

“宿迁模式”有效复制，医疗服务高速增长

- 业绩总结:** 2015H1年实现营业收入15.7亿元，同比增长13.5%，归母净利润1.2亿元，同比增长5.9%；若从单季度来看，2015Q2实现营业收入8.5亿元，同比增长14.7%，归母净利润5868万元，同比减少14.4%。
- 业绩增长主要来自于营收规模的扩大与期间费用率的下降。** 1) 从收入规模来看，公司2015H1营业收入同比增长13.5%，主要为新增安庆石化医院并表所致，由此导致医疗服务业务收入增速达41.1%；药品板块收入增速为10.2%，与行业增速保持一致；(2)从盈利能力来看，公司2015H1毛利率同比下滑1.6个百分点，主要为招标降价影响下目前占收入比例较大的药品板块毛利率下滑2.9个百分点所致，但随着仪征医院整合完毕与安庆医院改制的有序进行，公司在医疗服务领域的盈利能力有所上升，毛利率同比上升约3.9个百分点；随着仪征医院步入高速增长及安庆石化医院并表，规模效应逐步体现，公司整体期间费用率同比下降1.7个百分点；3)若从单季度数据看，公司2015Q2的营业收入增速与2015H1保持一致，但整体毛利率下滑幅度更大(为-4.1%)，我们认为随着医疗服务收入占比的提升，公司未来的整体盈利能力有望提升。
- “宿迁模式”复制效果初显，医疗服务领域高速增长可期。** 公司目前已在仪征医院和安庆医院进行“宿迁模式”复制。根据宿迁医院发展路径，我们认为三家医院增长动力充足：1)宿迁医院已步入稳定增长期，2015H1收入增长11%，净利率稳定在13%左右，目前床位利用率保持在100%以上，未来的增长点将是床位扩建与周转率提升；2)仪征医院目前已基本整合完毕，2015H1收入增长28.4%，受并购后折旧摊销影响，目前净利率仍处于相对低的5%，对比宿迁医院来看仍有较大提升空间，在收入高增长和折旧摊销影响逐步减弱的共同作用下，我们认为仪征医院已经步入高速增长阶段；3)安庆医院为2014年并表，目前还处于整合期，预计2016年将跟随仪征医院的脚步步入高速增长期。
- 药品领域增速将继续承压，价格维护或是保持长期生命力的有效手段。** 医保控费、招标降价的趋势下，公司药品业务承受了一定压力，2015H1的增速约10%，与医药工业整体增速保持一致。核心产品脉络宁为中药注射剂，受医保控费压力较大，我们估计其2015年销量同比处于下降趋势。进入新一轮招标以来，公司针对核心产品启动了价格维护策略，我们认为在价格联动的招标模式下，做好价格维护、保持利润空间或是保持公司药品板块持久生命力的有效手段。
- 盈利预测及评级:** 预计公司2015-2017年EPS分别为0.43元、0.50元、0.60元，对应动态PE分别为38倍、33倍、27倍。我们认为公司已与鼓楼医院建立了稳定的合作关系，旗下三家医院增长动力充足，预计后期仍将通过外延扩张加大医疗服务领域布局，医疗服务板块的业绩占比不断提升有望拉动整体估值水平的上行，维持“增持”评级。
- 风险提示:** 药品招标降价幅度超预期风险、外延扩张速度过缓风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2771.94	3146.79	3531.02	3979.21
增长率	6.38%	13.52%	12.21%	12.69%
归属母公司净利润(百万元)	197.18	217.61	253.73	303.44
增长率	26.49%	10.36%	16.59%	19.60%
每股收益EPS(元)	0.39	0.43	0.50	0.60
净资产收益率ROE	8.91%	9.21%	10.09%	11.17%
PE	42	38	33	27
PB	3.02	2.86	2.67	2.48

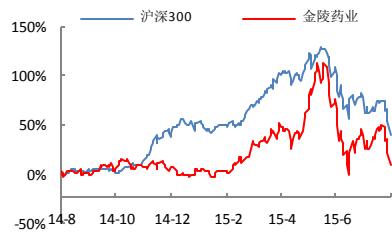
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxwing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.04
流通A股(亿股)	2.75
52周内股价区间(元)	13.09-30.24
总市值(亿元)	74.84
总资产(亿元)	36.37
每股净资产(元)	4.67

相关研究

- 金陵药业(000919): 核心产品增速稳定，医院业务政策环境较好
(2014-03-25)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2771.94	3146.79	3531.02	3979.21	净利润	245.16	267.91	313.91	374.50
营业成本	2100.38	2420.52	2716.90	3046.56	折旧与摊销	83.74	109.83	113.55	116.44
营业税金及附加	15.48	17.58	19.72	22.23	财务费用	-12.53	-13.19	-18.96	-24.04
销售费用	140.24	132.17	141.24	159.17	资产减值损失	3.35	3.80	4.27	4.81
管理费用	269.81	298.95	328.38	362.11	经营营运资本变动	-109.95	-114.43	-80.34	-94.20
财务费用	-12.53	-13.19	-18.96	-24.04	其他	90.12	-51.46	-59.77	-66.28
资产减值损失	3.35	3.80	4.27	4.81	经营活动现金流净额	299.89	202.48	272.66	311.23
投资收益	51.35	50.92	56.52	62.73	资本支出	-135.18	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-1.39	-1.39	-1.39	-1.39	其他	-277.21	50.53	55.13	61.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-412.39	10.53	15.13	21.34
营业利润	305.16	336.50	394.59	469.72	短期借款	-18.00	-110.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.15	-0.31	-0.81	-0.53	长期借款	-21.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	305.02	336.18	393.78	469.19	股权融资	-5.64	0.00	0.00	0.00
所得税	59.85	68.27	79.87	94.69	支付股利	-80.64	-102.00	-112.57	-131.25
净利润	245.16	267.91	313.91	374.50	其他	5.01	-15.83	18.96	24.04
少数股东损益	47.98	50.30	60.18	71.06	筹资活动现金流净额	-120.68	-227.83	-93.61	-107.21
归属母公司股东净利润	197.18	217.61	253.73	303.44	现金流量净额	-233.18	-14.83	194.17	225.36
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	726.99	712.16	906.34	1131.70	成长能力				
应收和预付款项	670.54	755.71	848.15	956.15	销售收入增长率	6.38%	13.52%	12.21%	12.69%
存货	410.95	471.71	530.08	594.70	营业利润增长率	24.14%	10.27%	17.26%	19.04%
其他流动资产	385.45	412.56	441.38	474.99	净利润增长率	28.99%	9.28%	17.17%	19.30%
长期股权投资	36.45	36.45	36.45	36.45	EBITDA 增长率	18.21%	15.08%	12.94%	14.91%
投资性房地产	2.89	2.89	2.89	2.89	获利能力				
固定资产和在建工程	1064.75	998.80	929.13	856.57	毛利率	24.23%	23.08%	23.06%	23.44%
无形资产和开发支出	220.68	217.05	213.43	209.80	三费率	14.34%	13.28%	12.76%	12.50%
其他非流动资产	103.51	103.26	103.01	102.76	净利率	8.84%	8.51%	8.89%	9.41%
资产总计	3622.22	3710.60	4010.84	4366.01	ROE	8.91%	9.21%	10.09%	11.17%
短期借款	110.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.77%	7.22%	7.83%	8.58%
应付和预收款项	543.61	580.64	656.90	743.63	ROIC	11.86%	11.90%	13.43%	15.58%
长期借款	10.90	10.90	10.90	10.90	EBITDA/销售收入	13.58%	13.76%	13.85%	14.13%
其他负债	206.73	209.73	232.38	257.56	营运能力				
负债合计	871.24	801.27	900.18	1012.09	总资产周转率	0.80	0.86	0.91	0.95
股本	504.00	504.00	504.00	504.00	固定资产周转率	2.87	3.14	3.71	4.49
资本公积	466.27	466.27	466.27	466.27	应收账款周转率	7.28	7.43	7.42	7.43
留存收益	1342.81	1458.42	1599.58	1771.77	存货周转率	5.34	5.47	5.41	5.40
归属母公司股东权益	2320.64	2428.69	2569.85	2742.04	销售商品提供劳务现金营业收入	106.95%	—	—	—
少数股东权益	430.33	480.64	540.82	611.88	资本结构				
股东权益合计	2750.98	2909.32	3110.67	3353.92	资产负债率	24.05%	21.59%	22.44%	23.18%
负债和股东权益合计	3622.22	3710.60	4010.84	4366.01	带息债务/总负债	13.88%	1.36%	1.21%	1.08%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	2.63	3.07	3.15	3.23
EBITDA	376.38	433.14	489.18	562.12	速动比率	2.13	2.46	2.54	2.62
PE	42.17	38.21	32.78	27.41	股利支付率	40.90%	46.87%	44.37%	43.25%
PB	3.02	2.86	2.67	2.48	每股指标				
PS	3.00	2.64	2.36	2.09	每股收益	0.39	0.43	0.50	0.60
EV/EBITDA	19.78	16.92	14.58	12.29	每股净资产	5.46	5.77	6.17	6.65
股息率	0.97%	1.23%	1.35%	1.58%	每股经营现金	0.60	0.40	0.54	0.62
					每股股利	0.16	0.20	0.22	0.26

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

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

行业评级

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼
邮编：200120
邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼
邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn