

## 加强核心资源投资，医疗服务空间广阔

### 投资要点

- 事件:**公司2016H1实现营业收入18.1亿元(+15.3%)、归母净利润1.1亿元(-5.3%)、扣非归母净利润1.05亿元(+5.3%)。
- 医生薪酬投入加大，脉诺宁仍处下滑。**1)医疗服务领域，宿迁、仪征、安庆医院合计实现收入6.8亿元(+4.3%)，净利润5005万元(-26.7%)，其中，宿迁医院净利润下滑33.4%、安庆医院净利润下滑18.1%，主要原因是公司对医生薪酬进行了调整，导致费用上升。我们认为医生薪酬的投入旨在把握核心医疗资源，可增强医院竞争力。2)公司收入高增长的动力来自于商业子公司华东医药配送规模的扩大，实现收入11.3亿元(+17.9%)，商业板块较快增速导致毛利率呈结构性下滑，同比下降2.8个百分点。3)我们估计脉络宁增速仍处下滑趋势，从母公司报表来看，估计下滑幅度在5%之内。
- 医疗服务为长期看点，药品业务或将迎来企稳。**1)医疗服务为公司战略重点，三家医院目前在当地市场均未饱和，增长动力仍充足；未来或将继续深入公立医院改革，或存在外延预期。2)药品业务承压已久，或将迎来企稳。核心品种脉络宁注射液在招标降价和中药注射液安全性双重压力下销售额已连续6年持续下降，销量和售价已经基本处于底部，预计2017年或将迎来企稳。
- 医疗体制改革持续深化，公司未来发展空间广阔。**1)2016年以来，医疗体制改革的焦点已由“药改”转向全面改革，随着医疗资源配置的进一步优化，未来行业竞争环境将更为市场化，民营医院的服务质量与运营能力将是竞争重点，公司在医院管理上拥有丰富经验，核心竞争力有望进一步突出；2)发改委已发出《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》，对医疗服务价格实行分层管理，我们认为目的之一在于调整医疗服务供给格局，未来公立医院定位将着力于基层医疗需求，以特需医疗服务为代表的高附加值服务将由民营医疗机构承接，公司作为社会办医参与者，将享有更为广阔的发展空间。
- 盈利预测与投资建议。**预计2016-2018年EPS分别为0.43元、0.53元、0.68元，对应PE分别为33倍、26倍、21倍，相关政策利好增加公司未来业绩想象空间（医疗服务潜力大），预计后期仍将通过外延扩张加大医疗服务领域布局，且存国企改革预期，维持“买入”评级。
- 风险提示：**招标降价或超预期风险，医疗服务增速或不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3221.38	3826.16	4319.88	4880.45
增长率	16.21%	18.77%	12.90%	12.98%
归属母公司净利润(百万元)	208.11	217.35	269.50	340.94
增长率	5.54%	4.44%	24.00%	26.51%
每股收益EPS(元)	0.41	0.43	0.53	0.68
净资产收益率ROE	8.96%	8.30%	9.60%	11.18%
PE	34	33	26	21
PB	2.42	2.29	2.14	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

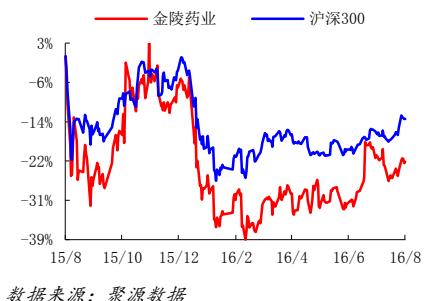
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@swsc.com.cn

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.04
流通A股(亿股)	5.03
52周内股价区间(元)	11.2-18.91
总市值(亿元)	70.96
总资产(亿元)	38.52
每股净资产(元)	4.94

### 相关研究

- 金陵药业(000919): 医疗服务价格改革赋予公司更广发展空间 (2016-07-15)
- 金陵药业(000919): “宿迁模式”有效复制，医疗服务高速增长 (2015-08-25)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3221.38	3826.16	4319.88	4880.45	净利润	262.00	255.70	317.06	401.11
营业成本	2513.78	3039.71	3390.28	3777.87	折旧与摊销	102.70	86.67	93.30	99.62
营业税金及附加	14.01	16.64	18.79	21.23	财务费用	-0.48	2.71	0.38	0.36
销售费用	131.52	122.44	138.24	156.17	资产减值损失	7.76	-10.00	0.00	0.00
管理费用	313.97	353.92	399.59	451.44	经营营运资本变动	-189.93	-181.83	-111.79	-142.97
财务费用	-0.48	2.71	0.38	0.36	其他	30.41	-6.73	-21.36	-25.76
资产减值损失	7.76	-10.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	212.45	146.52	277.60	332.36
投资收益	79.02	15.13	18.91	23.63	资本支出	-16.41	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	2.17	2.17	2.17	2.17	其他	-91.26	20.29	21.08	25.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-107.67	-109.71	-108.92	-104.20
<b>营业利润</b>	<b>322.01</b>	<b>318.03</b>	<b>393.69</b>	<b>499.18</b>	短期借款	-26.00	-84.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.16	2.93	3.82	4.08	长期借款	-0.88	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>329.17</b>	<b>320.96</b>	<b>397.51</b>	<b>503.26</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	67.17	65.26	80.45	102.15	支付股利	-85.68	-90.43	-94.44	-117.10
<b>净利润</b>	<b>262.00</b>	<b>255.70</b>	<b>317.06</b>	<b>401.11</b>	其他	-30.97	-12.87	-0.38	-0.36
少数股东损益	53.90	38.36	47.56	60.17	筹资活动现金流净额	-143.53	-187.30	-94.82	-117.46
归属母公司股东净利润	208.11	217.35	269.50	340.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-38.74</b>	<b>-150.49</b>	<b>73.86</b>	<b>110.70</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	698.18	547.69	621.55	732.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	821.09	966.18	1092.78	1234.35	销售收入增长率	16.21%	18.77%	12.90%	12.98%
存货	413.93	499.97	557.98	621.76	营业利润增长率	5.52%	-1.24%	23.79%	26.79%
其他流动资产	481.40	543.96	597.48	658.25	净利润增长率	6.87%	-2.41%	24.00%	26.51%
长期股权投资	45.36	45.36	45.36	45.36	EBITDA 增长率	12.71%	-3.96%	19.63%	22.94%
投资性房地产	17.21	17.21	17.21	17.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1051.08	1098.74	1139.77	1174.48	毛利率	21.97%	20.55%	21.52%	22.59%
无形资产和开发支出	225.70	221.85	218.00	214.15	三费率	13.81%	12.52%	12.46%	12.46%
其他非流动资产	96.31	95.83	95.34	94.86	净利率	8.13%	6.68%	7.34%	8.22%
<b>资产总计</b>	<b>3850.26</b>	<b>4036.80</b>	<b>4385.48</b>	<b>4792.68</b>	ROE	8.96%	8.30%	9.60%	11.18%
短期借款	84.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.80%	6.33%	7.23%	8.37%
应付和预收款项	674.39	761.17	868.14	970.22	ROIC	11.42%	10.22%	11.46%	13.46%
长期借款	10.03	10.03	10.03	10.03	EBITDA/销售收入	13.17%	10.65%	11.28%	12.28%
其他负债	157.32	184.42	203.51	224.62	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>925.73</b>	<b>955.62</b>	<b>1081.68</b>	<b>1204.87</b>	总资产周转率	0.86	0.97	1.03	1.06
股本	504.00	504.00	504.00	504.00	固定资产周转率	3.21	3.76	4.03	4.38
资本公积	466.27	466.27	466.27	466.27	应收账款周转率	7.34	7.38	7.26	7.24
留存收益	1465.24	1592.16	1767.22	1991.06	存货周转率	6.09	6.65	6.40	6.40
归属母公司股东权益	2444.12	2562.42	2737.49	2961.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.66%	—	—	—
少数股东权益	480.40	518.76	566.32	626.49	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2924.53</b>	<b>3081.18</b>	<b>3303.81</b>	<b>3587.81</b>	资产负债率	24.04%	23.67%	24.66%	25.14%
负债和股东权益合计	3850.26	4036.80	4385.48	4792.68	带息债务/总负债	10.16%	1.05%	0.93%	0.83%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	2.69	2.76	2.73	2.76
EBITDA	424.23	407.41	487.37	599.16	速动比率	2.23	2.22	2.20	2.23
PE	33.98	32.53	26.24	20.74	股利支付率	41.17%	41.61%	35.04%	34.35%
PB	2.42	2.29	2.14	1.97	<b>每股指标</b>				
PS	2.20	1.85	1.64	1.45	每股收益	0.41	0.43	0.53	0.68
EV/EBITDA	14.61	15.37	12.70	10.14	每股净资产	5.80	6.11	6.56	7.12
股息率	1.21%	1.28%	1.34%	1.66%	每股经营现金	0.42	0.29	0.55	0.66
					每股股利	0.17	0.18	0.19	0.23

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn