

## 医药商业 II

**南京医药 (600713. SH) / 14.35 元**
**并购价值不容忽视，业绩改善预期明确**
**事 项**

近日我们组织机构投资者对南京医药进行了联合调研。

南京医药是以纯销和现销快配为主要业务的区域性医药商业龙头，药房托管行业领先，2009 年营业收入 140 亿元，规模仅次于国药、上药、九州通。

**主要观点**

**一、受益行业集中度提升，并购价值不容忽视。**药品流通行业“十二五”规划出台在即，核心内容包括十二五期间培育 1-2 家年销售额过千亿的全国性医药流通龙头。公司销售规模仅次于国药、上药、九州通，在江苏、安徽、福建占有较高的市场份额，我们认为，长期积累的销售网络和品牌使其成为医药流通领域兼并重组、做大做强的过程中最具并购价值的标的，收购南京医药将成为收购方奠定全国性医药流通龙头地位的关键一步。

**二、开源节流双管齐下，业绩改善预期明确。**今年前三季度公司实现收入 117.25 亿，同比增长 21.92%，净利润 3307 万，同比下降 23.63%。今年由于人力成本上升、物流中心建设投入、财务费用上升，导致毛利率下降、期间费用升高，拖累了业绩增长。未来公司将努力提升盈利能力，具体措施包括：加大集中采购以降低采购价格；加大自有品牌 OEM 品种的销售力度，预计毛利率可达到 15%；合理减少人员，降低人力成本。

**三、现销快配增长迅速，盈利能力有望提升。**新农合的推广启动了广阔的农村医疗市场，公司从 05 年开始经营现销快配业务，在农村市场占得先机。由于终端客户主要是基层医疗机构，以低价普药为主，导致目前毛利率偏低（2% 左右），但由于公司拥有较强的话语权，能够对终端用药产生一定影响，未来将会大力推广高毛利的 OEM 品种，以提高现销快配业务的盈利能力。目前现销快配的年销售收入约为 60 亿元，预计可维持 30% 的增长。

**四、药房托管业内领先，医院规模逐步提升。**公司在药房托管领域具备先发优势，已拥有医院客户近 300 家，毛利率接近 10%，远高于传统业务，但多数医院规模较小。目前公司与南京鼓楼医院、江苏省人民医院、南京市第一医院等大型三甲医院的合作正在洽谈中，合作医院的规模正在逐步提升。在药房托管业务中，公司对进药品种拥有一定的选择权，因此可通过加大 OEM 品种的占比提高盈利能力。预计今年药房托管的收入可突破 15 亿元。

**五、投资建议：推荐（首次）。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.13、0.16 和 0.2 元，对应 PE 分别为 113X、90X 和 72X。在医药流通行业集中度提升的大背景下，公司具有极其重要的并购价值，业绩改善预期明确，目前市销率同行业最低，首次给予“推荐”评级。

研究员： 廖万国

联系人： 陈海刚

Tel: 010-59370822

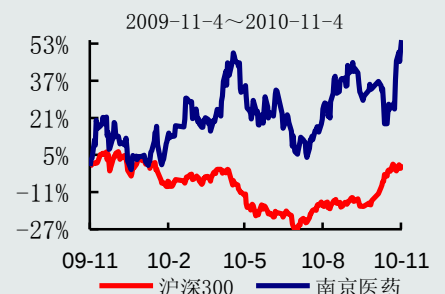
Email: chenhaigang@hczq.com

**投资评级**

|       |      |
|-------|------|
| 投资评级： | 推荐   |
| 评级变动： | 首次评级 |

**公司基本数据**

|                |           |
|----------------|-----------|
| 总股本(万股)        | 34679     |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 23772/0   |
| 资产负债率(%)       | 88.60     |
| 每股净资产(元)       | 1.85      |
| 市盈率(倍)         | 107.62    |
| 市净率(倍)         | 7.76      |
| 12 个月内最高/最低价   | 14.5/9.08 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 5317 | 5292  | 5727  | 6346  |
| 现金             | 1271 | 1074  | 1097  | 1147  |
| 应收账款           | 2180 | 1891  | 1959  | 2010  |
| 其它应收款          | 92   | 156   | 161   | 187   |
| 预付账款           | 545  | 564   | 704   | 847   |
| 存货             | 1164 | 1473  | 1672  | 2004  |
| 其他             | 65   | 135   | 134   | 149   |
| <b>非流动资产</b>   | 1230 | 1240  | 1287  | 1345  |
| 长期投资           | 67   | 58    | 60    | 61    |
| 固定资产           | 583  | 554   | 525   | 497   |
| 无形资产           | 329  | 393   | 449   | 530   |
| 其他             | 251  | 235   | 253   | 257   |
| <b>资产总计</b>    | 6547 | 6532  | 7015  | 7690  |
| <b>流动负债</b>    | 5704 | 5140  | 5565  | 6172  |
| 短期借款           | 1855 | 1732  | 2031  | 2420  |
| 应付账款           | 2073 | 1852  | 1896  | 1940  |
| 其他             | 1776 | 1556  | 1638  | 1811  |
| <b>非流动负债</b>   | 97   | 119   | 119   | 111   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 97   | 119   | 119   | 111   |
| <b>负债合计</b>    | 5800 | 5259  | 5684  | 6284  |
| 少数股东权益         | 186  | 194   | 204   | 216   |
| 股本             | 301  | 347   | 347   | 347   |
| 资本公积金          | 105  | 534   | 534   | 534   |
| 留存收益           | 154  | 198   | 246   | 310   |
| 归属母公司股东权益      | 560  | 1079  | 1127  | 1191  |
| <b>负债和股东权益</b> | 6547 | 6532  | 7015  | 7690  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 20   | -412  | -82   | -144  |
| 净利润            | 55   | 52    | 65    | 81    |
| 折旧摊销           | 0    | 29    | 29    | 29    |
| 财务费用           | 112  | 120   | 120   | 110   |
| 投资损失           | -3   | -5    | -4    | -5    |
| 营运资金变动         | 0    | -624  | -274  | -366  |
| 其它             | -144 | 16    | -18   | 7     |
| <b>投资活动现金流</b> | -185 | -19   | -68   | -79   |
| 资本支出           | 147  | -3    | 1     | 0     |
| 长期投资           | -50  | -24   | 12    | 0     |
| 其他             | -88  | -46   | -55   | -78   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 393  | 234   | 173   | 273   |
| 短期借款           | 511  | -123  | 298   | 390   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 50   | 46    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 2    | 429   | 0     | 0     |
| 其他             | -170 | -119  | -125  | -117  |
| <b>现金净增加额</b>  | 0    | -197  | 24    | 50    |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 14026 | 17077 | 20455 | 23901 |
| 营业成本            | 13111 | 15945 | 19115 | 22347 |
| 营业税金及附加         | 19    | 24    | 28    | 33    |
| 营业费用            | 401   | 461   | 558   | 657   |
| 管理费用            | 323   | 444   | 532   | 621   |
| 财务费用            | 112   | 120   | 120   | 110   |
| 资产减值损失          | 2     | 5     | 3     | 4     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 3     | 5     | 4     | 5     |
| <b>营业利润</b>     | 59    | 84    | 103   | 133   |
| 营业外收入           | 44    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 10    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 94    | 84    | 103   | 133   |
| 所得税             | 39    | 32    | 38    | 52    |
| <b>净利润</b>      | 55    | 52    | 65    | 81    |
| 少数股东损益          | 9     | 8     | 10    | 12    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 46    | 44    | 55    | 69    |
| EBITDA          | 172   | 234   | 252   | 272   |
| EPS（元）          | 0.15  | 0.13  | 0.16  | 0.20  |

主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 23.1%  | 21.8%  | 19.8%  | 16.8%  |
| 营业利润           | 14.7%  | 42.1%  | 21.7%  | 29.6%  |
| 归属母公司净利润       | 52.4%  | -4.5%  | 24.6%  | 25.0%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 6.5%   | 6.6%   | 6.6%   | 6.5%   |
| 净利率            | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   |
| ROE            | 8.3%   | 4.1%   | 4.9%   | 5.8%   |
| ROIC           | 8.6%   | 7.0%   | 6.6%   | 5.8%   |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 88.6%  | 80.5%  | 81.0%  | 81.7%  |
| 净负债比率          | 31.98% | 32.94% | 35.72% | 38.52% |
| 流动比率           | 0.93   | 1.03   | 1.03   | 1.03   |
| 速动比率           | 0.73   | 0.74   | 0.73   | 0.70   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 2.42   | 2.61   | 3.02   | 3.25   |
| 应收账款周转率        | 7      | 8      | 11     | 12     |
| 应付账款周转率        | 6.83   | 8.12   | 10.20  | 11.65  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.13   | 0.13   | 0.16   | 0.20   |
| 每股经营现金         | 0.06   | -1.19  | -0.24  | -0.42  |
| 每股净资产          | 1.61   | 3.11   | 3.25   | 3.43   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 93.38  | 112.70 | 90.41  | 72.30  |
| P/B            | 7.71   | 4.61   | 4.42   | 4.18   |
| EV/EBITDA      | 32     | 24     | 22     | 20     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801