



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888-1902



Zhaobing1704@hotmail.com

主导产品脉络宁受益基本药物制度

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	11.92
12mth A 股价格区间 (元)	3.70/13.00
总股本 (百万股)	504
无限售 A 股/总股本	38.58%
流通市值 (亿元)	23.17
每股净资产 (元)	3.61
PBR (X)	3.31
DPS (Y08, 元)	0.15

主要股东 (09H1)

南京金陵制药(集团)有限公司	45.23%
福州市投资管理公司	7.52%
浙江省石化建材集团有限公司	4.7%
合肥市医药工业公司	3.98%

收入结构 (09H1)

其他	71.23%
脉络宁注射液	28.04%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号 ZB09-CI04

相关报告：

■ 报告目的：

近期我们对金陵药业进行了实地调研，本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点：

证券投资是公司业绩的重要支撑

09 年上半年，公司净利润大幅增长的主要原因是证投业务实现扭亏为盈，但其投资收益与市场相比并不突出。由于证券投资盈利的不确定性，使得公司未来收益仍具很大不确定性。

借入选基本药物目录契机做大脉络宁销售规模

脉络宁注射液是公司的支柱产品，总销售收入一直保持稳定发展，但产品面临激烈竞争，产品毛利率有所降低。公司管理层有意借入选基本药物的契机，做大该品种销售规模。在最新公布的基本药物指导价格中，脉络宁维持 10.8 元/支的价格不变。近期公司仍会以北方为主要目标，努力占领市场的空白点。在销售管理模式上，公司计划将脉络宁改为单列品种进行销售。

宿迁市人民医院业绩近期将维持快速增长

借助南京知名医院鼓楼医院的品牌和管理，宿迁医院的盈利水平得到了显著改善，目前该医院正在争创苏北地区首家三甲医院。由于建院初期，宿迁医院基础薄弱，医院业务实现了低基数条件下的快速增长。受地域限制，未来持续快速增长的空间将有限。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

我们预计公司 09、10 年实现每股收益 0.47 元和 0.60 元，以 9 月 30 日收盘价 11.34 元计算，动态市盈率分别为 23.97 倍和 18.94 倍。公司所处中药板块的 PE 中值为 09 年 32.64 倍，10 年 27.21 倍，公司目前的 PE 估值相对偏低。我们看好公司未来的发展前景，给予公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,548.97	1,788.88	1,919.36	2,154.34
年增长率 (%)	11.73%	15.49%	7.29%	12.24%
归属于母公司的净利润	307.47	82.60	238.47	301.82
年增长率 (%)	46.42%	-73.62%	152.70%	26.56%
每股收益 (元)	0.61	0.16	0.47	0.60
PER (X)	18.59	69.19	23.97	18.94

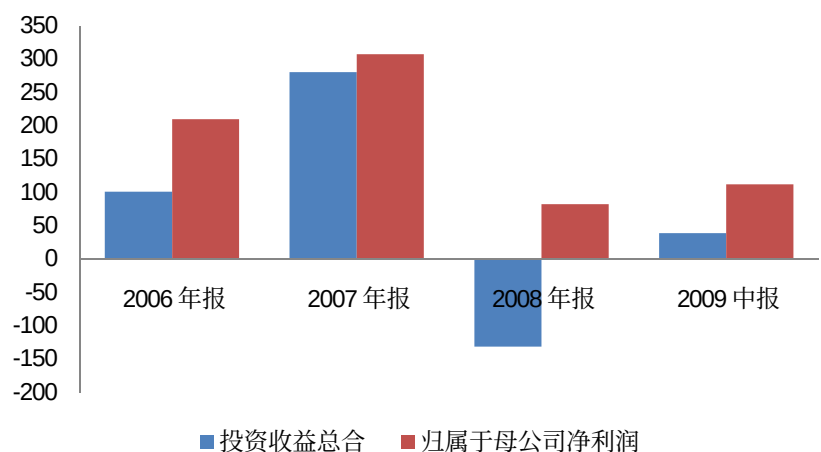
注：有关指标按当年股本摊薄

一、证券投资是公司业绩的重要支撑

公司属医药行业，为国家火炬计划重点高新技术企业。公司主营为中西药原料和制剂的生产和销售，以及医药新产品研制、技术服务、开发等。09 年上半年，公司实现营业收入 10.27 亿元，同比增长 6.11%；实现净利润 1.12 亿元，同比增长 189.91%；实现每股收益 0.22 元，同比增长 185.71%。公司净利润大幅增长的主要原因是公司证券投资实现扭亏为盈，报告期内公司的非经常性损益项目合计为 0.27 亿元，而去年同期二者合计为-0.93 亿元。扣除非经常性损益后，公司实现归属母公司净利润 0.85 亿元，同比增长 6.78%，实现每股收益 0.17 元，这表明公司主业增长较为稳定。

证券投资业务近年来对公司的经营业绩起到一定的支撑作用，但同时也具备很大的风险。08 年受到证投业务的拖累，公司净利润大幅下滑。公司进行大规模的证券投资既与公司现金流较多的经营特点有关，也与医药行业整体产能过剩、适合投资项目不多的现状有关。公司的证券投资主要集中在本部（约 0.5 亿规模）和子公司北京瑞恒医药科技投资有限责任公司（约 1.5 亿规模）。09 年上半年，由于公司的投资理念较为保守，公司取得的投资收益与市场相比并不突出。我们认为，公司虽然已建立了相关的内控机制并努力控制投资风险，但是由于证券投资盈利的不确定性，使得公司未来收益仍具很大不确定性。

图 1 公司近年来投资收益与净利润对比



数据来源：WIND, 上海证券研究所整理

二、借入选基本药物目录契机做大脉络宁销售规模

2.1 脉络宁主要用于治疗血栓闭塞性血管疾病

脉络宁注射液系江苏省中医药研究院研究员、硕士生导师顾亚夫为首的课题组，积 20 余年临床与实验研究研制成的防治血栓闭塞性血管病的中药复方注射剂，为国家中药保护品种，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。该产品由公司独家生产。

脉络宁注射液由玄参、牛膝等多味中药经科学提取精制而成，具有扩张血管、改善微循环、增加血流量的作用。临床上主要用于治疗血栓闭塞性血管疾病，总有效率可达 94.5%。与同类药品相比，具有见效快、疗效高、疗程短、副作用少等优点。该产品先后被评为“全军优质产品”、“江苏省重点优质产品”。

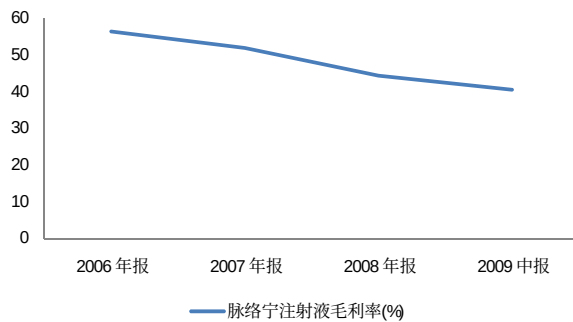
2.2 脉络宁为公司主要产品

脉络宁注射液是公司的支柱产品，近年来虽然在总销售总收入占比中有所下降，但产品销售收入一直保持稳定发展态势，09 年上半年取得了 2.88 亿元的收入，同比增长 11.38%。

脉络宁的销售虽然一直比较稳定，但在越来越激烈的市场竞争中，产品也面临价格下调和成本上升的双重压力，使其毛利率有所降低。09 年上半年，受到玄参、牛膝、金银花等原材料价格上涨、人员工资上升等因素影响，该产品的毛利率下降到 40.57%，下降了 5.39 个百分点。公司目前已经加强了药材 GAP 基地的建设，这将有助于缓解成本上升的压力。公司其他产品很多，但目前没有出现能取代脉络宁地位的品种。

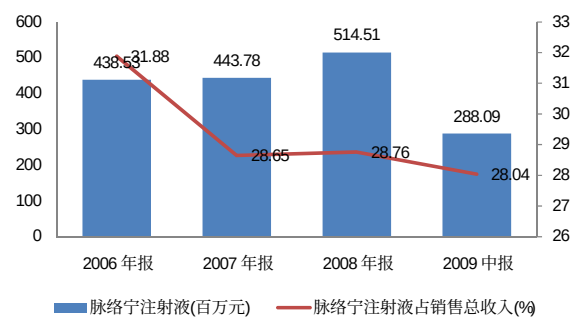
公司管理层意识到过于依靠脉络宁注射液单一剂型产品将严重制约公司的发展，公司近年来在深入挖掘脉络宁价值的研发方面投入大量精力，脉络宁的口服液、粉针剂、滴丸、软胶囊等后续剂型也已经或即将问世。

图 2 脉络宁近年来的毛利率变化



数据来源：WIND, 上海证券研究所整理

图 3 脉络宁近年来的销售收入变化



数据来源：WIND, 上海证券研究所整理

2.3 入选基本药物目录，未来发展值得关注

在最近公布的国家基本药物目录，公司的脉络宁注射液成功入选。由于基本药物在基层医疗机构中将会全部配备使用，因此，公司的脉络宁注射液将会受益于市场的有效扩容；同时由于基本药物实行各省统一招标、同一配送，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。在价格方面，由于脉络宁注射液的特点是价格相对较低且产品经历多次降价，价格从 2002 年的 12 元左右降至目前发改委的最高限价为 10.8 元/支，在最新公布的基本药物指导价格中仍维持该价格不变。

在产能方面，公司目前的产能约为 8000 万支/年，近年来产能利用率一直保持较高水平。公司认为，由于引进生产线到投产一般只有约 2-3 个月，公司将视入选目录后的订单情况及时扩大产能以满足市场的需求。

在终端覆盖方面，脉络宁主要集中在低端市场（以乡镇医院为主），一线城市市场占有率较低，而且在地域上也以北方城市为主。公司认为，由于饮食习惯造成心血管疾病北方相对较多、以及南方大城市医院的入院费较高等原因，考虑到公司产品在北方的良好基础，近期公司仍会以北方为主要目标，努力占领市场的空白点。

08 年起，脉络宁出现快速增长还得益于销售方式的转变。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。公司管理层有意借入选基本药物的契机，做大该品种销售规模。其中一个重要变化就是计划改变目前脉络宁主要由公司子公司华东医药与其他药品一起混合经营的模式，而改为单列品种进行销售。随着营销方式、管理模式的变化，未来几年脉络宁相对快速增长的趋势有望延续，产品前景值得期待。

三、宿迁市人民医院业绩近期将维持快速增长

公司在 2003 年收购宿迁医院后，借助南京知名医院鼓楼医院的品牌和管理，宿迁医院的盈利水平得到了显著改善，目前该医院已顺利通过三级乙等医院评审，正在争创三级甲等医院（成功后将成为苏北地区首家三甲医院）。报告期内，南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院实现业务收入 1.51 亿元，同比增长 21.56%，成为公司又一个新的利润增长点。由于建院初期，宿迁医院基础薄弱，医院业务实现了低基数条件下的快速增长。然而宿迁医院地处苏北，受地域限制，未来持续增长的空间将有限。

四、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

我们认为，公司主导产品脉络宁因医改和销售模式改革等因素，增速有望在未来几年保持较快增长，而管理层股权激励计划有利于提升公司管理水平。我们预计公司 09、10 年实现每股收益 0.47 元和 0.60 元，以 9 月 30 日收盘价 11.34 元计算，动态市盈率分别为 23.97 倍和 18.94 倍。公司所处中药板块的 PE 中值为 09 年 32.64 倍，10 年 27.21 倍，公司目前的 PE 估值相对偏低。我们看好公司未来的发展前景，给予公司“跑赢大市”评级。

五、风险提示

1、由于证券市场的不确定性，公司证券投资业务的盈利仍存较大变数。

2、由于原材料成本、人员工资上涨等原因，主导产品毛利率有进一步下降的可能。

六、附表

附表 1 金陵药业损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	1,548.97	1,788.88	1,919.36	2,154.34
营业总成本	1,404.44	1,549.84	1,638.80	1,799.25
营业税金及附加	9.40	10.42	11.41	12.68
营业费用	104.59	117.64	127.91	142.62
管理费用	179.51	153.73	193.69	201.27
财务费用	-5.26	-8.19	-7.65	-9.23
资产减值损失	20.76	6.01	0.00	0.00
投资收益	280.97	-130.85	69.23	87.28
营业外收入	1.94	6.71	3.35	4.00
营业外支出	3.37	5.53	4.45	4.45
利润总额	424.07	109.39	280.56	355.09
所得税费用	66.40	15.02	42.08	53.26
净利润	357.67	94.37	238.47	301.82
归属于母公司所有者的净利润	307.47	82.60	238.47	301.82
少数股东权益	50.21	11.77	0.00	0.00
EPS(当年股本) (元)	0.61	0.16	0.47	0.60

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 2 金陵药业收入构成及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
其他	1,100.32	1,269.38	1,327.67	1,444.31
增长率	17.43%	15.36%	4.59%	8.79%
脉络宁	443.78	514.51	591.69	710.02
增长率	1.20%	15.94%	15.00%	20.00%
收入合计	1,548.97	1,788.88	1,919.36	2,154.34

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 3 金陵药业历年财务指标（单位：百万元人民币）

指标名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
盈利能力				
销售毛利率（%）	35.8	33.4	29.28	28.99
销售净利率（%）	14.2	17.62	23.09	5.28
总资产收益率（%）	11.59	14.46	19.05	4.48
净资产收益率（%）	11	13	17.42	4.85
偿债能力				
流动比率（倍）	4.45	4.17	4.36	4.94
速动比率（倍）	3.69	3.5	3.81	4.22
资产负债率（%）	15.22	16.56	17.62	14.72
发展能力				
主营业务收入增长率（%）	23.36	12.19	11.73	15.49
净利润增长率（%）	40.49	33.13	46.32	-73.14
总资产增长率（%）	2.84	10.99	15.69	-6.91
营运能力				
应收账款周转率（次）	9.82	10.62	10.4	11.3
存货周转率（次）	4.66	4.71	5.31	5.94
总资产周转率（次）	0.68	0.71	0.7	0.78

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

分析师承诺

分析师 郭昌盛, 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外, 本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好, 行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定, 行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡, 行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准, 投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下, 我公司或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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权, 任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。