

医药商业 II

2009 年 9 月 28 日

南京医药(600713) 当前股价: 8.48 目标价: 9.00

医药商业区域龙头, 业绩弹性较大

投资要点:

- 1、当传统的医药专业批发渠道瓦解后, 医药流通市场的开放使得社会资本大量进入, 同时原有的医药企业也自行成立销售公司进入市场, 与此对应的“医药代表”模式的日渐兴起, 使得原有的医药流通企业角色逐渐转化为“搬运工”角色。因而虽然进入医院的药品仍经过医药公司这个渠道, 但由于其不再对药品具有支配权, 导致了这种类型模式的医药流通行业普遍盈利能力低下。
- 2、新医改的基本方针与总体目标已经确立, 未来随着公共投入的不断加大和医疗机构改革的逐步深入, “医药分离”或者医院退出药品流通利益链条的目标有望最终实现。一旦医药分家, 将使医药流通企业在生产商和医院终端之间发挥配置药品的重要作用, 其业务价值将开始逐渐表现。更为重要的是, 国内分散的医药流通业将从此迎来整合, 大的医药商业企业处于有利地位。
- 3、如果非公司增发能够成功, 将对公司带来积极影响, 最主要体现在改善公司财务结构上。一是公司高达 87.89%合并报表口径的资产负债率有所下降。二是不但高于上市公司整体的平均资产负债率水平, 在国内同行业中资产负债率水平也明显偏高。二是近三年公司的利息净支出(利息支出与利息收入之差)分别占当年利润总额的 1.52、0.52、1.50 倍。而一年期贷款利率平均已经略高于公司净资产收益率。故公司过多依赖于银行资金的支持, 使公司的借款费用侵蚀规模扩张所产生的净利润。
- 4、公司目前已经形成了零售、托管、行销快配和工业四大块, 并将其四大模式逐步固化, 用事业部方式管理。在全国较大的医药商业公司中, 南京医药的商业模式还是有一些独到地方。
- 5、预计 09-11 年公司的 EPS 分别为 0.22 元、0.30 元和 0.39 元。虽然短期估值偏高, 但考虑到公司有较大改善空间, 给予“谨慎推荐”投资评级。

研究员: 彭海柱 范炳昆

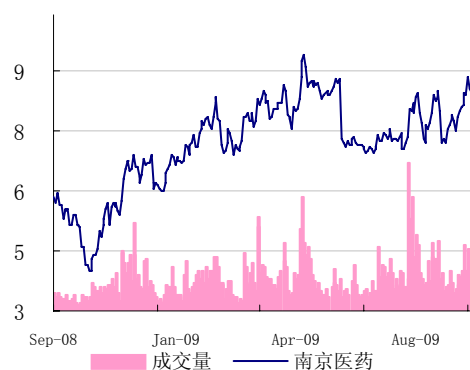
电 话: 025-84457777-221

E-mail: penghaizhu@htsc.com.cn

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 谨慎推荐

股价走势图



相关研究

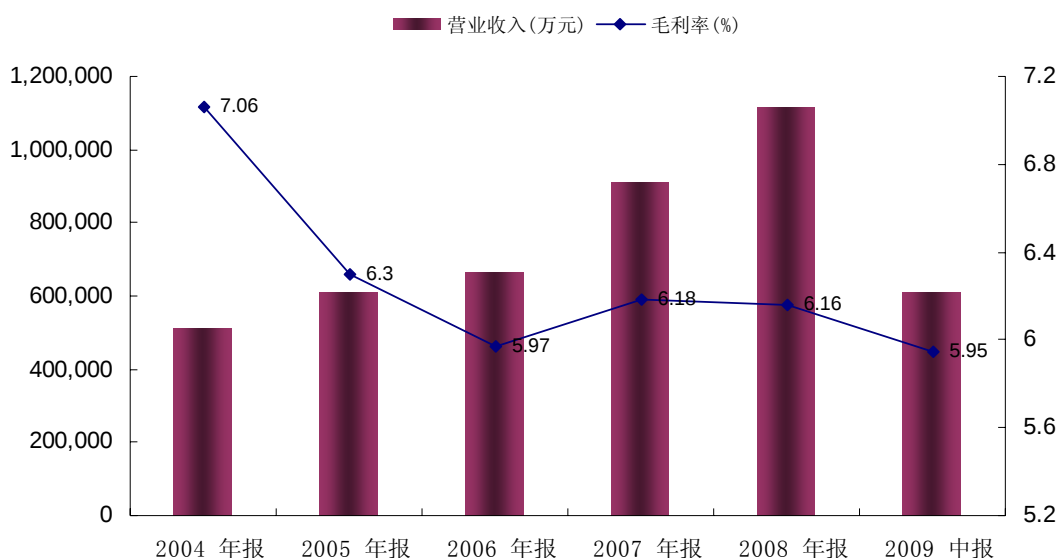
1、南京医药(600713): 处在医疗体制政策变化的前夕 2006-7-24

2、行业有补涨要求, 关注医药白马股——医药行业三季度投资策略 2009-6-26

一、公司医药商业规模增长较快，但毛利率水平较低

在上世纪九十年代前，医药流通还是一个具有行政垄断色彩的专营行业，往往是一个省区只有一家大型批发商，具有一定的垄断性。但当传统的医药专业批发渠道瓦解后，医药流通市场的开放使得社会资本大量进入，同时原有的医药企业也自行成立销售公司进入市场，与此对应的“医药代表”模式的日渐兴起，使得原有的医药流通企业角色逐渐转化为“搬运工”角色。因而虽然进入医院的药品仍经过医药公司这个渠道，但由于其不再对药品具有支配权，导致了这种类型模式的医药流通行业普遍盈利能力低下，南京医药也不例外。从图中可看出，公司销售规模从 04 年 50 亿左右增长到 08 年已经超过 110 亿，但其医药商业流通的毛利率却并不因规模扩大而增加，反而呈逐年下滑态势，09 年中报显示其仍维持较低的毛利率水平。

图 1、南京医药商业规模及盈利能力变化情况



资料来源：公司报告，华泰证券研究所

二、医改的政策取向对医药商业有利

在目前医药流通领域的行业格局中，医院终端市场依然存在着“以药养医”体制，医疗机构的主要利益来源集中于药品终端销售。但由于“以药养医”已成为阻碍医药市场完全开放和健康发展的主要障碍，在新医改的基本方针与总体目标已经确立的时候，未来随着公共投入的不断加大和医疗机构改革的逐步深入，“医药分离”或者医院退出药品流通利益链条的目标有望最终实现。

一旦医药分家，将使医药流通企业在生产商和医院终端之间发挥配置药品的重要作用，其业务价值将开始逐渐表现。

而根据卫生部所披露的相关信息，今年 10 月国家将正式启动试点公立医院改革。计划在全国遴选 12 个左右地市级城市、100 家左右公立医院进行试点。改革公立医院补偿机制，研究拟定推进医药分开、逐步取消药品加成、增设药事服务费、调整医疗服务价格的政策。可以预期，从局部试点到全面推广的时间应该不会太长，也就两、三年左右。

更为关键的是，伴随着医药分家、全民医保的逐步实现，就必然要求打破药品流通过程中的地方保护现象。由于地方保护的存在，造成我国目前有 1.2 家药品流通企业，有超过 12

万家的零售终端企业，行业集中度非常分散。而同期国际市场的药品流通领域其集中度相当高，如欧盟排在前三位的药品分销企业市场占有率为 65%，日本排在前五位的为 80%，美国排在前三位的高达 96%。美国药品销售额占世界药品市场的份额超过 40%，但药品批发商总共只有 70 家。日本药品销售额占世界药品市场的份额为 12%，也只有 147 家药品分销企业。

因而，若医药分家成功实施，则国内医药流通企业在经过市场竞争淘汰后，其剩下的企业有望在盈利能力方面获得较大提升。目前上市公司中的药品流通企业均是在行业中排名靠前的企业，伴随行业的兼并重组，这些规模企业将会获得进一步发展的机会。

三、公司拟非公开增发，如果成功将有效改善财务结构

公司已经对非公开增发发布了预告，我们认为如果非公司增发能够成功，将对公司带来积极影响，最主要体现在改善公司财务结构上。

南京医药作为医药流通企业，其在扩张规模的同时，由于自有资金不足，净资产占总资产的比例仅维持在 15% 的水平。公司采取“短贷长投”方式来弥补公司自有资本不足的缺陷，进行渠道建设，扩大市场容量。从而造成公司短期贷款比重过大，近 5 年内，短期贷款约为公司净资产的 2 倍，结构公司资产负债率也逐年提高。2006 年末、2007 年末和 2008 年末，公司资产负债率（母公司）分别为 70.07%、75.50% 和 78.12%；合并报表口径的资产负债率分别为 82.34%、85.98% 和 87.89%，不但高于上市公司整体的平均资产负债率水平，在国内同行业中资产负债率水平也明显偏高。

此外，由于一年期贷款利率平均已经略高于公司净资产收益率。故公司过多依赖于银行资金的支持，使公司的借款费用侵蚀规模扩张所产生的净利润。截至 2009 年 3 月 31 日，公司合并口径贷款规模为 148,601.1 万元，但是大量的银行贷款提高了公司的财务成本，导致公司利息支出呈逐年上升趋势，直接影响到公司经营业绩。近三年公司的利息净支出（利息支出与利息收入之差）分别为 5,200.21、6,482.77、9,817.07 万元，分别占当年利润总额的 1.52、0.52、1.50 倍。因此，适当控制银行贷款规模、降低财务费用将对公司整体利润起到积极的促进作用。

四、业务模式有亮点，业绩弹性相对较大

南京医药在全国引入有影响的“药房托管”，并在争议声中，继续扩大其药方托管范围，目前除南京外，又逐步介入了新疆和河南等地的医院药房托管。公司目前已经形成了零售、托管、行销快配和工业四大块，并将其四大模式逐步固化，用事业部方式管理。在全国较大的医药商业公司中，南京医药的商业模式还是有一些独到地方。

而公司业绩弹性相对较大，也是市场对公司关注的一个重点。南京医药销售收入从 05 年的 50 多亿元增加到 2008 年的 110 多亿元，其年均销售收入保持 20% 以上的增长，但和销售收入增速相比，公司净利润基本没有什么增长。这几年公司也尝试了药房托管及管理上的新模式探索，但从目前来看收效暂有限。08 年净利润率仅 0.27%，远低于行业平均 0.6-0.7% 的水平，可以想象，公司盈利指标的提升空间很大，从而也造成了其业绩弹性相对较大。

五、业绩预测和综合评价

预计 09-11 年公司的 EPS 分别为 0.22 元、0.30 元和 0.39 元。虽然短期估值偏高，但考虑到公司有较大改善空间，给予“谨慎推荐”投资评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。