

即将卸下历史包袱，迎接新医改历史机遇

南京医药（600713）

评级：买入（调高）

股价：7.12 元 目标价：8.7 元

深度报告

2009 年 6 月 29 日 星期一

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

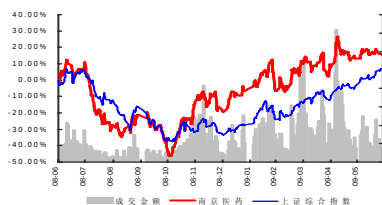
总股本(亿股)	3.01
流通股本(亿股)	2.38
总市值(亿元)	21.4
流通市值(亿元)	16.9

6 个月目标价位	8.7
升值潜力(%)	22.2
目标价确定日期:	2009.6.28

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	0.54	(12.58)
3 个月	10.11	(13.87)
6 个月	38.67	(19.48)

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极大提升。
- 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。
- 虽然对于药事服务业务的发展空间问题外界尚存在争议，但该业务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。
- 公司以集中采购、集中结算和集中配送为特征的三集化管理将促进上下游资源的整合，提升公司的运营效率，增强公司盈利能力。
- 沉重的财务负担一直是影响公司利润的重要因素，目前公司已启动定向增发方案来解决这一问题，未来公司的盈利水平将得到有力提升。
- 考虑增发因素，我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.27 元和 0.36 元，给予公司“买入”评级。

正文目录

1. 公司是我国医药商业的区域龙头	2
1.1 公司发展史	2
1.2、公司财务分析	3
2. 行业分析——新医改背景下医药商业龙头面临行业整合的历史性机遇	6
2.1 医药流通行业现状	6
2.2 医药流通行业需求确定性增长	7
2.3 医药流通行业竞争模式发生转变：快批—快配	8
2.4 医药流通行业集中度将快速提升	9
2.5 区域医药流通龙头的机会	9
3. 公司的主业分析	10
3.1 大力拓展以现销快配为主的分销业务，进一步扩大公司整体规模	10
3.2 向上下游业务延伸，提升公司整体盈利能力	11
3.3 推行三集化管理提升运营效率	12
4. 增发方案有助公司卸下财务负担，提升长期竞争力	13
5. 盈利预测及估值	13
6. 风险提示	14

图表目录

图 1：南京医药股权结构图	2
图 2：公司历年营业收入	3
图 3：公司营业利润及毛利率情况	3
图 4：公司收入构成	4
图 5：公司毛利构成	4
图 6：公司区域业务构成	4
图 7：公司期间费用率	5
图 8：医药流通行业集中度	6
图 9：东海医药流通行业毛利率、费用率及净利率	7
表 1：公司其他财务指标	5
表 2：医药商业企业财务指标	6
表 3：公司盈利预测表	14

1. 公司是我国医药商业的区域龙头

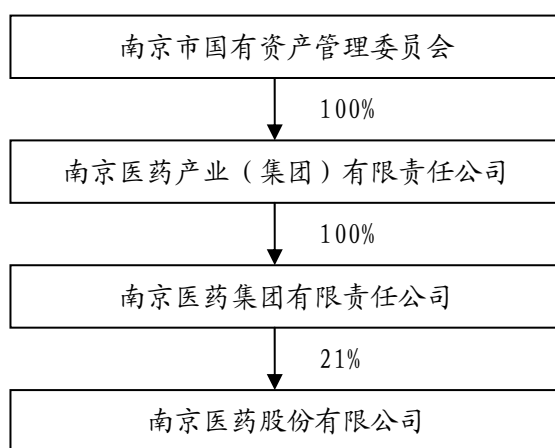
南京医药是我国医药流通行业的龙头企业，连续 5 年位列全国的前 5 位及江苏省的第 1 位，07 年根据销售收入的排名居医药流通行业第 4 位。08 年公司的销售收入达到 114 亿元，净利润 4415 万元，主要业务覆盖了苏皖闽等地区及鲁豫川疆部分地区。目前公司的服务客户达 46000 多家，其中三级医院 200 家，二级医院近 500 家，上市以来年均复合增长率达到 30%。

1.1 公司发展史

南京医药成立于 1951 年，前身为南京市医药公司（原二级站），于 1996 年在上海证交所上市，是我国医药流通企业的首家上市公司。

回顾南京医药的成长历史，公司总体经过了三次大的战略转型时期：第一个时期是上世纪 80 年代中后期利用当时特有的政策资源优势，走了一条由坐商而行商的道路。第二个时期是从 90 年代中期开始，公司利用资本市场活跃的历史性机遇改制上市，收购了原溧水制药厂并与外商开始了直销药品的合作。第三个时期也是公司最重要的发展时期，90 年代末特别是进入 21 世纪后，中国企业参与了全球化的重组整合阶段，南京医药抓住国退民进的大好时机，将资本有选择性地投向一些医药商业企业，通过资本重组获得了规模的迅速扩张，成为医药流通行业依靠并购扩张最典型和成功的企业。

图 1：南京医药股权结构图

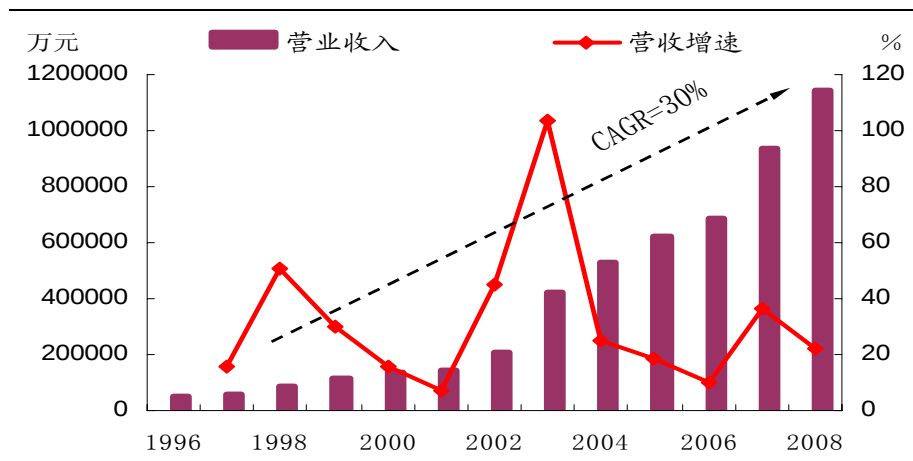


资料来源：公司 2008 年报，东海证券研究所

1.2、公司财务分析

公司是典型的并购扩张型企业，上市后短短的十几年间，收购了江苏、安徽、福建、上海等地的大批医药商业公司，公司的收入规模也由上市初的 5 亿元快速扩张至目前的 114 亿元。

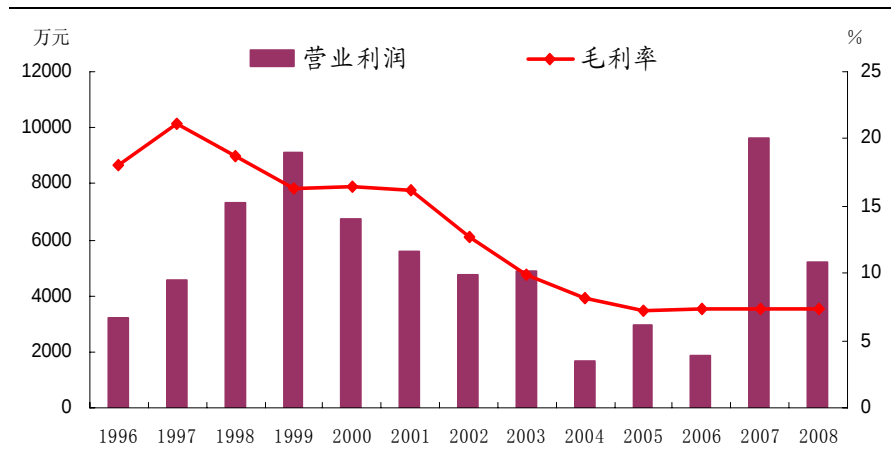
图 2：公司历年营业收入



资料来源：公司年报、东海证券研究所

不过公司第三次战略转型期也正是我国医药商业行业盈利能力不断恶化的历史时期，虽然公司的收入规模不断扩大，但营业利润反而逐年下降，直至近两年才大幅增长，基本恢复历史较好水平。而毛利率水平则从上市初的 18% 大幅下滑至目前的 7.3%。

图 3：公司营业利润及毛利率情况

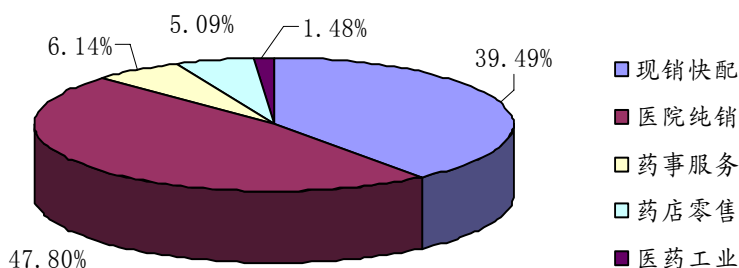


资料来源：公司年报、东海证券研究所

公司目前主要有四大业务：药品分销（主要包括现销快配和药品纯销）、药事服务（药房托管）、药店零售和医药工业，其中分销业务是公司的核心业

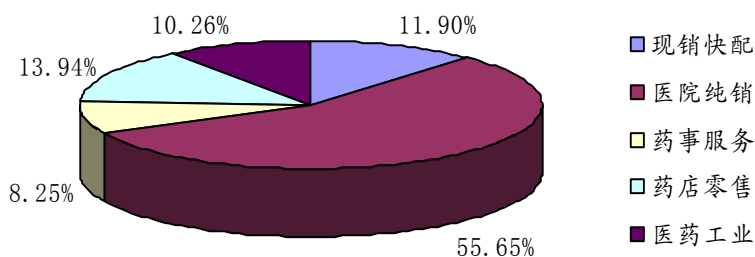
务。08 年公司实现营业收入 113.96 亿元，毛利率水平 7.3%，其中 97.81% 的收入和 86.48% 的毛利来自于核心的医药流通业务。

图 4: 公司收入构成



资料来源：公司 2008 年报、东海证券研究所

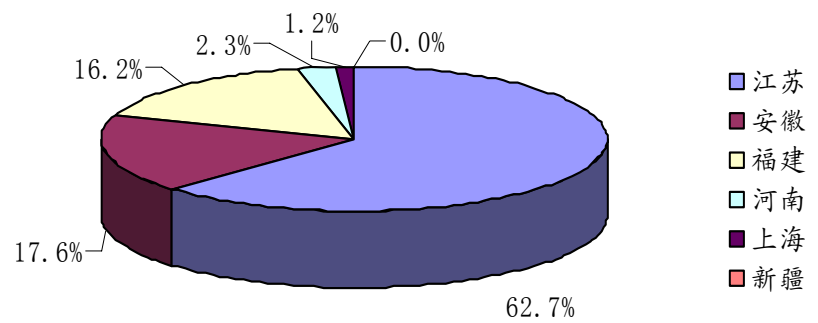
图 5: 公司毛利构成



资料来源：公司 2008 年报、东海证券研究所

从业务地区分布看，公司的业务主要集中在南京和苏北地区，08 年具体地区分布情况为：江苏 71.15 亿，占比 62.7%；安徽 19.93 亿，占比 17.6%；福建 18.39 亿，占比 16.2%；河南 2.61 亿，占比 2.3%；上海 1.39 亿，占比 1.2%，新疆 52 万元。

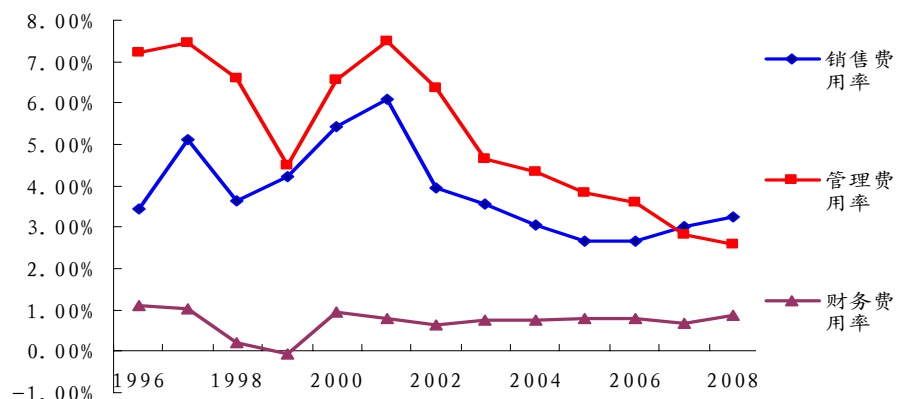
图 6: 公司区域业务构成



资料来源：公司 2008 年报、东海证券研究所

公司近三年的销售费用率略有上升，08 年为 3.24%；管理费用率控制良好，呈逐年下降的趋势，08 年为 2.6%；公司一个比较严重的问题是财务费用较多，08 年财务费用率提升至 0.86%。

图 7: 公司期间费用率



资料来源：公司年报、东海证券研究所

表 1: 公司其他财务指标

	2004	2005	2006	2007	2008
偿债能力					
流动比率	0.93	0.96	1.01	0.99	0.96
速动比率	0.69	0.71	0.77	0.76	0.77
资产负债率 (%)	80.85	80.57	82.34	85.98	87.89
流动负债 / 负债合计 (%)	99.87	99.62	96.13	97.26	96.81
营运效率					
存货周转率 (次)	8.43	9.13	9.33	10.67	11.87
应收账款周转率 (次)	5.45	5.83	5.85	6.33	6.52
总资产周转率 (次)	1.8	1.91	1.95	2.15	2.27

回报率					
ROA	0.54	0.92	0.65	1.64	0.88
ROE	-1.29	0.12	0.04	2.19	5.23

资料来源：公司年报、东海证券研究所

南京医药和其他医药商业企业相比，毛利率水平在同行业中最低，销售净利率仅 0.39，也是最低，销售费用率较低但财务费用率偏高，资产负债率高达 87.9%，在同行中最高，是影响公司盈利能力的重要原因。因此，尽快改善公司的资本结构、缓解公司的偿债压力是公司亟待解决的主要问题。

表 2：医药商业企业财务指标

证券简称	营业总收入(亿元)	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	财务费用率(%)	资产负债率(%)	08EPS(稀释)
南京医药	113.96	7.30	0.39	3.24	2.60	0.86	87.9	0.12
国药股份	43.85	9.27	4.48	1.61	2.41	0.55	56.5	0.81
上海医药	165.47	8.74	0.78	4.35	2.13	0.97	73.1	0.14
第一医药	9.64	18.01	2.07	8.35	6.69	0.14	46.7	0.13
华东医药	60.16	19.36	3.78	8.86	4.02	1.13	71.2	0.39
一致药业	83.6	8.76	1.94	3.57	2.45	0.64	82.4	0.54
桐君阁	34.9	8.39	0.61	4.46	2.97	0.61	78.7	0.11
中国医药	30.79	14.55	6.37	5.38	2.50	0.82	51.7	0.68
浙江震元	11.12	12.86	1.27	4.59	5.26	0.89	43.1	0.10

资料来源：各公司年报、东海证券研究所

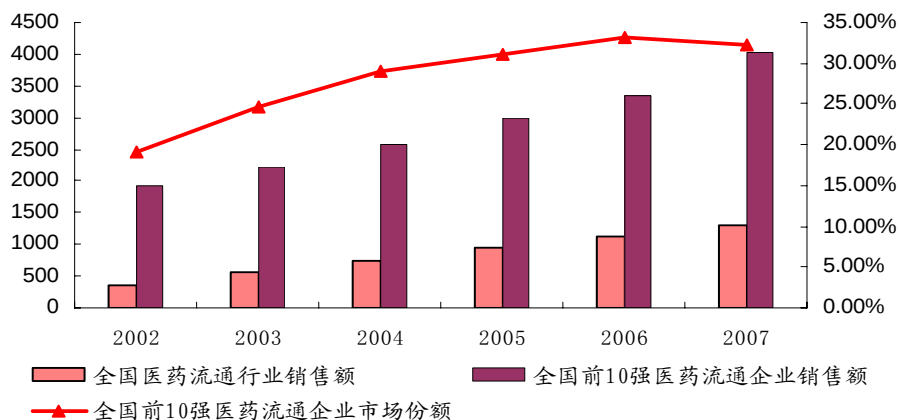
2. 行业分析——新医改背景下医药商业龙头面临行业整合的历史性机遇

2.1 医药流通行业现状

我国的医药流通行业还处于发展的初级阶段，在整个产业链中处于弱势地位，上游生产企业及下游需求终端对其依赖性均不强，行业的议价能力较低，因此大部分医药流通企业长期处于超低净利的“廉价搬运工”境地。

截止至 07 年，医药流通行业市场规模为 4026 亿元，前 10 强医药流通企业的市场份额为 32.3%，医药流通企业普遍规模小、分布散，行业整体集中度不高。

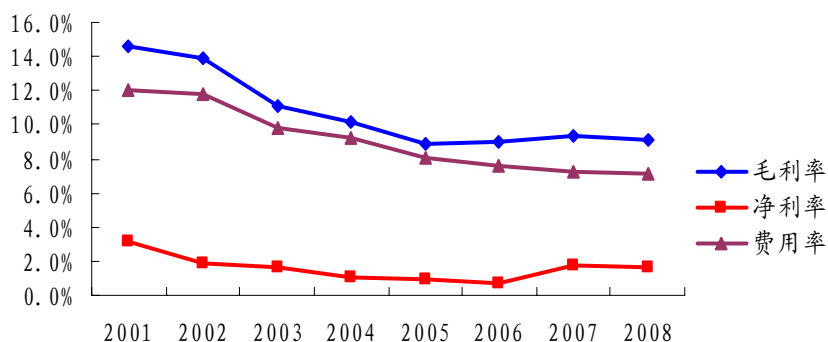
图 8：医药流通行业集中度



资料来源：SFDA 南方经济研究所、东海证券研究所

从医药流通上市企业的情况看，医药流通行业的毛利率 01-05 年间下降非常明显，随后基本稳定下来，08 年毛利率水平为 9.1%。另外由于费用率逐年下降，净利率近两年有所回升，但 08 年净利率水平仍然仅 1.7%。医药流通行业较弱的盈利能力同医药流通行业广阔的市场空间并不匹配。

