金陵药业 000919 推荐

主营平稳 证券投资大幅提升业绩

金陵药业经营情况保持平稳，证券投资扭亏为盈驱动公司中期业绩大幅上涨近 200%。未来脉络宁可能进入基本药物目录和宿迁医院的扩容将给公司带来增长动力，

投资要点：

- 公司 09 年经营平稳，从几大业务单元来看，金陵制药厂的脉络宁注射液销售增长，毛利率受原材料金银花成本上涨而有所下降。梅峰制药厂有望实现 1000 万元利润，天峰制药厂盈亏平衡，利民制药厂略有亏损。华东医药是脉络宁注射液的总代理，该品种的利润也有一部分在华东医药体现，华东医药对医院终端销售队伍的建设对脉络宁销售增长起到积极作用。宿迁医院将继续扩建，目标是在三年之内使宿迁医院升级为三甲医院，预计 09 年仍能实现 20%左右的增长。
- 金陵药业是现金牛型公司，公司长期持有大量现金，在补充流动资金和寻找投资项目的同时，公司及子公司瑞恒医药科技也在二级市场进行证券投资。09 年上半年股票、基金投资收益及公允价值变动为 2700 万元左右，而 08 年同期为-9742 万元，从而导致公司业绩同比大幅增长接近 200%。
- 脉络宁是公司的主打产品，主治脑梗，疗效确切，我们判断其很有可能进入基本药物目录。如进入基本药物目录，脉络宁注射液的覆盖医院将明显增加，而与同类产品相比明显偏低的定价以及较低的毛利率使得脉络宁注射液降价较小，我们认为脉络宁注射液是受益于基本药物目录程度较大的品种。
- 公司目前奖金激励计划开始实施，08 年奖金近 400 万元已经发放。
- 公司现金充裕，如有良好的一级市场投资将给公司带来价值提升可能。
- 公司经营平稳，业绩确定。脉络宁这一优质品种如果进入基本药物目录则公司受益明显。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.47、0.52、0.59 元，其中 09 年主业 EPS 为 0.39 元，按照医药行业目前平均 09 年动态市盈率 28X PE，给予 6-12 月目标价格 10.72 元，维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1789	2047	2346	2655
同比(%)	15%	14%	15%	13%
归属母公司净利润(百万元)	83	237	262	299
同比(%)	-73%	187%	11%	14%
毛利率(%)	29.0%	29.4%	29.6%	29.6%
ROE(%)	4.8%	12.7%	13.2%	14.0%
每股收益(元)	0.16	0.47	0.52	0.59
P/E	58.46	20.35	18.42	16.12
P/B	2.83	2.58	2.42	2.26
EV/EBITDA	25	11	10	9

资料来源：中投证券研究所

中药Ⅲ

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

6－12 个月目标价： 10.92 元

当前股价： 9.60 元

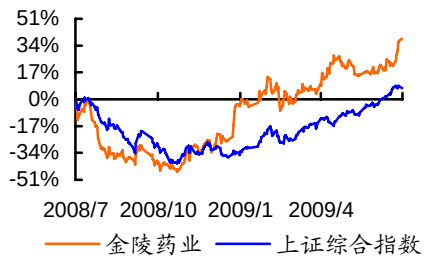
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3145.16
总股本(百万)	504
流通股本(百万)	194
流通市值(亿)	19
EPS（TTM）	
每股净资产（元）	3.73
资产负债率	14.7%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
金陵药业			
上证综合指数			



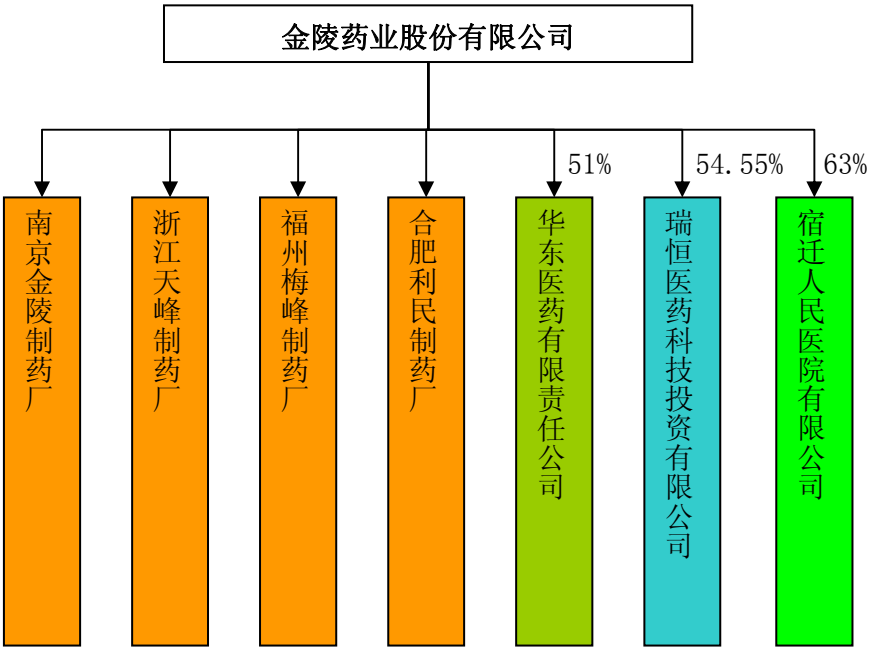
相关报告

《金陵药业-增长稳定 估值安全》2009-3-1

一、公司经营情况平稳

金陵药业上半年经营状况平稳，收入略有上升，主营利润则基本持平。

图 1：公司主要业务单元



资料来源： 公司资料 中投证券研究所

公司的业务单元主要包括制造单元四大制药厂，销售公司华东医药，投资公司瑞恒医药科技以及从事医疗服务的宿迁人民医院。

金陵制药厂主要生产公司的核心产品脉络宁和速力菲。

脉络宁是公司主要的利润来源，贡献了 60%的主营利润。09 年上半年，脉络宁的销售保持了平稳的增长，预计全年的销售将达到 8000 万支，销售收入增长 10%以上。但收入上升的同时，脉络宁注射液的毛利率有所下降，主要原因是原材料中金银花的价格由去年同期的每公斤 30 余元上涨至每公斤 50 余元。凉茶产业的发展导致金银花需求大幅增长，今年的甲型 H1N1 流感也是促使金银花价格上涨的原因之一。脉络宁注射液贡献的利润与去年基本持平。速力菲是治疗缺铁性贫血的处方药，由于整个市场空间较小，速力菲 7000 余万的销售收入已占到 60%以上市场份额，增长有限。

福州梅峰制药厂主要生产香菇多糖注射液与“胃得安”，今年有望实现超过 1000 万元的利润。

浙江天峰制药厂主要生产大输液产品，预计今年基本盈亏平衡。

合肥利民制药厂主要生产各种颗粒剂及滴眼剂，由于产品盈利能力较差，预计略有亏损。

华东医药是脉络宁注射液的总代理，该品种的利润也有一部分在华东医药体现。07 年以来，华东医药开始了医院终端销售队伍的建设，目前终端约有 100 余人，未来仍将加强，我们认为该举措对脉络宁销售增长起到积极作用。华东医药同时代理销售其他一些普药品种，利润贡献较小。

瑞恒医药科技目前主要从事一、二级市场投资，2008 年由于股票市场大幅下跌，瑞恒医药科技亏损 5148 万元，2009 年上半年由于市场回暖，公司相应取得一定盈利。

宿迁医院是鼓楼医院与金陵药业合作的医疗产业。宿迁人民医院有限公司成立四年来，迅速由二级医院升为三乙医院，收入与利润增长也很快。公司的目标是在三年之内使宿迁医院升级为三甲医院。我们预计，宿迁医院 09 年仍能实现 20%左右的增长。

二、证券投资大幅提升业绩

金陵药业是现金牛型公司，脉络宁的回款良好。公司长期持有大量现金，在补充流动资金和寻找投资项目的同时，公司及子公司瑞恒医药科技也在二级市场进行证券投资。07、08 年公司股票基金投资及公允价值变动分别为 2.6 亿、-1.3 亿元。09 年上半年为 2700 万元左右，而 08 年同期为-9742 万元，从而导致公司业绩同比大幅增长接近 200%。

三、公司可能受益于脉络宁进入基本药物目录

脉络宁是公司的主打产品，主治脑梗，疗效确切，是公司增长的主要动力，目前有注射液和口服液两种剂型。脉络宁注射液销售收入超过 5 亿，终端销售额超过 7 亿，是中药注射剂中的大品种。

由于脉络宁注射液定价仅为 10.8 元，所以主要市场在县级医院，其竞争品种包括丹参注射液和步长的脑心通等。由于脉络宁在脑血管领域突出的治疗作用，我们判断其很有可能进入基本药物目录。如果进入基本药物目录，脉络宁注射液的覆盖医院将明显增加，三级医院和社区医院将给该产品带来新的市场，同时，公司医院终端控制较差的弱点也在一定程度上得到弥补。

另一方面，与同类产品相比明显偏低的定价以及较低的毛利率（08 年为 44%，09 年预计仍有下降）使得脉络宁注射液降价可能明显小于其他品种。

因此，我们认为脉络宁注射液是受益于基本药物目录程度较大的品种。

口服剂型销售额目前不足 1000 万，对公司利润贡献有限。

四、“奖励基金计划”开始实施

公司 08-10 奖励基金计划开始实施，08 年的奖金已经发放，按照扣除非经常性损益的净利润超出 05-07 年均值 1.37 亿元的部分的 10%发放，管理层获得 08 年的奖金近 400 万元，对管理层起到一定激励作用，而该部分奖金目前也基本用于购买公司股票。

五、现金充裕，分红优厚，不断寻找投资项目

公司自 2003 年起，账面现金一直超过 5 亿元，09 年一季度甚至超过 8 亿元。作为典型的现金牛型公司，金陵药业分红比率一直较高，除 07 年外均超过 50%，08 年更超过 90%，每股现金分红除 08 年为 0.15 元外均超过 0.2 元。

此外，公司一直在寻找具备安全边际的投资项目，良好的一级市场投资或给公司带来增值机会。

六、投资建议

公司经营平稳，业绩确定。脉络宁这一优质品种如果进入基本药物目录则公司受益明显。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.47、0.52、0.59 元，其中 09 年主业 EPS 为 0.39 元，按照医药行业目前平均 09 年动态市盈率 28X PE，给予 6-12 月目标价格 10.72 元，维持“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1484	1817	2017	2265
现金	783	866	950	1077
应收账款	161	224	256	290
其它应收款	17	20	23	27
预付账款	52	72	83	93
存货	218	280	320	362
其他	252	355	385	415
非流动资产	719	749	717	694
长期投资	69	82	86	90
固定资产	462	443	416	388
无形资产	76	69	69	69
其他	112	155	146	148
资产总计	2203	2566	2734	2959
流动负债	300	446	454	494
短期借款	0	0	0	0
应付账款	116	217	248	280
其他	184	230	207	214
非流动负债	24	28	28	28
长期借款	17	17	17	17
其他	7	11	11	11
负债合计	324	474	482	522
少数股东权益	175	221	261	304
股本	504	504	504	504
资本公积	474	474	474	474
留存收益	726	888	1007	1150
归属母公司股东权益	1704	1871	1991	2133
负债和股东权益	2203	2566	2734	2959

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	305	243	233	290
净利润	94	283	302	343
折旧摊销	60	45	47	49
财务费用	-8	-15	-17	-19
投资损失	112	-50	0	0
营运资金变动	20	-47	-118	-92
其它	26	27	20	9
投资活动现金流	-14	-96	-24	-24
资本支出	22	20	20	20
长期投资	-34	90	4	4
其他	-26	13	0	0
筹资活动现金流	-181	-63	-126	-138
短期借款	-20	0	0	0
长期借款	-5	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他	-154	-63	-126	-138
现金净增加额	110	83	84	127

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1789	2047	2346	2655
营业成本	1270	1444	1651	1868
营业税金及附加	10	12	14	16
营业费用	118	135	154	175
管理费用	154	176	188	212
财务费用	-8	-15	-17	-19
资产减值损失	6	10	0	0
公允价值变动收益	-18	6	0	0
投资净收益	-112	50	0	0
营业利润	108	341	355	403
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	109	341	355	403
所得税	15	58	53	60
净利润	94	283	302	343
少数股东损益	12	46	40	43
归属母公司净利润	83	237	262	299
EBITDA	160	371	385	433
EPS（元）	0.16	0.47	0.52	0.59

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	15.5%	14.4%	14.6%	13.2%
营业利润	-74.6%	215.4%	4.1%	13.4%
归属于母公司净利润	-73.1%	187.2%	10.5%	14.2%
获利能力				
毛利率	29.0%	29.4%	29.6%	29.6%
净利率	4.6%	11.6%	11.2%	11.3%
ROE	4.8%	12.7%	13.2%	14.0%
ROIC	10.1%	30.2%	29.4%	31.7%
偿债能力				
资产负债率	14.7%	18.5%	17.6%	17.6%
净负债比率	5.38%	3.68%	3.62%	3.34%
流动比率	4.94	4.07	4.44	4.58
速动比率	4.19	3.42	3.71	3.83
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.86	0.89	0.93
应收账款周转率	10	9	8	8
应付账款周转率	10.38	8.69	7.11	7.08
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.47	0.52	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.48	0.46	0.57
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.71	3.95	4.23
估值比率				
P/E	58.46	20.35	18.42	16.12
P/B	2.83	2.58	2.42	2.26
EV/EBITDA	25	11	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱，中投证券研究所医药行业分析师， 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械：云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100031	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）66276939	传真：（021）62171434