

# 一日千里 你值得拥有！

## ——南京高科（600064）公司深度报告

2016年07月29日

**强烈推荐/维持**
**南京高科**
**公司深度**

### 报告摘要：

**公司发展战略逐步落地。**公司未来发展的两大逻辑主线已经十分清晰：

- ◆ “地产+市政”产业链的打通。从两大业务的价值流动来看，市政业务更多的是为地产业务保驾护航，从而确保地产业务的高盈利能力。地产业务将在一段时期内担负着“盈利主力”的角色。
- ◆ “医药+股权”产业链的延伸。当前对于股权投资赋予更多的期望和任务，作为大健康业务快速实现的渠道，当前医药行业的洗牌格局为股权投资通过并购重组等方式实现快速扩张提供了可能性。

**地产业务业绩进入快速增长期。**本轮南京市场的销售受改善型需求释放影响而快速升温，公司成为最直接的受益者。**2016年上半年公司实现合同销售金额 26.1 亿元（商品房项目 24.64 亿元、经济适用房项目 1.46 万元），同比增长 61.77%；实现营业收入 25.86 亿元，同比增长 200.15%；**目前，公司未结算商品住宅项目面积约为 90 万平，未售面积约为 50 万平；保障房项目总建面约为 110 万方，未售面积约为 100 万平。

**股权投资为未来盈利能力释放提供有力支撑。**在“大创投”战略布局下，公司已经搭建起涵盖“南京高科、高科新创、高科科贷、高科新浚”的四大专业投资平台，实现资源共享、协同并进。**目前公司已经投资的优质股权价值逾 82 亿元（截止 2015 年底数），未来可择机变现实现投资收益，为公司战略转型和可持续发展提供有力支撑。**

**公司盈利预测及投资评级。**公司作为南京本土知名的国资房业，在沿原“地产+市政”产业链深耕的基础上，确立了大健康转型战略，以功臣制药作为平台，以股权投资作为手段，以地产业务为资金支持，已经初步完成了医疗服务领域产业发展框架。我们认为，公司依托南京经济技术开发区在医药领域的行业领先优势，公司转型大健康业务的战略必定能够稳健推进、有力落实。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 69.13 亿元、82.01 亿元和 90.52 亿元，每股收益分别为 1.22 元、1.40 元和 1.53 元，对应 PE 分别为 12.67、11.00 和 10.07，维持公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,285.60	3,882.24	6,912.57	8,200.91	9,051.93
增长率（%）	-6.90%	18.16%	78.06%	18.64%	10.38%
净利润（百万元）	639.17	880.97	972.47	1,114.88	1,215.19
增长率（%）	41.65%	39.10%	10.88%	15.14%	9.26%
净资产收益率（%）	7.38%	9.43%	9.33%	10.19%	10.55%
每股收益（元）	1.18	1.10	1.22	1.40	1.53
PE	13.06	14.07	12.67	11.00	10.07
PB	0.96	1.33	1.18	1.12	1.06

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 梁小翠

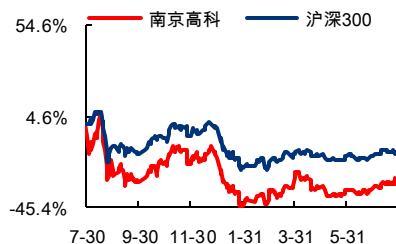
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间（元）	16.06-24.57
总市值（亿元）	124.06
流通市值（亿元）	124.06
总股本/流通 A 股（万股）	77247/77247
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.62

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《南京高科（600064）2016 年半年报点评：睁开眼睛 大健康的世界便进来》  
2016-07-28

## 目 录

<b>1. 公司基本情况</b> .....	<b>4</b>
1.1 三大主业持续发力 .....	4
1.2 战略布局初见成效 .....	5
1.3 大股东的“显性”支持姿态 .....	7
<b>2. 地产行业和南京市场提供了巨大发展空间</b> .....	<b>7</b>
2.1 南京市场发展势头强劲 .....	7
2.2 公司房地产业务优势明显 .....	8
<b>3. 公司竞争优势分析</b> .....	<b>10</b>
3.1 国企改革风潮燃起重组预期 .....	10
3.2 发展战略及布局更加清晰 .....	10
3.3 产业链延伸带来巨大机遇 .....	12
<b>4. 盈利预测及估值</b> .....	<b>12</b>
4.1 盈利预测 .....	13
4.2 估值 .....	14
4.3 投资评级 .....	14
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 表格目录

<b>表 1:公司投资的部分优质股权项目</b> .....	<b>6</b>
<b>表 2:公司在建保障房项目</b> .....	<b>10</b>
<b>表 3: 公司股权投资公司列表</b> .....	<b>11</b>
<b>表 4:公司土地和项目储备情况</b> .....	<b>13</b>
<b>表 5:公司房地产业务盈利预测表</b> .....	<b>13</b>
<b>表 6:公司其他业务盈利预测表</b> .....	<b>13</b>
<b>表 7:公司全部业务盈利预测表</b> .....	<b>13</b>
<b>表 8:NAV 测算</b> .....	<b>14</b>
<b>表 9: 公司盈利预测表</b> .....	<b>15</b>

## 插图目录

图 1:公司主营业务发展脉络 .....	4
图 2:公司多数商品住宅项目邻近地铁线路 .....	4
图 3:公司市政业务覆盖范围 .....	5
图 4:公司近几年主营基业营收（单位：亿元） .....	5
图 5: 新建商品住宅价格指数同比增长率 .....	6
图 6: 臣功制药的 400 多家经销商覆盖 3300 家医院 .....	6
图 7:南京高科股份有限公司股权结构图 .....	7
图 8: 新建商品住宅价格指数同比增长率 .....	8
图 9: 新建商品住宅价格指数环比增长率 .....	8
图 10:2015 年 1 月至 2016 年 6 月南京市商品住宅成交量 .....	8
图 11:公司近几年商品房合同销售金额 .....	9
图 12:公司近几年商品房合同销售面积 .....	9
图 13: 南京市场近 1 年商品住宅销售结构 .....	9
图 14:南京市国资委实际控制的 7 个上市平台 .....	10
图 15:南京高科产业布局情况 .....	11
图 16:公司各业务板块“相辅相承”形成两大逻辑主线 .....	12

## 1. 公司基本情况

公司成立于1992年7月，1997年5月6日在上海证券交易所挂牌上市。目前公司已经形成地产开发、市政业务、医药销售、股权投资等多主营业务协同发展的局面，正处于房地产开发商向城市综合运营商和医疗服务公司转型的初始阶段。

图 1:公司主营业务发展脉络



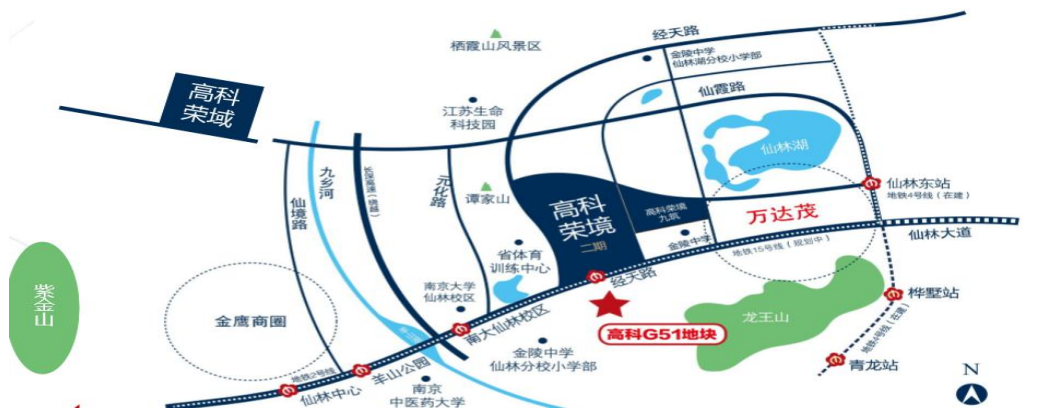
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.1 三大主业持续发力

公司是基于国家级南京经济技术开发区开展业务的上市公司，在区域内有着 20 多年的开发运营经验，与当地政府和控股股东建立了密切的合作与信任关系。公司业务涵盖地产开发、市政、医药、股权投资等多个领域，在区域市场的研判、区域政策的把控等方面具有较强的区位优势和竞争优势，搭建了产业经营与资本运营互动融合的可持续发展架构。

- 公司作为南京本土的房地产开发商之一，与栖霞建设定位“刚需产品+保障房”的定位不同，公司商品住宅定位为中高端产品，公司多个项目荣获“国家优秀工程奖”、“金陵杯优质工程奖”等荣誉称号，荣境项目获得 2014 年仙林板块销售面积和金额双料冠军，在南京市中高端商品房地产开发领域牢牢占据一席之地。

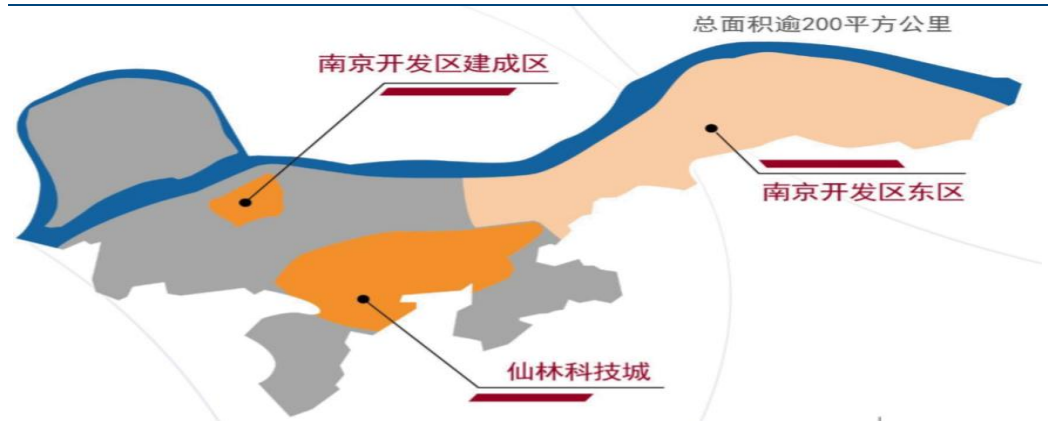
图 2:公司多数商品住宅项目邻近地铁线路



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ 市政业务积极克服经济下行压力加大、市场需求总量缩减、区域市场竞争加剧等不利因素影响下，继续以服务国家级南京经济技术开发区和栖霞区为重点，覆盖面积超过 200 平方公里，通过对外加强市场开拓，提升管理服务水平，对内整合集团业务资源，发挥协同效应，不断拓宽市场空间，有望实现稳健发展。

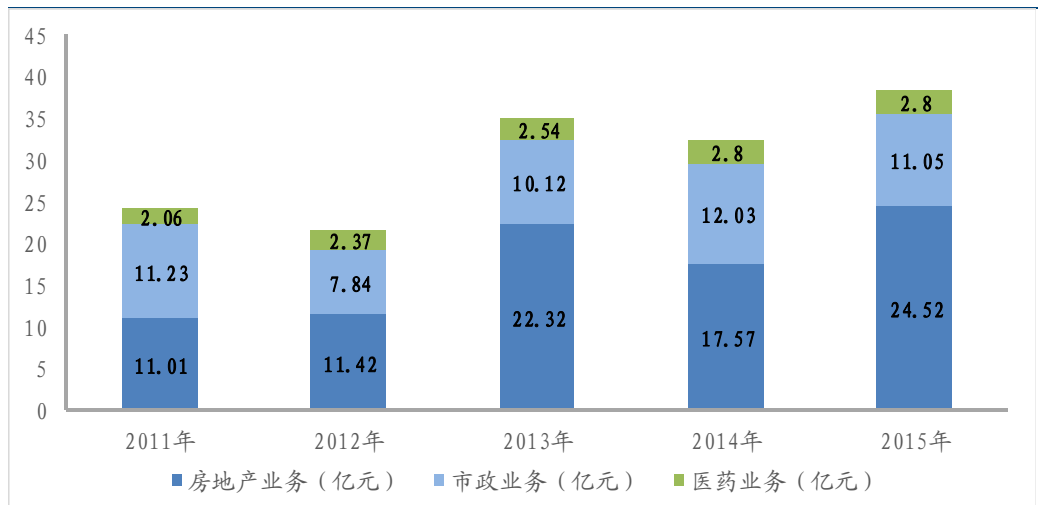
图 3:公司市政业务覆盖范围



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ 公司医药业务积极应对医保政策调整、药价监管改革等行业政策变化带来的压力，通过及时调整销售政策、探索互联网+模式、积极寻找新代理品种、加快推进研发工作、优化工艺和招标等举措，挖掘降本增效潜力，推动老品持续放量，业务整体稳健发展。

图 4:公司近几年主营基业营收（单位：亿元）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

## 1.2 战略布局初见成效

公司 2015 年以来，启动“大健康，大创投”战略转型布局，目前公司产业格局逐渐

稳定，战略布局初见成效。

- 在“大创投”战略布局下，公司已经搭建起涵盖“南京高科、高科新创、高科科贷、高科新浚”的四大专业投资平台，实现资源共享、协同并进。目前公司已经投资的优质股权价值逾 82 亿元（截止 2015 年底数），未来可择机变现实现投资收益，为公司战略转型和可持续发展提供有力支撑。2015 年，包括所投企业现金分红在内，公司实现投资收益约 8.12 亿元（合并口径），同比增长 68.49%。

表 1:公司投资的部分优质股权项目

投资公司名称	占比(截至 2015 年末)	上市状态
南京银行股份有限公司	占股 9.42%	沪市挂牌
中信证券股份有限公司	占股 0.53%	沪市挂牌
栖霞建设股份有限公司	占股 14.11%	沪市挂牌
厦门钨业股份有限公司	占股 1.57%	沪市挂牌
赛特斯信息科技股份有限公司	占股 5.27%	新三板挂牌

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

- 公司医药平台臣功制药已于 2015 年 8 月正式挂牌新三板，公司“大健康”战略以臣功制药为主要平台进行业务布局，以臣功制药挂牌新三板为契机，通过引入做市商和战略投资者，提升医药业务品牌影响能力和持续成长能力。公司已有 23 个药品品种，发明专利 18 项，注册批件 32 个，目前在研品种 18 个，其中化药 1 类新药 1 个，化药 3 类新药 7 个，化药 6 类 10 个。

图 5: 新建商品住宅价格指数同比增长率

图 6: 臣功制药的 400 多家经销家覆盖 3300 家医院



资料来源：东兴证券研究所



资料来源：东兴证券研究所

- 公司出资 5 亿元与中钰健康创业投资合伙企业（有限合伙）共同发起设立了中钰高科健康产业并购基金，依托中钰高科健康产业并购基金等渠道，寻找具有发展潜力的并购标的，有望实现并购突破，加快公司医药业务整合力度。

中钰高科健康产业并购基金已完成对江苏晨牌药业集团股份有限公司以及长春卫尔赛生物药业有限公司两个项目的投资，该基金设立时 7 亿元总规模的资金目前已基

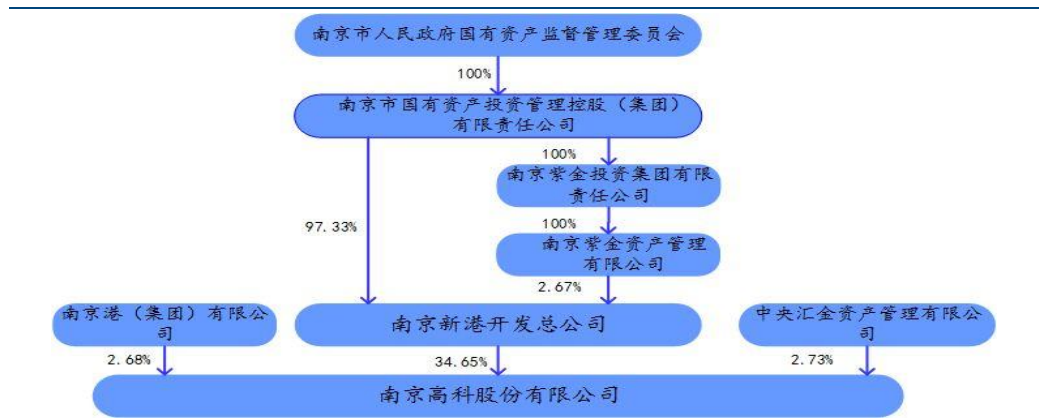
本使用完毕, 后续将根据投资协议的约定陆续实际出资到位。

中钰基金聘请了行业内知名股权投资团队, 对整个医药团队有深刻的研究分析和投资经验, 未来可能通过并购基金培育部分项目, 在恰当的时期注入到上市公司, 这无疑是公司医药业务板块克服产品研发周期长的有效方式。同时, 大健康板块还需要前端的产产品, 医疗服务是未来发展的重点方向, 将极大的丰富公司大健康战略下预期要形成的医疗服务产业链。

### 1.3 大股东的“显性”支持姿态

公司股权结构较为稳定, 实际控制方为南京市国资委, 2015 年年报公布的持股比例为 34.65%。在一季度, 为稳定公司股价并提振市场信心, 大股东持股比例增加至 34.74%。

图 7: 南京高科股份有限公司股权结构图



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

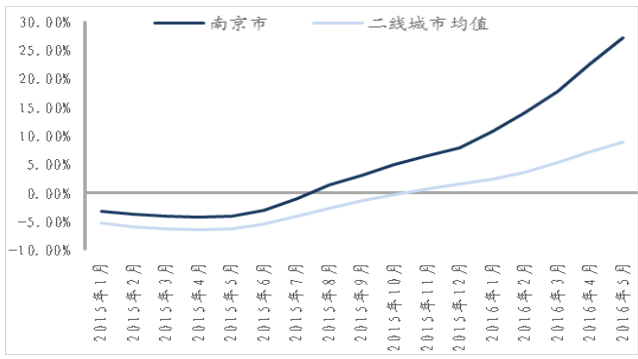
## 2. 地产行业和南京市场提供了巨大发展空间

### 2.1 南京市场发展势头强劲

2015 年南京地区商品房销售面积 1,543 万平方米、同比增长 27.79%, 新开工面积 1,610 万平方米、同比增长 32.22%, 施工面积 7,084 万平方米、同比增长 8.32%, 竣工面积 1,449 万平方米、同比增长 49.8%。

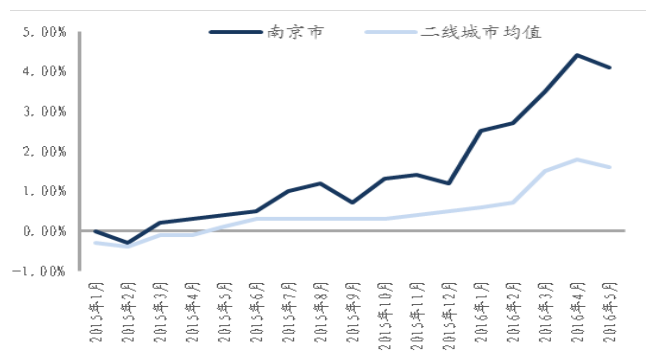
从同比和环对两个角度对比分析可以看出, 南京新建商品住宅销售同环比的增长幅度超过二线城市平均水平, 且领先优势有逐渐增大的趋势, 南京房地产市场的火热必将带动相应房企的业绩增长, 集中体现为公司 2016 年上半年地产业务营收同比大增 61.77%。

图 8: 新建商品住宅价格指数同比增长率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

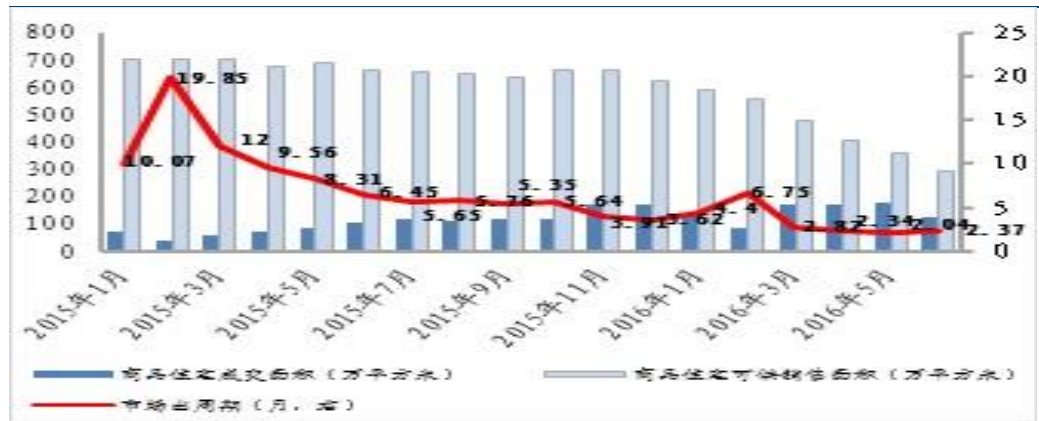
图 9: 新建商品住宅价格指数环比增长率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

从图 10 中可以看出南京市场销售的火爆, 自 2015 年 4 月起, 出清周期就落入 10 个月的区间内, 从此一路走低, 直至 2016 年 6 月, 南京市场的出清周期再创新低 2.04 个月, 与销售火热相伴随的是土地市场的多次熔断和政府调控政策的频频出台, 预期短期内南京市场仍然将保持较高的热度。

图 10: 2015 年 1 月至 2016 年 6 月南京市商品住宅成交量



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

我们认为, 南京的房地产市场还有很大的成长空间, 从经济和区位来看, 南京是长三角核心城市之一, 不论是土地还是人员都在推动南京的快速内生增长, 从而决定了南京市场的可持续发展。鉴于当前南京土地市场的过度火热和公司增加土地储备的需求, 公司未来必然会在土地市场回归理性的时候再度拿地, 从而确保地产开发业务能够维系, 抓住地产白银时代的阶段性行情。

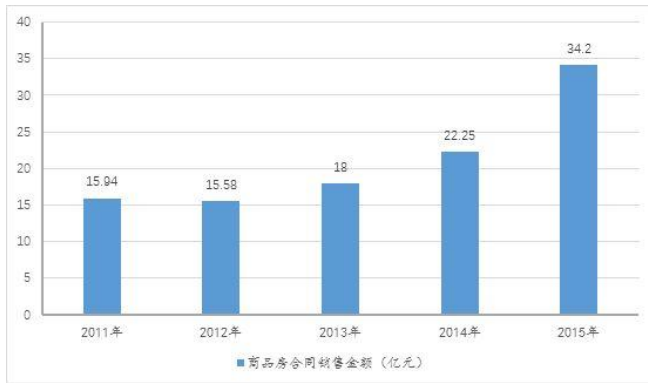
## 2.2 公司房地产业务优势明显

2016 年上半年, 公司主营业务房地产业务迎来开门红, 公司地产业务实现销售面积 16.94 万平 (商品房项目 11.21 万平米、经济适用房项目 5.73 万平米), 同比增长 14.69%; 实现销售金额 26.1 亿元 (商品房项目 24.6 亿元, 经济适用房项目 1.46 亿元), 同比增长 61.77%。



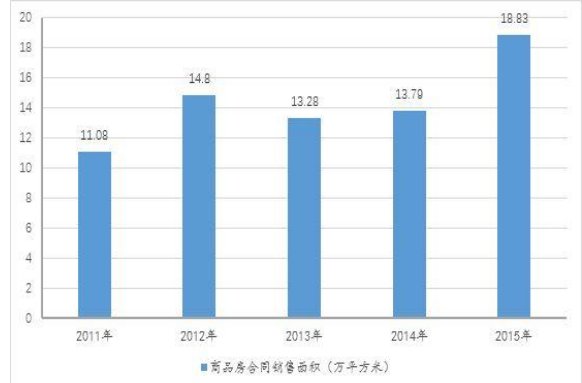
从近 5 年的数据来看, 公司合同销售金额快速增长, 尤其是今年再创新高已经成为定局, 将改变公司去年净利润主要由股权投资贡献的困局。从这一个角度分析, 如果南京市场能够维持当前的情况, 公司仍然会将房地产开发这一主业放在利润最大贡献者的角色定位上, 从而为其大健康转型提供资金和资源的支持。

图 11: 公司近几年商品房合同销售金额



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

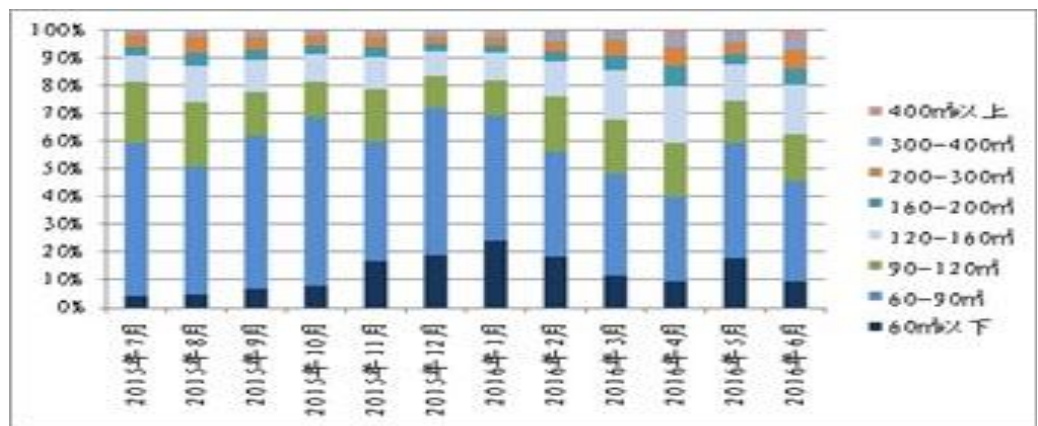
图 12: 公司近几年商品房合同销售面积



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

从南京近 1 年的商品住宅销售结构来看, 改善型需求的比重是在波动中不断提升的, 此轮南京市场的销售受改善型需求释放影响而快速升温, 公司成为最直接的受益者。

图 13: 南京市场近 1 年商品住宅销售结构



资料来源: CREIS 数据库, 东兴证券研究所

同时, 公司的保障房产品也受益于公司的高水平、严要求而具有非常强的竞争力, 做到了商品房的品质。目前, 公司在建及待建保障房建面超过 80 万平方米。

表 2:公司在建保障房项目

项目名称	总建面	开发进度	销售进度
龙岸花园	68.87	1、2 地块竣工、3-6 施工中	部分销售
液晶谷经济适用房	22.46	1 期竣工交付，2 期施工中	1 期部分销售，2 期末销售
尧辰路经济适用房	24.26	主体施工中	未开始销售

资料来源：公司年报（截止 2015 年底数据），东兴证券研究所

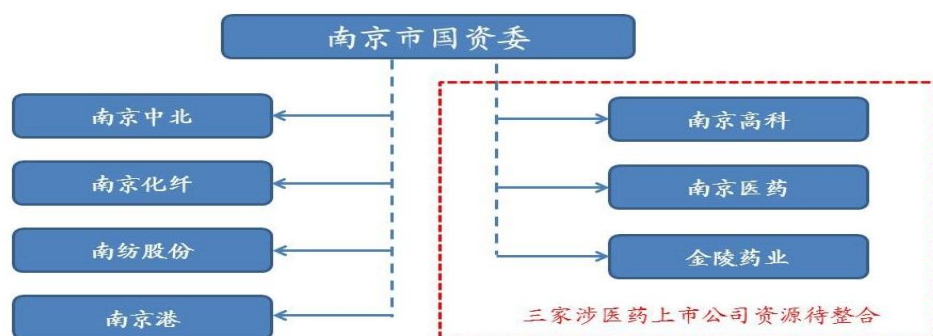
### 3. 公司竞争优势分析

#### 3.1 国企改革风潮燃起重组预期

国企改革和经济结构调整背景下，公司面临着巨大的发展窗口期，主要体现为三个方面：

- ◆ 7 月中央高层再度批示推进国企改革，“做强做优做大”国有企业，提高国有企业效率，尤其是在诸多行业并购重组已经成为趋势，南京市国资委的背书将成为公司发展的最有力支持。
- ◆ 海绵城市、综合管廊和智慧城市等新规划层出不穷的当下，公司的市政基础设施承建业务有望受益于城市建设加速和城市公共设施升级进程，为公司向城市运营商升级打下坚实的基础。
- ◆ 除政策层面的支持外，现实情况中由南京市国资委实际控制的 7 个上市平台中，涉及医药业务的有 3 家上市公司，未来为避免同业竞争，相关资源的整合或许也可以期待。

图 14:南京市国资委实际控制的 7 个上市平台



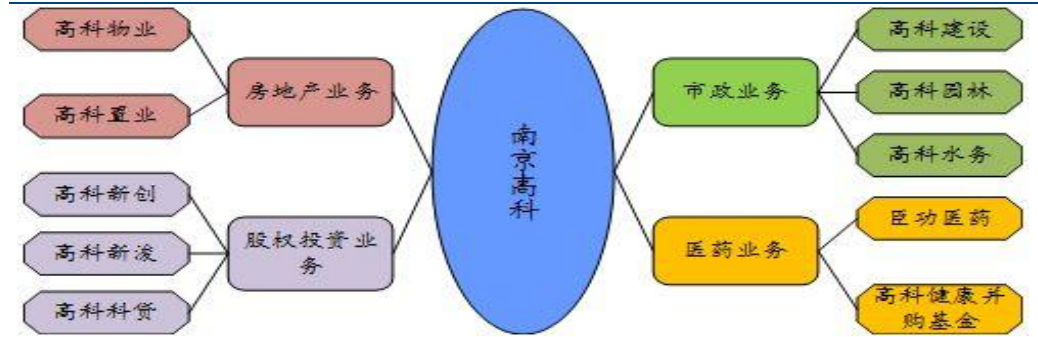
资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

#### 3.2 发展战略及布局更加清晰

2015 年以来，公司启动“大健康，大创投”战略转型方向，目前，公司初步搭建完成了包括“南京高科、高科新创、高科科贷、高科新浚”的四个投资平台，并设立“中钰

高科健康产业并购投资基金（有限合伙）一期”，从全产业链股权投资角度加速“大健康”产业布局。

图 15:南京高科产业布局情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司在转型之路上不断坚定步伐，实践中确定了未来各业务条线发展战略，主体脉络如下：

- ◆ **地产开发业务稳健发展**，作为主要的现金流供应主体，为公司转型赢得时间，尤其是近两年南京房地产市场非常健康，同时得益于公司对中高端产品开发的强大能力，地产开发业务极大保障了公司的持续盈利能力，为未来的产业转型升级提供了巨大的时间和空间。
- ◆ **公司未来的战略重点业务是大健康产业**，在参考北京上海等国内知名企业模式，借鉴国外发达国家成功经验的基础上，以公司“地产”和“医药”两个产业的先发优势作为核心竞争力，进行资源整合，促进两大板块协调发展，未来或有可能进军养老地产和服务产业。
- ◆ **大创投业务作为公司的重要盈利板块**，不仅肩负着为公司盈利能力保驾护航的责任，其定位还包括为大健康产业布局发现优质资源、发掘投资机遇。除对此板块的战略定位更加清晰外，机制上的创新将刺激股权投资业务更快、更健康增长，顺应行业趋势实现快速扩张。

表 3: 公司股权投资公司列表

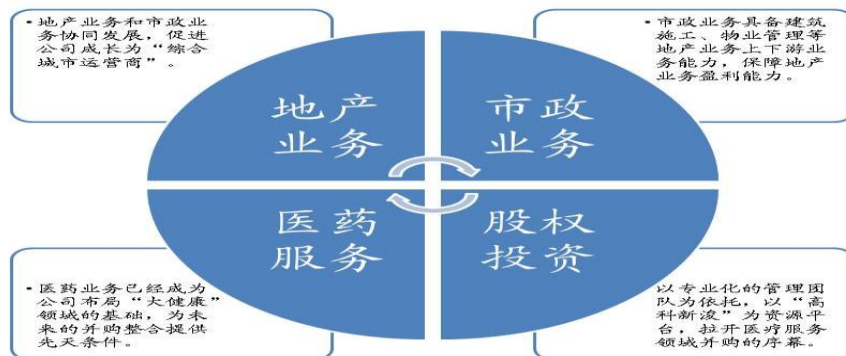
参股子公司（13家）	
股权投资类	高科新浚
房地产业类	栖霞建设、栖霞仙林
金融证券类	南京银行、中信证券、南京证券、广州农商行、鑫元基金
其它类	厦门钨业、LG新港、华新有色、长江联合发展、长江发展股份
参股孙公司	
通过高科新创参股	金埔园林、优科生物、天溯自动化、安元科技、赛特斯科技、恒安方信、新港创投、江苏金创、中钰资本等

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.3 产业链延伸带来巨大机遇

公司拥有地产产品类型包括：商品住宅、保障房和商业地产，市政业务类型包括：基础设施承建、污水处理、园林绿化、物业管理等，医药业务类型包括：药品流通和销售、医药领域股权投资。

图 16:公司各业务板块“相辅相承”形成两大逻辑主线



资料来源：东兴证券研究所

从当前公司业务类型来看，公司未来发展的两大逻辑主线已经十分清晰：

- ◆ “地产+市政”产业链的打通。从两大业务的价值流动来看，市政业务更多的是为地产业务保驾护航，从而确保地产业务的高盈利能力。地产业务将在一段时期内担负着“盈利主力”的角色。
- ◆ “医药+股权”产业链的延伸。当前对于股权投资赋予更多的期望和任务，作为大健康业务快速实现的渠道，当前医药行业的洗牌格局为股权投资通过并购重组等方式实现快速扩张提供了可能性。

除发思路更加清晰外，公司还通过人员调整来实现医药和地产板块的协同发展，将原地产公司副总经理调任医药公司担任总经理，便于两大板块理念上的互相认同，未来更深层次的协调发展可期，养老地产和养老服务的蓝海将为这种协同提供巨大的机遇。

踏实利用自身的资源和背景优势，公司的经营管理体现了一如既往的务实理念。值得关注的是，高科新浚管理机制实现了对管理层有的有效激励，管理层不仅是职业经理人，还是股东，即是 GP 也是 LP 的管理模式使其能够分享公司股权投资业务发展的收益。在国内外并购热度不减的当下，公司专注于国内并购，但在未来构建高效的国际化团队后，不排除并购范围走向国际化的可能性。

## 4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 69.12 亿元、82.01 亿元和 90.52 亿元，增速分别为 78.06%、18.64%和 10.38%。其中 2016 年公司的房地产业务受到南京市场火热的影响，毛利率将出现一定程度的提升；智慧城市和海绵城市等规划提供良好政

策背景, 市政业务将有望显著受益于城市基础设施进程加快; 以南京经济技术开发区为依托, 凭借开发区在医药研发、孵化、制造、流通等环节的产业链优势, 股权投资业务形成了巨大的核心竞争力, 未来与大健康板块产生巨大协同效应可期。

#### 4.1 盈利预测

目前, 公司未结算商品住宅项目面积约为 90 万平, 未售面积约为 50 万平; 保障房项目总建面约为 110 万方, 未售面积约为 100 万平。

表 4: 公司土地和项目储备情况

项目名称	土地用途	占地面积	规划建面 (万平)	权益比例	15 年底未结面积
高科荣境 (G81 项目)	商品住宅	34.61	85.77	80%	72
高科荣域 (G06 项目)	商品住宅	12.42	30.33	80%	11
G51 项目	商品住宅	4.5	9.5	80%	9.5
龙岸花园	保障房	26.64	68.87	100%	58
晶都茗苑	保障房	6.67	22.46	100%	15
尧辰路	保障房	6.32	24.26	100%	24.26

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 5: 公司地产业务盈利预测表

地产业务盈利预测表	2015A	2016E	2017E	2018E
物业销售收入 (亿元)	24.52	50.51	62.5	70.07
物业销售增速	39.56%	106.03%	23.73%	12.11%
毛利润 (亿元)	8.12	16.97	21.12	25.33

资料来源: 东兴证券研究所

公司市政、园区管理和医药销售三大板块业务也是公司重要的主营业务, 尤其是作为大健康转型平台的医药板块, 未来将是公司投资和发展的主要方向。

表 6: 公司其他业务盈利预测表

其他业务盈利情况 (亿元)	2015A	2016E	2017E	2018E
市政业务收入	6.61	11	11.55	12.13
园区管理收入	3.78	3.97	4.16	4.37
医药销售收入	2.8	2.94	3.09	3.24
其他业务毛利润总和	4.56	6.17	6.55	6.91

资料来源: 东兴证券研究所

表 7: 公司全部业务盈利预测表

总体盈利情况 (百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	38.82	69.13	82.01	90.52
净利润	8.81	9.72	11.15	12.15

资料来源: 东兴证券研究所

## 4.2 估值

公司房地产开发项目 2016 年底未结面积为约为 180 万平方米，对应货值约为 285 亿元，经测算，公司的开发项目重估净资产值（NAV）为 31.26 亿元，2016-2018 年间由地产业务所产生的毛利润分别为 16.97 亿元、21.12 亿元和 25.33 亿元。

除此之外，公司持有型商业物业面积约为 2.73 万平方米，开发区厂房面积 13.59 万平，两者账面价值为 5.46 亿元，我们分别以平均市价 25000 元/平米和 6000 元/平米对持有型物业进行重估，此部分持有性物业增值部分约为 14.95 亿元。因此，总体地产板块业务 NAV 估值为 46.21 亿元。以当前医药、市政、土地和园区管理盈利现状进行估算，各业务板块的绝对估值分别为 29.71 亿元、15.87 亿元、4.36 亿元和 17.16 亿元，绝对估值总计 208 亿元，对应股价为 26.95 元/股。

表 8:NAV 测算

地产项目评估溢价（亿元）	
开发项目净利润折现（亿元）	31.26
持有型物业重估净资产（亿元）	14.95
开发+持有型物业 NAV	46.21
账面净资产	94.74
地产 NAV+账面净资产	140.95
医药+市政+园区管理	67.1
总股本（亿股）	7.72
RNAV	26.95

资料来源：东兴证券研究所

我们参考同类型的上市公司，将此多元化业务部分的估值 PE 确定为 20 倍。因此，不论是地产业务还是其他业务，我们给予的 PE 均为 20 倍，相对估值为 25.26 元/股。

## 4.3 投资评级

公司作为南京本土知名的国资房业，在沿原“地产+市政”产业链深耕的基础上，确立了大健康转型战略，以臣功制药作为平台，以股权投资作为手段，以地产业务为资金支持，已经初步完成了医疗服务领域产业发展框架。我们认为，公司依托南京经济技术开发区在医药领域的行业领先优势和长达 20 年的股权投资经验，公司转型大健康业务的战略必定能够稳健推进、有力落实。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 69.13 亿元、82.01 亿元和 90.52 亿元，每股收益分别为 1.22 元、1.40 元和 1.53 元，对应 PE 分别为 12.67、11.00 和 10.07，维持公司“强烈推荐”评级。给予 3 个月 20 元/股的目标价。

## 5. 风险提示

- 1、南京房地产市场销售热度急降
- 2、股权投资业务竞争进一步加剧
- 3、大健康领域布局不及预期

表 9：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	9978	11642	18684	22680	26318	营业收入	3286	3882	6913	8201	9052
货币资金	1017	1241	2074	2460	3466	营业成本	2192	2721	4622	5445	5993

应收账款	340	360	663	786	868	营业税金及附加	189	268	449	533	588
其他应收款	10	38	68	80	89	营业费用	166	154	277	328	362
预付款项	197	726	1188	1733	2332	管理费用	161	192	346	410	453
存货	7836	8552	12663	14919	16418	财务费用	309	195	195	270	308
其他流动资产	0	222	1738	2382	2807	资产减值损失	14.30	90.38	40.00	40.00	40.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>10389</b>	<b>11006</b>	<b>10580</b>	<b>10506</b>	<b>10482</b>	公允价值变动收益	36.12	-2.41	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	251	339	339	339	339	投资净收益	481.79	811.78	300.00	300.00	300.00
固定资产	141	137	170	147	124	<b>营业利润</b>	<b>773</b>	<b>1071</b>	<b>1295</b>	<b>1485</b>	<b>1618</b>
无形资产	15	13	12	11	9	营业外收入	8.56	2.76	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	15	42	50	0	0	营业外支出	5.69	1.72	3.00	3.00	3.00
<b>资产总计</b>	<b>20367</b>	<b>22648</b>	<b>29264</b>	<b>33186</b>	<b>36800</b>	<b>利润总额</b>	<b>776</b>	<b>1072</b>	<b>1297</b>	<b>1487</b>	<b>1620</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9781</b>	<b>11027</b>	<b>13869</b>	<b>15217</b>	<b>17208</b>	所得税	137	191	324	372	405
短期借款	4250	2628	1483	367	0	<b>净利润</b>	<b>639</b>	<b>881</b>	<b>972</b>	<b>1115</b>	<b>1215</b>
应付账款	2214	2983	4432	5222	5746	少数股东损益	29	33	32	32	32
预收款项	2400	3695	5077	6718	8528	归属母公司净利润	610	848	940	1083	1183
一年内到期的非	120	0	1120	1120	1120	EBITDA	1146	1325	1514	1779	1950
<b>非流动负债合计</b>	<b>1882</b>	<b>2146</b>	<b>4800</b>	<b>6800</b>	<b>7800</b>	<b>EPS (元)</b>	<b>1.18</b>	<b>1.10</b>	<b>1.22</b>	<b>1.40</b>	<b>1.53</b>
长期借款	252	0	3000	5000	6000	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	509	200	200	200						
<b>负债合计</b>	<b>11663</b>	<b>13173</b>	<b>18669</b>	<b>22017</b>	<b>25008</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	445	478	510	542	574	营业收入增长	-6.90%	18.16%	78.06%	18.64%	10.38%
实收资本(或股	516	774	772	772	772	营业利润增长	40.33%	38.58%	20.86%	14.67%	9.01%
资本公积	460	460	1338	1338	1338	归属于母公司净利润	10.88%	15.14%	10.88%	15.14%	9.26%
未分配利润	1947	6997	6903	6794	6676	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	8259	8997	10085	10627	11218	毛利率(%)	33.28%	29.90%	33.14%	33.60%	33.80%
<b>负债和所有者权益</b>	<b>20367</b>	<b>22648</b>	<b>29264</b>	<b>33186</b>	<b>36800</b>	净利率(%)	19.45%	22.69%	14.07%	13.59%	13.42%
<b>现金流量表</b>					单位: 百万元	总资产净利润(%)	2.99%	3.75%	3.21%	3.26%	3.22%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	7.38%	9.43%	9.33%	10.19%	10.55%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1268</b>	<b>1719</b>	<b>-2716</b>	<b>-7</b>	<b>1002</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	639	881	972	1115	1215	资产负债率(%)	57%	58%	64%	66%	68%
折旧摊销	64.21	58.55	0.00	24.26	24.26	流动比率	1.02	1.06	1.35	1.49	1.53
财务费用	309	195	195	270	308	速动比率	0.22	0.28	0.43	0.51	0.58
应收账款减少	0	0	-303	-124	-82	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1383	1640	1810	总资产周转率	0.18	0.18	0.27	0.26	0.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>368</b>	<b>311</b>	<b>671</b>	<b>320</b>	<b>270</b>	应收账款周转率	8	11	14	11	11
公允价值变动收	36	-2	10	10	10	应付账款周转率	2.10	1.49	1.86	1.70	1.65
长期股权投资减	0	0	409	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	482	812	300	300	300	每股收益(最新摊薄)	1.18	1.10	1.22	1.40	1.53
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1670</b>	<b>-1788</b>	<b>2878</b>	<b>73</b>	<b>-267</b>	每股净现金流(最新	-0.07	0.31	1.08	0.50	1.30
应付债券增加	0	0	-309	0	0	每股净资产(最新摊	16.00	11.62	13.06	13.76	14.52
长期借款增加	0	0	3000	2000	1000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	258	-2	0	0	P/E	13.06	14.07	12.67	11.00	10.07
资本公积增加	-2071	0	878	0	0	P/B	0.96	1.33	1.18	1.12	1.06
<b>现金净增加额</b>	<b>-34</b>	<b>241</b>	<b>832</b>	<b>387</b>	<b>1006</b>	EV/EBITDA	10.09	10.44	10.33	9.07	8.08

资料来源: 东兴证券研究所



## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

实习生王希峰, 天津大学金融学硕士, 对此报告有贡献。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。