图 9：东海医药流通行业毛利率、费用率及净利率



（单位：亿元）资料来源：WIND、东海证券研究所

2.2 医药流通行业需求确定性增长

除了人口老龄化、城市化等因素外，新医改这一政策因素将是未来医药行业需求增长的主要驱动力。

从新医改投入看，2009-2011 年各级政府将投入 8500 亿元，其中三分之二是补贴需方，这将对医药行业总需求的扩张起到极大的促进作用。

另外新医改最终方案规定，三年内城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗覆盖城乡全体居民，参保率均提高到 90% 以上；到 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，且将城镇职工医保、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。随着医保覆盖范围的扩大及保障水平的提高，国民的就医热情将被激发，这也将成为医药行业总需求扩容的内在动力。新医改除了促进医药行业总需求扩张外，还将改变医药行业原有的需求结构，推动基础医疗向基层医疗机构下沉。

根据新医改方案，三年内中央将重点支持 2000 所左右的县级医院，2009 年将全面完成中央规划支持的 2.9 万所乡镇卫生院建设任务，再支持改扩建 5000 所中心乡镇卫生院。三年内新建、改造 3700 所城市社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站，中央支持困难地区 2400 所城市社区卫生服务中心建设。

在此基础上，国家还将通过基本药物目录等具有价格杠杆作用的政策引导医疗消费向基层医院倾斜，因此，未来我国数以万计的社区医院和乡镇卫生院将成为基本药物目录药品的主要销售渠道。以北京地区为例，3000 多家社区医院 2004 年相当于一个三甲医院的药品销量，2008 年则达到 8 个三甲医院的用药规模，新医改全面实施后预计有望达到 20 个三甲医院的药品销量。

随着我国医药行业总量扩张和格局变化，未来普药在基层医疗机构将实现销售放量，而提供药品配送服务的医药流通市场规模也必将随之扩大。

2.3 医药流通行业竞争模式发生转变：快批—快配

过去几年，我国的基层医疗市场需求很小且主要通过市场化运作，因此需求的大部分普药主要通过医药商业的快批模式进入各医院药店，著名的民营医药分销巨头九州通就是通过这一业务快速发展起来的。

快批业务实际是一种在“购进低成本”基础上的“低毛利率”批发模式，其特点是低毛利经营、供货速度快、资金周转快，一类重要的客户正是进货金额小、进货价格低的基层小型医院诊所等。快批业务的弱势在于是一种“坐商”模式，由下游终端客户自己选择提货，而并没有根据客户的具体需求配货，服务性较弱。

新医改启动后，我国的基层医疗进入社会保障体系，基本药物通过统一配送进入基层医疗机构，地方政府将通过基本药物的统一采购价格和严控流通渠道层级等治理方法最终实现流通渠道的扁平化。在此政策基础上，原有的“快批”模式将很大程度上被“快配”模式取代。

快配业务是一种针对终端具体需求提供快速配送服务的深度分销模式。同快批业务相比，一方面快配业务是一种“行商”模式，能根据下游客户的具体需求提供药品，服务能力更强；另一方面，快配业务能将生产企业的药品直

接一步配送到终端客户，同快批业务相比减少了一个流通环节，让药店的库存时间大为缩短，资金周转率进一步提高，相对更符合国家政策和市场趋势的需求，可以说快配业务将成为新医改社会保障化医疗的核心商业供应模式。

南京医药也正是通过会员制服务深入了解会员的实际需求，实现了现销快配业务的快速发展。

2.4 医药流通行业集中度将快速提升

随着医药流通行业的市场容量扩张和竞争模式转变，行业集中度快速提升也是必然趋势。

从国外经验看，发达国家的医药流通行业集中度均非常高。05年美国前三家医药流通企业的市场占有率达到94%，日本前三家医药流通企业市场份额也达到67%。相比而言，07年国内前三名医药流通企业的市场份额仅19%，还有非常大的提升空间。

从行业自身来说，我国的医药流通行业也存在着内在整合的动力。我国目前拥有医药流通企业8000多家（不计算分公司），这其中年销售额达到5000万元以上的医药商业企业仅有500家。医药流通企业普遍规模小、分布散、实力弱的现状也决定了行业自身必须通过内部整合和提高集中度来提升行业及公司的盈利水平和竞争能力。

从政策层面看，新医改的启动无疑是医药流通行业集中度提升的最大契机。新医改最终方案中明确提出“基本药物实行公开招标采购，统一配送，减少中间环节”；“充分发挥市场机制作用，推动药品生产流通企业兼并重组，发展统一配送，实现规模经营”。统一配送决定了地方政府将只把配送权分给少数几个大分销商，而中小分销商由于缺乏统一配送资格，将只能被动依附于大分销商成为其二、三级经销商。新医改后随着医药流通秩序的规范建设，行业将加速集中和整合的进程。

2.5 区域医药流通龙头的机会

在新医改医药流通行业需求扩容、集中度提高的大环境下，区域医药流通龙头企业必将利用自身的规模、渠道优势，采取并购扩张、网络下沉等策略，进一步扩大市场份额，提升区域垄断地位。

新医改后大量基层医院的建设对医药流通企业的统一配送能力提出了挑战，由于这些医院规模不大、分布较散，因此对配送企业的渠道建设、人力成本、衔接熟练程度等环节的要求很高，中小流通企业及外来竞争企业都不可能在

短时间内建立成熟的渠道同原有的区域龙头竞争。政府在选择统一配送分销商的时候，也会把企业规模作为最重要的一个选择指标，从这一层面说，新医改政策将使区域商业龙头受益。

此外，区域分销龙头也有利用新医改契机提升竞争力的内在动力。即使是网络健全的区域分销龙头，由于人力物力等资源有限，也不可能覆盖区域内全部的基层医疗机构，因此区域分销龙头也会主动进一步完善渠道及规模优势。一方面，龙头企业将原有渠道向县、乡、社区延伸，进一步加大网络覆盖面，加强终端控制力。另一方面，龙头企业可以通过并购、分包、贴牌、托管等资本联合方式，快速地扩大公司规模，提升整体竞争力。

南京医药是我国排名前5的医药分销龙头，在新医改的契机下，面临一个行业整合、公司规模扩张、盈利能力提升的历史性机遇。公司根据几块主业的特点，从外延增长及内生增效同时着手，以期获得更大的成长空间。接下来我们将详细分析其主营业务未来的发展空间。

3. 公司的主业分析

3.1 大力拓展以现销快配为主的分销业务，进一步扩大公司整体规模

现销快配规模庞大的特点使其成为医药流通企业扩大业务规模的主要途径，08年公司的现销快配业务实现营业收入45亿元，为公司贡献了接近40%的营业收入，是公司传统而重点的业务。

对于现销快配，公司目前采用了契约化会员服务结合OEM产品的新营销思路。首先通过会员服务培养会员的产品忠诚度，强化终端控制力。然后根据会员需求梳理产品订单，选择最适合现销快配的品种，并通过发展OEM项目整体提高现销快配的毛利率水平。这一新模式的收益非常明显，公司目前已经发展了6900多家会员，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。

此外由于现销快配业务相对于其他业务而言帐期短、回款快，也非常适合公司这样负债率偏高的公司。

09年现销快配业务仍然是公司重点拓展的业务，公司将通过引进自有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。

对于另一项分销传统业务医院纯销，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。

3.2 向上下游业务延伸，提升公司整体盈利能力

3.2.1 向下游延伸：药事服务在争议中稳步增长，零售业务加快整合步伐

3.2.1.1 药事服务

药事服务是指在医院药房托管的基础上为终端客户提供包括药品管理、药房管理、药学管理的增值服务，这一新模式将有效地整合上下游资源，实现患者、医院、分销企业、生产企业多方共赢的局面。

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，毛利率水平 10%，净利率 1.5%，高于公司整体盈利水平。截至目前公司已经托管全国各地 200 多家医院药房，其中三级医院 11 家。

公司通过药事服务业务还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。

3.2.2 药店零售

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意义，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将加快整合步伐，实现平稳增长，预计收入 7 亿元左右，毛利率水平约 20%。

3.2.2 向上游延伸：OEM 持续改善公司盈利能力，开辟总经销新业务

3.2.2.1 OEM 业务

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。

OEM 是指集中处理订单，统一采购，这一业务能有效地降低采购价格，增加毛利率水平。公司目前 OEM 主要有三种方式，一是贴牌生产，二是公司监制，三是买断经营。目前，公司主要集中在 OEM 的初中级水平即买断经营和公司监制为主，正向贴牌生产的高级阶段发展。

公司将 OEM 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 38%，其中零售业务部分的 OEM 毛利率超过 68%。

09 年公司将把 OEM 作为常规项目，继续重点发展，并利用现有的工业生产平台，实现工商业的对接，OEM 有望成为公司另一盈利增长点。

3.2.2.2 总经销业务

同 OEM 相比，总经销业务因拥有区域内的独享权，对生产企业和流通企业二者而言利润空间更大，是另外一种厂商合作的良好模式。

今年 4 月，公司获上海复旦张江生物医药股份公司授权经销肿瘤药物里葆多（盐酸多柔比星脂质体注射液），是该产品在中国大陆（除上海地区）的唯一批发经销商，总经销授权费 2000 万，经销期 5 年 8 个月（自合同生效日起至 2014 年 12 月 31 日止）。由厂家负责推广，公司负责批发配送，此项业务预计毛利率 20% 左右。

3.2.2.3 医药工业

公司的工业业务 09 年预计实现 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，短期内不会加大投入进行研发或引进新产品。

3.3 推行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。

公司的集中结算体系已建设完毕并成功运转，公司总部的内部银行功能已基

本健全，每日所有分子公司的资金都要转入结算中心帐户，进行统一调配，资金在集团内部的调配效率大大提升，集中结算对公司成本的降低效应已开始显现。

集中配送则主要通过建设南京、徐州、盐城、合肥等现代物流中心进行物流整合，降低区域物流配送成本。

公司在三集化管理方面已经做了大量的基础工作，对公司降低经营成本，提升运营效益的作用也开始逐渐显现，公司在三集化管理上的发展将成为公司未来业绩提升的重要因素。

4. 增发方案有助公司卸下财务负担，提升长期竞争力

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严重不匹配。08 年公司的资产负债率高达 87.8%，财务费用近 9764.77 万元，净利润 3033.49 万元，财务费用是净利润的 3 倍，沉重的财务负担吞噬了公司的利润，降低了公司的盈利水平。

鉴于这一原因，公司于 2009 年 6 月 2 日公告重启定向增发方案，以当时的总股本 25076.6945 万股为测算依据（目前总股本是 30092.0340 万股），按每股 7.89 元的价格（目前价格是 6.58），定向增发不超过 6400 万股募集 5 亿元，用来偿还银行贷款。

若增发成功，将帮助公司调整资本结构，降低资产负债率，缓解公司的短期偿债压力，提高抗风险能力，同时降低贷款规模，减少财务费用，促进公司经营业绩的改善和提高。

5. 盈利预测及估值

我们的盈利预测，主要基于以下假设：

- 1、公司 09-10 年营业收入增长率分别为 15.16%、13.52%；
- 2、公司 09-10 年毛利率水平分别为 7.17%、7.06%；。
- 3、公司 09-10 年销售费用率控制在 3.2%，管理费用率逐年下降，分别为 2.4%、

2.3%;

如果公司增发成功,按增发 6400 万股计算,预计 2009-2010 年公司的每股收益为 0.27 元、0.36 元(摊薄)。我们给予公司六个月目标价 8.7 元,对应公司 09、10 年每股收益的 PE 分别为 32.2 倍和 24.1 倍,给予公司“买入”评级。

如不考虑增发因素,我们预测 2009 年-2010 年的每股收益仍然可以达到 0.25 元、0.31 元(摊薄),相对于公司目前的股价,具有较高的安全边际。

表 3: 公司盈利预测表

盈利预测及市场重要数据	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	685,887	934,486	1,139,629	1,312,366	1,489,830
增长率	10.1%	36.2%	22.0%	15.2%	13.5%
营业利润(万元)	1,854	9,634	5,182	15,208	20,273
增长率	-37.3%	419.6%	-46.2%	193.5%	33.3%
净利润(万元)	1089	4668	3033	8151	10865
增长率	-40.7%	328.8%	--	168.7%	33.3%
每股净资产(元)	1.88	2.01	1.93	3.43	3.65
每股收益(元)	0.04	0.19	0.12	0.27	0.36
市盈率(P/E)	151.1	85.5	49.5	26.3	19.7
市净率(P/B)	3.5	7.9	3.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	27.0	28.2	14.5	29.5	27.4
息率(%)	0.9%	0.5%	0.2%	1.5%	2.0%

资料来源: 公司资料、东海证券研究所

6. 风险提示

- 1、公司增发方案尚存在不确定性;
- 2、公司药房托管业务慢于预期。

附表：财务预测表

资产负债表(万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
现金及现金等价物	68843	100204	94769	94769	94769
应收款项	137825	191359	197590	233709	265312
存货净额	69657	92670	85266	99752	113402
其他流动资产	18976	27432	36212	39371	44695
流动资产合计	295376	411882	413837	467601	518178
固定资产	45475	49935	47810	46271	43524
无形资产及其他	14245	22333	20666	19977	19288
投资性房地产	7003	10551	16692	16692	16692
长期股权投资	7578	5227	5390	5390	5390
资产总计	369678	499929	504395	555932	603072
短期借款及交易性金融负债	90769	108922	134381	46758	33242
应付款项	174878	264490	246992	319207	362887
其他流动负债	26946	44627	47789	57891	65744
流动负债合计	292593	418039	429162	423856	461873
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	11784	11797	14164	14164	14164
长期负债合计	11784	11797	14164	14164	14164
负债合计	304377	429837	443326	438019	476037
少数股东权益	18149	19633	12684	14637	17241
股东权益	47153	50460	48385	103276	109795
负债和股东权益总计	369678	499929	504395	555932	603072
利润表(万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	685887	934486	1139629	1312366	1489830
增长率	10.1%	36.2%	22.0%	15.2%	13.5%
营业成本	635424	865612	1056421	1218219	1384721
营业成本/营业收入	92.6%	92.6%	92.7%	92.8%	92.9%
营业税金及附加	1071	1220	1611	1706	1937
销售费用	18143	28254	36949	41996	47675
销售费用/营业收入	2.6%	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	24692	26254	29652	31497	34266
管理费用/营业收入	3.6%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%
财务费用	5324	6282	9765	4640	1859
投资收益	397	3483	825	900	900
资产减值及公允价值变动	(243)	1018	497	0	0
其他收入	466	(1731)	(1371)	0	(0)
营业利润	1854	9634	5182	15208	20273
增长率	-37.30%	419.6%	-46.2%	193.5%	33.3%
营业外净收支	1624	2715	1273	0	0
利润总额	3478	12349	6455	15208	20273
增长率	-5.7%	255.0%	-47.7%	135.6%	33.3%
所得税费用	1191	5214	2040	3802	5068
少数股东损益	1199	2466	1382	3256	4340

归属于母公司净利润	1089	4668	3033	8151	10865
增长率	-40.7%	328.8%	--	168.7%	33.3%
现金流量表(万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
净利润	1089	4668	3033	8151	10865
资产减值准备	(1246)	1099	(180)	(685)	0
折旧摊销	4235	4990	5952	5255	5683
公允价值变动损失	243	(1018)	(497)	0	0
财务费用	5324	6282	9765	4640	1859
营运资本变动	6873	19854	(25897)	27867	956
其它	2445	1367	1562	2639	2604
经营活动现金流	13639	30960	(16026)	43226	20108
资本开支	6662	(10608)	(3257)	(2343)	(2246)
其它投资现金流	74	(141)	216	0	0
投资活动现金流	7898	(8398)	(3204)	(2343)	(2246)
权益性融资	0	0	0	50000	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(1505)	(2006)	(251)	(3260)	(4346)
其它融资现金流	(3218)	12811	14296	(87623)	(13516)
融资活动现金流	(6227)	8799	13795	(40884)	(17862)
现金净变动	15309	31361	(5435)	0	0
货币资金的期初余额	53534	68843	100204	94769	94769
货币资金的期末余额	68843	100204	94769	94769	94769
企业自由现金流	0	28379	(7729)	44991	20317
权益自由现金流	0	0	6568	(46112)	5407
关键财务与估值指标	2006	2007	2008	2009E	2010E
每股收益	0.04	0.19	0.12	0.27	0.36
每股红利	0.06	0.08	0.01	0.11	0.14
每股净资产	1.88	2.01	1.93	3.43	3.65
ROS	0%	0%	0%	1%	1%
ROE	2%	9%	6%	8%	10%
毛利率	7%	7%	7%	7%	7%
EBIT Margin	1%	2%	1%	1%	1%
EBITDA Margin	2%	2%	2%	2%	2%
收入增长	10%	36%	22%	15%	14%
净利润增长	-41%	329%	--	169%	33%
资产负债率	87%	90%	90%	81%	82%
息率	0.9%	0.5%	0.2%	1.5%	2.0%
P/E	151.1	85.5	49.5	26.3	19.7
P/B	3.5	7.9	3.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	27.0	28.2	14.5	29.5	27.4

资料来源：公司资料、东海证券研究所

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、免责声明

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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

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