

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

南京医药 (600713)

强烈推荐 (维持)

改革带来内生增长

2009年09月21日

现价 8.84元

李珊珊 医药制造业研

0755-22624145

lishanshan@pasc.com.cn

独到见解

南京医药是一个变化中的公司，虽然不为市场所理解，但公司始终坚持着自己的信念与战略。改变很难，尤其对一个八千号人的国企而言。**我判断：**南京医药的改革刚刚走过了最困难的第一步，后续进展值得期待，体现在各年份上的速度目前较难判断，但拐点已现。

投资要点

外生：医药商业行业集中的提速，为目前已经是3省龙头的南京医药带来外生的机会，09年开始，医药商业行业的并购明显提速，在与医药商业企业接触的过程中，不少企业都有退出的想法，他们感觉增长有天花板了。

内生：南京医药是一个变化中的公司，虽然不为市场所理解，但公司始终坚持着自己的信念与战略。改变很难，尤其对一个八千号人的国企而言，公司从07年开始的改革经历了很多困难，目前终于初步有了一些进展，由于具体改革与战略细节涉及公司商业机密，在此不展开说明，仅给出**我的判断：**南京医药的改革刚刚走过了最困难的第一步，后续进展值得期待，体现在各年份上的速度目前较难判断，但拐点已现。

我预测公司09、10、11年EPS分别为0.21元、0.27元、0.37元（假设2010年初增发7000万股），对应的PE分别为42倍、33倍、24倍，公司的估值目前来看并不便宜，但作为一个改变中的公司，而所在行业又存在行业性机会，在初始基数较低的情况下，我觉得可以给予一定溢价，因此维持“强烈推荐”评级。

主要数据

行业	医药制造业
公司代码	600713
公司网址	http://www.nj
总股本(万股)	30092.03
流通股(万股)	23772.44
流通市值(百万)	1709.24
每股净资产(元)	1.97
净资产收益率(%)	2.07
总资产负债率(%)	88.80

相关研究报告

《医药商业行业深度报告：狼，终于来

《南京医药深度报告：三省龙头，受益行

行情走势图



风险提示

南京医药的改革因为国企体制的束缚而推行缓慢。

12月31日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	6858.87	9344.86	11396.2	13038.9	15558.0	18579.6
净利润(百万)	10.89	46.68	30.33	63.58	101.47	137.26
净利润增长率(%)	-40.68%	328.76%	-35.02%	109.59%	59.61%	35.27%
每股盈利(元)	0.04	0.19	0.12	0.21	0.27	0.37
市盈率(倍)				42	33	24

请务必参阅文后免责条款

一、外生增长开始提速

正如我在2009年7月份的《医药商业行业深度报告：狼，终于来了！》中提到的，医药商业行业的集中开始提速，行业的并购开始提速。南京医药面临的行业机会请关注我在2009年8月份出的《南京医药深度报告：三省龙头，受益行业集中》。

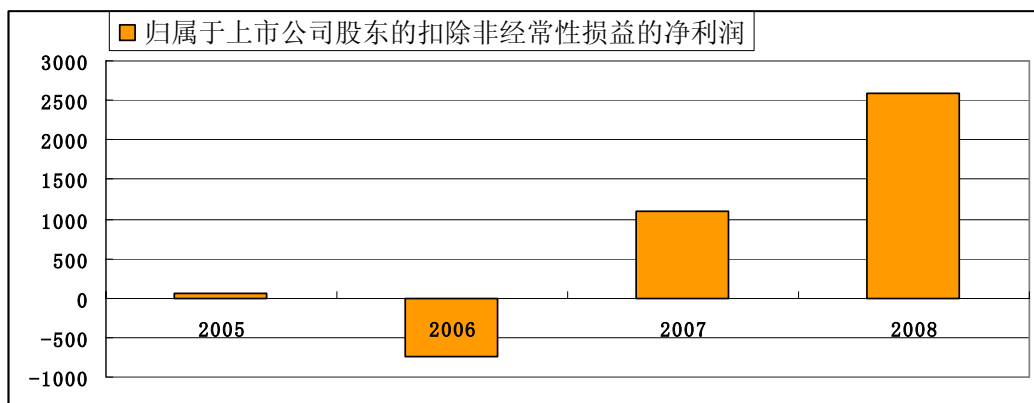
南京医药09年开始，在全国各地铺开网络，外生并购增长开始提速，但由于初步收购的企业规模并不是很大，因此初期贡献并不大，但全国网络的铺建，是南京医药完成全国布局的第一步。

二、内生增长开始出现

资本市场对南京医药的内生增长始终保持怀疑，既往业绩也比较令人失望。通过分析，我们发现，南京医药8000多号人的人工成本始终是利润的最大吞噬者，公司的销售费用和管理费用合计数里，有45%是人工费用，15%是资产使用费。这些“硬成本”吞噬着公司的利润。

07年，公司内部开始进行改革，组织架构从08年开始发生了比较大的变化，从子公司制转向事业部制，公司对子公司的管控大幅加强，目前，事业部制已经初步成形，管控的加强开始在财务上逐步体现，公司的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润从2006年的一749万，到2007年的1096万，再到2008年的2586万，初步有些效果。

图表1：南京医药归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润



资料来源：公司公告、平安证券

对于南京医药的内部管控，我们始终保持高度的关注，国企的转型很难，但公司的决心很大，07年迄今2年多的时间，公司通过供应链管理和事业部制来达成全公司一体化的目标和执行力。目前，改革刚刚完成了第一步，也取得了一些成效，我们将继续密切追踪后续的进程与效果。

三、行业给予外生机会，改革带来内生增长

外生：医药商业行业集中的提速，为目前已经是3省龙头的南京医药带来外生的机会，09年开始，医药商业行业的并购明显提速，在与医药商业企业接触的过程中，不少企业

都有退出的想法，他们感觉增长有天花板了。

内生：南京医药是一个变化中的公司，虽然不为市场所理解，但公司始终坚持着自己的信念与战略。改变很难，尤其对一个八千号人的国企而言，公司从07年开始的改革经历了很多困难，目前终于初步有了一些进展，由于具体改革与战略细节涉及公司商业机密，在此不展开说明，仅给出**我的判断：**南京医药的改革刚刚走过了最困难的第一步，后续进展值得期待，体现在各年份上的速度目前较难判断，但拐点已现。

四、盈利预测与投资建议

4.1 收入假设：

图表 2 南京医药分区域收入预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
江苏	3705.91	5313.28	7115.77	8183.14	9819.76	11783.72
同比增长	19.40%	43.37%	33.92%	15.00%	20.00%	20.00%
安徽	1707.51	2224.66	1993.13	2292.10	2750.52	3300.62
同比增长	4.40%	30.29%	-10.41%	15.00%	20.00%	20.00%
福建	1330.50	1559.59	1839.12	2114.99	2537.99	3045.58
同比增长	-7.50%	17.22%	17.92%	15.00%	20.00%	20.00%
河南		61.56	261.10	261.10	261.10	261.10
上海	83.78	148.95	139.93	139.93	139.93	139.93
同比增长	61.02%	77.79%	-6.06%	5.00%	5.00%	5.00%
新疆			0.52	1.00	2.00	2.00
其他	31.17	36.82	46.72	46.72	46.72	46.72
同比增长	-671311.23%	18.12%	26.89%	0.00%	0.00%	0.00%
总计	6858.87	9344.86	11396.29	13038.97	15558.02	18579.67
同比增长	10.10%	36.24%	21.95%	14.41%	19.32%	19.42%

资料来源：公司公告、平安证券

4.2 毛利率假设：

图表 3 南京医药毛利率预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	7.36%	7.37%	7.30%	7.40%	7.50%	7.60%

资料来源：公司公告、平安证券

4.3 费用率假设：

图表 4 南京医药费用率预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售费用率	2.65%	3.02%	3.24%	3.40%	3.30%	3.20%
管理费用率	3.60%	2.81%	2.60%	2.65%	2.65%	2.70%

资料来源：公司公告、平安证券

4.4 盈利预测与评级：

图表 5 南京医药盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
主营业务收入	6858.87	9344.86	11396.29	13038.97	15558.02	18579.67
主营业务成本	6354.24	8656.12	10564.21	12074.09	14391.16	17167.61
销售毛利率	7.36%	7.37%	7.30%	7.40%	7.50%	7.60%
管理费用	246.92	262.54	296.52	345.53	412.29	501.65
销售费用	181.43	282.54	369.49	443.33	513.41	594.55
所得税	11.91	52.14	20.40	33.68	49.92	65.26
归属于母公司所有者的净利润	10.89	46.68	30.33	63.58	101.47	137.26
股本（假设 2010 年初增发 7000 万股）	250.77	250.77	250.77	300.92	370.92	370.92
EPS（假设 2010 年初增发 7000 万股）	0.04	0.19	0.12	0.21	0.27	0.37
主营收入增长率	10.10%	36.24%	21.95%	14.41%	19.32%	19.42%
净利润增长率	-40.68%	328.76%	-35.02%	109.59%	59.61%	35.27%
PE（假设 2010 年初增发 7000 万股）				42	33	24

资料来源：公司公告、平安证券

我预测公司09、10、11年EPS分别为0.21元、0.27元、0.37元（假设2010年初增发7000万股），对应的PE分别为42倍、33倍、24倍，公司的估值目前来看并不便宜，但作为一个改变中的公司，而所在行业又存在行业性机会，在初始基数较低的情况下，我觉得可以给予一定溢价，因此维持“强烈推荐”评级。

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
主营业务收入	6827.70	9344.86	11396.29	13038.97	15558.02	18579.67
增长率	469.11	676.54	815.97	14.41%	19.32%	19.42%
主营业务成本	5.00	34.83	8.25	12074.09	14391.16	17167.61
销售毛利率	53.24	62.82	97.65	7.40%	7.50%	7.60%
财务费用	10.74	52.14	20.40	60.62	73.30	88.21
管理费用	11.97	24.66	13.82	345.53	412.29	501.65
销售费用	18.58	46.68	30.33	443.33	513.41	594.55
所得税	11.91	52.14	20.40	33.68	49.92	65.26
归属于母公司所有者的净利润	10.89	46.68	30.33	63.58	101.47	137.26
增发后股本（假设 2010 年初增发 7000 万股）	250.77	250.77	250.77	300.92	370.92	370.92
每股收益	0.04	0.19	0.12	0.21	0.27	0.37

资产负债表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
货币资金	0.39	2.16	947.69	1173.51	1400.22	1672.17
应收账款净额	5.00	5.66	8.39	2199.15	2763.88	3466.97
存货净额	501.71	499.35	478.10	1086.67	1367.16	1716.76
流动资产合计	2953.76	73.93	123.95	4988.16	6161.75	7608.23
固定资产净额	3687.23	4999.29	5043.95	467.24	519.76	561.62
非流动资产合计	11.00	26.91	33.77	897.82	986.52	1026.57
资产总计	2925.93	4180.39	4291.62	5885.98	7148.27	8634.79
短期借款	907.69	2.65	1.67	1635.51	1986.77	2343.84
应付账款	117.33	106.57	123.56	2052.59	2590.41	3261.85
预收账款	179.04	196.33	126.84	156.47	186.70	222.96
流动负债合计	464.93	504.60	483.85	5051.98	6202.99	7545.40
长期借款	3687.23	4999.29	5043.95	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	117.84	117.97	141.64	125.82	128.48	131.98
负债总计	3043.77	4298.37	4433.26	5177.79	6331.47	7677.38
股本	250.77	250.77	250.77	300.92	370.92	370.92
少数股东权益	181.49	196.33	126.84	141.84	156.84	171.84
股东权益合计	653.01	700.93	610.69	708.19	816.80	957.42
负债及股东权益合	3696.78	4999.29	5043.95	5885.98	7148.27	8634.79

现金流量表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
--------------	------	------	------	-------	-------	-------

调研快报

金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	161.31	81.08	4.33	-22.47	27.14	34.23
投资活动产生的现金流量净额	-6.75	101.38	-144.29	-62.33	-143.83	-107.70
筹资活动产生的现金流量净额	72.06	104.11	128.17	310.61	343.41	345.42
现金及现金等价物净增加额	62.12	212.63	-0.30	225.82	226.71	271.95

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2009 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257