

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年8月17日

南京医药(600713.SH)/7.31元

中报业绩符合预期, 预计全年净利润大幅增长132%

日用消费·医药

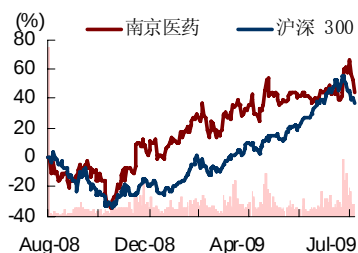
审慎推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	3047
总股本(万股)	30092
已上市流通股(万股)	23772
总市值(亿元)	22
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	1.6
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	88.8%
主要股东	南京医药(集团)公司
主要股东持股比例	17.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	15	49
相对表现	-2	-28	8



相关报告

- 1、医药周报(2009.8.10~8.14)——短期防御中, 我们重点推荐4类医药个股 2009/8/10
- 2、医药周报(2009.8.3-8.7)——09版医保目录调整启动, 调入新药和中药饮片是亮点 2009/8/3
- 3、医药行业重点公司09年中期业绩前瞻——天坛康美表现最突出, 东阿阿胶拐点确立 2009/6/30
- 4、医药行业2009年中期投资策略——政策受益、战略转型、立足创新、资产注入四大投资主题 2009/6/15

公司8月15日公布中报, 业绩符合预期。子公司尚未收到的拆迁补偿款等非经常性收益将在今年下半年体现。维持预测09~2011 EPS 0.23/0.33/0.45元, 当前估值不低。公司作为江苏、福建和安徽省区域性商业龙头, 新医改政策对其十分有利, 公司未来增速有望超预期, 给予“审慎推荐—A”投资评级。

□ **南京医药09上半年实现EPS 0.1元, 基本符合我们预期。**销售收入和净利润同比分别增长12.6%、11%, 剔除非经常性损益后净利润同比增长15.3%, 现销快配和药事服务增长迅速, 毛利率同比下降0.4个百分点。江苏和福建市场仍然保持稳健增长, 安徽增速较快, 达到24.8%。公司08年收购的四川欣康和新疆生产建设兵团医药公司今年开始贡献收入。其中新疆生产建设兵团医药公司2月份并入报表, 收入已近1000万元, 新疆地区医药市场规模10亿元, 已被国控和南京医药、九州通3家瓜分, 增长前景值得看好。

□ **公司创新盈利模式, 转型为以药事服务为核心的健康增值服务提供商。**药事服务从07年起步, 08年底合作医院167家, 09年中期已达到248家, 发展迅速。公司采用订单集成、建立药品采购包的供应链管理, 存货周转率明显领先于同行。新医改明确提出“医药分离”, 取消“以药养医”, 将极大促进药事服务的发展, 南京医药已经拔得头筹, 药事服务将是公司未来确定的利润增长点。预计09~2011年药事服务费收入将分别达到10亿、15亿和20亿元, 按0.9%净利润率测算, 约贡献净利润900万、1350万和1800万元。

□ **公司未来利润增长点来自三方面:**1、本期新增多个子公司, 利润贡献将在下半年体现。2、公司在持续多年扩张之后, 09年开始进行内部业务整合, 我们看好公司整合之后, 提高纯销、现销快配、药事服务、零售4大业务盈利能力。3、子公司尚未收到的拆迁补偿款等非经常性收益将在今年下半年体现。预计09年新增非经常性收益3000万元左右, 09~2011年净利润将同比增长132%、41%和36%, 实现EPS 0.23元, 0.33元和0.45元。当前估值不低。但公司作为江苏、福建和安徽省区域性商业龙头, 新医改“集中配送和统一招标”政策对其十分有利, 公司未来增速有望超预期, 公司已启动定向增发6400万股, 用于偿还银行贷款和补充流动资金, 正在等待证监会批准。给予“审慎推荐—A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	9345	11396	13903	17101	21377
同比增长	36%	22%	22%	23%	25%
营业利润(百万元)	96	52	127	183	253
同比增长	420%	-46%	145%	44%	38%
净利润(百万元)	47	30	70	100	136
同比增长	329%	-35%	132%	41%	36%
每股收益(元)	0.19	0.12	0.23	0.33	0.45
PE	39.3	60.4	31.2	22.1	16.2
PB	3.6	3.8	3.8	3.4	2.9

资料来源: 招商证券

一、中报符合预期，现销快配和药事服务增长较快

南京医药 09 上半年实现 EPS 0.10 元，基本符合我们预期。销售收入、净利润同比分别增长 12.6%、11%，剔除非经常性损益后净利润同比增长 15.3%，现销快配和药事服务增长迅速，毛利率同比下降 0.4 个百分点。营业费率同比略升 0.1 个百分点，管理费率与财务费率分别同比下降 0.3 和 0.2 个百分点，期间费率同比下降 0.3 个百分点。利润率和实际所得税率分别同比略降 0.1 个、1 个百分点，净利率同比持平。应收账款周转天数仍在 2 个月左右，同比略升，存货周转天数 28 天，同比下降 5 天。经营现金流净额与经营活动净收益之比为 4.4，经营现金流状况较好。

表 1：南京医药 09 年中期主要经营指标分析

单位：百万元、%	合并报表	
	09H	增长(率)
营业收入	6,272	12.6%
毛利率	7.1%	-0.4%
营业费用率	3.0%	0.1%
管理费用率	2.4%	-0.3%
财务费用率	0.6%	-0.2%
期间费用率	6.1%	-0.3%
营业利润	47	0.6%
营业利率	0.7%	-0.1%
利润总额	48	-5.6%
利润率	0.8%	-0.1%
实际所得税率	25.0%	-1.0%
净利润	31	11.0%
净利率	0.5%	0.0%
应收账款周转天数	59	2
存货周转天数	28	-5
每股经营现金流(元)	0.65	0.74

资料来源：公司中报，招商证券研究

公司目前销售区域达 7 个。三大主销区中，江苏、福建仍然保持稳健增长，安徽增速较快，达到 24.8%。其它地区中，上海地区竞争激烈，销售收入大幅下降，但对公司业绩影响较小；河南也保持较快增长。

公司去年收购四川欣康（已更名为南药川江医药有限公司）和新疆生产建设兵团医药公司，今年开始贡献收入。其中新疆生产建设兵团医药公司 2 月份并入报表，收入已近 1000 万元，新疆地区医药市场规模 10 亿元，已被国控和南京医药、九州通 3 家瓜分，增长前景值得看好。

今年公司拟收购山东和昆明拥有 GSP 经营证书的标的企业，销售区域将扩张到 9 个。

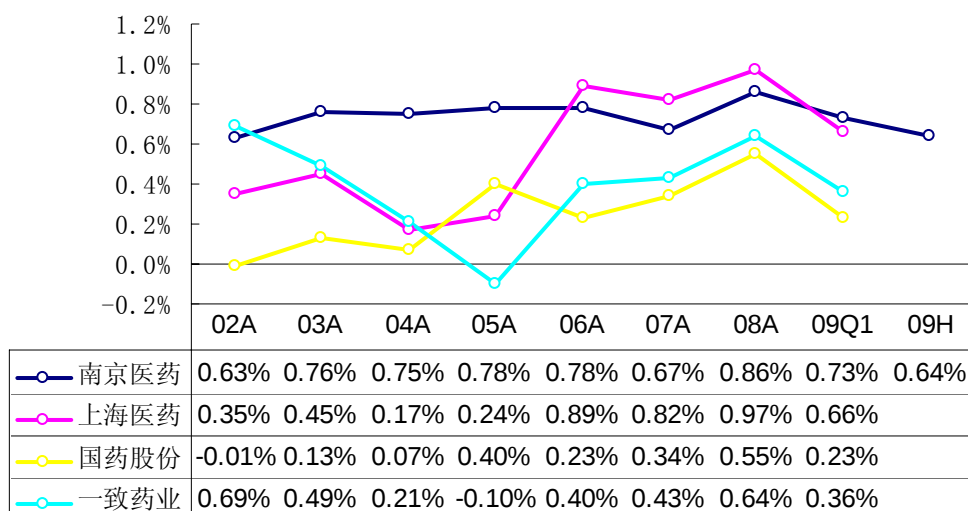
表 2：南京医药 09 年中期分地区收入增长概览

百万元	09H 收入	同比增长%	08 年收入	08A 同比增长 %
江苏	3797.1	10.1	7115.8	33.9
安徽	1195.3	24.8	1993.1	-10.4
福建	1062.0	12.7	1839.1	18.0
上海	34.2	-53.9	139.9	-6.7
河南	149.0	22.1	261.1	321
新疆	10.0	-	0.5	-
四川	0.38	-	-	-

资料来源：公司中报，招商证券研究

公司财务费率高于同行，09 上半年受益于利率下降，财务费率同比下降了 0.2 个百分点。

图 1: 02~09 年南京医药财务费率变化



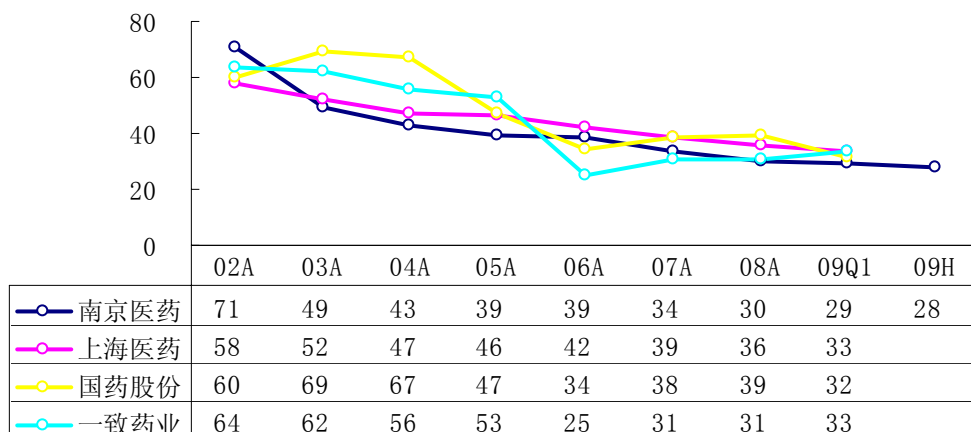
资料来源: Wind, 公司报告, 招商证券研究

二、维持业绩预测和“审慎推荐—A”评级

公司创新盈利模式，转型为以药事服务为核心的健康增值服务提供商。药事服务从 07 年起步，08 年底合作医院 167 家，09 年中期已达到 248 家，发展迅速。公司采用订单集成、建立药品采购包的供应链管理，存货周转率明显领先于同行。新医改明确提出“医药分离”，取消“以药养医”，将极大促进药事服务的发展，南京医药已经拔得头筹，药事服务将是公司未来确定的利润增长点。预计 09~2011 年，公司药事服务费收入将分别达到 10 亿、15 亿和 20 亿元，按 0.9%净利润率测算，约贡献净利润 900 万、1350 万和 1800 万元。

公司未来利润增长点来自三方面：1、本期新增多个子公司，利润贡献将在下半年体现。2、公司在持续多年扩张之后，09 年开始进行内部业务整合，我们看好公司整合之后，提高纯销、现销快配、药事服务、零售 4 大业务盈利能力。3、子公司尚未收到的拆迁补偿款等非经常性收益将在今年下半年体现。

预计 09 年新增非经常性收益 3000 万元左右，09~2011 年净利润将同比增长 132%、41%和 36%，实现 EPS0.23 元，0.33 元和 0.45 元。09 年预测 PE 38 倍，估值不低。但公司作为江苏、福建和安徽省区域性商业龙头，新医改“集中配送和统一招标”政策对其十分有利，公司未来增速有望超预期，公司已启动定向增发 6400 万股，用于偿还银行贷款和补充流动资金，正在等待证监会批准。给予“审慎推荐—A”投资评级。

图 2：药事服务业务使南京医药存货周转天数明显领先同行


资料来源：Wind，公司报告，招商证券研究

表 3：截至目前，子公司尚未收到的拆迁补偿款

拆迁补偿款余额(万元)	
徐州医药股份有限公司	1,499.20
南京医药南通健桥有限公司	251.19
福建同春药业股份有限公司	253.47
南京医药合肥天润有限公司	186.68
合计	2,190.54

资料来源：公司报告，招商证券研究

表 4：新纳入合并报表的子公司

子公司	股权比例	报表合并时间	本期净利润(万元)
新疆生产建设兵团医药有限责任公司	40%	2009 年 2 月	24.6
新疆生产建设兵团医药零售连锁有限公司	37.5%	2009 年 2 月	-110.8
辽宁南药民生康大医药有限公司	56%	2009 年 6 月	-
中健科信药品质量技术服务有限公司	100%	2009 年 6 月	0.7
南京同仁堂中医诊所有限公司	100%	2009 年 6 月	-0.2
合肥市天元医疗器械有限公司	100%	2009 年 6 月	4.5

资料来源：公司报告，招商证券研究

表 5: 南京医药单季度和季度累计财务分析

单位:百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	07A	08H	08A	09H
一、营业总收入	2070	2526	2123	2626	2727	2842	2582	3244	2804	3468	9345	5569	11396	6272
二、营业总成本	2058	2501	2110	2616	2709	2817	2567	3259	2786	3442	9285	5525	11351	6228
其中:营业成本	1929	2351	1950	2426	2536	2614	2381	3033	2596	3230	8656	5150	10564	5827
营业税金及附加	2.7	3.5	2.9	3.1	3.9	3.8	3.9	4.6	4.0	5.0	12.2	7.6	16.1	9.0
销售费用	49.4	64.4	78.9	89.9	77.4	83.3	83.9	124.9	88.6	101.1	282.5	160.7	369.5	189.8
管理费用	62.2	59.3	71.3	69.8	77.7	74.5	73.8	70.5	78.0	75.4	262.5	152.2	296.5	153.4
财务费用	12.8	17.1	11.0	21.9	13.2	31.7	24.3	28.5	20.4	20.1	62.8	44.9	97.6	40.4
资产减值损失	2.4	5.6	-4.5	5.1	0.9	8.9	-0.5	-2.4	-1.2	9.6	8.7	9.8	6.9	8.4
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.4	2.4	1.1	-2.3	-1.4	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	-1.9	-1.9	0.0
投资收益	1.2	4.8	11.7	17.1	1.2	3.4	1.0	2.7	0.8	1.7	34.8	4.6	8.2	2.5
四、营业利润	12.9	32.6	25.9	24.9	18.3	28.4	16.7	-11.5	18.6	28.3	96.3	46.7	51.8	46.9
加:营业外收入	0.9	2.2	0.6	29.9	1.3	9.1	0.9	21.4	1.1	3.7	33.5	10.3	32.7	4.8
减:营业外支出	-1.4	3.4	0.1	4.4	0.8	5.0	2.9	11.3	1.9	1.5	6.4	5.8	20.0	3.4
五、利润总额	15.2	31.4	26.5	50.4	18.7	32.5	14.7	-1.4	17.8	30.5	123.5	51.2	64.6	48.4
减:所得税	4.0	13.6	5.8	28.7	4.9	8.4	3.7	3.4	6.9	5.2	52.1	13.3	20.4	12.1
六、净利润	11.2	17.8	20.7	21.7	13.8	24.1	11.0	-4.7	11.0	25.3	71.3	37.9	44.2	36.3
减:少数股东损益	3.6	5.1	5.8	10.1	3.6	6.4	-1.2	5.0	0.7	4.5	24.7	10.0	13.8	5.3
七、归属母公司净利润	7.6	12.7	14.8	11.6	10.2	17.8	12.2	-9.7	10.2	20.8	46.7	27.9	30.3	31.0
EPS	0.03	0.04	0.05	0.04	0.03	0.06	0.04	-0.03	0.03	0.07	0.16	0.09	0.10	0.10
收入增长率	26.5%	51.0%	19.8%	47.6%	31.8%	12.5%	21.6%	23.5%	2.8%	22.0%	36.2%	21.2%	22.0%	12.6%
毛利率	6.8%	6.9%	8.1%	7.6%	7.0%	8.0%	7.8%	6.5%	7.4%	6.9%	7.4%	7.5%	7.3%	7.1%
营业利润率	0.6%	1.3%	1.2%	0.9%	0.7%	1.0%	0.6%	-0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.7%
净利率	0.5%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.8%	0.4%	-0.1%	0.4%	0.7%	0.8%	0.7%	0.4%	0.6%
营业费率	2.4%	2.5%	3.7%	3.4%	2.8%	2.9%	3.2%	3.8%	3.2%	2.9%	3.0%	2.9%	3.2%	3.0%
管理费率	3.0%	2.3%	3.4%	2.7%	2.8%	2.6%	2.9%	2.2%	2.8%	2.2%	2.8%	2.7%	2.6%	2.4%
实际税率	26.4%	43.2%	22.0%	57.0%	26.4%	25.8%	25.4%	-248.0%	38.5%	17.2%	42.2%	26.0%	31.6%	25.0%
净利润增长率	48.0%	287.8%	226.2%	-671.9%	34.8%	40.0%	-18.1%	-183.9%	0.6%	17.1%	328.7%	38.1%	-35.0%	11.0%

资料来源: Wind, 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4119	4138	4691	5549	6697
现金	1002	948	950	950	950
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	105	79	97	120	150
应收款项	1689	1806	2065	2540	3175
其它应收款	120	91	111	137	171
存货	927	853	1027	1262	1576
其他	274	362	441	541	676
非流动资产	880	906	824	813	803
长期股权投资	52	54	54	54	54
固定资产	498	432	442	451	459
无形资产	223	207	186	167	151
其他	107	213	143	141	140
资产总计	4999	5044	5515	6362	7500
流动负债	4180	4292	4632	5364	6345
短期借款	1089	1344	1123	1123	1124
应付账款	1720	1765	2159	2652	3312
预收账款	104	147	181	222	278
其他	1267	1036	1169	1367	1632
长期负债	118	142	141	141	141
长期借款	0	0	0	0	0
其他	118	142	141	141	141
负债合计	4298	4433	4773	5505	6486
股本	251	251	301	301	301
资本公积金	133	103	103	103	103
留存收益	121	130	179	249	344
少数股东权益	196	127	159	204	266
母公司所有者权益	505	484	583	653	748
负债及权益合计	4999	5044	5515	6362	7500

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	81	4	195	99	109
净利润			70	100	136
折旧摊销			53	51	50
财务费用			37	37	37
投资收益			(8)	(8)	(8)
营运资金变动			4	(158)	(210)
其它			39	77	105
投资活动现金流	101	(144)	29	(40)	(40)
资本支出			(40)	(40)	(40)
其他投资			69	0	0
筹资活动现金流	30	140	(222)	(59)	(69)
借款变动			(221)	(1)	1
普通股增加			50	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(21)	(30)	(41)
其他			(31)	(29)	(29)
现金净增加额	213	(0)	2	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9345	11396	13903	17101	21377
营业成本	8656	10564	12927	15880	19833
营业税金及附加	12	16	14	17	21
营业费用	283	369	445	547	684
管理费用	263	297	361	445	556
财务费用	63	98	37	37	37
资产减值损失	9	7	0	0	0
公允价值变动收益	2	(2)	0	0	0
投资收益	35	8	8	8	8
营业利润	96	52	127	183	253
营业外收入	34	33	30	30	30
营业外支出	6	20	20	20	20
利润总额	123	65	137	193	263
所得税	52	20	34	48	66
净利润	71	44	103	145	197
少数股东损益	25	14	32	45	62
母公司所有者净利润	47	30	70	100	136
EPS (元)	0.19	0.12	0.23	0.33	0.45

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	36%	22%	22%	23%	25%
营业利润	420%	-46%	145%	44%	38%
净利润	329%	-35%	132%	41%	36%
获利能力					
毛利率	7.4%	7.3%	7.0%	7.1%	7.2%
净利率	0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%
ROE	9.3%	6.3%	12.1%	15.2%	18.1%
ROIC	5.1%	5.2%	6.6%	8.3%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	86.0%	87.9%	86.5%	86.5%	86.5%
净负债比率	21.8%	26.6%	20.4%	17.6%	15.0%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	1.9	2.3	2.5	2.7	2.9
存货周转率	10.7	11.9	13.8	13.9	14.0
应收帐款周转率	6.3	6.5	7.2	7.4	7.5
应付帐款周转率	5.8	6.1	6.6	6.6	6.7
每股资料(元)					
每股收益	0.19	0.12	0.23	0.33	0.45
每股经营现金	0.32	0.02	0.65	0.33	0.36
每股净资产	2.01	1.93	1.94	2.17	2.49
每股股利	0.08	0.01	0.07	0.10	0.14
估值比率					
PE	39.3	60.4	31.2	22.1	16.2
PB	3.6	3.8	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA	35.2	37.5	25.8	20.7	16.5

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。