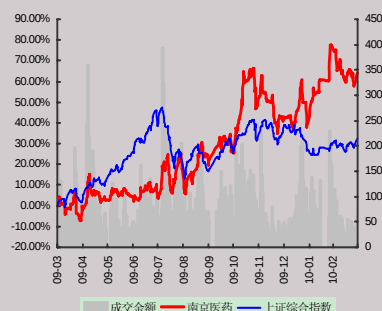



研究报告
**南京医药
(600713. SH)**
谨慎推荐（首次）
**所属行业：医药
行业评级：推荐**
股本结构

总市值（百万元）	3352.25
流通市值（百万元）	2648.25
总股本（百万股）	300.92
流通A股（百万股）	300.92

股价表现图

相关报告：

齐鲁证券研究所
 行业公司部
 联系人：
 胡德军、许均华、吕国启
 Tel: (86531) 8177-6395
 Fax: (86531) 8128-3791
 Email: hudj@qlzq.com.cn

分析师：李北铎
 执业证书编号：S0740209070161

公司增长稳健，市场覆盖面不断增加
——南京医药 2009 年业绩跟踪报告
报告起因：

公司今日发布 2009 年年报，2009 年实现归属母公司净利润约 46.24 百万元，较 2008 年增长 52.46%。全面摊薄每股收益为 0.15 元，每股净资产为 2.47 元。

投资要点：

- ◇ **公司全年保持稳定增长。**公司全年实现销售 140.26 亿元，同比增长 23.07%。按业态分类，创新业态与传统业态销售同步增长，分别占比为 52%、48%，创新业态在销售结构中占比进一步提升，业已成为公司整体规模的主体业态模式。利润方面，公司全年实现利润总额 9,399.77 万元，同比上升 45.46%，实现净利润 4,624.15 万元，同比上升 52.44%，实现每股收益 0.15 元。扣除非经常性损益后净利润为 2099 万元，同比下降 18.82%。非经常损益中非流动资产损益为 1930 万元，政府补助为 1357 万元。
- ◇ **公司毛利率有所下降，全年费用率下降明显。**从各季度来看，由于公司业务不断扩大，区域不断延伸，毛利率每个季度都呈现下滑，四季度为全年最低点，全年毛利率为 6.52%，同比下降了 0.78 个百分点。同时公司销售费用率 09 年每个季度均有所下降，全年为 2.86%，同比 08 年下降 0.38 个百分点。管理费用率下降 0.3 个百分点，全年三项费用率下降 0.74 个百分点。
- ◇ **定向增发不仅偿还贷款，更有利于引进新的投资者。**公司于 2009 年上半年召开五届五次董事会及 2009 年第二次临时股东大会，审议通过公司非公开发行业股票的方案及相关议案，拟募集资金五亿元，全部用于偿还银行贷款。公司拟通过非公开发行股票募集资金来偿还部分银行贷款，降低公司负债率。我们认为公司增发不仅有利于公司财务状况改善，减少公司过分依赖银行的支持，避免公司借款费用过多的侵占公司利润，同时通过增发可以引进新的战略投资者，改善股权结构。
- ◇ **医药商业覆盖面不断扩大，重点地区保持良好增长势头。**公司 09 年销售除上海和河南外其他地区均实现了快速增长，重点地区江苏、安徽和福建收入分别增长 18.98%、23.92%和 28.94%。公司市场网络覆盖面以前主要包括苏、皖、闽、豫、鲁、浙、沪，随着近几年的发展，公司网络不断扩大，目前新覆盖地区包括新疆、辽宁、四川、湖北和云南，特别是辽宁 09 年贡献收入 3.15 亿元，极大增厚公司整体业绩。
- ◇ **五大板块齐头并进。**公司目前形成了纯销、现销快配、连锁药店、药房托管以及工业五大业务板块。09 年各板块业务收入分别达到 70 亿元、55 亿元、6 亿元、12 亿元和 1.8 亿元。公司全年现销快配通过梳理专业线经营目录，优化品种结构，实现终端销售收入约 23 亿元，年终累计会员客户达 6,500

重要声明：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做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其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提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



家。连锁方面公司目前直营店达到 2000 多家，托管医院接近三百个。

- ◇ **物联网引领药品流向管理改革。**公司于南京三宝科技合作开展药品供应链管理信息化项目，共同组建供应链管理专业平台。公司作为国家首批信息化和工业化融合重点示范企业，搭建基于药品供应链管理信息化合作平台，符合现代服务业与先进信息技术业的融合发展，符合当前市场经济发展、产业结构调整的要求和规律，更符合公司自身当前和长远发展的需要。如果将物联网成功应用到医药商业将大大提高药品流通效率，及时监督药品配送的安全性，对产品的流向进行及时的定位和追踪，防止意外情况的发生。
- ◇ **启动医疗器械资源整合工作。**2009 年中加大对医疗器械专业线投入，在股权方面以公司全资子公司南京医药医疗用品有限公司为整合平台完成同质医疗器械专业线整合工作；在业务方面对南京、苏北、安徽、福建四大区域的核心业务资源整合，梳理专业线重点品种，统一管理各区域平台资金运作。同时公司在医疗器械业务上积极寻求与外部优质企业开展合作，意向性洽谈产品代理和体验展示等合作事宜。2009 年，公司医疗器械专业线实现全年销售收入 14,819 万元，利润总额 398 万元。
- ◇ **公司面临医药商业整合的历史机遇，具备积极投资价值。**预计 2010 年——2012 年的每股收益分别为 0.19 元、0.24 元和 0.37 元，对应的动态 PE 分别为 57.63 倍、45.57 倍和 30.40 倍，我们认为公司具备积极的投资价值，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,761.03	4,183.74	4700.43	5264.48	5920.44
同比	70.27%	11.24%	12.35%	12.00%	12.46%
归属母公司净利润	30.33	46.24	58.17	73.57	110.26
同比	-35.03%	52.46%	25.79%	26.48%	49.87%
EPS(摊薄，元/股)	0.12	0.15	0.19	0.24	0.37

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

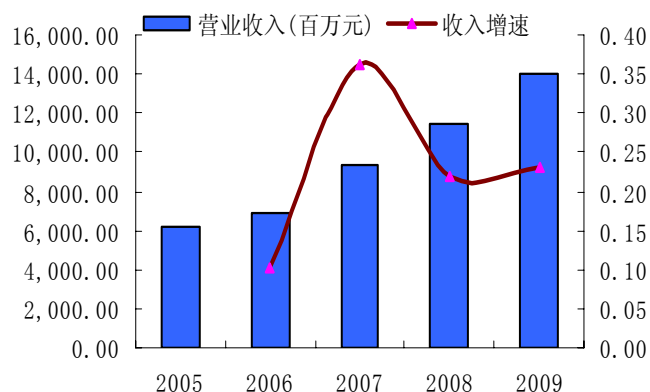

表 1: 公司季度分析

项目	2008 年单季度数据				2009 年单季度数据				年度数据	
(百万元)	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	2008	2009
主营业务收入	2727.36	2842.04	2582.47	3244.41	2803.94	3468.18	3275.62	4477.77	11396.28	14025.51
增长率 (同比)	31.78%	12.51%	21.64%	23.54%	2.81%	22.03%	26.84%	38.02%		23.07%
增长率 (环比)	3.85%	4.20%	-9.13%	25.63%	-13.58%	23.69%	-5.55%	36.70%		
营业成本	2535.84	2614.46	2381.28	3032.63	2596.36	3230.39	3059.17	4225.08	10564.21	13111.00
成本率	92.98%	91.99%	92.21%	93.47%	92.60%	93.14%	93.39%	94.36%	92.70%	93.48%
主营业务税金及附加	3.85	3.75	3.93	4.59	3.98	4.99	4.34	5.64	16.12	18.95
占销售收入百分比	0.14%	0.13%	0.15%	0.14%	0.14%	0.14%	0.13%	0.13%	0.14%	0.14%
主营业务利润	187.67	223.83	197.26	207.19	203.60	232.80	212.11	247.05	815.95	895.56
营业利润率	6.88%	7.88%	7.64%	6.39%	7.26%	6.71%	6.48%	5.52%	7.16%	6.39%
主营毛利	191.52	227.58	201.19	211.78	207.58	237.79	216.45	252.69	832.07	914.51
毛利率	7.02%	8.01%	7.79%	6.53%	7.40%	6.86%	6.61%	5.64%	7.30%	6.52%
增长率 (同比)	36.06%	29.92%	16.44%	5.87%	8.39%	4.49%	7.58%	19.32%		9.91%
增长率 (环比)	-4.25%	18.83%	-11.60%	5.26%	-1.98%	14.55%	-8.97%	16.74%		
销售费用	77.38	83.32	83.91	124.88	88.61	101.14	91.81	119.81	369.49	401.37
销售费用/收入	2.84%	2.93%	3.25%	3.85%	3.16%	2.92%	2.80%	2.68%	3.24%	2.86%
管理费用	77.68	74.49	73.84	70.51	78.03	75.39	87.19	82.19	296.52	322.80
管理费用/收入	2.85%	2.62%	2.86%	2.17%	2.78%	2.17%	2.66%	1.84%	2.60%	2.30%
财务费用	13.20	31.69	24.26	28.50	20.35	20.05	21.67	50.30	97.65	112.37
财务费用/收入	0.48%	1.12%	0.94%	0.88%	0.73%	0.58%	0.66%	1.12%	0.86%	0.80%
三项费用/收入	6.17%	6.67%	7.05%	6.90%	6.67%	5.67%	6.13%	5.63%	6.70%	5.96%
公允价值变动收益	(1.39)	(0.50)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	(1.89)	0.00
投资收益	1.19	3.39	0.96	2.71	0.81	1.71	2.55	(2.41)	8.25	2.66
营业利润 (百万)	18.31	28.35	16.71	(11.54)	18.64	28.29	19.56	(7.03)	51.83	59.46
增长率 (同比)	42.05%	-12.98%	-35.56%	-146.27%	1.80%	-0.21%	17.06%	-39.06%		14.72%
增长率 (环比)	-26.58%	54.83%	-41.06%	-169.06%	-261.53%	51.77%	-30.86%	-135.95%		
加: 营业外收入	1.26	9.08	0.93	21.43	1.11	3.74	0.99	38.32	32.70	44.16
减: 营业外支出	0.82	4.95	2.94	11.25	1.91	1.49	0.65	5.57	19.96	9.62
利润总额 (百万)	18.74	32.48	14.69	(1.36)	17.84	30.54	19.90	25.72	64.55	94.00
增长率 (同比)	23.53%	3.44%	-44.55%	-102.70%	-4.80%	-5.97%	35.47%	-1991.01%		45.62%
增长率 (环比)	-62.84%	73.32%	-54.77%	-109.26%	-1411.76%	71.19%	-34.84%	29.23%		
所得税	4.94	8.37	3.73	3.36	6.87	5.24	5.22	21.69	20.40	39.02
实际税率(%)	26.36%	25.77%	25.39%	-247.06%	38.51%	17.16%	26.23%	84.34%	31.60%	41.51%
净利润	13.81	24.11	10.97	(4.73)	10.97	25.30	14.68	4.03	44.16	54.98
净利润率(%)	0.51%	0.85%	0.42%	-0.15%	0.39%	0.73%	0.45%	0.09%	0.39%	0.39%
增长率 (同比)	23.75%	35.37%	-46.93%	-121.79%	-20.56%	4.94%	33.82%	-185.17%		24.50%
增长率 (环比)	0.00%	74.58%	-54.50%	-143.12%	-331.92%	130.63%	-41.98%	-72.56%		
归属母公司所有者的净利润	10.18	17.75	12.15	(9.75)	10.24	20.78	12.05	3.17	30.33	46.24
摊薄每股收益 (元)	0.04	0.07	0.05	(0.04)	0.04	0.07	0.04	0.01	0.12	0.15

资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

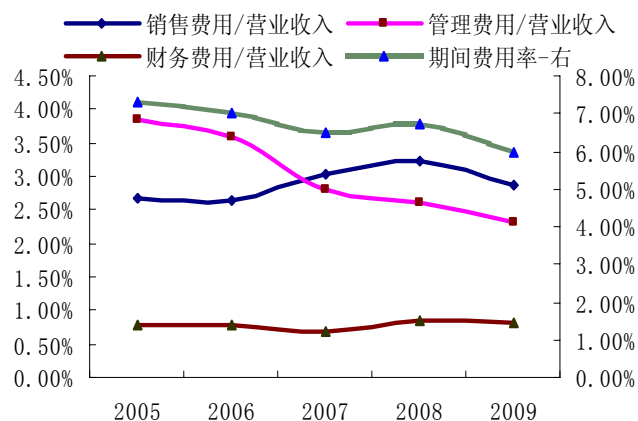


图1: 公司近年主营业务收入及增长率变化情况



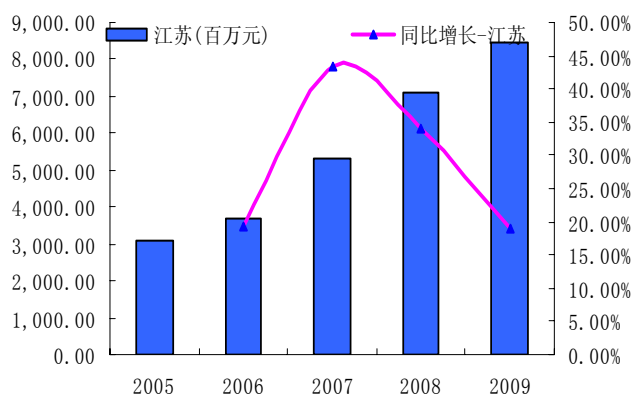
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图3: 公司近年三项费用变化情况



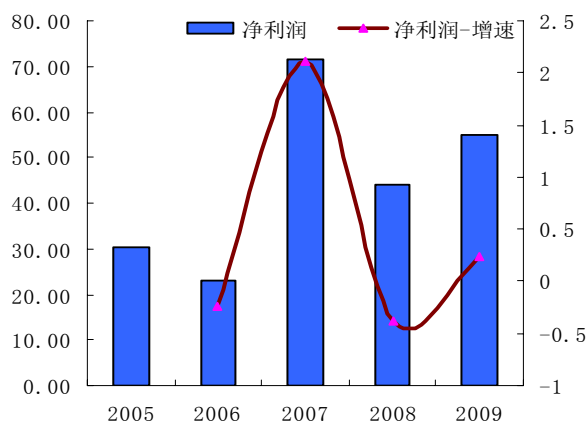
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图5: 公司江苏地区收入变化情况



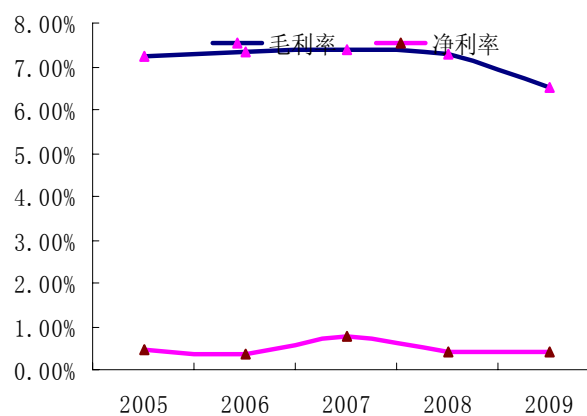
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图2: 公司近年净利润以及同比增长率变化情况



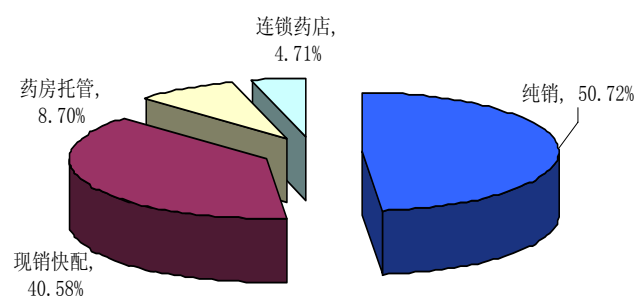
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图4: 公司近年净利率和毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图6: 公司业务收入构成情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所


附表：盈利预测表（百万元）

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1327.28	1728.95	2135.42	2568.27	营业收入	14025.51	17095.70	21114.90	25394.89
应收账款	2158.88	2810.04	3470.68	4174.19	营业成本	13111.00	15962.89	19705.18	23651.75
存货净额	1157.81	1409.65	1740.13	2088.64	营业毛利	914.51	1132.81	1409.72	1743.14
其他流动资产	6.27	10.20	12.59	15.14	营业税金及附加	0.00	24.07	29.73	35.75
流动资产合计	5284.37	6728.07	8309.84	9994.24	销售费用	401.37	503.15	621.44	747.41
固定资产	577.77	754.28	931.61	1120.45	管理费用	322.80	393.47	485.97	584.48
无形资产及其他	356.77	396.99	490.33	589.71	财务费用	112.37	132.77	163.98	197.22
投资性房地产	112.54	141.76	175.09	210.58	投资收益	2.66	12.43	12.43	12.43
长期股权投资	75.80	89.62	110.69	133.13	资产减值损失	2.22	3.85	3.85	3.85
资产总计	6517.67	8110.73	10017.56	12048.12	公允价值变动损益	0.00	-0.12	-0.12	-0.12
短期借款及交易	1855.12	2078.85	2567.58	3088.03	其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
性金融负债					营业利润	59.46	87.81	117.06	186.74
应付款项	2055.22	2730.68	3372.66	4056.30	营业外收入	44.16	33.34	33.34	33.34
其他流动负债	335.13	388.39	479.71	576.94	营业外支出	9.62	10.68	10.68	10.68
流动负债合计	5676.28	2027.68	2504.39	3012.03	利润总额	94.00	110.47	139.72	209.40
长期借款及债券	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	39.02	41.31	52.25	78.31
其他长期负责	84.93	159.09	196.49	236.32	净利润	54.98	69.16	87.47	131.10
长期负债合计	96.61	179.79	222.06	267.07	少数股东权益	8.74	10.99	13.90	20.83
负债合计	5772.90	7095.40	18471.67	22215.88	归属于母公司净利润	46.24	58.17	73.57	110.26
少数股东权益	555.30	404.50	499.60	600.87					
股东权益	744.78	1015.33	1254.03	1508.22	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
负责和股东权益总计	6517.67	8110.73	10017.56	12048.12	净利润	54.98	87.47	131.10	153.72
估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E	资产减值准备	3.45	3.85	3.85	3.85
每股收益（元）	0.15	0.19	0.24	0.37	折旧摊销	74.91	86.38	99.60	114.85
每股净资产(元)	2.47	3.37	4.17	5.01	公允价值变动净损益	0.00	-0.12	-0.12	-0.12
ROIC	0.50%	0.79%	0.81%	1.01%	财务费用	106.29	163.98	197.22	237.20
ROE	24.40%	9.52%	9.75%	12.15%	营运资本变动	1080.61	1220.01	1467.30	1764.72
毛利率	6.52%	6.63%	6.68%	6.86%	其他	-2.66	-4.00	-4.82	-5.79
净利率	0.39%	0.51%	0.62%	0.61%	经营活动现金流	20.22	73.89	88.86	106.88
EBIT margin	94.00	110.47	139.72	209.40	资本开支	184.64	180.18	218.20	264.24
EBITDA margin	158.96	185.38	226.10	309.01	其他投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	88.57%	87.48%	184.39%	184.39%	投资活动现金流	-184.64	-223.60	-270.78	-327.92
流动比率	0.93	3.32	3.32	3.32	权益性融资	7.21	8.73	10.57	12.80
速动比率	0.73	2.62	2.62	2.62	负债净变化	2737.65	3315.32	4014.89	4862.07
收入增长率	23.07%	21.89%	23.51%	20.27%	支付股利、利息	2351.70	2847.93	3448.88	4176.63
净利润增长率	24.53%	25.79%	26.48%	49.87%	其他融资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
PE	72.49	57.63	45.57	30.40	融资活动现金流	393.15	476.11	576.58	698.24
PB	4.50	3.30	2.67	2.22	货币资金期初余额	809.80	1219.12	1466.23	1763.44
PEG	2.96	2.23	1.72	0.61	货币资金期末余额	1038.53	1563.47	1880.38	2261.54
EV/EBITDA	32.76	29.30	26.18	20.84	现金净变动	228.73	344.35	414.15	498.10

资料来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

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做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其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提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

