资品种。

2008 年中国连锁百强药店销售额增长约 25%，门店数量增长约 15%，远高于一般业态的连锁百强获得的销售额增长 18.4% 和门店数量增长 10.6% 的速度。越来越多的连锁药店进行了融资，而其他企业也正在努力扩张规模以获得资本市场的支持

中国社会即将出现进行的快速老龄化趋势使我们很自然的与美国社会目前的情况联系在一起。从 1995 年开始，在二战后‘婴儿潮’中出生的一代美国人逐渐进入老年。而在此后的 14 年中，CVS Caremark（以下简称 CVS）和 WALGREEN（以下简称 WAG）这两家最大的连锁药店的门店数量分别从 1500 家和 2000 家以下暴增至 7000 家，扩张速度远远高于同期属于其他业态的美国零售企业，诸如沃尔玛（以下简称 WMT）、百思买（以下简称 BBY）和家得宝（以下简称 HD），成为这两家企业历史上发展最快的阶段。在扩张的过程中，经历了很多次的并购。因此我们也有理由相信，目前还处在粗放式经营的中国连锁药店不久将掀起并购的高潮。

图表 1 近五年各零售企业在美国境内的门店数量增长速度



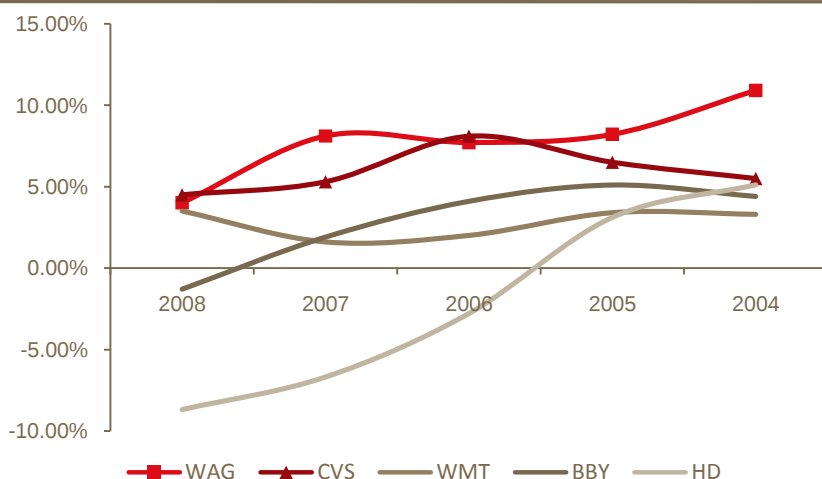
数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

从近五年的数据看，CVS 和 WAG 仍然保持了较快的开店速度，而同期其他业态受到经济环境的影响较大。

中国连锁药店的领跑者海王星辰，在 2007 年和 2008 年都保持了 30% 以上的新开店速度，使得其股票在登陆纽交所后受到了市场的追捧，目前以 40 倍市盈率（TTM）交易。我们乐观认为，中国连锁药店的开店速度在未来一段时间仍将保持每年 10% 以上的增长，而伴随着行业集中度的提高，龙头企业的门店增长速度将超过 20%。

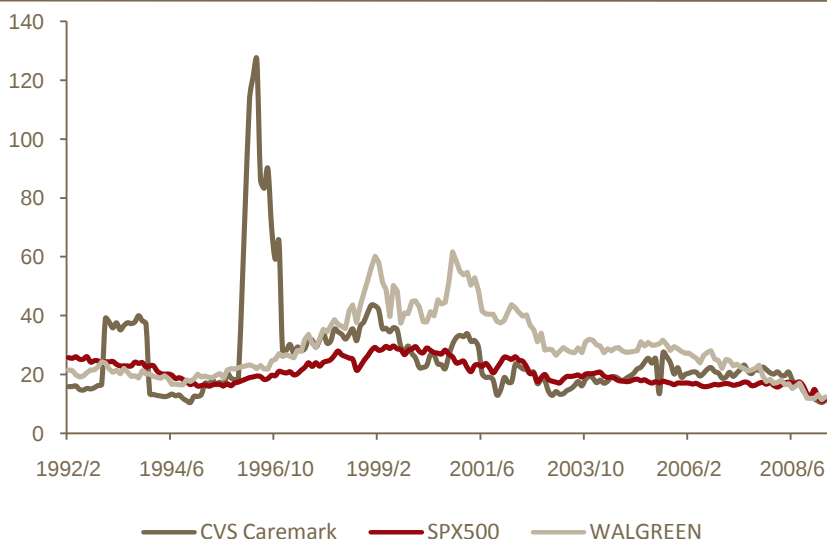
在同店销售增长方面，连锁药店表现出了与经济走势基本无关的特征。过去五年中，CVS 和 WAG 的可比增长远高于其他业态的零售企业。持续扩张和快速的可比增长使得 CVS 和 WAG 均获得了高于市场平均的估值，而这种情况恰恰也是从 1995 年左右开始的。

图表 2 近五年各零售企业的同店销售增长速度



数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

图表 3 两家公司股票与标普 500 指数动态市盈率对比



数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

## 二、连锁药店不易受到其他业态的冲击

客户对连锁药店的需求主要体现在购药和获得医疗服务上，购药时目的性很强。这个特点使得连锁药店在选址时无需依托购物中心或商圈来延揽客户，而仅仅需要关注于为客户提供方便和快捷的服务即可。因此，可供连锁药店扩张的空间要大得多。而出售药品这一特殊的商品，也使得连锁药店不易受到其他业态的冲击。

而远离了商圈内其他业态的竞争，也使得连锁药店内出售的非药品的品类可以获得较稳定的表现。根据 CVS 的统计，独立的药店中 front store merchandise（包括化妆品、保健品等）的销量，要比位于购物中心内的门店高出 25% 至 30%。而出售商品的特殊性也使得连锁药店不易受到其他业态的冲击。

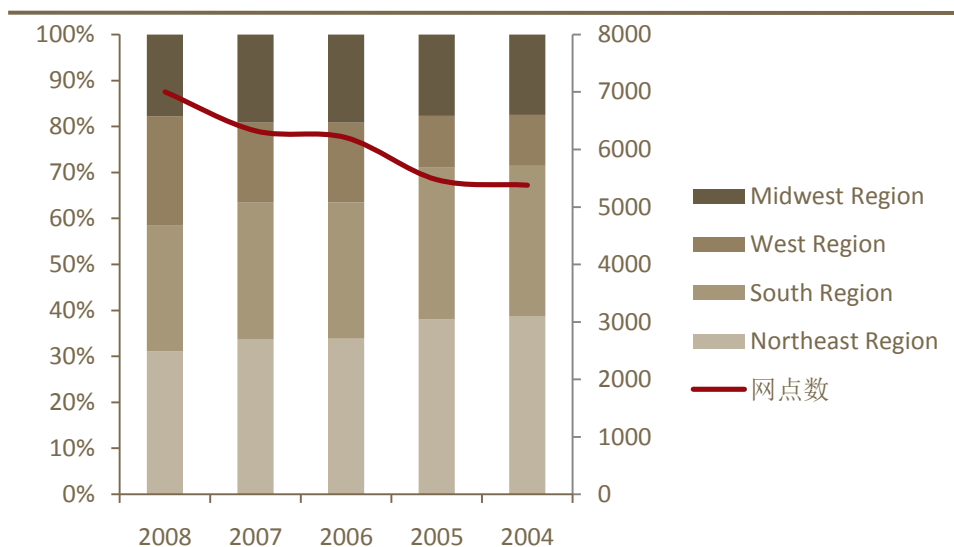
### 三、专注于扩大规模将是目前的最佳策略

短期来看国内的连锁药店很难通过提供医疗服务获利，在物流体系、供应链管理以及专业人才储备上比国际先进企业相差甚远。市场上的竞争仍是同质产品之间的竞争。尽管从国外的经验看连锁药店同业竞争的关键并非是着眼于依靠物流及配送的效率来压低价格，但销售规模的扩大对于改善目前国内药品流通企业极低的毛利率来说还是有一定帮助的。

对于区域市场内的连锁药店而言，配送和库存方面并不存在太大的问题，规模的扩大主要可提高连锁药店在与生产商谈判时的话语权，从进货处压低成本（对生产商收取的各式各样的杂费、赞助费等只是压低成本的方式，收取的数量取决于生产商对连锁药店所代表市场的依赖程度）。截止 2008 年底，桐君阁（包括旗下的桐君阁大药房、太极大药房和天诚大药房）拥有 8995 家门店，其中有 812 家是直营店。据了解，2009 年公司大股东太极集团提出了新开 100 家直营店、1000 家加盟店的目标。按照这个速度，三年内桐君阁将拥有 1000 家直营店，门店总数将突破 10000 家。由于财务状况相对紧张，目前直营店的发展速度受到了一定限制。但由于加盟店有 70% 以上的药品来源于公司的批发体系，因此统一的供货渠道也有利于提升公司在谈判中的话语权。

目前桐君阁占据了川渝市场 80% 的份额，该地区拥有 1.1 亿常住人口和高于全国平均水平的发展速度。伴随着经济的发展，川渝地区的常住人口还将进一步增长，而且居民的用药需求也将持续释放，因此我们乐观看待该地区药品零售市场的发展。而收购在区域市场中具有优势地位的企业，是快速打入该市场的较理想办法。在近年来 CVS 和 WAG 的并购活动中，我们也看到了很多这样的例子。2006 年 CVS 通过收购在 California 排名第一的 Albertsons 公司获得了在当地的 373 家门店，并在 2008 年收购了 Longs Drugs 公司（LDG）再次获得了在 California 的 470 家门店。通过这些收购行为，CVS 在美国西部地区的门店数量迅速增加。

图表 4 CVS 美国境内的门店构成



数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

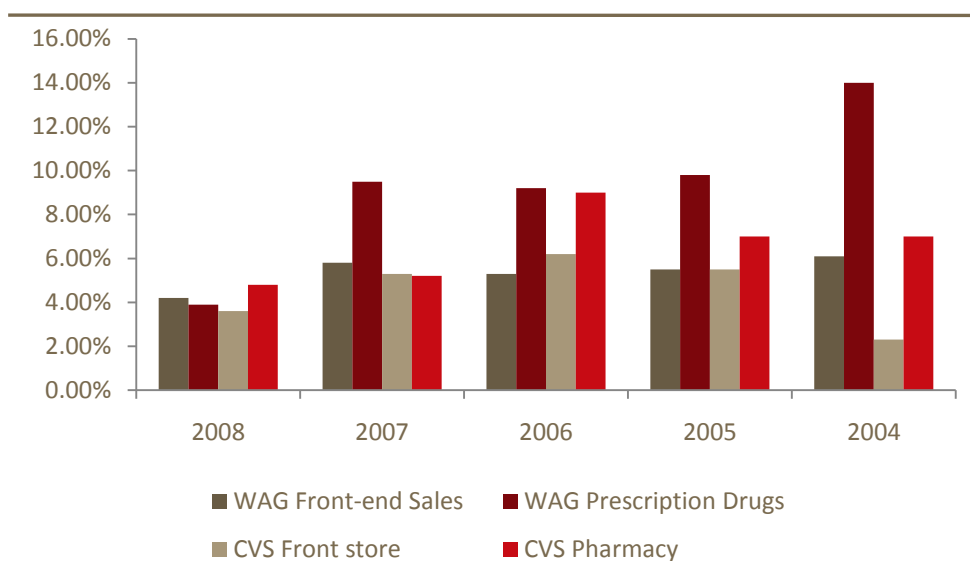
在 2008 年 CVS 收购 LDG 时, CVS 的报价约为 30 倍市盈率(TTM), 估值水平远超过当时 CVS 及同业公司的股票。这使得 LDG 在收购前的一个月內暴涨约 80%。

我们有理由认为桐君阁在未来有可能出现的并购高潮中享有较高的溢价。

#### 四、期待盈利模式的改善

从长期趋势看, 人口老龄化所带来的用药需求增长主要体现在处方药上, 按照美国市场的经验, 连锁药店中处方药的销售增长要快于其他品种。这是因为随着年纪的增大, 老年人的生活将对处方药愈发依赖, 同时伴随着购买非处方药和其他消费的逐渐减少。

图表 5 CVS 和 WAG 分类销售增长对比



数据来源: BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

目前桐君阁的连锁药店中处方药仅占 30%, 而在 WAG 和 CVS 的门店中处方药所占比例均超过 65%。我们乐观认为, 医改将使得医院药房在市场上的作用逐渐弱化, 病人将更多的从连锁药店中购买处方药。当处方药的销售比例达到一定程度后, 连锁药店在消费者心中的定位就是购买处方药的地方。届时, 处方药的销售毛利将成为连锁药店的利润基础, 其他品类只是盈利的补充或者发挥。

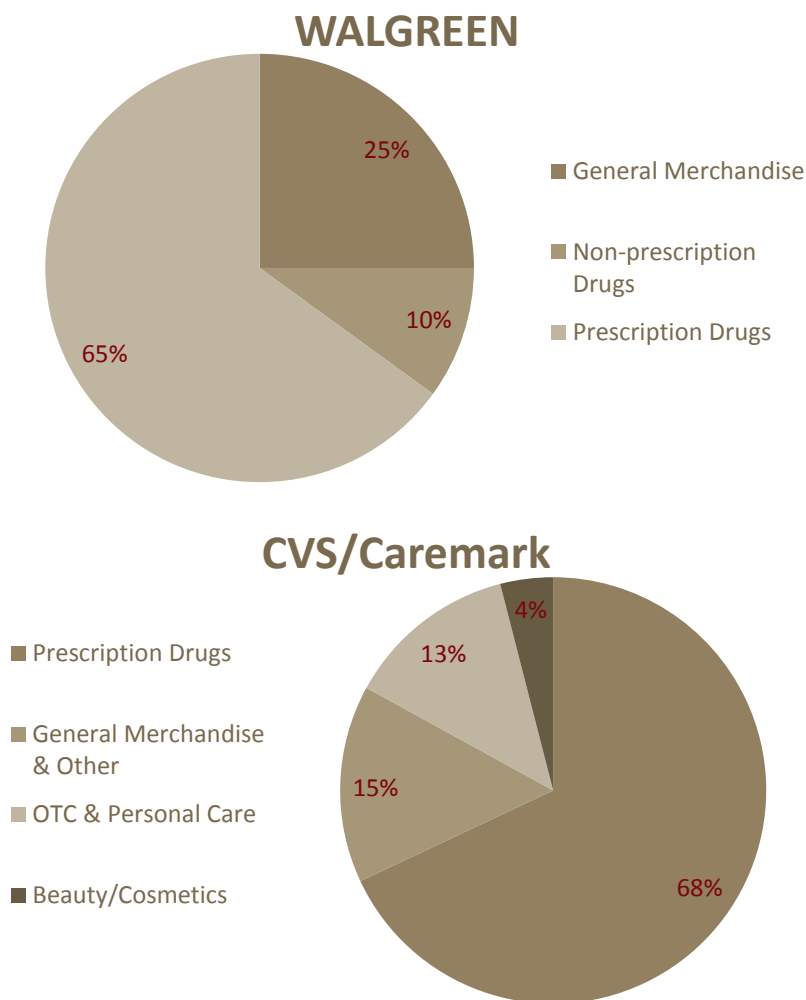
相对于其他品类, 我们认为处方药的需求和供给在可预见的很长时间内 (甚至可延续到中国社会加速老龄化结束的 2050 年前) 都可以保持较稳定的增长, 而销售处方药也将成为医药流通企业主要的盈利来源。连锁药店销售处方药需要对门店进行严格的管理以及为客户提供高效的服务, 届时连锁药店将重归以直营店为主的发展模式, 桐君阁将拥有的千余家自营店和员工团队将是公司的核心价值所在。

目前桐君阁的药品零售额只占到其整个医药商业的 1/4 左右。对于公司的批发业务, 我们认为该项业务的主要对象就是医院药房这一现在还有些‘特殊’的业态。如果实现了医药商业企业对药房

的托管，批发业务将退化成公司内部的一个职能部门。

造成目前批发业务盈利能力极差的原因，我们认为有两个：一是下游医院药房的议价能力较强；二是经过流通渠道进入市场的药品间存在大量的同质化竞争，公司难以对市场的竞争结果进行准确的预判从而提高流通渠道的效率。

图表 6 CVS 和 WAG 连锁药店销售构成



数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

## 五、盈利预测

短期内公司盈利状况不会有太大改善，2009 年公司获得的营业外收入（主要来源于物业拆迁获得的政府补贴，在一季报中对保安堂药店的拆迁事项做出了公告）将少于 2008 年。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现营业收入 36.65 亿元、38.48 亿元和 40.41 亿元，实现净利润 1980 万元、1740 万元和 1920 万元，EPS 分别为 0.10 元、0.09 元和 0.10 元。

我们下调公司评级至‘中性’。

## 财务预测表

| 利润表（百万元）   | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 现金流量表（百万元）     | 2008A  | 2009E   | 2010E  | 2011E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|---------|--------|--------|
| 主营业务收入     | 3490.4 | 3664.9 | 3848.2 | 4040.6 | 经营活动产生的现金流     |        |         |        |        |
| 主营业务成本、税金  | 3205.7 | 3375.0 | 3539.6 | 3716.2 | 净利润            | 0.0    | 19.8    | 17.4   | 19.2   |
| 主营业务利润     | 284.7  | 289.9  | 308.5  | 324.4  | 少数股东权益         | 0.0    | (0.2)   | (0.2)  | (0.2)  |
| 其他业务利润     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 折旧及摊销          | 0.0    | 39.7    | 41.2   | 42.7   |
| 营业费用       | 155.6  | 164.9  | 173.2  | 181.8  | 坏帐准备           | 0.0    | 0.2     | (0.0)  | (0.0)  |
| 管理费用       | 103.8  | 113.6  | 118.9  | 124.6  | 应收帐款的减少/(增加)   | 0.0    | (7.9)   | (10.0) | (10.3) |
| 财务费用       | 21.2   | (0.7)  | (4.8)  | (5.3)  | 存货的减少/(增加)     | 0.0    | 45.9    | (20.1) | (21.6) |
| 营业利润       | 4.0    | 12.1   | 21.3   | 23.3   | 待摊费用和其他流动资产的减少 | 0.0    | (1.3)   | (3.7)  | (3.8)  |
| 投资收益       | 0.1    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 其他长期资产的减少/(增加) | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 补贴收入       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 应付帐款的增加/(减少)   | 0.0    | (82.1)  | 58.1   | 62.4   |
| 营业外收支      | 24.2   | 12.5   | 0.0    | 0.0    | 预提费用的增加/(减少)   | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 利润总额       | 28.3   | 25.1   | 21.8   | 23.8   | 其他流动负债的增加/(减少) | 0.0    | 5.1     | 4.8    | 5.1    |
| 减:所得税      | 6.6    | 5.5    | 4.6    | 4.8    | 其他长期负债的增加/(减少) | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 减:少数股东损益   | (0.3)  | (0.2)  | (0.2)  | (0.2)  | 其它             | 0.0    | (0.0)   | (0.0)  | (0.0)  |
| 净利润        | 22.0   | 19.8   | 17.4   | 19.2   | 经营活动产生的现金流净额   | 0.0    | 19.1    | 87.5   | 93.4   |
|            |        |        |        |        | 投资活动产生的现金流     |        |         |        |        |
| 资产负债表（百万元） | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 收回投资与投资收益      | 52.0   | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 现金及现金等价物   | 629.8  | 421.4  | 466.2  | 514.9  | 资本投资           | 84.5   | 28.9    | 29.6   | 30.3   |
| 应收帐款净额     | 289.6  | 297.4  | 307.4  | 317.7  | 其它             | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 存货净额       | 457.5  | 411.6  | 431.7  | 453.3  | 投资活动产生的现金流净额   | (32.5) | (28.9)  | (29.6) | (30.3) |
| 其他流动资产     | 72.0   | 73.3   | 77.0   | 80.8   | 筹资活动产生的现金流     |        |         |        |        |
| 流动资产合计     | 1448.9 | 1203.7 | 1282.4 | 1366.8 | 股权融资           | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 固定资产净额     | 479.4  | 472.0  | 463.8  | 454.8  | 支付股利           | 17.1   | 14.9    | 13.0   | 14.4   |
| 无形资产       | 103.3  | 99.8   | 96.4   | 93.0   | 银行贷款的净增加       | (95.2) | (183.7) | 0.0    | 0.0    |
| 长期投资及其他    | (55.4) | (55.4) | (55.4) | (55.4) | 其它             | (23.5) | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 资产总计       | 1976.2 | 1720.2 | 1787.2 | 1859.3 | 筹资活动产生的现金流净额   | (88.7) | (198.6) | (13.0) | (14.4) |
| 短期借款       | 183.7  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 现金的净流入/(净流出)   | 0.0    | (208.3) | 44.8   | 48.7   |
| 应付帐款       | 1271.2 | 1189.1 | 1247.2 | 1309.6 | 现金期初余额         | 0.0    | 629.8   | 421.4  | 466.2  |
| 其他流动负债     | 92.5   | 97.6   | 102.3  | 107.5  | 现金期末余额         | 0.0    | 421.4   | 466.2  | 514.9  |
| 流动负债合计     | 1547.4 | 1286.7 | 1349.6 | 1417.0 |                |        |         |        |        |
| 长期借款       | 7.4    | 7.4    | 7.4    | 7.4    | 主要财务指标         | 2008A  | 2009E   | 2010E  | 2011E  |
| 其他长期负债     | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | ROE            | 6.5%   | 5.7%    | 5.0%   | 5.4%   |
| 长期负债合计     | 7.9    | 7.9    | 7.9    | 7.9    | ROA            | 1.1%   | 1.2%    | 1.0%   | 1.0%   |
| 负债合计       | 1555.3 | 1294.6 | 1357.5 | 1425.0 | 已获利息倍数         | 1.19x  | -16.32x | -3.46x | -3.37x |
| 少数股东权益     | 80.7   | 80.5   | 80.3   | 80.1   | 资产负债率          | 78.7%  | 75.3%   | 76.0%  | 76.6%  |
| 股东权益       | 340.1  | 345.1  | 349.4  | 354.2  | 流动比率           | 93.6%  | 93.6%   | 95.0%  | 96.5%  |
| 负债和股东权益总计  | 1976.2 | 1720.2 | 1787.2 | 1859.3 | 固定资产/总资产       | 24.3%  | 27.4%   | 26.0%  | 24.5%  |

数据来源：公司数据及方正证券研究中心

### 公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；  
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；  
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

### 行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；  
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；  
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

### 特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

|         | 长沙                                                              | 杭州                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）                           | 浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）                                   |
| 电话：     | （86731）5832351                                                  | （86571）87782600                                                 |
| 传真：     | （86731）5832380                                                  | （86571）87782600                                                 |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |