

公司研究 / 公司调研

2014年11月12日

医药生物 / 医药商业 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 7.58
合理价格区间(元):

赵媛 执业证书编号: S0570512070067
研究员 021-28972092
zhaoyuan@mail.htsc.com.cn

杨烨辉 执业证书编号: S0570514060002
研究员 0755-23952805
yangyehui@mail.htsc.com.cn

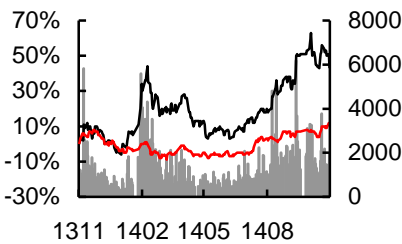
胡骥 执业证书编号: S0570512070028
研究员 0755-83201063
huji@mail.htsc.com.cn

姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《南京医药(600713):困境已过,曙光初现》2013.02
- 2《南京医药(600713):药事服务前景好,增发成功改善公司资金压力》2010.06
- 3《南京医药(600713):医药商业区域龙头》2009.09

股价走势图



从量变到质变,与联合博姿合作值得期待

南京医药(600713)

投资要点:

商业分销稳步发展,药事服务和零售渐成发展两翼。公司医药商业规模和市场份额处于江苏、安徽第一、福建前三地位,在昆明、武汉、四川多点布局,预计2014年整体规模超过200亿,随着新一轮药品招标启动,有望进一步提高市场份额。在医药分开的背景下,公司准确把握公立医院改革的利益诉求,通过向客户提供设备租赁、信息系统、院内物流优化、库房管理、代客煎药等供应链一体化解决方案,不仅增加客户采购粘性(在江苏人民医院、鼓楼医院份额均已超过50%),同时通过信息共享,为上游厂商、保险等提供数据服务,提升盈利水平。

引入战略投资者,财务减负显著。公司短期借款30亿,资产负债率高达88.5%,定增引入联合博姿 Alliance Healthcare (持股12%),8亿元将用于偿还银行借款,预计资产负债率降到75%左右,按8%的贷款利率测算,每年可减少财务费用6400万元。同时,偿债能力改善使信用评级从2A-提升到2A,对存量贷款负担也有一定缓解。

中长期全方位战略合作,增长潜力加速释放。联合博姿作为全球医药流通行业巨头,与多家国际医药工业巨头保持良好合作关系,将大大丰富南京医药医院纯销业务的药品种类,增加高利润的进口药品所占的比例。作为联合博姿在华东的商业平台,公司将充分利用其议价权,争取进口及合资优秀品种的区域一级代理权,并加强与广州医药的合作(联合博姿在华南的战略合作者),中长期提升毛利率水平。双方将在供应链、信息化、预算管理方面展开全面合作,公司的运营效率将得以改善。

趋势向上,业绩弹性值得期待。联合博姿将派驻2个董事和1个高管,成立管理委员会,就短中长期战略规划进行部署,并有望引进国际化薪酬方案,解决长期约束发展的激励问题。考虑到增发,预计2014~2016年摊薄EPS 0.10/0.20/0.31元,同比增长131%、101%、53%,目前股价对应PE分别为76倍/37倍/24倍。我们看好公司以药事服务为核心的盈利模式,与联合博姿的全面战略合作,将加速业绩潜力的释放,从而带动估值提升,维持增持评级。

风险提示: 战略合作及业务整合进度低于预期

公司基本资料

总股本(百万)	693.58
流通A股(百万)	693.58
52周内股价区间(元)	4.93-8.49
总市值(百万)	5,194.92
总资产(百万)	11,258.73
每股净资产(元)	1.49

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

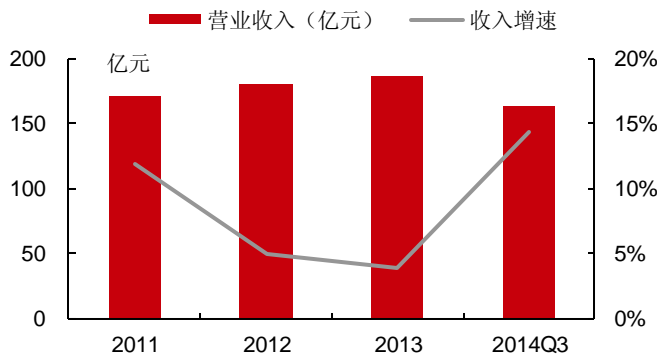
	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	18738	21548	25427	28987
+/-%	4%	15%	18%	14%
净利润(百万)	39	89	181	276
+/-%	257%	131%	102%	53%
EPS	0.04	0.10	0.20	0.31
PE	175.86	76.04	37.66	24.65

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

商业分销稳步发展，药事服务和零售渐成发展两翼

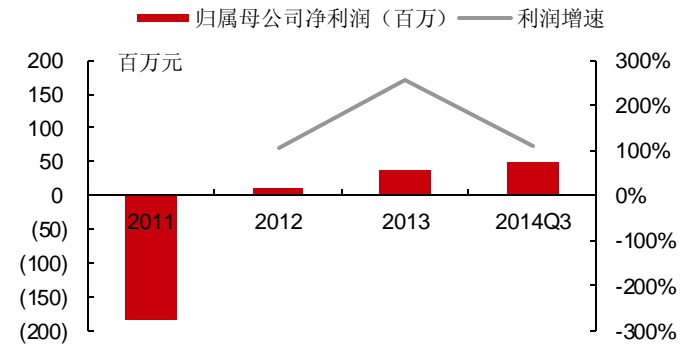
华东地区医药分销龙头，市场份额稳步提升。公司医药商业规模和市场份额处于江苏、安徽第一、福建前三地位。公司立足苏皖闽等传统优势地区，商业经销和配送网络在昆明、武汉、四川多点布局，预计2014年整体规模超过200亿，随着新一轮药品招标启动，有望进一步提高市场份额。未来公司将通过收购和区域商业整合，不断扩大覆盖范围，巩固地区龙头地位。

图 1: 公司收入规模及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图 2: 公司净利润规模及增速

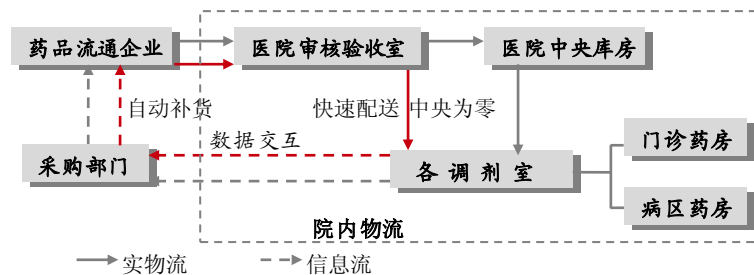


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

顺应行业发展趋势，特色药事服务领先

目前，国内大多数医院药品存货占医院流动资金的40%-70%，同时药品管理人员工资，保管损耗都加大了储存成本。在院内物流成本成为医院额外的负担，医院在药品流通上会希望进一步降低药房的成本，甚至实现医院药品零库存，将药房的库存和物流等成本转给药品供应商，实现医药生产企业、物流配送、医疗机构三位一体，资金流、物流、信息流三流合一的新型医药购销模式。

图 3: 院内物流优化流程 (红色箭头)



资料来源: 华泰证券研究所

从2002年起，公司致力于以订单为导向、以药事服务为内容的供应链模式创新。目前药事服务收入规模达到40亿，盈利水平高于传统分销配送。合作的医院客户达300多家，包括江苏省人民医院、鼓楼医院等标杆性三甲医院。省外方面，和安徽医科大学第二附属医院、安徽省立医院南区、合肥市第一人民医院等大型医疗机构开展药品配送合作，安徽省范围内开展药事服务合作的医疗机构及药房数量已达52家，实现了由南京向外埠区域、内地向边疆、地方向部队、经济发达地区向欠发达地区的扩张。

在目前医药分开的背景下，公司准确把握公立医院改革的利益诉求，通过向客户提供设备租赁、信息系统、院内物流优化、库房管理、代客煎药等供应链一体化解决方案，不仅增加客户采购粘性（在江苏人民医院、鼓楼医院份额均已超过50%），同时通过信息共享，为上游厂商、保险等提供数据服务，提升盈利水平。

创新零售运营模式，提供健康管理解决方案

公司拥有零售门店总数 400 余家，75% 药店具有定点医保资质，业务终端分布在南京、徐州、扬州、盐城、淮安、南通以及安徽省合肥市、福建省福州市等地。药店主要面向社区基层，目前试点通过搭建以居民健康档案为核心的医药信息化体系，促成实体门店与信息数据的有效结合，实现药品销售订单的终端拦截，同时创新标准化、专业化、模式化的门店经营模式，未来也将在电商模式方面进行探索。

公司旗下拥有 6 家百年老字号药店（同仁堂-1669 年、回春-1780 年、泰和生-1824 年、广济-1848 年、童恒春-1873 年、张泰和-1904 年），其历史底蕴深厚，在当地乃至海外都有着一定的知名度和影响力。未来计划在老字号药店内开设中医内科、外科、妇科、儿科、推拿科等特色专科，邀请名、老中医坐堂。同时，配备较大规模的中药房、中药煎药房。

携手联合博姿，从量变到质变

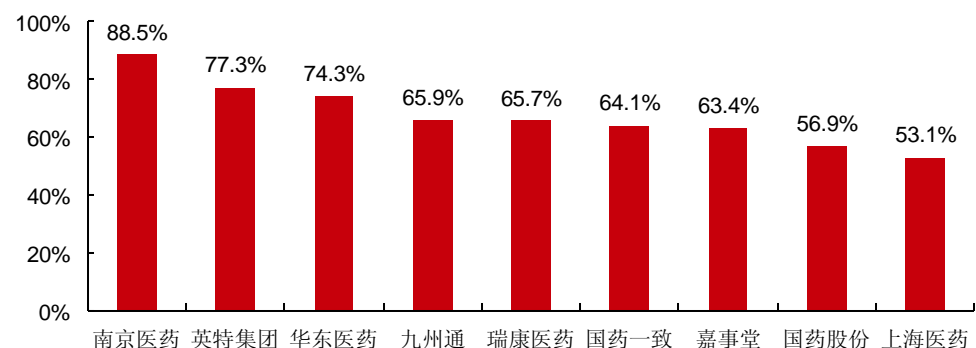
公司定增方案近日获批，非公开发行 2.04 亿股，其中控股股东南药集团认购 47.17%，联合博姿 Alliance Healthcare 认购 52.83%，增发预计年内完成，南药集团将持有公司 26.94% 的股份，仍为公司控股股东，Alliance Healthcare 将持有 12.00% 的股份。

联合博姿是全球领先的、以药店业务为主导的国际保健美容集团，在全球超过 25 个国家开展业务，旗下以药店业务为主导的保健美容零售业务（Boots）遍及九个国家，经营着 3150 多家保健美容零售店，其中近 3050 家店内设有药房，网上销售亦增长迅速。此外，联合博姿旗下的博姿眼镜、博姿听力保健等亦在英国具有广泛业务。联合博姿旗下的医药批发分销部门，向遍布 20 个国家的 370 余家分销中心提供药品、保健产品和服务，终端客户涉及超过 18 万家药店、医生、保健中心和医院。2012 年 6 月，联合博姿宣布与美国最大的药店连锁沃尔格林结成战略合作伙伴关系，旨在携手打造全球首家世界级的、以药店为主导的医药保健企业。

短期量变，财务减负显著

公司前三季度净利润率仅为 0.3%，财务负担一直是拖累业绩的原因，公司以面向医院的纯销为主，医院的应收账款回款周期较长，另外，近年来大规模网络布局和扩张，多通过银行进行融资，截止 2014Q3，公司短期借款 30 亿，资产负债率高达 88.5%。

图 4: 公司资产负债率高企



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

公司定增募集资金 10.6 亿元（未扣除发行费用），其中 8 亿元将用于偿还银行借款，资产负债率降到 75% 左右，按 8% 的贷款利率测算，每年可减少财务费用 6400 万元。同时，国资担保和偿债能力的改善，公司信用评级从 2A- 提升到 2A，对存量贷款负担也有一定缓解。

中长期全方位战略合作，业绩潜力加速释放

增加高利润品种代理，增强议价权。联合博姿作为全球医药流通行业巨头，与多家国际医药工业巨头保持良好合作关系，将大大丰富南京医药医院纯销业务的药品种类，增加高利润的进口药品所占的比例。作为联合博姿在华东的商业平台，公司将充分利用其议价权，争取进口及合资优秀品种的区域一级代理权，并加强与广州医药的合作（联合博姿在华南的战略合作者），中长期提升毛利率水平。

供应链、信息化、预算管理全面合作，运营效率逐步改善。根据双方签订的《战略合作协议》，联合博姿旗下最重要的子公司 Alliance Boots Holdings 未来将在医药批发、零售市场以及国际公司的管理等方面给公司带来专业管理经验，并在信息管理系统和分析流程的现代化等方面给予公司帮助。

换届改选元年，激励到位加速业绩释放。联合博姿将派驻 2 个董事和 1 个高管，成立管理委员会，就短中长期战略规划进行部署，并有望引进国际化薪酬方案，解决长期约束发展的激励问题。

盈利预测与投资评级

考虑到增发，预计 2014~2016 年摊薄 EPS 0.10/0.20/0.31 元，同比增长 131%、101%、53%，目前股价对应 PE 分别为 76 倍/37 倍/24 倍。我们看好公司以药事服务为核心的盈利模式，与联合博姿的全面战略合作，将加速业绩潜力的释放，从而带动估值提升，维持增持评级。

风险提示

战略合作及业务整合进度低于预期

盈利预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	8251	9117	9395	10550
现金	1457	1783	1021	1300
应收账款	4256	4370	4915	5324
其他应收账款	161	218	263	302
预付账款	497	636	727	811
存货	1509	1690	1976	2254
其他流动资产	371	420	492	559
非流动资产	1399	1198	1153	1105
长期投资	197	62	62	62
固定资产投资	469	452	397	341
无形资产	381	385	399	409
其他非流动资产	352	299	295	293
资产总计	9650	10315	10548	11655
流动负债	8123	8446	8400	9080
短期借款	3078	3078	2278	2278
应付账款	2999	3430	4026	4565
其他流动负债	2047	1939	2096	2238
非流动负债	238	238	238	238
长期借款	9	9	9	9
其他非流动负债	229	229	229	229
负债合计	8362	8685	8638	9318
少数股东权益	273	322	421	572
股本	694	897	897	897
资本公积	304	304	304	304
留存公积	17	106	287	563
归属母公司股	1015	1308	1489	1765
负债和股东权益	9650	10315	10548	11655

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	-354	476	285	489
净利润	60	138	279	427
折旧摊销	102	101	105	110
财务费用	235	280	219	187
投资损失	-74	-35	-35	-39
营运资金变动	-641	-6	-298	-210
其他经营现金	-36	-3	14	15
投资活动现金	163	148	-27	-24
资本支出	162	-20	0	0
长期投资	87	-138	-2	-2
其他投资现金	412	-9	-29	-26
筹资活动现金	29	-298	-1019	-187
短期借款	889	0	-800	0
长期借款	-203	0	0	0
普通股增加	0	204	0	0
资本公积增加	-23	0	0	0
其他筹资现金	-634	-502	-219	-187
现金净增加额	-162	326	-761	279

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	18738	21548	25427	28987
营业成本	17544	20067	23552	26705
营业税金及附加	24	28	33	37
营业费用	477	493	582	658
管理费用	408	422	498	562
财务费用	235	280	219	187
资产减值损失	18	18	18	18
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	74	35	35	39
营业利润	107	275	561	860
营业外收入	36	25	25	25
营业外支出	22	20	20	20
利润总额	121	280	566	865
所得税	61	142	287	438
净利润	60	138	279	427
少数股东损益	21	49	99	151
归属母公司净利	39	89	181	276
EBITDA	444	657	885	1156
EPS	0.06	0.10	0.20	0.31

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力	4.0%	15.0%	18.0%	14.0%
营业收入	168.2%	156.2%	103.8%	53.2%
营业利润	257.5%	131.3%	101.9%	52.8%
归属母公司净利				
获利能力	6.4%	6.9%	7.4%	7.9%
毛利率(%)	0.2%	0.4%	0.7%	1.0%
净利率(%)	3.8%	6.8%	12.1%	15.6%
ROE(%)	5.9%	9.4%	12.2%	15.6%
ROIC(%)				
偿债能力	86.7%	84.2%	81.9%	80.0%
资产负债率(%)	39.3%	35.5%	26.5%	24.5%
净负债比率(%)	1.02	1.08	1.12	1.16
流动比率	0.83	0.88	0.88	0.91
速动比率				
营运能力	1.99	2.16	2.44	2.61
总资产周转率	5	5	5	6
应收账款周转率	6.26	6.24	6.32	6.22
应付账款周转率				
每股指标(元)	0.04	0.10	0.20	0.31
每股收益(最新摊	-0.39	0.53	0.32	0.55
每股经营现金流	1.13	1.46	1.66	1.97
每股净资产(最新				
估值比率	175.86	76.04	37.66	24.65
PE	6.70	5.20	4.57	3.85
PB	16	11	8	6
EV EBITDA	4.0%	15.0%	18.0%	14.0%

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：8610 68085588/传真：8610 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 层 / 邮政编码：200120

电话：8621 50106028/传真：8621 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn