

嘉事堂 (002462) 医药商业

好风凭借力，送我上青天

投资评级

推荐

公司评级

A

收盘价

元

投资要点：

- 1、近 10 年，医药商业的销售额从 999 亿增长到 4700 亿，年平均增长率约 15%，国家推进基本医疗覆盖网的需要建立以省为单位的单层次物流配送平台，越来越多的政策不利于规模偏小的商业公司生存：1、压缩药品中间环节流通差价率；2、《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作意见》明确，“委托的药品药品配送企业必须具有现代物流能力”，并且要求药品配送只允许委托一次，即两票制原则。这些政策的出台提高了行业门槛，推进医药商业向扁平化方向发展，医药商业在市场和政策双重作用下集中度不断提高；
- 2、公司专注于医药批发与零售，在北京地区具有比较明显的优势。公司批发业务在 2006 年就成为北京地区社区医疗零差价统一配送一级配送商资格 5 家企业之一，并在随后的二次竞争中胜出成为北京市 18 家社区医疗配送服务的两家企业之一，占有北京社区集中配送市场份额 30%，公司零售业务拥有 171 家全资直营药店，为北京市最大的直营药店企业；
- 3、公司第三方物流业务占据商业发展的制高点，目前公司配送中心在华北地区规模最大，现代化程度最高，不仅极大地支持了公司自身批发业务，还向拜耳、天士力、联邦制药等企业提供服务，物流配送是公司未来长期发展战略；
- 4、公司的增长动力来自几个方面：1) 北京社区基本药物集中采购配送和二级以上医院药品集中采购配送近几年可预期的显著扩容；2) 现代化的物流中心为公司获得配送资格甚至扩大配送资格范围创造了硬件条件，医院库房的终端延伸战略加强了合作，带来业务增量；3) 向制药上游延伸，专注基础药物贴牌，降低连锁药店采购成本；
- 5、本次募集资金主要投向三个项目：1) 医药物流二期项目；2) 连锁药店扩展；3) 医疗批发扩展项目。我们认为公司的增长轨迹比较清晰，近几年主要受益药物集中采购配送的显著扩容，长期看第三方物流的集约化经营，我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.27、0.38、0.50 元，公司合理定价在 15-17 元之间。

2010 年 7 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)

上证指数/深圳成指

50 日均成交额(百万元)

市净率(倍)

股息率

基础数据

流通股(百万股)

160

总股本(百万股)

流通市值(百万元)

总市值(百万元)

每股净资产(元)

净资产负债率

股东信息

大股东名称

持股比例

52 周行情图

相关研究报告

联系方式

研究员： 刘斌

执业证书编号： S0020207080709

电 话： 021-51097188-1859

电 邮： liubin@gyzq.com.cn

联系人： 赵喜娟

电 话： (86-21) 51097188-1952

电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn

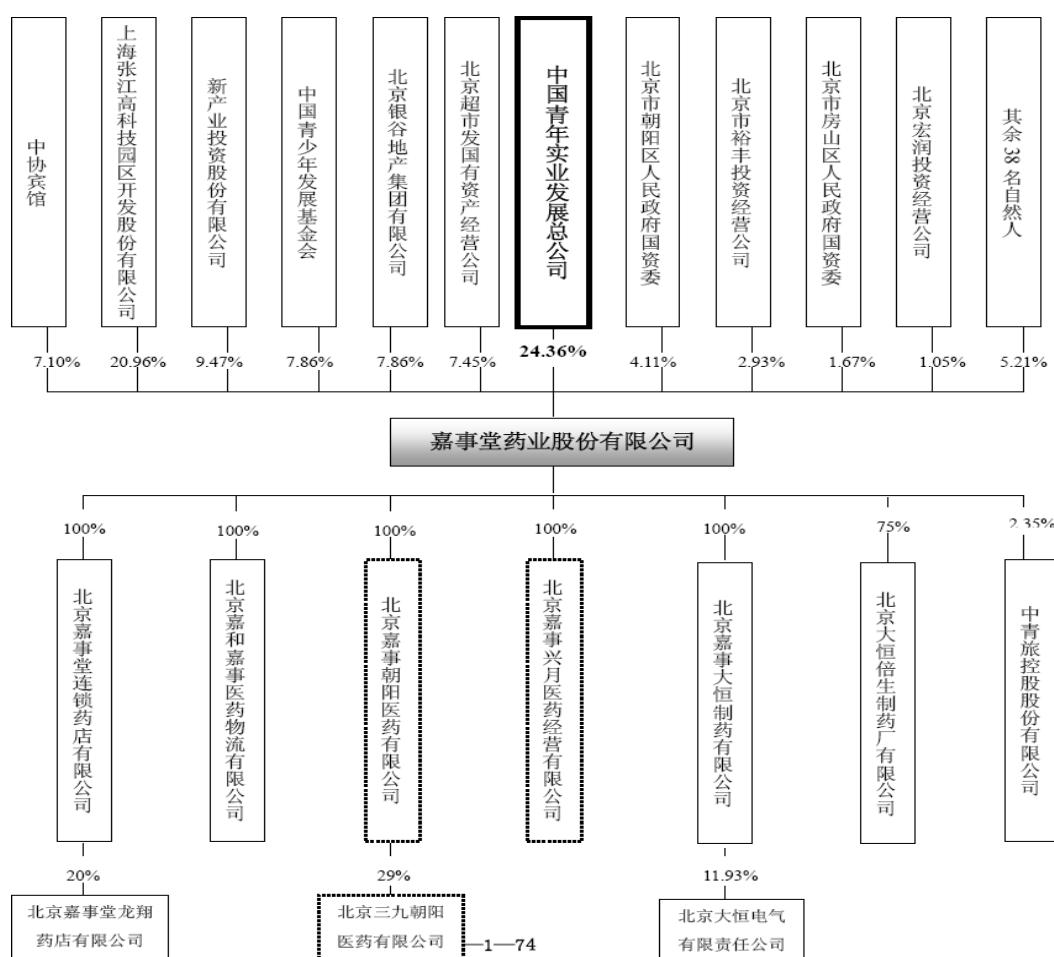
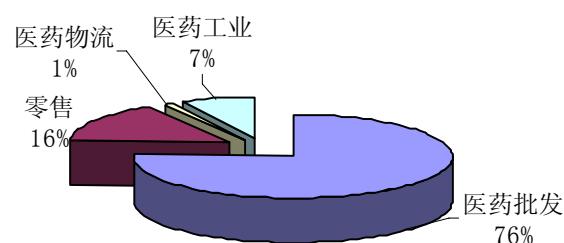
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路

179 号 (230001)

公司概况

公司专注于医药批发与零售，在北京地区具有比较明显的优势，目前商业规模在 10 多亿，属于区域医药商业的强势品牌。公司批发业务在在 2006 年就成为北京地区社区医疗零差价统一配送一级配送商资格 5 家企业之一，并在随后的二次竞争中胜出成为北京市 18 家社区医疗配送服务的两家企业之一，公司零售业务拥有 171 家全资直营药店，为北京市最大的直营药店企业，随着医药商业的扁平化趋势演进，公司医药物流业务正在成为新的发展战略。

业务结构



医药商业行业

医药商业规模和集中度不断提高

2008 年，全国全国医药商业实现销售收入 4699 亿元，比上年增长 16.7%，近 10 年，医药商业的销售额从 999 亿增长到 4700 亿，年平均增长率约 15%，同时，整个医药商业的集中度不断提高特别是随着国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡的基本医疗保障体系，极大的促进了终端药物的需求，医药商业作为连接制药企业和终端消费的桥梁，促进了卫生资源配置。

据中国医药协会统计，2008 年我国医药商业企业 1.3 万家，零售药店 14 万家，呈现比较分散的状态，国家推进基本医疗覆盖网的需要建立以省为单位的多层次物流配送平台，越来越多的政策不利于规模偏小的商业公司生存，包括压缩药品中间环节流通差价率；《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作意见》明确，“委托的药品药品配送企业必须具有现代物流能力”，并且要求药品配送只允许委托一次，即两票制原则，这些政策的出台提高了行业门槛，推进医药商业向扁平化方向发展，医药商业在市场和政策双重作用下集中度不断得以提高。

图 1 商业集中度持续提高

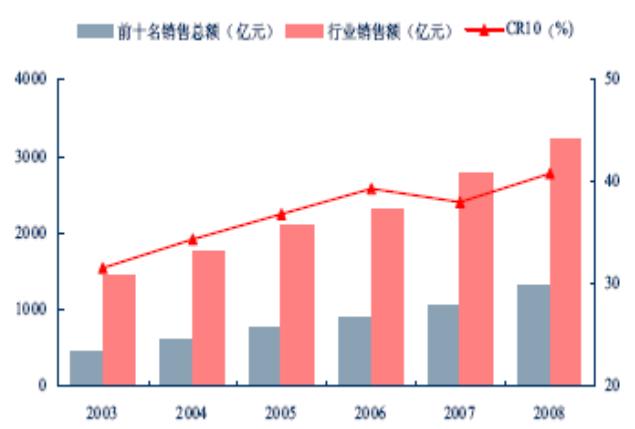


图 2 商业企业结构

	超过 50 亿元企业个数	超过 20 亿元企业个数	超过 10 亿元企业个数
2000	2	6	18
2003	6	17	40
2004	6	24	51
2005	8	25	56
2006	9	30	65
2007	9	35	77
2008	11	42	82

北京市场医药商业竞争格局

长久以来北京市用药人群逐步形成了消费品牌药习惯，医药商业企业销售收入和利润空间相对较高，这使得北京市医药商业在消费量与消费潜力方面居于前列，同时政府对北京医药市场的监管力度较大，市场竞争较为规范，为医药商业营造了一个良好的发展环境，有利于医药商业的形成规模，目前北京市有医药商业 240 余家，2008 年北京市医药商业销售额 447 亿元，比上年增长 24.1%，占全国商业总额的 9.53%，在全国 30 个省市排名第 3 位。

表 1 北京市新医改涉及商业的文件与进程

时间	政策文件	实行效果、结果
2006 年 11 月	贯彻国务院《关于发展城市社区卫生服务指导意见》	对北京市 240 余家商业企业进行统一配送商资格遴选, 遴选出 5 家配送商, 包括北京医药、国药、北京丰科城、嘉事堂药业和北京京新龙医药销售公司
2009 年 11 月	《2009 年北京市医疗机构药品集中采购公告》	改变以往的六组各自采购为全市集中采购, 变中介主导为政府主导, 切实减少中间环节
2009 年 12 月	《关于开展北京市药品集中采购配送商遴选工作通知》	遴选 10+2 (2 家备选) 家二级以上医院药品集中配送商企业, 结果尚未公布

北京市新医改走在全国前列。为新医改配套的医药商业配送体系逐步完善, 2006 年医药商业呈现的新变化, 新兴盈利模式崛起

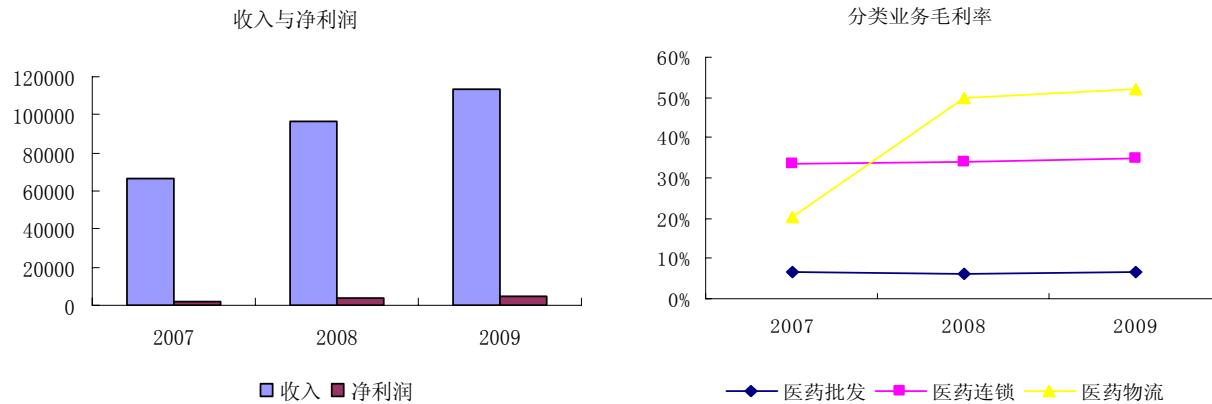
传统的医药商业主要靠进销差价和年终返利来盈利, 盈利能力主要视规模、终端覆盖或者品种而有差别, 随着竞争的加剧和医改政策的标示下, 医药商业开始探索崭新的盈利模式, 包括第三方物流、贴牌生产、信息服务和药房托管, 但总的来说这些新兴业务占比还比较小, 还未能成为盈利的主体, 但他们代表了未来的发展方向。

表 2 商业新的盈利模式比较

原来的模式	盈利情况	涉及的公司	新兴的模式	盈利能力	涉及的公司
进销差价	比例较高	所有公司	第三方物流	一方面为自己进行集中仓储和配送, 另一方面提供第三方物流, 目前处于微利或者亏损状况	国药股份、上海医药、南京医药、北京医药等
			贴牌生产	毛利率大大高于进销差价, 但仅仅是初步发展阶段	上海医药、南京医药、华东医药 (在谈)
返利	比例较少	所有公司	信息服务	比例较少	国药控股、上海医药等
			药房托管	盈利状况视双方的谈判情况而定, 但还存在政策性的风险	南京医药

公司分析

公司是北京第二大社区医院分销商以及二级以上医院分销 10 家候选企业之一, 才外公司在北京地区拥有直营店 171 家, 是北京地区直营零售网络规模最大的医药商业企业。公司四种业务形态, 医药批发、医药零售、第三方物流和医药工业 09 年占收入比重分别为 76%、16%、7% 和 1%, 医药批是盈利的主要来源, 第三方物流虽然贡献收入少, 但毛利率高, 是公司未来的发展方向。



拥有丰富的客户资源

公司在北京地区拥有丰富的客户资源，是北京第二大社区医药分销商，占社区医院分销时常的 30%份额；公司还是北京二级以上医院 10 家候选配送商之一，将全面进军总量超过 200 亿的二级以上医院分销市场，此外，公司也是解放军后勤总部医疗配送中标商之一。

公司自成立以来一直专注医药批发和零售，2006 年底，在分销规模不占优势的前提下，公司依托现代物流的设施和专业化的配送体系，在市政府、区政府两轮遴选+社区医院投票中胜出，公司取得了北京海淀区、石景山区、门头沟区社区医院配送资格，占据了北京社区医院 30%的份额；此外，公司在 2009 年成为北京总后医疗单位 40 家中标配送商之一，未来北京二级以上医院集中采购、配送实施后，公司将具有新的客户资源。

以物流为依托的现代商业模式

公司 2005 年就前瞻性的投资 6000 万元兴建医药物流(一期)工程，于 2005 年 11 月投入运营，该工程除兼顾本公司药品零售、批发业务外，主要为国内外药品生产企业、医疗机构等提供第三方物流服务，配送半径为北京与周边 300 公里范围，设计规模达到 30 亿，通过建立物流，增强了与供应商和终端客户的对话能力，降低了药品流通成本，按照新的配送商资格遴选要求，物流中心成为入围的重要硬件，公司凭借先进的物流中心设施，至少在以下两个方面受益：1、成功获得北京社区医院配送资格；2、依托物流介入医疗机构库存管理，加强合作，有利于扩大医疗批发规模

经验丰富的经营团队

多年来一直在商业领域精耕细做，管理层具有丰富的经验，也为公司打造了一批业务熟练、经验丰富、管理规范、经营高效的专业化医药零售、批发业务经营团队，公司管理团队对北京市场非常了解，有很强的应变能力。

公司管理团队持有上市公司 180.9 万股，作为国有背景企业，管理层持股能更好的发挥激励作用，有利于公司的长远发展。

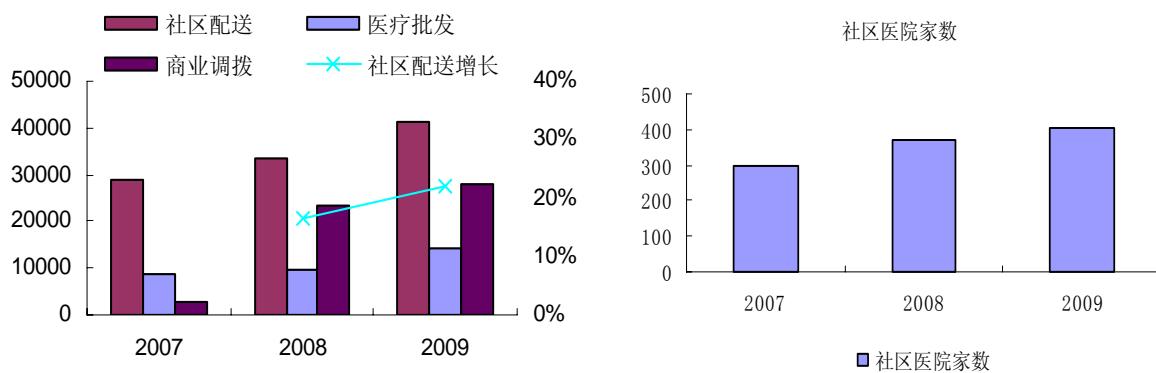
未来发展前景

政策层面的整体扩容

基本药物制度实行基本医疗服务的“广覆盖、保基本”，必然要求压缩流通领域分销层次，构建高效、低成本的扁平化物流体系。2009年4月，国务院发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》，意见的指导思想是推进以省为单位的统一的药品招标采购平台建设，以及与之相适应配套的单层次物流配送体系，2009年1月，国家六部委发布《进一步规范医疗机构药品集中采购工作意见》，指出药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标，由生产企业或委托具有现代物流能力的药品经营企业向医疗机构直接配送，原则上只允许委托一次。

这些文件的出台积极推进了流通领域的集中，面向第三终端的药品配送也获得了长足发展，市场份额从2006年的12.5%提高到19%，按照国家未来2-3年关于基本药物制度规划，10年将完成60%，11年完成90%的政府办新农合、社区卫生机构基础医疗药品的招投标，将给药品集中配送带来巨大机遇；同时，随着国家对卫生机构基本药物配备的规范，二级以上医疗机构也将被强制增加基本药物配备，与之相对应的药品配送市场将呈急剧放大。

二级以上医院是现阶段医疗体系的主导，占药品消费的70%比重，北京地区已经遴选出了10家药品集中配送商，公司有很大可能入选，随着二级以上医院药品集中配送拉开序幕，公司医疗批发业务将飞速增长，公司的战略目标是确保5%的市场，力争8%。



现代物流的集约化经营

公司在2005年将第三方物流定位为战略业务，随着业务的发展，公司建立了与拜耳、天士力、联邦制药等高端客户合作，随着二期物流中心投产，公司目前的配送产能瓶颈得到解决，我们看好医药物流的前景，认为将从以下方面助推增长：

- 1、基本药物配送市场的持续扩大（目前不足20%），具有物流配送能力的流通企业才有资质获得配送资格，市场进一步集中；
- 2、公司计划用超募帮助建设医院仓库，这是公司第三方物流的终端延伸，通过加强合作，有利于扩大医疗批发业务和物流业务；

向工业制造延伸降低连锁采购成本

公司今后三年的制药基地战略目标，投资 3000 万改造目前的嘉事大恒制药基地，以新医改基本药物目录为导向，选取附加值高、需求量大的批中，通过生产自有品派药降低连锁药店的采购成本，增强连锁药店的竞争力。

募投项目分析

本次计划发行 4000 万股，计划投资三个项目。

- 1) 医药物流二期项目：解决目前一期物流产能不足，二期在原来基础上增加了药品冷藏库，可以更大程度扩大第三方物流，争取市场主动；
- 2) 连锁药店扩展：主要增加嘉事堂连锁网点，拟在北京地区改扩建旗舰店 4 家，新增区域中心店 15 家，普通店 40 家，进一步扩大北京市场的覆盖与影响力；
- 3) 医药批发业务扩展：全部作为流动资金投入

序号	项目名称	总投资额	使用募集资金投资额	项目建设期	备注
1	医药物流二期建设项目	10,949.85	10,949.85	2 年	—
2	连锁药店扩展项目	6,511.88	6,030.29	单店 3-6 月	募集资金到位后两年内全部开设完毕
3	医药批发业务扩展项目	23,743.95	4,000.00	—	募集资金到位即可全部投入
合计		41,205.68	20,980.14		

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	531	790	990	1238	营业收入	1134	1753	2296	3001
现金	212	300	350	400	营业成本	981	1560	2045	2679
应收账款	179	260	341	445	营业税金及附加	6	9	12	16
其他应收款	11	16	21	27	营业费用	74	98	122	159
预付账款	11	16	20	27	管理费用	16	22	28	33
存货	112	186	244	320	财务费用	0	5	8	9
其他流动资产	6	12	15	20	资产减值损失	2	2	2	2
					公允价值变动收益				
非流动资产	386	393	378	373	益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	103	123	129	128	营业利润	56	57	81	105
无形资产	45	45	45	45	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资	234	221	200	196	营业外支出	0	0	0	0

产	917	1183	1368	1612	利润总额	56	57	81	105
资产总计	917	1183	1368	1612	所得税	14	13	19	25
流动负债	304	562	686	850	净利润	43	44	61	80
短期借款	61	179	226	250	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	228	328	429	562	归属母公司净利润	42	43	61	80
其他流动负债	15	56	31	38	EBITDA	57	67	95	120
非流动负债	49	13	13	13	EPS (元)	0.35	0.27	0.38	0.50
长期借款	13	13	13	13					
其他非流动负									
债	36	0	0	0					
负债合计	353	575	699	863					
少数股东权益	2	2	3	3					
股本	120	160	160	160					
资本公积	141	101	101	101					
留存收益	300	344	405	484					
归属母公司股东权益	562	605	666	746					
负债和股东权益	917	1183	1368	1612					
<hr/>									
现金流量表									
单位: 百万元									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	50	-27	12	36	ROE(%)	7.6%	7.2%	9.2%	10.7%
净利润	43	44	61	80	ROIC(%)	14.7%	15.0%	17.6%	19.8%
折旧摊销	0	6	7	7	偿债能力				
财务费用	0	5	8	9	资产负债率 (%)	38.5%	48.6%	51.1%	53.5%
投资损失	-2	0	0	0	净负债比率 (%)	20.83%	33.40%	34.15%	30.46%
营运资金变动	0	-32	-74	-60	流动比率	1.75	1.40	1.44	1.46
其他经营现金					速动比率	1.38	1.07	1.09	1.08
流	9	-49	11	-0	营运能力				
投资活动现金流	-15	1	-1	-1	总资产周转率	1.37	1.67	1.80	2.01
资本支出	64	0	0	0	应收账款周转率	7	8	8	8
长期投资	40	-1	0	0	应付账款周转率	5.01	5.61	5.40	5.40
其他投资现金									
流	89	-0	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-9	114	39	15	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.27	0.38	0.50
					每股经营现金流(最新摊				
短期借款	-2	119	47	24	薄)	0.31	-0.17	0.08	0.22
长期借款	13	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.78	4.16	4.66
普通股增加	0	40	0	0	估值比率				
资本公积增加	61	-40	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
流	-81	-5	-8	-9	EV/EBITDA	-5	-5	-3	-3
现金净增加额	26	88	50	50					

投资价值与投资风险

公司商业业务受到政策影响比较大，北京社区配送业务与二级医院药物集中配送扩容将是公司未来两年主要的增长动力，第三方物流是公司长期发展战略，商业集中度的提高和药物集中采购配送将催生这一市场的发育，我们预计 10-12 年公司 8 利润增长分别为 2.34%、40.7%、30.2%，EPS 分别为 0.27、0.38 和 0.50 元，公司二级市场合理定价为 15-17 元之间。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn