

南京医药(600713)调研报告

推荐

并购重组传闻不断，中药工业将加强发展

首次评级

健康护理/化学制药

发布时间：2010年11月15日

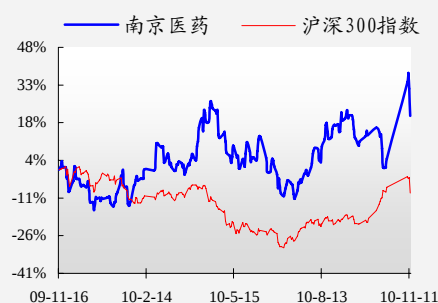
投资要点：

- 公司是仅次于国药、上药和九州通的全国第四大医药流通企业，在江苏、安徽和福建具有较高的市场份额，在医药流通集中度提升的大背景下，公司的并购价值突出。
- 公司是开展药房托管业务的先行者，2009年公司的药事服务销售规模约11亿元，销售净利率远高于传统业务模式。公司正致力于将药事服务业务打造成盈利模式转变的实施平台，争取在苏北、河南、新疆等地开展更多的药事服务合作项目，估计2010年药事服务规模可能突破15亿元。
- 作为苏皖闽三省的医药流通领域的龙头企业，公司受到了华润、国药、上药等国内医药流通巨头的关注，甚至是李嘉诚旗下的和黄集团和某英国外资公司等也传出有并购或合作的意向。并购重组主要是在产业集团和南京市政府层面上进行，上市公司并没有过多地参与其中。最终谁能入主，还不得而知。
- 公司确立做大做强品牌中药产业，控股子公司南京同仁堂产品储备丰富，拥有多个国家级新药和中药保护品种，将会得到优先发展。公司还将扩大上游中药材种植基地，分享中药材涨价的收益。
- 我们预测公司2010-2012年的每股利润分别为0.13元、0.22元和0.33元，我们认为公司业绩弹性较大，给予“推荐”评级，12个月目标价为18.70元。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	14,026	23.07	46	52.44	0.15	8.90	88	
2010E	16,985	21.10	44	-4.35	0.13	4.21	102	
2011E	20,419	20.22	75	58.18	0.22	6.67	60	
2012E	24,525	20.11	114	45.98	0.33	9.06	40	

走势图



市场数据

2010-11-12

收盘价：	13.20 元
52周最高价：	15.31 元
52周最低价：	9.12 元
平均持仓成本：	

基本数据

2010Q3

总股本(万股)：	34,679
流通A股(万股)：	34,679
每股收益(元)：	0.10
每股净资产(元)：	2.97
每股经营现金流(元)：	(0.69)
市净率：	4.44

分析师：周思立 联系人：刘林

执业证书编号：S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

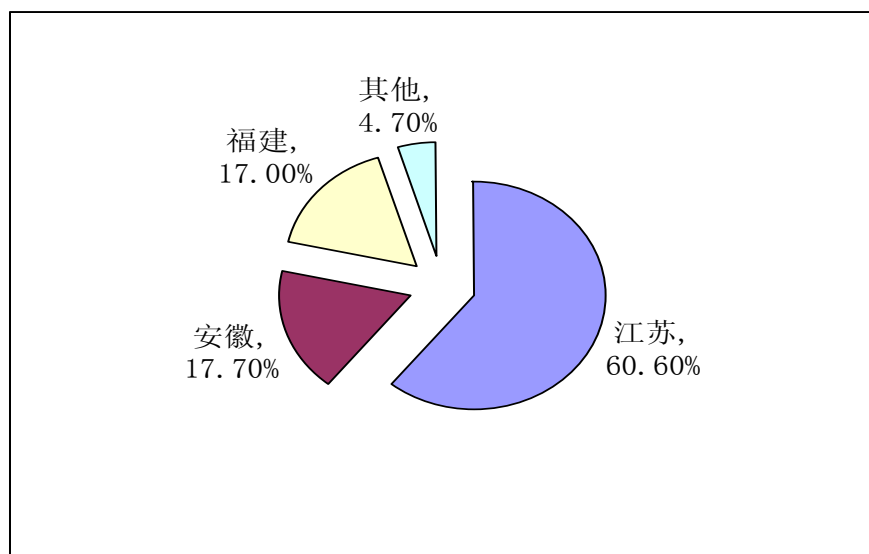
邮编：200002

1. 正在由区域性商业龙头向全国性医药商业巨头进军

南京医药股份有限公司是国内医药流通类首家上市公司，拥有员工近 8000 人，下属 50 余家分子公司，2009 年实现销售收入 140 亿元以上，是仅次于国药、上药和九州通的全国第四大医药流通企业。

公司是苏皖闽三省的医药流通领域的龙头企业，2009 年在三省的销售额共计 133 亿元，其中在江苏省的销售额接近 85 亿元，在安徽和福建的销售额分别为近 25 亿元和近 24 亿元。公司的销售主要来自苏皖闽三省，三省的销售占比达到 95% 以上。

图表 1：公司主要销售区域分布



资料来源：东北证券

公司并不甘于仅在苏皖闽三省发展医药流通，管理层有向全国性商业巨头进军的想法，正积极在全国布局，目前已经上海、山东、河南、新疆、云南、辽宁和湖北等省市设立子公司，基本覆盖了华东、东北、华中、西南和西北等区域，服务 46000 多家客户，其中三级医院 200 家，二级医院近 500 家，最近 5 年销售额的年均复合增长率达到 38%。

公司未来的战略首先是加强在苏皖闽三省医药流通领域的优势地位，同时积极寻找已布局地区的合适并购标的，扩大公司在全国的影响力。但由于其他医药流通巨头也在寻找目前各区域的优势医药流通企业，造成了并购成本的增加，公司不会盲目冒进，会以分阶段、渐进式发展的方式来提高公司在全国其他地区的市场占有率。

2. 完善并加快发展“药事服务”模式

公司是开展药房托管业务的先行者，早在 2002 年就开始推行药房托管。2008 年，公司又提出由“药房托管”向“药事服务”转变的理念，为客户提供标准化、专业化、个性化与增值化的药品解决方案。

2007 年初，南京医药股份有限公司专门成立了南京医药药房托管有限公司（现已更名为南京医药药事服务有限公司），全面负责药房托管业务，构建基于集成化供应链的药

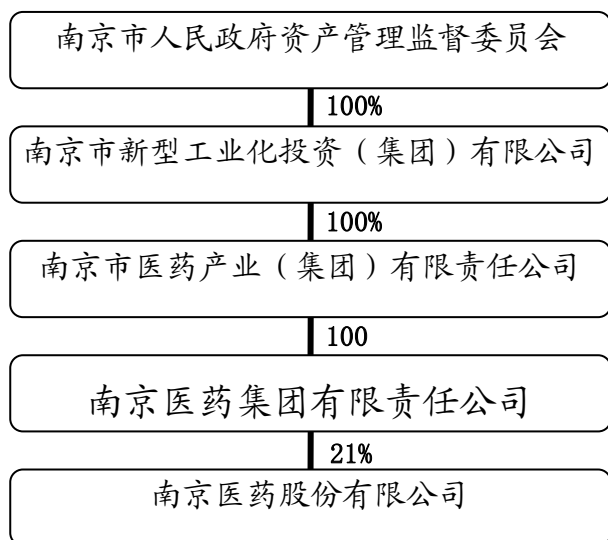
事服务体系。公司开展药事服务合作的医院接近 300 家，其中包括三级以上医疗机构近 30 家，南京地区的省人民医院、鼓楼医院和济南军区所属 8 家三甲医院都引进了南京医药的“药事”模式，药事服务业务覆盖了江苏、安徽、福建、云南、新疆、郑州、山东等地。

2009 年公司的药事服务销售规模约 11 亿元，销售净利率远高于传统业务模式。公司正致力于将药事服务业务打造成盈利模式转变的实施平台，今年上半年完成了对药事服务公司的增资，加强与南京鼓楼医院集团和部队医院等的合作，争取在苏北、河南、新疆等地开展更多的药事服务合作项目，估计 2010 年药事服务规模可能突破 15 亿元。

3. 并购重组传闻不断

公司的大股东是南京市医药产业（集团）有限责任公司，2010 年南京市将南京市医药产业（集团）有限责任公司整体划到南京市新型工业化投资（集团）有限公司，最终实际控制人是南京是资管会。公司股权较为分散，大股东的控股比例仅为 21%。

图表 2：南京医药的控股股东



资料来源：公司公告，东北证券

作为苏皖闽三省的医药流通领域的龙头企业，在医药流通行业集中度内在要求提升的背景下，公司受到了华润、国药、上药等国内医药流通巨头的关注，甚至是李嘉诚旗下的和黄集团和某英国外资公司等也传出有并购或合作的意向。并购重组的谈判主要是在产业集团和南京市政府甚至是省政府的层面上进行，上市公司并没有过多地参与其中。最终谁能入主，还不得而知。

《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》（通俗称医药流通行业十二五规划）在年内即将颁布，核心内容是提高医药流通行业的集中度，在 2015 年之前培养出 1-2 家年销售额过千亿元的全国性医药流通企业和 20 家年销售额过百亿元的区域性医药流通龙头。

华润、国药和上药都在积极运作外延式并购，以争取成为过千亿元的全国性医药流通企业。随着规划颁布日期的临近，各方对南京医药的并购谈判的步伐也在加快。国药若能并购南京医药，将大大加强国药在华东区的市场占有率，从而与上药抗衡；而华润集团在成功完成对北药集团的收购之后，也迫切需要加强在医药流通领域的短板，华东

区是目前华润集团医药领域较薄弱的区域，若能重组南京医药，加上安徽华源和北药股份的资产，将成为能与国药和上药并驾齐驱的医药流通领域的三巨头。由于南京医药的股权较为分散，无论是何方介入，为了强化控股股东地位，均可能有资产注入计划。

4. 中药工业将得到重点发展

公司目前医药工业版块主要有南京同仁堂药业有限责任公司和南京生命能科技开发有限公司。2009 年工业销售额接近 2 亿元，销售占比不到 2%，规模还很小。

南京医药股份有限公司控股 55% 的南京同仁堂药业有限责任公司(南京同仁堂制药厂)历史悠久，其前身是北平同仁堂京都乐家老铺南京分号。南京同仁堂为国内第一批“中华老字号”企业，旗下的“乐家老铺”商标为“江苏省著名商标”和“中国驰名商标”。

公司确立做大做强品牌中药产业，除了传统的“大活络丸”、“牛黄清心丸”、“石斛夜光丸”、“乌鸡白凤丸”等高品质产品外，还陆续推出了“排石颗粒”、国家级新药“止咳化痰颗粒”、治疗乳腺小叶增生的国家级新药“乳宁颗粒”、对病毒性感冒疗效显著的国家中药保护品种“羚羊感冒口服液”、国内首创且独家生产的抗结核病的纯中药制剂“优福宁胶囊”、治疗妇科出血症的“血安胶囊”、专治乳糜尿的“水蜈蚣颗粒”以及治疗痔疮出血的“痔疮止血颗粒”等。

南京同仁堂产品储备丰富，拥有多个国家级新药和中药保护品种，以前公司对于工业板块重视不够，因而导致销售占比很少。在公司确立做大中药产业的目标后，良好的产品结构和“同仁堂”的品牌必会为公司的未来注入新的活力。

5. 上游中药材种植基地规模将扩大

2008 年 5 月，南京医药股份有限公司联合南京同仁堂药业有限责任公司、南京庞德投资管理有限公司成立了南京同仁堂洪泽中药材科技有限公司，主营中药材种植(养殖)、中药材生产研发、中药材深加工开发等。种植基地位于江苏省淮安市洪泽县，有 5000 多亩流转土地，包括国内最大的水蛭专业化人工繁育与养殖基地、华东地区最大的金银花种植基地、连钱草种植示范基地、板蓝根种植基地等，下一步基地规划达到 25000 亩以上。

公司坚持生产与科技研发并重，注重科技人才引进与培养，设置了独立的研发机构，2009 年 8 月建成淮安市中药材种植与加工工程技术研究中心。2010 年，洪泽基地建成了中药材干燥车间，伴随后期将配套建设的药材深加工开发、包装及仓储等设施，洪泽基地将成为一个集生产、加工、物流、展示、服务于一体的大型综合类园区。

目前洪泽基地所产的中药材主要供应南京同仁堂药业有限责任公司，随着产量的逐渐扩大以及中药材价格的节节攀高，公司也在试图将来外销，但由于目前品种较少、产量还不小，公司对于中药材的销售还没有准备好，因而短期内还不能贡献利润。

6. 投资建议

我们预测公司 2010-2012 年的每股利润分别为 0.13 元、0.22 元和 0.33 元，现价对应的 PE 分别为 102 倍、60 倍和 40 倍，估值并不便宜。但公司在苏皖闽三省具有优势地位，在医药流通集中度提升的大背景下，公司的并购价值突出，即便不考虑重组传闻，

其全国第四大医药流通企业的背景也应获得更高的市值。公司的业绩弹性较大，管理层正积极地开源节流，在加强三费管理的同时，提高对高毛利的工业板块和“药事服务”的投入，并进军上药中药材资源。我们认为公司明年的业绩很可能超预期，因此给予“推荐”评级，12个月目标价为18.70元。

7.风险提示

- 进入加息周期将加重公司的财务压力。
- 药价调整可能导致公司利润的减少。
- 资产重组进程低于预期。

财务预测表:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5284	6426	7571	9190	营业收入	14026	16985	20419	24525
货币资金	1269	1500	1680	1341	营业成本	13111	15890	19068	21989
应收账款	2159	2990	3575	4150	营业税金及附加	19	28	33	38
其他应收款	91	185	222	280	销售费用	401	445	534	636
预付账款	543	106	127	196	管理费用	323	409	452	520
存货	1158	1168	1240	2090	财务费用	112	120	144	175
其他	64	477	727	1133	资产减值损失	2	8	0	0
非流动资产	1233	1400	1589	1700	公允价值收益	0	0	0	0
长期投资	76	69	82	174	投资收益	3	23	25	30
固定资产	578	610	727	880	营业利润	59	92	136	172
无形资产	329	320	379	400	营业外收入	44	10	12	15
在建工程	75	130	150	117	营业外支出	10	9	10	12
开发支出	0	0	0	0	利润总额	94	93	138	175
投资性房产	113	105	103	103	所得税	39	38	51	48
其他	62	166	148	26	净利润	55	55	87	127
资产总计	6518	7826	9160	10890	少数股东损益	9	11	12	13
流动负债	5676	6400	7588	9106	母公司净利润	46	44	75	114
短期借款	1855	2035	2428	2620	EPS (元)	0.15	0.13	0.22	0.33
应付账款	2055	2350	2731	3580	主要财务比率				
其他	1766	2015	2430	2906	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
非流动负债	97	110	124	166	成长能力 (%)				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	23.07	21.10	20.22	20.11
其他	97	110	124	166	营业利润	14.73	55.93	47.83	26.47
负债合计	5773	6510	7712	9272	净利润	52.44	-4.35	58.18	45.98
股本	301	347	347	347	盈利能力 (%)				
资本公积	103	497	497	497	毛利率	6.52	6.45	6.62	10.34
未分配利润	97	146	226	340	净利率	0.39	0.32	0.43	0.52
少数股东权益	189	272	324	360	ROE	8.90	4.21	6.67	9.06
母公司股东权益	555	1044	1124	1258	偿债能力 (%)				
负债股东权益合计	6518	7826	9160	10890	资产负债率	88.57	83.18	84.19	85.14
现金流量表					流动比率	0.93	1.00	1.00	1.01
单位: 百万元					速动比率	0.73	0.82	0.83	0.78
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	营运能力 (次)				
净利润	55	55	87	127	总资产周转率	2.43	2.37	2.40	2.45
财务费用	112	120	144	175	存货周转率	13.04	13.66	15.84	13.21
资产减值准备	2	8	0	0	应收账款周转率	50.88	6.60	6.22	6.35
投资收益	3	23	25	30	每股指标 (元)				
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股收益	0.15	0.13	0.22	0.33
经营活动现金流	20	40	60	80	每股经营现金	0.07	0.12	0.17	0.23
投资活动现金流	-185	-180	-150	0	每股净资产	1.85	3.01	3.24	3.63
筹资活动现金流	393	590	0	0	估值比率 (倍)				
期初现金余额	810	1039	1489	1399	PE	88	102	60	40
期末现金余额	1039	1489	1399	1479	PB	7.14	4.39	4.07	3.64
现金流净增加额	229	450	-90	80					

资料来源: 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。