

暂无评级

## 主营业利润大幅增长 集团层面仍是催化剂

——桐君阁（000591）2009年报点评——

### 研究员

王剑辉

执业证书编号：S1250200010075

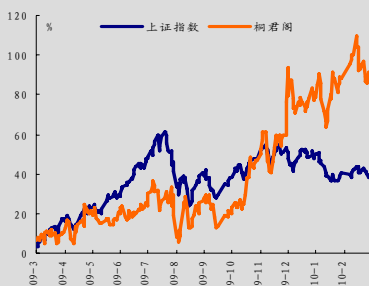
电话：010-88092288-3502

邮箱：wjhui@swsc.com.cn

### 市场数据

总股本（百万股）	196.2
总市值（百万元）	2157.8
流通比例	55.26%
52周最低/最高（元）	6.88/16.19

### 52周年以来表现比较



### 主要指标预测

(百万元)	2010E	2011E	2012E
销售收入	4387	5033	5775
EBITDA	71	78	75
净利润	26	30	27
EPS(元)	0.13	0.15	0.14
PE(X)	85.3	73.1	80.7
PB(X)	4.7	4.4	4.2
ROIC	3.52%	3.82%	3.18%

### 点评:

**09年公司业绩回顾** 公司实现营业收入 38.28 亿元，同比增长 9.67%，营业利润为 1030.65 万元，同比增长 180.04%，主要是公司财务费用大幅缩减，同比下降了 64.89%，销售费用率显著下降 10 个百分点，为 18.03%。营业外收入 1910.79 万元，同比大幅下降了 60%，该收入为公司拆迁补偿款，是公司的中药制药厂搬迁以后，长期存在的补贴款，每年收入由相关拆迁进度而定，不稳定；归属母公司净利润为 1992.96 万元，同比减少 7.5%，每股收益 0.1 元，扣除非经常损益，归属母公司净利润为 337.96 万元，每股收益为 0.0097 万元，同比增长 321.74%，每股经营现金流净额为 0.23 元，加权平均净资产收益率为 5.3%，比上年略低 0.6%。

**加速直营店建设，巩固区域优势** 公司拥有大量加盟店的原因，一方面是重庆区域分散，区县众多，农村市场也大，要占领区域地势，不能完全依靠直营店的模式，加盟是地区扩张最快的方法；另外一方面，桐君阁自身的资源组成结构也决定其以加盟作为主要扩张模式，三大药房一直扮演着作为上游医药集团销售渠道的重要角色，大量的加盟店带来了收入的快速增长。但是在医改大背景下，虽然拥有大量的门店，但加盟店配送途径多元，管理难度大，多是加量不加利。加快直营店的建设，一是获得更大的“真实”覆盖面，二是提高整体毛利率，09 年直营店总数达到 750 家，增幅 16.8%，09 年毛利率为 10.03%，较 08 年提高了 1.5 个百分点。我们认为，加快发展直营店是公司整理现有渠道的作为，进一步加强川渝地区零售配送市场的控制，使在医改逐渐深化中，发挥区域垄断优势，同时在细化管理过程中，毛利空间也将缓慢上升。

**药品降价与规模增长相抵充** 在以地区招标采购的要求中，桐君阁作为川渝地区商业龙头，将直接受益医改扩容，两个地区农村市场广大，配送额将有较快增长，但是药品降价，特别是重庆地区已多年未实行招标，新的招标将在今年开启，对公司的配送规模增长将直接产生抵充，因此，我们预计公司整体营业收入仍将保持在 10% 的年增长水平。

**利润增长或降低无伤大雅，土地和重组仍是股价催化剂** 公司股价在二级市场上的表现，整体来看是被动的。扣除非经常损益，公司归属母公司净利润同比增长 321%，但仍低于行业平均水平，净利润率不到 0.5%；支撑公司目前估值的主要两大因素是集团的重组预期和公司搬迁之后留下来的 178 亩土地增值，另外，我们认为医药商业的整合提速，公司股价可能被动享受行业的行情催化。

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	630	644	736	844	969	营业收入	3490	3828	4387	5033	5775
应收票据	31	22	30	34	39	营业成本	3197	3444	3936	4519	5189
应收账款	222	237	283	324	372	营业税金及附加	8	9	10	11	13
预付款项	72	112	157	210	270	销售费用	156	184	211	236	275
其他应收款	36	37	44	51	58	管理费用	104	173	199	228	261
存货	458	526	560	643	738	财务费用	21	7	11	12	14
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	328	348	276	239	202	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	2	1	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	4	10	20	26	22
无形资产	103	100	98	96	94	营业外收支净额	24	18	14	14	14
长期待摊费用	0	1	1	1	0	税前利润	28	28	33	39	35
资产总计	1976	2121	2293	2569	2892	减: 所得税	7	7	8	9	9
短期借款	184	169	149	197	266	净利润	21	21	25	30	27
应付票据	837	923	1055	1212	1391	归属于母公司的净利润	22	20	26	30	27
应付账款	434	418	487	559	642	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	23	57	58	60	61	基本每股收益	0.11	0.10	0.13	0.15	0.14
应付职工薪酬	12	10	10	10	10	稀释每股收益	0.11	0.10	0.13	0.15	0.14
应交税费	16	22	22	22	22	<b>财务指标</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
其他应付款	6	6	6	6	6	<b>成长性</b>					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	12.1%	9.7%	14.6%	14.7%	14.7%
长期借款	7	36	64	64	64	EBIT 增长率	-22.4%	-28.2%	73.7%	21.6%	-6.6%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	0.5%	-7.5%	29.2%	16.7%	-9.5%
负债合计	1555	1679	1825	2072	2368	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	421	442	468	497	524	销售毛利率	8.4%	10.0%	10.3%	10.2%	10.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	销售净利率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
净利润	21	21	25	30	27	ROE	5.1%	4.5%	5.5%	6.0%	5.2%
折旧与摊销	0	34	39	39	39	ROIC	3.15%	2.12%	3.52%	3.82%	3.18%
经营活动现金流	170	45	95	72	69	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-32	22	0	0	0	PE	102.0	110.2	85.3	73.1	80.7
融资活动现金流	-89	-3	-3	36	55	P/S	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
现金净变动	49	63	92	108	124	P/B	5.2	5.0	4.7	4.4	4.2
期初现金余额	482	630	644	736	844	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	530	693	736	844	969	EV/EBITDA	72.8	35.2	24.8	21.8	21.8

数据来源: 公司财报, 西南证券研发中心

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

---

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准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>