

金陵药业：基本面正在发生积极变化

2008 年年报分析

报告关键点：

- 08年业绩受投资收益及公允价值变动收益亏损影响
- 脉络宁未来有望保持相对较快增长
- 首次给予“增持-A”投资评级，12月目标价为10.25元

报告摘要：

- 公司今天公布了08年年度报告，总的来讲，公司08年业绩受投资收益及公允价值变动收益亏损影响，净利润出现下滑，但公司主业相比前几年增长明显，脉络宁收入同比增长15.9%；
- 2008年业绩回顾：公司实现营业收入17.88亿元，同比增长15.49%，毛利率同比07年下降0.29个百分点，为28.99%，毛利率下降主要是公司拳头品种脉络宁毛利率下降所致，营业利润1.08亿元，同比下降74.57%，大幅下降的主要原因是股票、基金投资收益及公允价值变动收益出现亏损所致，归属母公司所有者净利润8,260万元，同比下降73.14%，每股收益为0.16元，公司现金流状况良好，每股经营性现金流净额为0.61元，公司08年度利润分配预案为每10股派现金1.5元（含税）；
- 08年脉络宁相对历史上出现快速增长，主要原因有两点：1、市场的扩容，城市社区和新农合的拉动；2、销售方式的转变，公司从06年开始建立自己的产品终端销售队伍，并在各个地方建立商务大区，08年效果开始体现。09年脉络宁仍有望保持相对较快的增长；
- 股权激励基金有利于业绩释放：公司拥有从中药材种植到医院完整的医药产业链，除了脉络宁之外，公司也拥有一些潜力的品种，但由于国有机制、收入较低、激励不足等因素，导致了公司缺乏进取心，为了对管理层进行一定的激励，公司推出了《2008-2010奖励基金实施计划》，实施奖励基金计划将有利于公司未来业绩的释放；
- 首次给予“增持-A”的投资评级：我们预计公司2009~2010年每股收益为0.41元、0.45元，业绩预测未考虑到投资收益和公允价值变动对公司业绩的影响，首次覆盖我们给予公司“增持-A”的投资评级，12个月目标价为10.25元。
- 目前公司09年动态市盈率仅为18倍，相对整个医药行业的估值水平存在一定的低估，另外公司基本面上也发生了一些积极变化，脉络宁因医改和营销改善的因素，增速有望未来几年保持相对较快的增长，实施管理层奖励基金计划有利于公司业绩释放。公司从历史上看虽然并不是一个市场主流的投资品种，但公司基本面正在发生一些积极变化，我们建议投资者对公司保持一定的关注。

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：10.25 元

期限：12 个月 上次预测：

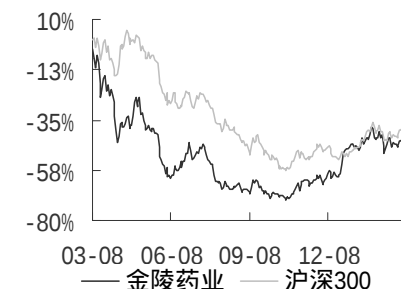
现价：7.25 元

报告日期：2009-03-24

市场数据

总市值(百万元)	3,654.00
流通市值(百万元)	1,385.44
总股本(百万股)	504.00
流通股本(百万股)	191.09
12 个月最高/最低	3.70/13.18 元
十大流通股东(%)	16.56%
股东户数	48,086

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.07)	13.70	(6.59)
绝对收益	(1.09)	42.97	(43.35)

研究员

赵楠

行业分析师

010-66581623

zhaonan@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,549.0	1,788.9	1,993.2	2,221.1	2,475.1
Growth(%)	11.7%	15.5%	11.4%	11.4%	11.4%
净利润	357.7	94.4	225.2	254.2	283.4
Growth(%)	46.3%	-73.1%	152.2%	9.8%	16.5%
毛利率(%)	29.3%	29.0%	29.3%	29.2%	29.1%
净利润率(%)	19.8%	4.6%	10.5%	10.3%	10.8%
每股收益(元)	0.61	0.16	0.41	0.45	0.53
每股净资产(元)	3.87	3.73	3.96	4.24	4.53
市盈率	11.9	44.2	17.5	16.0	13.7
市净率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
净资产收益率(%)	18.3%	5.0%	11.3%	11.9%	12.4%
ROIC(%)	30.8%	7.7%	20.6%	21.2%	23.3%
EV/EBITDA	6.4	19.5	10.5	9.1	7.9
股息收益率	0.0%	0.0%	2.9%	3.1%	3.6%

前期研究成果

1. 公司 2008 年业绩回顾

公司今天公布了 08 年年度报告,总的来讲,公司 08 年业绩受证券市场波动影响,股票、基金投资收益及公允价值变动收益出现亏损,净利润同比下降 73%,公司主业相比前几年增长明显,脉络宁收入同比增长 15.9%。

08 年公司实现营业收入 17.88 亿元,同比增长 15.49%,毛利率同比 07 年下降 0.29 个百分点,为 28.99%,毛利率下降主要是公司拳头品种脉络宁毛利率下降所致,毛利率由 08 年的 51.91%,下降到 09 年 44.37%,营业利润 1.08 亿元,同比大幅下降,下降 74.57%,大幅下降的主要原因是股票、基金投资收益及公允价值变动收益出现亏损所致,归属母公司所有者净利润 8,260 万元,同比下降 73.14%,每股收益为 0.16 元,扣除非经常性损益后的每股收益为 0.35 元,公司现金流状况良好,每股经营性现金流净额为 0.61 元,经营活动现金流量净额同比增长 158.56%,全面摊薄 ROE 比上年同期下降了 12.57 个百分点,为 4.85%。公司 08 年度利润分配预案为每 10 股派现金 1.5 元(含税)。

公司第四季度实现营业收入 4.48 亿元,同比增长 13%,毛利率为 30.15%,同比下降 7.18 个百分点,第四季度费用率较高,三项费用率为 19.2%,主要是管理费用增加所致,管理费用率为 12.7%,营业利润 2,921 万元,同比下降 68%,归属母公司所有者净利润为 2,404 万元,同比下降 67%,单季度每股收益为 0.05 元。

表 1 公司(合并)08 年第四季度及全年利润表情况

单位:万元	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2006	2007	2008	简要分析
营业收入	40,660	56,166	37,299	44,763	138,641	154,897	178,888	收入增长快于往年,主要得益于脉络宁相对历史的快速增长,同比增长 16%
同比增长率	25%	30%	-6%	13%		12%	15%	
营业成本	30,649	39,413	25,693	31,267	92,336	109,543	127,022	
毛利率	24.62%	29.83%	31.12%	30.15%	33.40%	29.28%	28.99%	
营业税金及附加	211	337	232	263	900	940	1,042	公司三项费用率为 14.7%,同比下降 3.3 个百分点,其中管理费用降幅最大,同比下降了 3 个百分点;营业利润同比下降 75%,主要是因股票、基金投资及公允价值变动收益亏损影响
销售费用	2,042	4,058	2,430	3,234	9,640	10,459	11,764	
销售费用率	5.0%	7.2%	6.5%	7.2%	7.0%	6.8%	6.6%	
管理费用	2,890	2,938	3,858	5,687	17,662	17,951	15,373	
管理费用率	7.1%	5.2%	10.3%	12.7%	12.7%	11.6%	8.6%	
财务费用	(117)	(209)	(168)	(324)	(66)	(526)	(819)	
财务费用率	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	0.0%	-0.3%	-0.5%	
三项费用率	11.8%	12.1%	16.4%	19.2%	19.6%	18.0%	14.7%	
资产减值损失	219	(158)	259	281	(152)	2,076	601	
公允价值变动净收益	(4,595)	(2,039)	2,587	2,198	339	1,258	(1,850)	
投资净收益	524	(3,199)	(4,928)	(3,632)	9,819	26,839	(11,235)	营业外收入大大高于 07 年,主要是 08 年包含了 377 万土地使用权转让收益
营业利润	696	4,550	2,653	2,921	28,480	42,550	10,820	
同比增长率	-92%	-66%	-77%	-68%		49%	-75%	
营业利润率	1.7%	8.1%	7.1%	6.5%	20.5%	27.5%	6.0%	
营业外收入	114	303	114	141	141	194	671	公司 08 年业绩受投资收益和公允价值变动因素影响较大,若扣除非经常性因素影响,每股收益为 0.35 元
营业外支出	68	197	98	190	444	337	553	
税前利润	741	4,656	2,669	2,872	28,177	42,407	10,939	
所得税	100	622	98	683	3,750	6,640	1,502	
所得税率	13.5%	13.3%	3.7%	23.8%	13.3%	15.7%	13.7%	公司 08 年业绩受投资收益和公允价值变动因素影响较大,若扣除非经常性因素影响,每股收益为 0.35 元
少数股东损益	92	705	594	(215)	3,413	5,021	1,177	
归属于母公司所有者的净利润	550	3,330	1,977	2,404	21,014	30,747	8,260	
同比增长率	-91%	-65%	-75%	-67%		46%	-73%	
净利润率	1.4%	5.9%	5.3%	5.4%	15.2%	19.8%	4.6%	每股收益(元)
每股收益(元)	0.01	0.07	0.04	0.05	0.42	0.61	0.16	

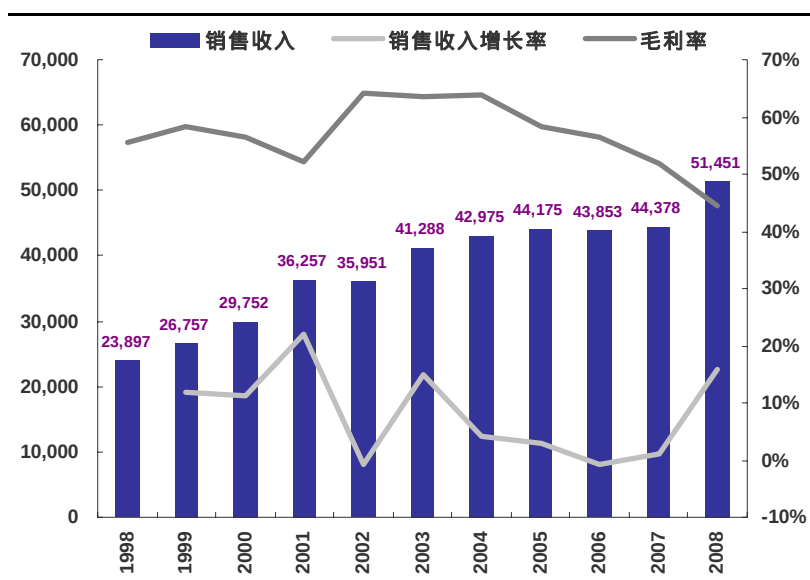
数据来源:Wind、安信证券研究中心

2. 脉络宁仍有增长潜力

08 年公司最大的亮点是拳头产品脉络宁相对历史的快速增长，主要原因有两点：1、市场的扩容，城市社区和新农合的拉动；2、销售方式的转变，公司从 06 年开始建立自己的产品终端销售队伍，并在各个地方建立商务大区，经过一段的建设期，从 08 年开始效果逐渐体现。

未来几年，脉络宁相对快速增长的趋势有望延续。脉络宁注射液的特点是价格相对较低，零售价为 10.8 元/支，在终端覆盖方面，主要集中在低端市场，主要销售终端约 2 万家县、乡镇医院，一线城市市场占有率较低，另外脉络宁产品销售区域性也较明显，主要销售区域局限于黄河以北省份，河南、河北、山东、北京、天津、东北三省、内蒙等地区。脉络宁的未来增长点在于营销的改善，以及进入《国家基本药物目录》之后所带来的量的增加。

图 1 脉络宁销售收入增长情况（1998～2008）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

注：受中药材（主要是石斛、金银花）涨价因素的影响，脉络宁毛利率处于下降趋势中

3. 股权激励基金有利于业绩释放

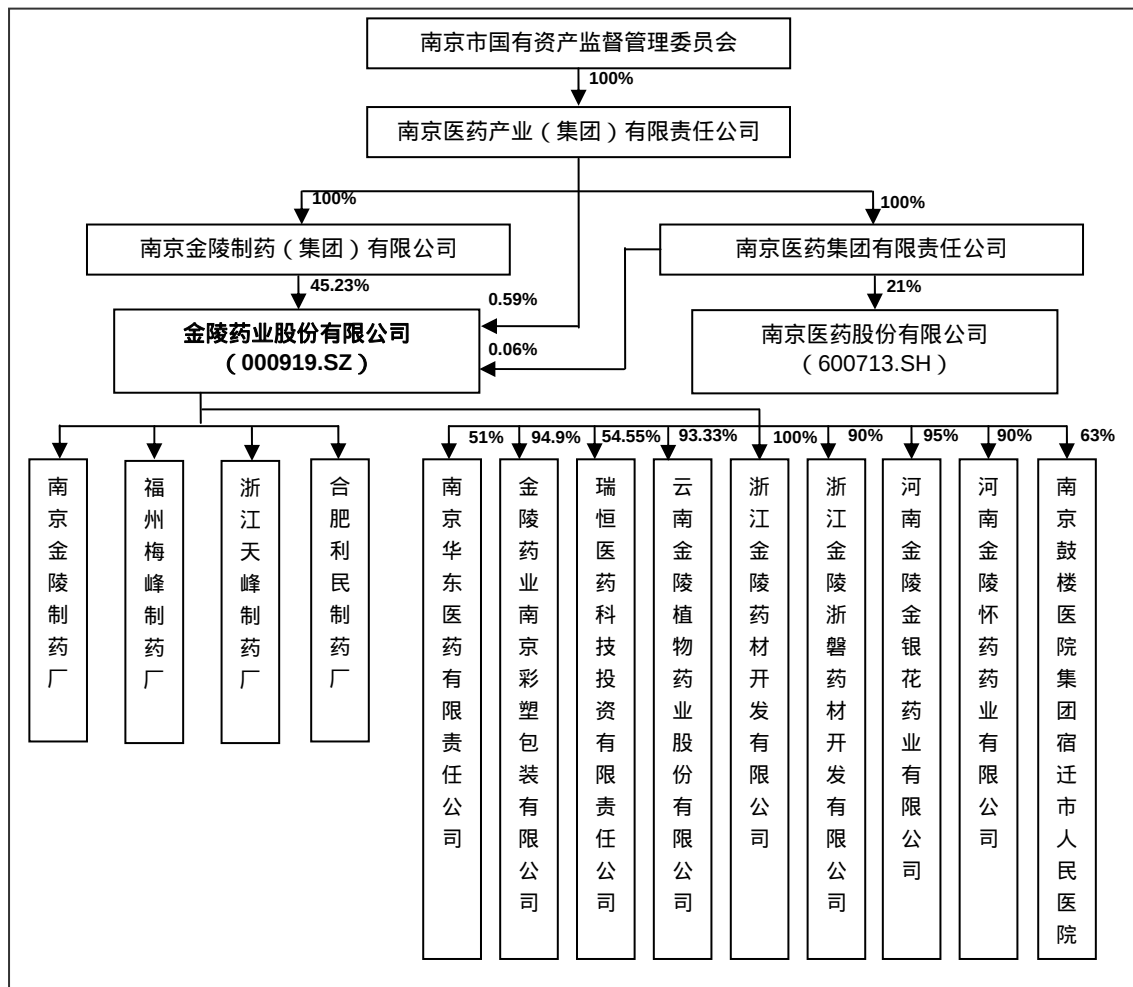
金陵药业公司具有一定军队背景，97 年由南京金陵制药集团有限公司、南京军区福州总医院企业管理局、南京军区后勤部苏州企业管理局、南京军区后勤部南京企业管理局一分局、南京军区后勤部徐州企业管理局分别将其所属的金陵制药厂、福州梅峰制药厂、浙江天峰制药厂、南京金威天然饮料公司、合肥利民制药厂投入采用发起设立方式成立的股份有限公司。

经过几年的发展，目前公司在医药产业中拥有“完整”的产业链。公司拥有五家中药材种植基地（河南两家、浙江两家、云南一家），医药工业主要集中在本部四家分公司：南京金陵制药厂、福州梅峰制药厂、浙江天峰制药厂、合肥利民制药厂，另外公司还拥有医药商业公司南京华东医药有限责任公司和一家医院南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院有限公司。公司除了拥有完整的产业链外，还拥有很多不错的品种，如脉络宁、速力菲、胃得安、香菇多糖注射液等品种，但由于国有机制、收入较低、激励不足等因素，导致了公司缺乏进取心，产品销售采取被动的销售方式，公司业绩释放动力也不足。

为了弥补收入不高，并对管理人员进行一定的激励，公司推出了《2008-2010 奖励基

金实施计划》，业绩考核的主要条件是公司每年扣除非经常性损益后的净利润不低于2005-2007年三年扣除非经常性损益后的净利润的平均值，若当年净利润超过三年平均值时，以超过部分为提取基数，按照10%的比例计提奖励基金，计提的奖励基金最多不超过当年净利润的5%，另外还规定公司管理人员奖励基金必须用于购买公司股票，这样使公司管理人员更加关心股东的利益和二级市场的股价，也有利于公司未来几年业绩释放的动力。

图2 金陵药业股权结构图



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 业绩预测、估值与投资评级：

我们预计公司2009~2010年每股收益为0.41元、0.45元，业绩预测未考虑到投资收益和公允价值变动对公司业绩的影响，首次覆盖我们给予公司“增持-A”的投资评级，12个月目标价为10.25元。

目前公司09年动态市盈率仅为18倍，相对整个医药行业的估值水平存在一定的低估，另外公司基本面上也发生了一些积极变化，脉络宁因医改和营销改善的因素，增速有望未来几年保持相对较快的增长，实施管理层奖励基金计划有利于公司业绩释放。公司从历史上看虽然并不是一个市场主流的投资品种，但公司基本面正在发生一些积极变化，我们建议投资者对公司保持一定的关注。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-3-23	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,549.0	1,788.9	1,993.2	2,221.1	2,475.1	成长性					
减: 营业成本	1,095.4	1,270.2	1,409.9	1,572.9	1,754.8	营业收入增长率	11.7%	15.5%	11.4%	11.4%	11.4%
营业税费	9.4	10.4	11.6	12.9	14.4	营业利润增长率	49.4%	-74.6%	143.9%	12.4%	11.5%
销售费用	104.6	117.6	130.6	143.3	159.6	净利润增长率	46.3%	-73.1%	152.2%	9.8%	16.5%
管理费用	179.5	153.7	170.4	188.8	210.4	EBITDA 增长率	40.8%	-66.9%	86.1%	11.4%	10.6%
财务费用	-5.3	-8.2	-1.8	-2.1	-2.7	EBIT 增长率	47.9%	-76.2%	162.0%	12.3%	11.4%
资产减值损失	20.8	6.0	8.7	8.9	8.1	NOPLAT 增长率	45.0%	-75.3%	156.2%	12.8%	11.4%
加: 公允价值变动收益	12.6	-18.5	0.0	-	-	投资资本增长率	-1.7%	-3.8%	9.9%	1.3%	2.0%
投资和汇兑收益	268.4	-112.3	-	-	-	净资产增长率	14.2%	-3.6%	6.4%	6.9%	7.0%
营业利润	425.5	108.2	263.9	296.5	330.5	利润率					
加: 营业外净收支	-1.4	1.2	-2.0	-1.0	-1.0	毛利率	29.3%	29.0%	29.3%	29.2%	29.1%
利润总额	424.1	109.4	261.9	295.5	329.5	营业利润率	27.5%	6.0%	13.2%	13.4%	13.4%
减: 所得税	66.4	15.0	36.7	41.4	46.1	净利率	19.8%	4.6%	10.5%	10.3%	10.8%
净利润	357.7	94.4	225.2	254.2	283.4	EBITDA/营业收入	30.5%	8.7%	14.6%	14.6%	14.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	27.1%	5.6%	13.1%	13.3%	13.2%
货币资金	673.7	783.4	813.0	953.4	1,098.3	运营效率					
交易性金融资产	291.3	96.8	96.8	96.8	96.8	固定资产周转天数	119	96	83	73	64
应收帐款	171.0	178.1	251.8	282.2	310.9	流动营业资本周转天数	104	92	91	94	89
应收票据	269.2	153.9	218.4	243.4	271.2	流动资产周转天数	341	317	285	290	294
预付帐款	51.1	52.2	53.6	55.2	56.9	应收帐款周转天数	38	32	31	31	31
存货	209.5	218.1	251.1	280.1	312.5	存货周转天数	49	44	43	43	43
其他流动资产	1.1	1.3	-7.7	-8.9	-10.2	总资产周转天数	513	460	415	404	394
可供出售金融资产	9.9	4.9	4.9	4.9	4.9	投资资本周转天数	264	223	206	195	177
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	55.2	69.4	60.0	60.0	60.0	ROE	18.3%	5.0%	11.3%	11.9%	12.4%
投资性房地产	5.0	4.8	5.0	5.0	5.0	ROA	15.1%	4.3%	9.4%	9.8%	10.0%
固定资产	496.0	462.2	458.3	443.4	432.6	ROIC	30.8%	7.7%	20.6%	21.2%	23.3%
在建工程	5.5	2.3	4.4	5.5	6.1	费用率					
无形资产	83.8	75.5	75.6	72.7	71.3	销售费用率	6.8%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	43.8	100.0	103.7	103.7	103.7	管理费用率	11.6%	8.6%	8.6%	8.5%	8.5%
资产总额	2,366.3	2,202.8	2,388.8	2,597.2	2,820.0	财务费用率	-0.3%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	20.0	-	-	-	-	三费/营业收入	18.0%	14.7%	15.0%	14.9%	14.8%
应付帐款	213.8	195.5	212.5	237.0	264.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	17.6%	14.7%	16.4%	17.8%	19.0%
其他流动负债	148.8	104.6	151.5	198.1	244.9	负债权益比	21.4%	17.3%	19.6%	21.6%	23.5%
长期借款	22.3	17.5	17.5	17.5	17.5	流动比率	4.36	4.94	4.61	4.37	4.19
其他非流动负债	11.9	6.7	9.5	9.5	9.5	速动比率	3.79	4.19	3.92	3.73	3.58
负债总额	416.9	324.3	390.9	462.0	536.3	利息保障倍数	-79.91	-12.21	-142.68	-137.40	-123.43
少数股东权益	184.8	174.9	190.1	213.0	228.3	分红指标					
股本	504.0	504.0	504.0	504.0	504.0	DPS(元)	-	-	0.21	0.23	0.26
留存收益	1,260.6	1,199.6	1,303.8	1,418.2	1,551.3	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	1,949.4	1,878.5	1,997.9	2,135.2	2,283.7	股息收益率	0.0%	0.0%	2.9%	3.1%	3.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	357.7	94.4	225.2	254.2	283.4	EPS(元)	0.61	0.16	0.41	0.45	0.53
加: 折旧和摊销	56.8	60.2	28.4	29.2	30.0	BVPS(元)	3.87	3.73	3.96	4.24	4.53
资产减值准备	19.8	6.0	8.7	8.9	8.1	PE(X)	11.9	44.2	17.5	16.0	13.7
公允价值变动损失	-12.6	18.5	0.0	-	-	PB(X)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
财务费用	5.3	1.9	0.5	-1.8	-2.1	P/FCF	-	36.4	36.2	17.1	15.1
投资收益	-268.4	112.3	-	-	-	P/S	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5
少数股东损益	50.2	11.8	16.9	25.4	17.0	EV/EBITDA	6.4	19.5	10.5	9.1	7.9
营运资金的变动	-35.1	-94.6	-134.7	-16.2	-23.3	PEG	-10.8%	44.3%	11.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	118.1	305.3	142.6	299.3	312.6	CAGR(%)	-1.1	1.0	1.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	165.6	-14.3	-5.7	-15.1	-15.1	ROIC/WACC	3.1	0.8	2.1	2.2	2.4
融资活动产生现金流量	-120.4	-181.2	-102.3	-112.2	-130.5	REP	0.8	3.5	1.2	1.1	1.0

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034