国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 08 月 21 日

南京医药（600713）\医药生物

——业绩符合预期盈利能力进一步提高

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	6.96 元
目标价格：	元

事件：

南京医药公布2017年半年报：公司上半年实现营业收入134.92亿元，同比增长4.10%；实现归母净利润1.12亿元，同比增长38.04%，每股EPS为0.13元，业绩基本符合预期。

投资要点：

➢ **批发增速放缓使得整体收入增速低于预期。**

公司2017年上半年批发业务营业收入128.04亿元，同比增长3.55%，低于之前预期，我们认为这主要与招标省份持续降价有关。零售业务方面表现较好，2017年上半年实现收入5.90亿元，同比增长17.45%，目前公司零售门店330家，体现了公司批零一体化业务发展顺利。另外公司的电商业务依旧保持快速增长势头，2017年上半年实现收入5033.72万元，同比增长40.38%。考虑到招标降价压力和批发业务的增速，我们下调了整体收入增速，预计未来三年整体收入增速在5%左右。

➢ **毛利率进一步提高带动公司业绩快速增长。**

2017年上半年整体毛利率为6.25%，同比提高了0.39个百分点，环比来看提高了0.23个百分点，延续2016年以来持续提高态势。这主要与公司的批发业务毛利率持续提高有关，我们认为这一方面与两票制逐步推行减少中间环节有关，另一方面也与公司逐渐向上游生产企业传导成本压力有关。期间费用率方面，2017年上半年三项费用率为4.47%，同比提高0.04个百分点，增幅不算明显，体现了公司在费用控制上的努力。

➢ **非公开增发顺利获批和外延扩张预期进一步提升业绩增长空间。**

为了降低债务成本和补充流动资金，公司的非公开增发目前顺利获批，我们认为财务费用有望进一步降低从而提升业绩表现。另外嵌套内的员工持股计划也体现了公司国企改革较快的推行进度，随着经营质量持续改善和管理层以及员工积极性的调动，对公司的长期发展有利。而在整体商业集中度提升的背景下，资金的充实也将使得公司加快对空白销售区域进行并购，因此我们认为后续对外扩张的步伐也值得我们期待。

➢ **维持“推荐”评级。**

我们预计公司17年-19年的EPS为0.26、0.31、0.36元，考虑到公司盈利能力持续提高和区域龙头优势以及国企改革预期，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**

（1）批发规模增速放缓；（2）费用增长过快等。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	897/694
流通 A 股市值（百万元）	4,827
每股净资产（元）	3.01
资产负债率（%）	78.53
一年内最高/最低（元）	9.09/6.44

一年内股价相对走势

周静　　分析师
执业证书编号：S0590516030001
电话：025-52857985
邮箱：zhoujing@glsc.com.cn

周静
电话：025-52857985
邮箱：zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

1、《南京医药（600713）\医药生物行业》《盈利能力提升对外扩张可期》

请务必阅读报告末页的重要声明

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,055.40	1,007.60	1,118.60	1,179.74	1,231.68
应收账款+票据	7,328.31	7,803.36	8,069.72	8,686.42	8,806.13
预付账款	574.25	754.34	952.31	1,009.12	1,059.57
存货	2,084.80	2,571.24	3,012.23	3,192.97	3,288.75
其他	27.14	88.39	50.00	40.00	30.00
流动资产合计	11,069.9	12,224.9	13,202.8	14,108.24	14,416.1
长期股权投资	68.47	56.20	56.20	56.20	56.20
固定资产	434.02	726.02	714.43	704.20	692.57
在建工程	216.58	81.38	85.00	88.00	90.00
无形资产	180.18	190.37	158.01	125.66	93.31
其他非流动资产	285.98	363.02	292.18	221.34	209.05
非流动资产合计	1,185.23	1,417.00	1,305.83	1,195.40	1,141.14
资产总计	12,255.1	13,641.9	14,508.6	15,303.65	15,557.2
短期借款	1,762.55	1,769.00	3,643.14	4,853.92	4,999.73
应付账款+票据	4,686.64	5,130.46	5,051.96	5,637.54	5,496.31
其他	2,989.85	3,564.41	2,458.07	1,105.63	951.84
流动负债合计	**9,439.04**	**10,463.8**	**11,153.1**	**11,597.09**	**11,447.8**
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
其他	**129.51**	**108.73**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
非流动负债合计	129.51	108.73	0.00	0.00	0.00
负债合计	9,568.55	10,572.6	11,153.1	11,597.09	11,447.8
少数股东权益	385.42	443.14	520.49	617.22	729.47
股本	897.43	897.43	897.43	897.43	897.43
资本公积	1,085.39	1,171.83	1,171.83	1,171.83	1,171.83
留存收益	318.35	556.93	765.77	1,020.09	1,310.65
股东权益合计	2,686.59	3,069.33	3,355.52	3,706.56	4,109.38
负债和股东权益总	12,255.1	13,641.9	14,508.6	15,303.65	15,557.2

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	181.32	245.80	295.80	379.30	435.10
折旧摊销	121.82	111.00	164.17	168.42	114.27
财务费用	229.63	207.47	131.58	208.40	242.12
存货减少	-363.65	-488.09	-440.99	-180.74	-95.78
营运资金变动	-510.33	-299.57	-1,610.78	-1,430.36	-455.18
其它	**49.76**	**0.29**	**32.00**	**30.00**	**30.00**
经营活动现金流	-291.44	-223.10	-1,428.22	-824.98	270.53
资本支出	166.36	195.84	85.00	88.00	90.00
长期投资	22.87	1.19	0.00	0.00	0.00
其他	**20.08**	**126.80**	**13.60**	**0.00**	**0.00**
投资活动现金流	-169.16	-70.23	-71.40	-88.00	-90.00
债权融资	731.95	389.04	1,874.14	1,210.78	145.82
股权融资	81.00	4.20	0.00	0.00	0.00
其他	-664.40	-151.28	-263.52	-236.66	-274.41
筹资活动现金流	148.54	241.95	1,610.62	974.12	-128.59
现金净增加额	-312.06	-51.38	111.00	61.14	51.94

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**24,813.0**	**26,720.5**	**27,964.9**	**29,493.3**	**30,791.9**
营业成本	23,344.1	25,149.0	26,219.7	27,632.3	28,836.6
营业税金及附加	31.03	35.25	41.95	44.24	49.27
营业费用	516.51	575.34	699.12	722.59	723.61
管理费用	399.02	370.62	335.58	353.92	338.71
财务费用	230.06	218.20	201.58	168.40	192.12
资产减值损失	47.26	17.92	32.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.31	-12.67	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	250.41	341.50	435.00	541.85	621.58
营业外净收益	20.70	-1.71	20.00	0.00	0.00
利润总额	271.10	339.79	455.00	541.85	621.58
所得税	78.42	101.19	145.60	162.56	186.47
净利润	192.69	238.59	309.40	379.30	435.10
少数股东损益	35.96	58.32	77.35	96.72	112.26
归属于母公司净利	156.72	180.27	232.05	282.58	322.85

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.40%	7.69%	4.66%	5.47%	4.40%
EBIT	-1.20%	11.03%	8.59%	27.90%	15.12%
EBITDA	1.74%	7.05%	15.29%	22.37%	6.45%
归属于母公司净利	233.19%	15.02%	28.72%	21.77%	14.25%
获利能力					
毛利率	5.92%	5.88%	6.24%	6.31%	6.35%
净利率	0.78%	0.89%	1.11%	1.29%	1.41%
ROE	6.81%	6.86%	8.19%	9.15%	9.55%
ROIC	6.77%	9.17%	8.28%	7.71%	7.22%
偿债能力					
资产负债	78.08%	77.50%	76.87%	75.78%	73.59%
流动比率	1.17	1.17	1.18	1.22	1.26
速动比率	0.95	0.91	0.91	0.94	0.97
营运能力					
应收账款周转率	3.60	3.60	3.59	3.52	3.63
存货周转率	11.20	9.78	8.70	8.65	8.77
总资产周转率	2.02	1.96	1.93	1.93	1.98
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.20	0.26	0.31	0.36
每股经营现金流	-0.32	-0.25	-1.59	-0.92	0.30
每股净资产	2.56	2.93	3.16	3.44	3.77
估值比率					
市盈率	39.85	34.65	26.92	22.10	19.35
市净率	2.71	2.38	2.20	2.02	1.85
EV/EBITDA	13.55	12.70	13.62	12.55	12.05
EV/EBIT	16.95	15.31	17.43	15.37	13.65

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064