

中药 III



李劲松、王晔

医药行业研究员

021-38565948

lijinsong@xyzq.com.cn

金陵药业（000919）

现金牛品种

中性

首次

2009 年 3 月 31 日

投资要点

- 近日我们拜访了公司就生产经营和未来发展战略和管理层进行了沟通。

要点

- **工商并举。**公司原由南京军区后勤部的多家制药企业合并而成，成立于 1998 年并于次年在深圳成功上市。下属的主要企业包含了制剂生产的金陵制药厂、负责产品销售的南京华东医药有限公司、医疗服务的鼓楼医院宿迁人民医院。其中，金陵制药厂是公司盈利的主要来源。
- **脉络宁是工业的核心。**脉络宁在临床的使用已经有 30 多年的历史，主要用于防治血栓闭塞性血管病的中药复方注射剂。由于价格低廉，疗效确切在基层医院得到了广泛的应用。1992 年被国家中医药管理局列为全国中医院急诊科（室）必备中成药之一；2000 年 6 月被列为《国家基本医疗保险药品目录》中成药甲类药品；目前为公司下属的金陵制药厂独家生产的品种。主要销售的区域集中在东北、华北的黄河流域、内蒙、新疆等我国北方地区。脉络宁的发改委最高限价是 10.8 元，公司的销售方式是以 6.8 元左右的平均价格销售给南京华东医药有限公司，然后再以 8.5 元左右的价格销售给经销商。
- **销售队伍建设加快了脉络宁的增长。**公司自 2006 年起开始建设自有的销售队伍，以增加产品的销售规模。目前只有销售队伍已经达到了 100 余人，并且在 2008 年取得了一定的效果。2008 年脉络宁的销售达到了 7100 万支，销售收入达到了 5.5 亿元，同比增长了约 17%，为近 5 年的最高增速。由于销售规模保持稳定，销售以面向县乡医院为主回款比较好，因此脉络宁是公司的现金奶牛，每年带给公司稳定的现金流和盈利。
- **原料涨价拉低毛利率。**脉络宁注射液由玄参、牛膝、金银花等多味中药经科学提取精制而成。公司一方面通过建设中药原材料生产基地以减少市场价格波动带来的原材料成本的上升，另一方面也积极开拓进口解决原料瓶颈，目前在原材料的生产瓶颈已经不存在。但是作为凉茶的主要原料之一的金银花随着凉茶旺销价格一路上涨使得脉络宁的毛利率在 2008 年出现了明显下降。
- **医改带来新的成长契机。**我们认为脉络宁虽然价格低廉，疗效确切，但是销售范围的局限性使得未来快速成长的可能性不大。医改重要配套措施基本药物目录将有望于今年实施，脉络宁有很大的希望名列其中。一旦成功公司的销售范围有望由市场较小的北方大步扩张至南方，从而推动公司加快发展。
- **医药商业主要是制剂销售配套。**医药商业的主体是南京华东医药有限公司，公司持有 51% 的股份。医药商业业务主要是经销公司制剂产品，特别是脉络宁。依赖于脉络宁的差价，医药商业业务的盈利能力远超普通的医药商业企业。2008 年实现的销售收入 14 亿元，但是净利润高达 3100 余万元，净利率超过 2%，远远高于行业的平均水平。但是成长能力受制于脉络宁等制剂产品的销售。

- **医疗服务盈利能力不断增强。**医疗服务业务是公司参股 63% 的鼓楼医院宿迁人民医院。目前公司主要是财务投资的角色，医院的实际管理和运营依赖于南京的鼓楼医院。由于宿迁地处苏北，周围的医疗设施相对落后，在借助了南京鼓楼医院的技术和管理后医院的盈利能力逐渐显现。2009 年新的住院大楼投建后，床位将由 2008 年的 800 张扩张到 1000 余张。2008 年实现的销售收入达到了 2.6 亿元，净利润则达到了 5285 万元；同比分别增长约 29.14% 和 51.87%。
- **二级市场投资将适度减少。**由于账面现金丰厚，经营性现金流长期维持较高水平，因此公司在过去几年中利用自有资金进行了二级市场投资。即成就了公司在 2007 年的丰厚业绩，也拖累了 2008 年的表现。未来公司计划适度减少二级市场投资以规避风险。
- **盈利预测：**在不考虑投资收益的波动情况下，预计 09~11 年的 EPS 分别为 0.39, 0.43, 0.48 元。虽然 09 年的 PE 仅为 18.89 倍，但是考虑到公司现有业务增长性一般，给予中性的评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。