2017 年 08 月 20 日
证券研究报告•2017 年半年报点评
南京医药（600713）医药生物

买入（维持）
当前价：6.96 元
目标价：9.90 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

盈利能力显著提升，国企改革进展顺利

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年半年报，2017H1 实现营业收入 134.9 亿元（+4.1%）、归母净利润 1.1 亿元（+38%）、扣非后归母净利润 9742 万元（+19.9%）。
- **收入略有放缓，盈利能力显著提升。**1）公司 2017H1 营业收入约为 134.9 亿元（+4.1%）。其中批发业务收入约为 128 亿元（+3.6%）、零售业务收入约为 6 亿元（+17.5%）；我们认为收入增速放缓的主要原因为：①福建等医改试点省份医保控费趋严；②两票制制度初始执行期间商业企业开票模式调整，导致业绩出现短期波动。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 2017 年上半年盈利能力提升幅度较大，毛利率同比提升 0.39 个百分点、净利率同比提升 0.24 个百分点，我们认为随着效率优化，公司盈利能力尚有较大提升空间。
- **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。公司拟在非公开发行方案中率先引入员工持股方案，此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 32 家，2017 上半年处方量约 9 万张，销售约 2000 万元。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。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.22 元、0.28 元、0.34 元，对应 PE 分别为 31 倍、25 倍、21 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	405.84
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	46	31	25	21
PB	2.73	1.57	1.46	1.34

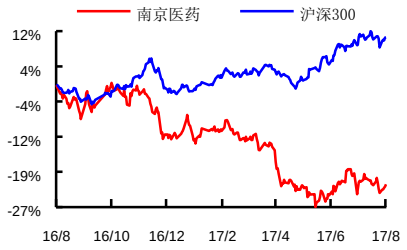
数据来源：Wind，西南证券

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：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)	6.55-9.05
总市值(亿元)	62.46
总资产(亿元)	147.35
每股净资产(元)	3.01

相关研究

1. 南京医药（600713）：业绩稳健增长，效率提升空间大 (2017-04-05)
2. 南京医药(600713)：国企改革有序推进，效率改善可期 (2016-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	26720.50	29521.28	32626.66	36077.64
营业成本	25149.01	27741.56	30644.85	33866.98
营业税金及附加	35.25	38.33	42.33	46.95
销售费用	575.34	635.65	702.51	776.82
管理费用	370.62	409.47	452.54	500.40
财务费用	218.20	185.68	136.45	100.09
资产减值损失	17.92	20.00	25.00	30.00
投资收益	-7.32	5.94	6.59	7.31
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	1.00	0.00
营业利润	346.85	496.53	630.57	763.72
其他非经营损益	-7.06	4.43	1.88	1.24
利润总额	339.79	500.96	632.45	764.96
所得税	101.19	149.19	188.35	227.81
净利润	238.59	351.77	444.10	537.15
少数股东损益	58.32	85.99	108.56	131.30
归属母公司股东净利润	180.27	265.78	335.54	405.84

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	238.59	351.77	444.10	537.15
折旧与摊销	111.00	136.75	159.79	175.34
财务费用	218.20	185.68	136.45	100.09
资产减值损失	17.92	20.00	25.00	30.00
经营营运资本变动	-180.33	-82.12	-372.57	-252.30
其他	-646.26	-26.89	-31.39	-37.26
经营活动现金流净额	-240.88	585.18	361.38	553.03
资本支出	-160.72	-330.00	-130.00	-130.00
其他	90.49	5.94	6.59	7.31
投资活动现金流净额	-70.23	-324.06	-123.41	-122.69
短期借款	6.45	-269.00	-1100.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	86.44	2000.00	0.00	0.00
支付股利	-17.95	-20.65	-30.44	-38.43
其他	167.01	-264.28	-136.45	-100.09
筹资活动现金流净额	241.95	1446.08	-1266.89	-138.51
现金流量净额	-69.16	1707.19	-1028.92	291.83

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1209.87	2917.07	1888.15	2179.97
应收和预付款项	8557.70	9357.04	10411.60	11486.06
存货	2571.24	2837.59	3134.58	3464.37
其他流动资产	88.39	97.66	107.93	119.35
长期股权投资	56.20	56.20	56.20	56.20
投资性房地产	56.80	56.80	56.80	56.80
固定资产和在建工程	807.41	1018.71	1006.97	979.69
无形资产和开发支出	192.75	186.40	180.06	173.72
其他非流动资产	421.48	409.77	398.06	386.35
资产总计	13961.83	16937.24	17240.35	18902.49
短期借款	1769.00	1500.00	400.00	400.00
应付和预收款项	5448.04	6079.11	6664.50	7379.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3675.46	4036.28	4440.35	4888.79
负债合计	10892.51	11615.39	11504.84	12668.27
股本	897.43	1202.77	1202.77	1202.77
资本公积	1171.83	2866.48	2866.48	2866.48
留存收益	478.33	723.46	1028.57	1395.98
归属母公司股东权益	2626.18	4792.71	5097.82	5465.23
少数股东权益	443.14	529.13	637.69	768.99
股东权益合计	3069.33	5321.85	5735.50	6234.22
负债和股东权益合计	13961.83	16937.24	17240.35	18902.49

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	7.69%	10.48%	10.52%	10.58%
营业利润增长率	33.92%	43.16%	26.99%	21.12%
净利润增长率	23.82%	47.43%	26.25%	20.95%
EBITDA 增长率	10.67%	21.14%	13.17%	12.12%
获利能力				
毛利率	5.88%	6.03%	6.07%	6.13%
三费率	4.36%	4.17%	3.96%	3.82%
净利率	0.89%	1.19%	1.36%	1.49%
ROE	7.77%	6.61%	7.74%	8.62%
ROA	1.71%	2.08%	2.58%	2.84%
ROIC	9.20%	10.06%	10.30%	10.68%
EBITDA/销售收入	2.53%	2.77%	2.84%	2.88%
营运能力				
总资产周转率	2.01	1.91	1.91	2.00
固定资产周转率	46.07	36.08	35.07	38.19
应收账款周转率	4.28	4.36	4.36	4.36
存货周转率	10.79	10.25	10.25	10.26
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.38%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	78.02%	68.58%	66.73%	67.02%
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	46.44	31.50	24.95	20.63
PB	2.73	1.57	1.46	1.34
PS	0.31	0.28	0.26	0.23
EV/EBITDA	9.36	7.91	6.91	5.89
股息率	0.21%	0.25%	0.36%	0.46%

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 20 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
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn