



医药

Pharmaceuticals

2009 年 2 月 25 日

金陵药业 (000919)

——价值低估品种

目标价: 9.25 元

评级: 增持

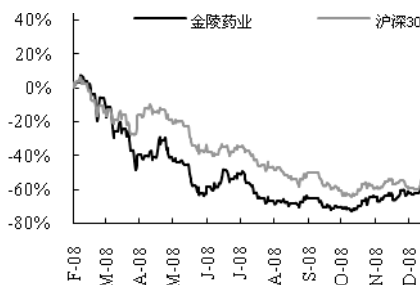
市场数据	2009 年 02 月 25 日
当前价格 (元)	7.44
52 周价格区间 (元)	3.70-15.6
总市值 (百万)	3750
流通市值 (百万)	1422
总股本 (万股)	50400
流通股 (万股)	19109
日均成交额 (百万)	49
近一月换手 (%)	76.56
公司网址	www.jlyy000919.com

赢利预测	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入 (百万)	1549	1817	2094	2304
净利润 (百万)	358	85	214	226
每股收益 (元)	0.61	0.15	0.37	0.39

资料来源: 金元证券研究所

要点:

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
金陵药业	12.7	54.0	-45.3
沪深 300	13.4	23.2	-49.0

相关报告

金陵药业中报点评——投资收益贡献大, 主营业务业绩平淡, 2007.08.31

李朝 医药行业研究员

+86 755 83025696

lichao@jyzq.cn

我们近日调研了金陵药业, 与公司董秘徐总进行了交流。现将公司的基本概况与交流的情况通报如下:

● 公司 08 年业绩下滑由股票投资带来

公司公告称 2008 年度, 公司净利润约 8500 万元, 同比下滑 50-100%, 全年基本每股收益 0.17 元下滑 71%。公司 2008 年度业绩下滑主要是由于股票投资亏损带来。2007 年度股票投资收益高 2.81 亿元, 全年利润总额为 4.24 亿元, 投资收益占利润总额的 66.0%。而 08 年度二级市场投资亏损 1.3 亿元, 可见 2008 年度股票亏损对公司影响很大。公司主营业务的实际经营状况好于去年, 收入同比增长 20%。

● 公司主营业务略有起色

公司的主要利润来源还是脉络宁, 二线品种平淡, 宿迁医院增长良好。

(1) 脉络宁恢复增长。公司的主要产品脉络宁 2007 年度销售额 44378 万元, 连续 4 年维持在这一水平, 而脉络宁的最高零售价也有 2003 年的 12.1 元/支降价至 2006 年的 10.8 元/支, 正因为是脉络宁近年的销售量在增长的, 使得销售额维持在这一水平, 而销售量的增长也与公司从 06 年开始改变自然销售的模式加大销售力度有关。脉络宁 07 年销售约 6200 万支, 08 年度销售约 7100 万支, 09 年规划为 8000 万支。我们注意到该品种的毛利率从 07 年度的 52% 下滑到 08 年半年报的 46%, 公司表示脉络宁的毛利率将来会保持稳定。脉络宁注射液的专利保护到 2012 年, 目前该品种是国家保密品种, 市场上没有竞争品种, 而在申报的粉针品种公司认为除了公司自己申报的, 其他生产商获得批准的可能性不大, 因此, 公司这一核心品种在未来很长时间将不会受到竞争者威胁。

(2) 二线产品销售仍没有太大亮点。公司的速力菲市场空间不大，目前的销售额大约为 5-6 千万，二线品种中没有仍没有表现出较大潜质的品种。公司在研品种不多，二线品种仍将缺乏亮点，脉络宁仍将是公司的主要利润来源。

(3) 宿迁医院状况良好。宿迁医院近年来成长性良好，该医院 2007 年度收入 2.03 亿元，同比增长 36%，净利润 3480 万元，同比增长 75%。预计该医院业绩近年增长稳定。

表 1：脉络宁近年最高零售价

年份	2003	2005	2006
价格	12.1	11.5	10.8

来源：金元证券

表 2：控股子公司经营状况

单 位		2004	2005	2006	2007
南京华东医药	收入	867.89	1053.84	1160.03	1324.24
	增长率		21.43%	10.08%	14.16%
	净利润	24.30	30.14	29.74	16.64
瑞恒医药科技投资	收入	1.62		0.00	0.00
	净利润	-20.00	-3.59	21.94	66.57
云南金陵植物药业	收入	6.44	16.70	12.59	15.63
	净利润	-2.84	-1.23	-1.86	-1.31
浙江金陵药材开发	收入	3.00	5.50	5.42	5.19
	净利润	-0.57	0.40	1.22	6.94
南京彩塑包装	收入	16.82	22.83	22.32	22.50
	净利润	-0.37	0.24	-0.33	-0.56
浙江金陵浙磐药材	收入	9.39	11.75	15.50	19.96
	净利润	0.19	0.33	0.27	0.34
河南金陵怀药药业	收入	15.98	24.43	16.26	13.67
	净利润	0.12	0.42	0.36	0.28
河南金陵金银花药业	收入	26.36	28.36	29.90	41.00
	净利润	0.24	0.43	0.29	0.30
宿迁市人民医院	收入	80.71	131.11	148.94	202.78
	增长率		62.45%	13.60%	36.14%
	净利润	5.21	13.47	19.89	34.80

来源：公司公告，金元证券

表 3：公司主要产品近年销售状况（单位：百万）

品种		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
脉络宁	收入	297.52	362.57	359.51	412.88	429.75	441.75	438.53	443.78
	成本	129.47	173.1	128.32	150.71	155.22	184.54	190.99	213.39
	毛利率	56.48%	52.26%	64.31%	63.50%	63.88%	58.23%	56.45%	51.92%
其他	收入	67.43	136.85	270.05	436.84	572.00	794.05	947.88	1105.19
	成本	51.52	106.34	187.42	327.92	422.83	608.83	732.37	882.04
	毛利率	23.59%	22.29%	30.60%	24.93%	26.08%	23.33%	22.74%	20.19%
合计	收入	364.95	499.42	629.56	849.72	1001.75	1235.8	1386.41	1548.97
	成本	180.99	279.44	315.74	478.63	578.05	793.37	923.36	1095.43
	毛利率	50.41%	44.05%	49.85%	43.67%	42.30%	35.80%	33.40%	29.28%

来源：公司年报，金元证券

● 股权激励促进管理层与投资者的利益趋于一致

公司前些时日公告了股权激励措施，根据股权激励条款，实施的期限是 2008 年度-2010 年度，扣除 2005—2007 年度非经常性损益后的平均净利润为基数，按照 10%提取奖励基金，而后从二级市场购买股票。

我们注意到公司 05---07 年扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为 1.49 亿元、1.25 亿元和 1.34 亿元，平均为 1.36 亿元；折合 EPS0.27 元（股权激励中的平均利润基数为平均净利润而非归属上市公司投资者净利润）。

公司实施了管理层股权激励，将会使得管理层与投资者利益趋于一致，也使得投资者对于公司未来的业绩更有信心。

● 给予“增持”的投资评级

公司 08 年度主营业务的收入约为 18.17 亿元，全年净利润为 8500 万元，EPS 为 0.17 元。公司 08、09 及 10 年的业绩分别为 0.17 元、0.37 元、0.39，对应目前股价为 7.44 元，对应 2008、2009、2010 年度主营业务收入带来的动态 PE 分别为 50.7 倍、20.0 倍和 19.0 倍。

我们对整个医药市场的市盈率进行了统计，目前医药板块的平均市盈率为 34.44 倍（选择条件为整体法，不调整，匹配 08 年 3 季度收益），PB 为 4.24 倍；相比公司 09 年度 20 倍 PE，08 年度的 2.2 倍 PB，估值还是相对较低的。从主营业务看，公司目前增长并不快，而且公司目前并没有放弃二级市场投资的打算，但公司在医药板块中还是较为便宜的。存在着交易性机会，我们给予公司“增持”的投资评级。

表 4: 公司财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1667	1592	1799	1979	营业收入	1549	1817	2094	2304
现金	674	591	642	708	营业成本	1095	1314	1518	1678
应收账款	156	183	211	232	营业税金及附加	9	12	13	15
其它应收款	15	20	23	25	销售费用	105	119	137	150
预付账款	51	77	88	94	管理费用	180	145	178	196
存货	210	277	314	345	财务费用	-5	-12	-12	-14
其他	562	444	521	575	资产减值损失	21	8	6	12
非流动资产	699	683	676	656	公允价值变动收益	13	0	0	0
长期投资	55	66	65	62	投资净收益	268	-130	0	0
固定资产	496	485	461	435	营业利润	426	101	254	267
无形资产	84	95	101	113	营业外收入	2	2	2	2
其他	64	37	48	46	营业外支出	3	3	4	3
资产总计	2366	2275	2475	2635	利润总额	424	100	252	265
流动负债	383	352	374	401	所得税	66	15	38	40
短期借款	20	21	0	0	净利润	358	85	214	226
应付账款	129	155	179	198	少数股东损益	50	11	27	29
其他	234	176	195	203	归属于母公司净利润	307	74	187	197
非流动负债	34	29	31	31	EBITDA	477	138	292	306
长期借款	22	22	22	22	EPS (元)	0.61	0.15	0.37	0.39
其他	12	7	9	9					
负债合计	417	381	405	433	主要财务比率				
少数股东权益	185	196	223	251	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	504	504	504	504	成长能力				
资本公积	476	476	476	476	营业收入	11.7%	17.3%	15.3%	10.0%
留存收益	784	717	867	971	营业利润	49.4%	-76.2%	150.1%	5.3%
归属母公司股东权益合计	1765	1698	1847	1951	净利润	46.3%	-75.9%	152.3%	5.5%
负债和股东权益	2366	2275	2475	2635	获利能力				
					毛利率	29.3%	27.7%	27.5%	27.1%
现金流量表					净利率	19.8%	4.1%	8.9%	8.6%
					ROE	17.4%	4.4%	10.1%	10.1%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	45.1%	8.5%	21.4%	21.4%
经营活动现金流	118	97	156	204	偿债能力				
净利润	358	85	214	226	资产负债率	17.6%	16.8%	16.4%	16.4%
折旧摊销	57	49	51	53	净负债比率				
财务费用	-5	-12	-12	-14	流动比率	4.36	4.52	4.81	4.93
投资损失	-268	130	0	0	速动比率	3.79	3.71	3.94	4.05
营运资金变动	-37	-155	-102	-79	营运能力				
其它	14	1	5	18	总资产周转率	0.70	0.78	0.88	0.90
投资活动现金流	118	-48	-59	-60	应收账款周转率	9	9	9	9
资本支出	21	18	23	22	应付账款周转率	9.25	9.25	9.09	8.91
长期投资	182	1	1	-1					

其他	321	-30	-35	-39	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-120	-132	-45	-78	每股收益	0.61	0.15	0.37	0.39
短期借款	6	1	-21	0	每股经营现金流	0.23	0.19	0.31	0.40
长期借款	-5	0	0	0	每股净资产	3.50	3.37	3.66	3.87
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	9	0	0	0	P/E	12.20	50.66	20.08	19.04
其他	-130	-133	-24	-78	P/B	2.13	2.21	2.03	1.92
现金净增加额	163	-83	52	65	EV/EBITDA	6	21	10	10

来源: wind, 金元证券

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSS Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSS is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2009. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSS.