

业绩稳健增长，效率提升空间大

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报, 2016 年实现营业收入 267.2 亿元 (+7.7%)、归母净利润 1.8 亿元 (+15%)、扣非归母净利润 1.84 亿元 (+26.6%)。
- **核心区域收入保持高增长, 期间费用率略有下滑。** 1) 从收入来看: 2016 年营业收入为 267.2 亿元 (+7.7%)。其中批发业务收入约为 253.7 亿元 (+7.7%)、零售业务收入约为 11.6 亿元 (+5.2%); 其中, 在江苏省收入增速为 11.5%, 安徽省收入增速为 8.2%, 福建省医保控费严厉, 收入增速下滑 7.1%。公司在巩固传统区域业务优势的同时, 积极创新基层市场服务模式, 深挖以基药配送为主体的终端市场, 收入增速或将保持稳定增长。2) 公司 2016 年盈利能力有所提升, 期间费用率同比下降 0.26 个百分点, 由于招标降价影响, 毛利率同比下降 0.04 个百分点, 我们认为招标价已触底, 随着效率优化, 公司盈利能力尚有较大提升空间。3) 从单季度数据来看, 公司 2016Q4 净利润同比增长 46.3%, 主要源于管理机制改善, 管理费用率同比下滑 0.72 个百分点所致。
- **国企改革有序推进, 效率提升预期较大。** 公司为国企改革先锋, 目前已经完成战略投资者引进。拟在非公开发行方案中率先引入员工持股方案为国企改革有力尝试, 后续发展值得期待: 1) 战略投资者对公司积极影响逐渐体现。期间内公司与默沙东开展药店终端的业务合作, 同时取得 4 个进口产品的独家进口分销; 2) 公司毛利率、净利率水平相对同行业上市公司来说处于低位, 尤其是财务费用率高达 0.82%, 随着定增资金的到位及激励机制的完善, 未来改善预期较大。
- **新业务培育新增长点。** 1) 多模式零售连锁创新业态正有序推进。尤其是门诊药房社会化与 DTP 等将为公司打开增量市场空间, 目前已与鼓楼医院合作设立鼓楼大药房, 医药分开政策导向下有望拓展其它医院; 同时联合默沙东开展慢病管理尝试, 提升终端服务能力, 逐步向技术服务型药店转变; 2) 以药事服务为切入点, 探索分级诊疗与区域化合理用药平台建设。公司在全国开展药事服务合作的二、三级医院已达 300 余家, 中药煎制服务中心总计已达 29 家, 全年处方量约 19 万张, 销售约 3500 万元 (+19%)。我们认为药事服务将从扩大市场规模、提升盈利能力两个方面提振公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 由于定增事项进度略低于我们预期 (之前预期 2017 年年初完成定增), 我们上调了 2017 年的财务费用预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.22 元、0.28 元、0.34 元对应 PE 分别为 35 倍、28 倍、23 倍, 由于公司未来盈利能力改善预期大, 给予公司 2017 年 45 倍估值, 对应目标价 9.9 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 定增事项进展不及预期风险, 行业增速下滑超预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	26720.50	29521.28	32626.66	36077.64
增长率	7.69%	10.48%	10.52%	10.58%
归属母公司净利润 (百万元)	180.27	265.78	335.54	405.85
增长率	15.02%	47.43%	26.25%	20.95%
每股收益 EPS (元)	0.15	0.22	0.28	0.34
净资产收益率 ROE	7.77%	6.61%	7.74%	8.62%
PE	51	35	28	23
PB	3.01	1.74	1.61	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

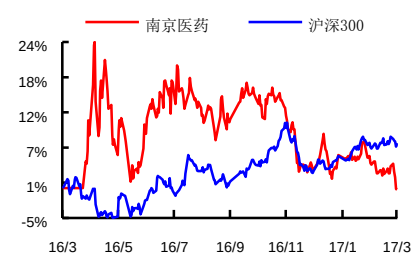
西南证券研究发展中心

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

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)	8.97
流通 A 股(亿股)	6.94
52 周内股价区间(元)	7.69-9.59
总市值(亿元)	69.01
总资产(亿元)	139.62
每股净资产(元)	2.93

相关研究

1. 南京医药(600713): 国企改革有序推进, 效率改善可期 (2016-08-28)
2. 南京医药(600713): 收入稳健增长, 国企改革深化 (2016-04-25)
3. 南京医药(600713): 盈利能力提升, 后续增长可持续 (2016-04-18)

关键假设：

假设 1：批发业务行业增速与医药行业同步，约 10%，公司所在的江苏、安徽、福建市场格局稳定，公司增速与行业同步；

假设 2：零售行业增速约 8-9%，公司在零售领域布局 DTP 业务，将受益处方外流带来的增量，增速将显著高于行业；

假设 3：非公开发行事项目与 2017 年 3 季度初完成；

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	24813.1	26720.5	29521.3	32626.7	36077.6
yoy	12.40%	7.69%	10.48%	10.52%	10.58%
营业成本	23344.1	25149.0	27741.6	30644.9	33867.0
毛利率	5.92%	5.88%	6.03%	6.07%	6.13%
批发					
收入	23564.1	25366.1	27902.7	30693.0	33762.3
yoy		7.65%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	22419.6	24122.6	26507.6	29158.3	32074.2
毛利率	4.86%	4.90%	5.00%	5.00%	5.00%
零售					
收入	1100.8	1158.4	1390.0	1668.1	2001.7
yoy		5.23%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	852.9	915.6	1098.1	1317.8	1581.3
毛利率	22.52%	20.96%	21.00%	21.00%	21.00%
电商					
收入	54.4	93.2	121.2	157.6	204.8
yoy		71.43%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	47.4	85.6	109.1	141.8	184.4
毛利率	12.89%	8.23%	10.00%	10.00%	10.00%
第三方物流					
收入	3.7	6.6	7.3	8.0	8.8
yoy		81.42%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.9	2.1	1.8	1.9	2.1
毛利率	75.68%	68.07%	76.00%	76.00%	76.00%
其它					
收入	90.1	96.1	100.0	100.0	100.0
成本	23.4	23.1	25.0	25.0	25.0

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	26720.50	29521.28	32626.66	36077.64	净利润	238.59	351.77	444.10	537.15
营业成本	25149.01	27741.56	30644.85	33866.98	折旧与摊销	111.00	136.75	159.79	175.34
营业税金及附加	35.25	38.33	42.33	46.95	财务费用	218.20	185.67	136.44	100.08
销售费用	575.34	635.65	702.51	776.82	资产减值损失	17.92	20.00	25.00	30.00
管理费用	370.62	409.47	452.54	500.40	经营营运资本变动	-177.14	-81.79	-372.20	-251.89
财务费用	218.20	185.67	136.44	100.08	其他	-649.45	-25.43	-31.59	-37.40
资产减值损失	17.92	20.00	25.00	30.00	经营活动现金流净额	-240.88	586.98	361.54	553.29
投资收益	-7.32	5.94	6.59	7.31	资本支出	-160.72	-330.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	90.49	5.94	6.59	7.31
其他经营损益	0.00	0.00	1.00	0.00	投资活动现金流净额	-70.23	-324.06	-123.41	-122.69
营业利润	346.85	496.53	630.57	763.72	短期借款	6.45	-269.00	-1100.00	0.00
其他非经营损益	-7.06	4.43	1.88	1.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	339.79	500.96	632.45	764.96	股权融资	86.44	2000.00	0.00	0.00
所得税	101.19	149.19	188.35	227.81	支付股利	-17.95	-20.65	-30.44	-38.43
净利润	238.59	351.77	444.10	537.15	其他	167.01	-264.28	-136.44	-100.08
少数股东损益	58.32	85.99	108.56	131.30	筹资活动现金流净额	241.95	1446.08	-1266.88	-138.51
归属母公司股东净利润	180.27	265.78	335.54	405.85	现金流量净额	-69.16	1708.99	-1028.75	292.09
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1209.87	2918.87	1890.12	2182.21	成长能力				
应收和预付款项	8557.70	9357.04	10411.60	11486.06	销售收入增长率	7.69%	10.48%	10.52%	10.58%
存货	2571.24	2835.79	3132.62	3462.14	营业利润增长率	33.92%	43.16%	26.99%	21.12%
其他流动资产	88.39	97.66	107.93	119.35	净利润增长率	23.82%	47.43%	26.25%	20.95%
长期股权投资	56.20	56.20	56.20	56.20	EBITDA 增长率	10.67%	21.14%	13.17%	12.12%
投资性房地产	56.80	56.80	56.80	56.80	获利能力				
固定资产和在建工程	807.41	1018.71	1006.97	979.69	毛利率	5.88%	6.03%	6.07%	6.13%
无形资产和开发支出	192.75	186.40	180.06	173.72	三费率	4.36%	4.17%	3.96%	3.82%
其他非流动资产	421.48	409.77	398.06	386.35	净利率	0.89%	1.19%	1.36%	1.49%
资产总计	13961.83	16937.24	17240.35	18902.50	ROE	7.77%	6.61%	7.74%	8.62%
短期借款	1769.00	1500.00	400.00	400.00	ROA	1.71%	2.08%	2.58%	2.84%
应付和预收款项	5448.04	6079.11	6664.50	7379.49	ROIC	9.20%	10.06%	10.30%	10.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.53%	2.77%	2.84%	2.88%
其他负债	3675.46	4036.28	4440.35	4888.79	营运能力				
负债合计	10892.51	11615.39	11504.84	12668.27	总资产周转率	2.01	1.91	1.91	2.00
股本	897.43	1202.77	1202.77	1202.77	固定资产周转率	46.07	36.08	35.07	38.19
资本公积	1171.83	2866.48	2866.48	2866.48	应收账款周转率	4.28	4.36	4.36	4.36
留存收益	478.33	723.46	1028.57	1395.99	存货周转率	10.80	10.26	10.27	10.27
归属母公司股东权益	2626.18	4792.72	5097.82	5465.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.38%	—	—	—
少数股东权益	443.14	529.13	637.69	768.99	资本结构				
股东权益合计	3069.33	5321.85	5735.51	6234.23	资产负债率	78.02%	68.58%	66.73%	67.02%
负债和股东权益合计	13961.83	16937.24	17240.35	18902.50	带息债务/总负债	16.24%	12.91%	3.48%	3.16%
					流动比率	1.16	1.33	1.37	1.38
					速动比率	0.92	1.08	1.10	1.10
					股利支付率	9.96%	7.77%	9.07%	9.47%
					每股指标				
					每股收益	0.15	0.22	0.28	0.34
					每股净资产	2.55	4.42	4.77	5.18
					每股经营现金	-0.20	0.49	0.30	0.46
					每股股利	0.01	0.02	0.03	0.03
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	676.05	818.96	926.80	1039.15					
PE	51.31	34.80	27.57	22.79					
PB	3.01	1.74	1.61	1.48					
PS	0.35	0.31	0.28	0.26					
EV/EBITDA	10.33	8.98	7.86	6.73					
股息率	0.19%	0.22%	0.33%	0.42%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn