

中药 II

2009 年 9 月 28 日

金陵药业(000919) 当前股价: 11.7 目标价: 13.50

脉络宁进入基本目录, 公司迎来新发展机遇

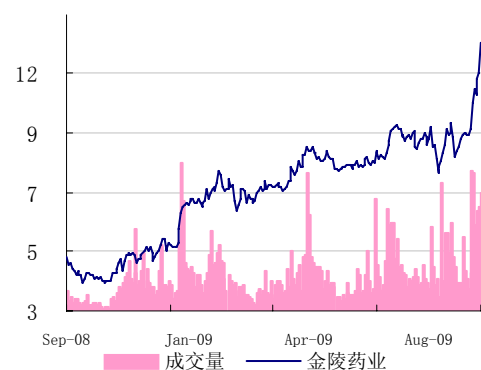
投资要点:

- 1、脉络宁是我国第一个现代中药注射剂品种, 是中药现代化的代表性品种。无论是就起效时间还是疗效, 脉络宁均可与西药相媲美。脉络宁受中药品种保护和专利保护, 其中中药品种保护 2008 年到期, 专利保护 2012 年到期。
- 2、理论上品种保护和专利均到期后, 竞争对手就可合理来仿制脉络宁。但竞争对手很难形成现实的生产, 理由一是公司产品已经具有较高知名度, 另一原因是保密制度安排导致仿制成本上升。
- 3、以前脉络宁的主要销售区域集中在东北、华北等我国北方地区。其销售方式主要是自然销售。在脉络宁注射液入选《国家基本药物目录(基层医疗卫生机构配备使用部分)》后, 由于基本药物在基层医疗机构将会全部配备使用, 在其他各类医疗机构也会将基本药物作为首选药物并达到一定使用比例, 因此, 公司脉络宁注射液的市场将会有效扩容; 同时各省统一招标、统一配送也解决了公司营销渠道薄弱的问题, 预计脉络宁产品在未来几年销售将有较为明显的增长。
- 4、得益当时宿迁地方的特殊政策, 金陵药业于 2003 年, 联合鼓楼医院收购了宿迁人民医院, 并由公司控股成立宿迁人民医院有限公司。但公司更主要地是扮演财务投资的角色, 医院的实际管理和运营依赖于另一投资方南京鼓楼医院。借助鼓楼医院的帮助, 宿迁人民医院在改制后很快步入良性运营轨道中, 其营业收入稳定快步增长, 2008 年净利润则达到了 5285 万元。随着 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, 其服务能力将得到进一步提升。
- 5、考虑证券投资收益后, 预计公司今年的 EPS 为 0.43 元, 不考虑投资收益, 今年的 EPS 预计为 0.36 元。而脉络宁进入基本药物目录后, 未来公司产品将会有较快增长, 预计 2010 年和 2011 年的 EPS (不考虑证券投资影响) 分别为 0.47 元和 0.59 元。由于投资业务的存在制约公司估值水平, 给予“谨慎推荐”投资评级。

研究员: 彭海柱 范炳邑
电 话: 025-84457777-221
E-mail: penghaizhu@htsc.com.cn
地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 谨慎推荐

股价走势图



相关研究

- 1、金陵药业 (000919): 主业稳定增长, 投资影响估值 2005-8-23
- 2、金陵药业 (000919): 基本面稳定, 估值偏低 2006-2-24
- 3、G 金陵药 (000919): 经营风格渐变, 但投资业务仍在 2006-5-22
- 4、金陵药业 (000919): 主营增长缓慢, 投资收益大幅增长 2007-9-12

一、进入壁垒高，使得脉络宁始终是公司利润主要来源

脉络宁是我国第一个现代中药注射剂品种，是中药现代化的代表性品种。无论是就起效时间还是疗效，脉络宁均可与西药相媲美。正是凭借此，即使在金陵药业营销保守的情况下，脉络宁每年仍能够保持不同程度增长，且始终遥遥领先于其它中药注射剂品种，其强大的市场竞争力也吸引了不少竞争对手对脉络宁进行仿制。

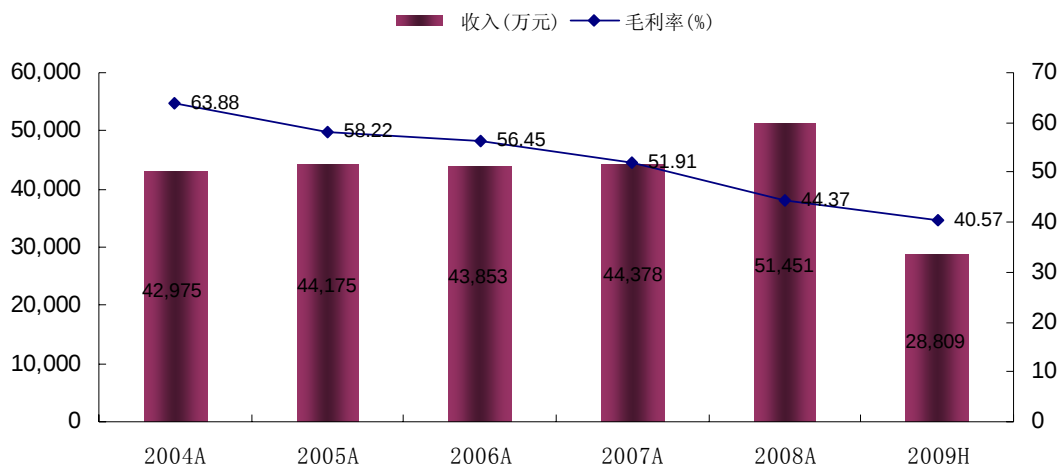
金陵药业虽然对脉络宁申请了中药品种保护和专利保护，其中中药品种保护 2008 年到期，专利保护 2012 年到期。理论上品种保护和专利均到期后，竞争对手就可合理来仿制脉络宁。但竞争对手很难形成现实的生产，理由是：

一是脉络宁除了专利保护和中药品种保护外，还申请了国家保密品种。根据国家有关政策，只要脉络宁在保密期内，药监局就不能受理审批其它企业报批该品种及其改剂型品种。且如果企业不解密，则相关保密规定就一直有效（中药品种中代表性的保密品种是片仔癀和云南白药，只是它们的密级高于脉络宁）。这无疑给竞争对手造成了较高的政策进入壁垒。

二是金陵药业的脉络宁目前在医院市场和社会公众中已有相当的知名度，在反商业贿赂法及其它相关法规不断完善后，竞争对手很难和金陵药业来竞争。

正因为如此，脉络宁始终是公司利润的主要来源，虽然公司历史上曾经历过高管失误和证券投资损失等一系列情况，但由于脉络宁强大的市场竞争力，使得公司一直保持充裕的现金，使得公司有能力应对潜在的风险。

图 1、脉络宁销售稳定增长，盈利能力有所下降



资料来源：公司报告，华泰证券研究所

二、脉络宁进入基本药物目录，前景看好

公司的脉络宁注射液作为心脑血管中药注射剂的优势品种，已经于今年 8 月份成功入选《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》。

在此之前，脉络宁的主要销售区域集中在东北、华北等我国北方地区。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。由于公司对营销重视不够，脉络宁主要是依靠自身质量而进行的自然销售。

脉络宁进入基本药物目录后，由于基本药物在基层医疗机构将会全部配备使用，在其他各

类医疗机构也会将基本药物作为首选药物并达到一定使用比例，因此，公司脉络宁注射液的市场将会有效扩容；同时由于基本药物实行各省统一招标、统一配送，避免了中间营销环节，这也解决了公司营销渠道薄弱的问题，随着“基本药物目录”逐步推广，脉络宁产品在未来几年销售将有较为明显的增长。

三、药材价格是影响脉络宁毛利率的重要因素

在脉络宁的四种主要药材（石斛、金银花、牛膝和玄参）中，石斛是主要原料，由于石斛是保护性植物，其原料供给一直显得比较紧张。

但石斛被列为保护性植物的一个最重要原因是：石斛是寄生植物，对石斛的滥采有可能危及到其它植物，从而被保护。也就是说，保护石斛的目的并不是保护石斛，石斛本身并不具有稀缺性。因此，国际公约没有再进一步提升对石斛的保护等级。而除了脉络宁需要石斛做为原料外，还没有发现石斛其它的重大经济利用价值，因此对石斛的市场需求是有限的。随着公司石斛在东南亚进口渠道的建立，国外石斛供给得到保障；与此同时，公司积极在云南实施石斛 GAP 基地项目，同时，云南子公司又在老挝建立石斛基地，进一步缓解了石斛供给。目前公司的石斛来源有两条渠道：一是种植的石斛，另一是进口的天然石斛。

预计在没有重大意外情况下，公司石斛原料能够满足脉络宁进入基本药物目录后所带来的增量需求。

四、医疗服务投资进入回报期

得益当时宿迁地方的特殊政策，金陵药业于 2003 年，联合鼓楼医院收购了宿迁人民医院，并由公司控股成立宿迁人民医院有限公司。但公司更主要地是扮演财务投资的角色，医院的实际管理和运营依赖于另一投资方南京鼓楼医院。

宿迁地处苏北，宿迁人民医院有限公司是当地最好的医疗机构，更重要的是借助江苏医疗实力最强机构之一的鼓楼医院帮助，宿迁人民医院在改制后很快步入良性运营轨道中，其营业收入稳定快速增长，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%。随着 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，其服务能力将得到进一步提升。

五、盈利预测及综合评价

脉络宁产品的强大优势，使得公司并不需要花费太多力量于产品营销上，资本市场就成为这些充裕现金的可选出路，虽然公司股改时也表示过控制投资规模，但实际上投资已经成为公司的另一项“主营业务”。

由于资本市场的波动以及投资存在较大不确定性，因此，从这几年公司投资收益看，其波动性也很明显。这就造成了公司业绩随着投资收益的波动而波动，而这种业绩的波动又制约了公司股票估值水平。

考虑证券投资收益后，预计公司今年的 EPS 为 0.43 元，不考虑投资收益，今年的 EPS 预计为 0.36 元。而脉络宁进入基本药物目录后，未来公司产品将会有较快增长，预计 2010 年和 2011 年的 EPS（不考虑证券投资影响）分别为 0.47 元和 0.59 元。由于投资业务的存在制约公司估值水平，给予“谨慎推荐”投资评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

