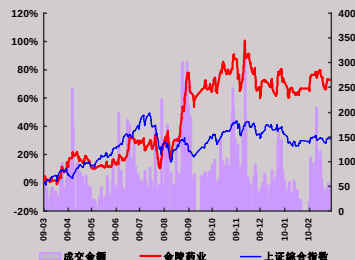



研究报告
金陵药业
(000919)
谨慎推荐（首次）
所属行业：医药
行业评级：推荐
股本结构

总市值（亿元）	61.49
流通市值（亿元）	23.67
总股本（亿股）	5.04
流通 A 股（亿股）	1.94

股价表现图

相关报告：

 齐鲁证券研究所
 行业公司部

 联系人：许均华
 胡德军
 吕国启

 Tel: (86531) 8177-6395
 Fax: (86531) 8128-3791
 Email: xujh@qlzq.com.cn

 分析师：张永攀
 执业证书编号：0740208020080

乘医改东风，心脑血管用药脉络宁高增长可期
——金陵药业年报点评
报告起因：

2010 年 3 月 23 日，金陵药业公布 2009 年年度报告。

投资要点：

◇ **公司 2009 年的业绩增长速度快速，股东的回报较高。**公司 2009 年实现营业收入 196670.58 万元，同比增长 9.94%；实现营业利润 30098.84 万元，同比增长 178.17%；实现净利润 26400.77 万元，同比增长 179.77%；实现摊薄每股收益 0.44 元，实现了较快速的增长，主要原因是公司加强了对医药市场新动向的研究与策划，适时调整了营销思路和布局，使得主导产品脉络宁注射液、速力菲、香菇多糖等产品快速增长，加之公司证券投资回归理性，实现较大的投资受益；公司本次利润分配预案为：以 2009 年末的总股本 504,000,000 股为基准，每 10 股派发现金 1.50 元(含税)，派发现金红利总额为 7560 万元，。

◇ **公司布局上下游产业链，以把握主动权。**脉络宁主要由石斛、金银花、玄参、牛膝等药材制成，公司已经建立 5 个中药材生产基地种植石斛，以面对药材涨价风险，但近期金银花价格上涨较大，也使原材料成本上升；公司于 2003 年联合鼓楼医院收购宿迁人民医院 70% 的产权，被收购后，宿迁人民医院步入一个飞速发展期，2009 年，南京鼓楼医院集团宿迁医院实现业务收入 3.17 亿元，同比增长 21.58%。

◇ **脉络宁疗效高，价格低廉，进入最新版医保目录，是公司收入与利润的主要来源。**脉络宁是我国第一个现代中药注射剂品种，是现代化中药的典型代表；脉络宁受专利保护与中药品种保护，且是中药国家保密品种保护，树立强大进入壁垒，竞争者无法介入；脉络宁主要用于血栓闭塞性脉管炎、静脉血栓、动脉硬化性闭塞症，脑血栓及其后遗症等，疗效和起效速度均可以与西药相媲美，但价格比西药低廉得多；脉络宁已经进入最新版国家基本药物目录，随着脉络宁注射液在基层市场的有效扩容，以及各省统一招标、统一配送克服公司营销渠道薄弱短板，脉络宁未来几年销售会高速增长。

◇ **销售模式转变，销售将快速增长。**公司从 2006 年组建产品终端销售队伍，并在全国建立商务大区；公司围绕“脉络宁注射液”“速力菲”、“香菇多糖”等重点盈利品种的销售，加强了对医药市场新动向的研究与策划，适时调整了营销思路和布局，搭建重点盈利品种销售网络，加强销售队伍建设，公司梅峰药厂 2009 年首次实现



利润突破 1000 万元，其重点品种香菇多糖进入军队合理医疗药品目录；主导产品脉络宁实现销售收入 79312.31 万元，同比增长 54.15%，实现高速增长，公司管理层努力借入选基本药物的契机，做大该品种销售规模；脉络宁主要由公司子公司华东医药负责销售，其模式是与其他药品混合销售，公司计划转变为单列品种进行销售。随着营销方式、管理模式的转变，为未来几年脉络宁快速增长打下基础。

- ◇ **证券投资业务回归理性，摆脱投资阴影。**由于公司证券投资思路不清晰，风格偏激进，导致公司 2008 年证券投资巨额亏损，因此 2008 年业绩大幅缩水，2009 年公司逐步减少在证券市场上的投资，并且投资思路回归理性，2009 年实现证券投资收益 3019.35 万元，摆脱了证券投资对业绩的负面影响。
- ◇ **医保扩容，将积极引进新生产线，蓄势待发。**公司目前共两条生产线，每条生产线日产 20 多万支，年产能约为 8000 万支，由于引进生产线到投产一般只需 2-3 个月，公司的订单情况及时扩大产能以满足市场的需求。因此，随着基层的推广，公司引进生产线不会制约公司产能的释放。
- ◇ **公司未来的成长性较好，具备积极的投资价值。**预计 2010 年—2012 年的每股收益分别为 0.50 元、0.54 元和 0.61 元，对应的动态 PE 分别为 24.61 倍、22.43 倍和 20.07 倍，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

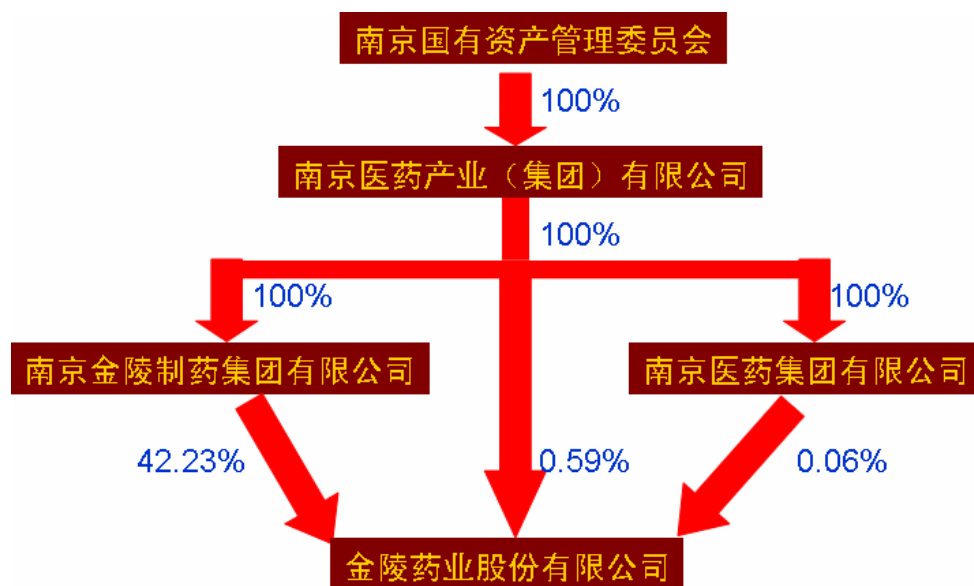
盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	178888.20	196670.58	220271.05	246703.57	273840.96
同比	15.49%	9.94%	12.00%	12.00%	11.00%
营业利润	10820.46	30098.84	33877.72	37164.62	41539.14
同比	-74.57%	178.17%	12.55%	9.70%	11.77%
归属母公司净利润	8259.84	22095.76	24982.33	27416.26	30638.75
同比	-73.14%	167.51%	13.06%	9.74%	11.75%
EPS(摊薄，元/股)	0.16	0.44	0.50	0.54	0.61

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

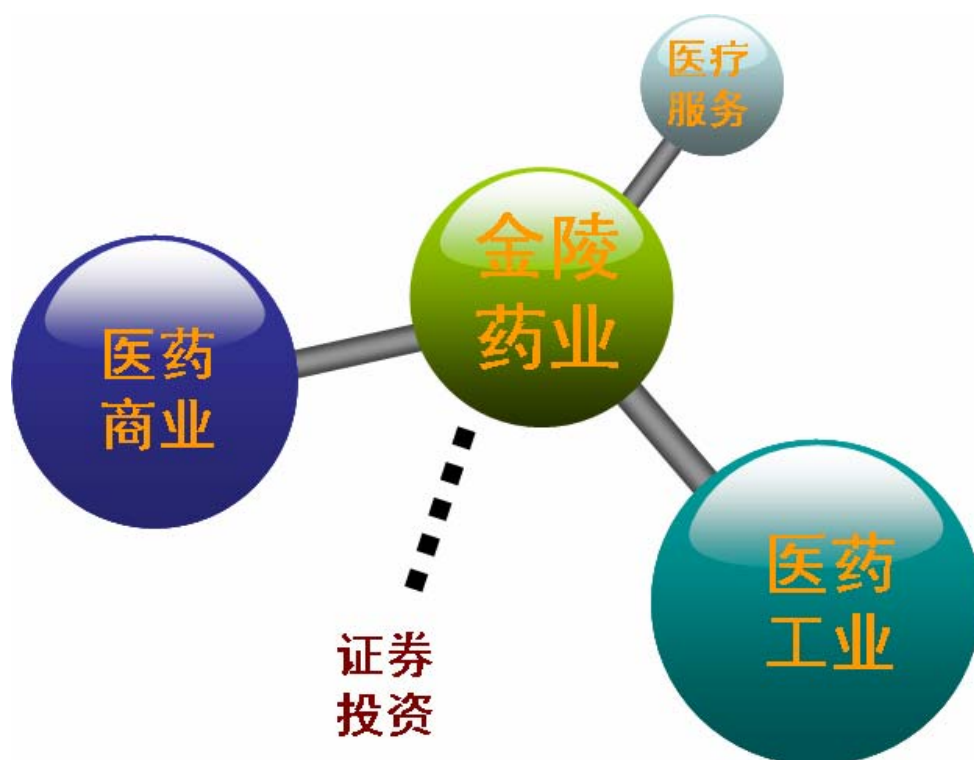


图1: 公司股权结构



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

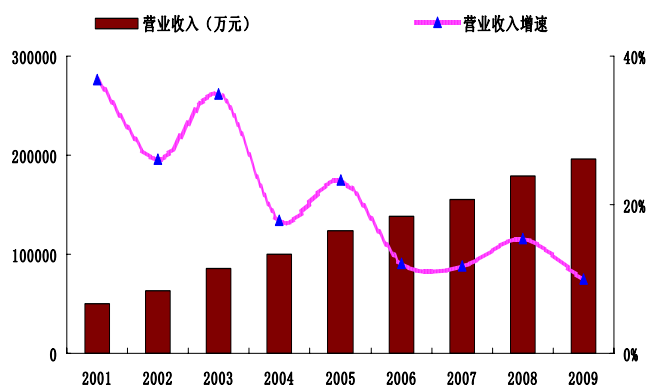
图2: 公司产业布局



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

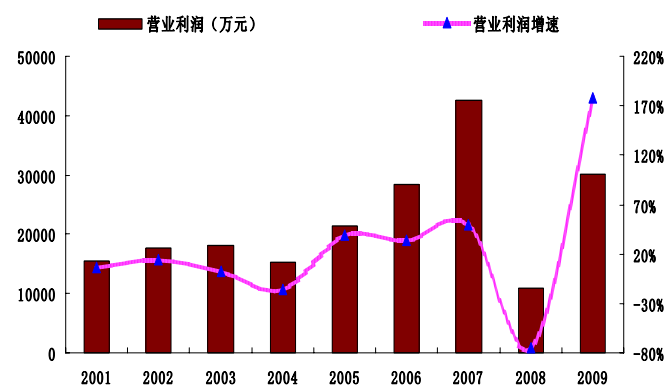


图3：2001-2009年公司销售收入及其增速



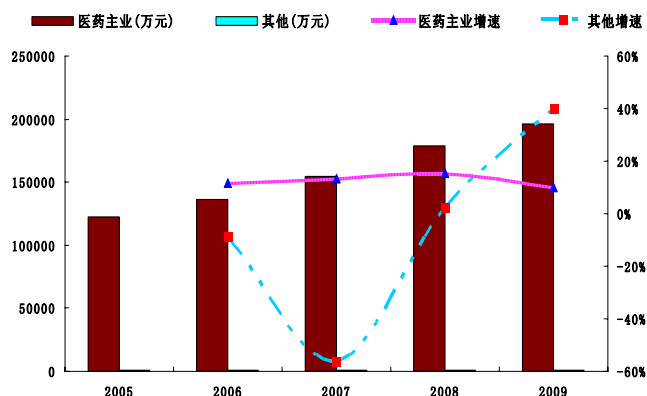
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图4：2001-2009年公司销售利润及其增速



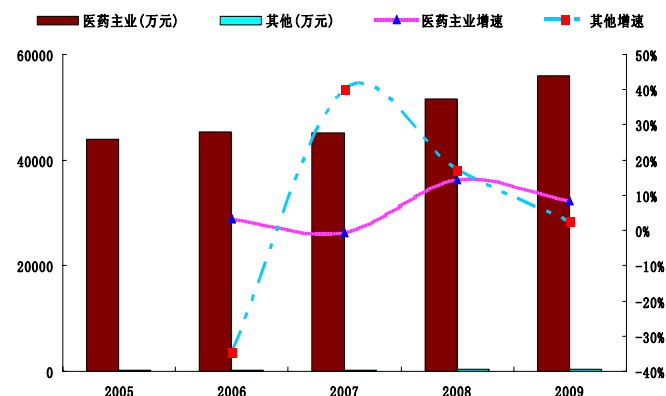
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图5：2005-2009年公司分产业销售收入及其增速



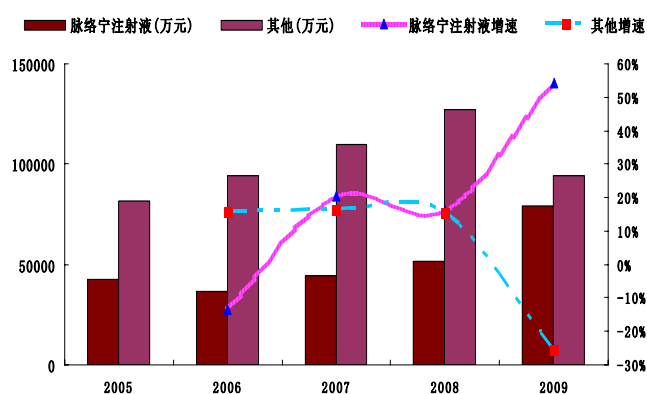
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图6：2005-2009年公司分产业销售利润及其增速



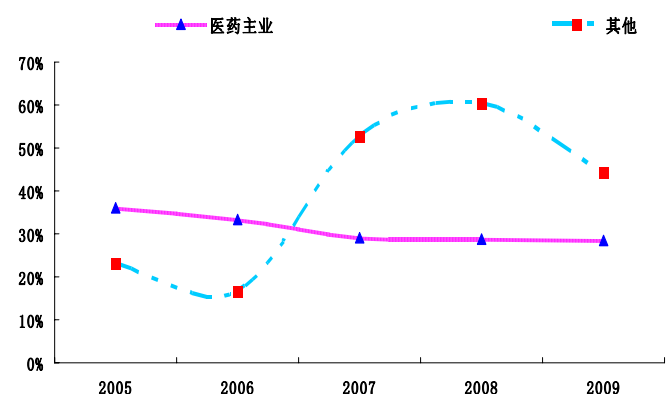
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图7：2005-2009年公司分产品销售收入及其增速



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

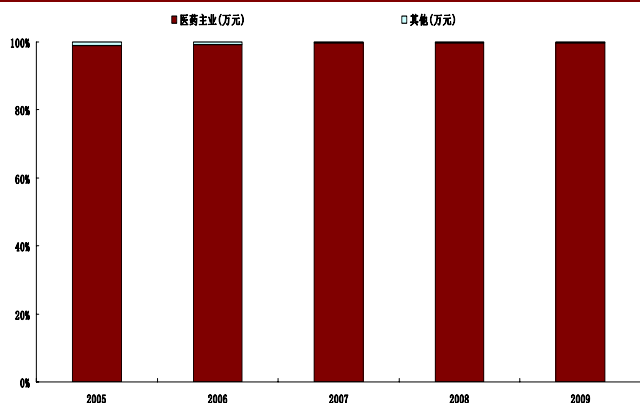
图8：2005-2009年公司分产业毛利率



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

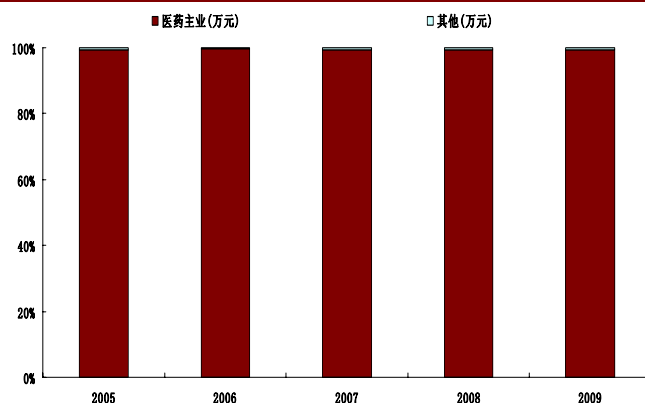


图9：2005-2009年公司业务销售收入结构



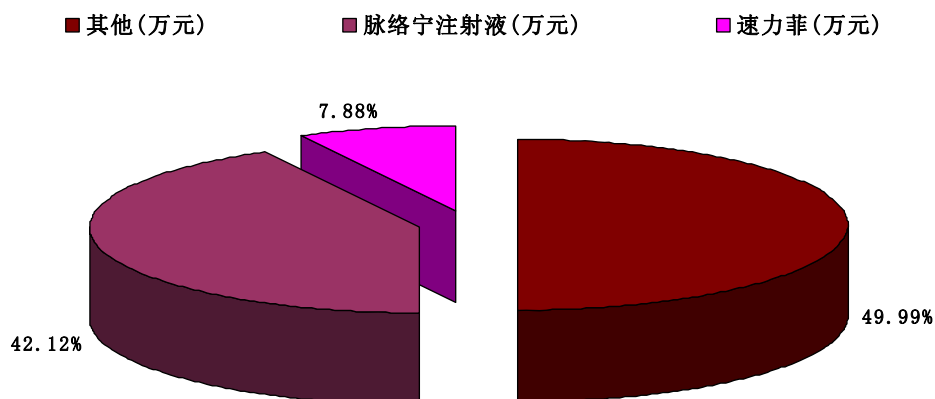
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图10：2005-2009年公司业务销售毛利结构



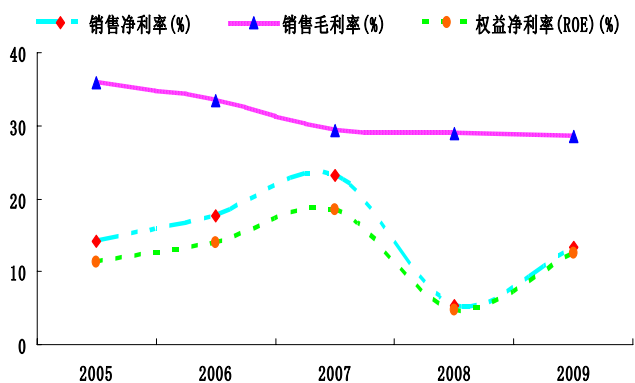
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图11：2009年公司分产品销售收入结构



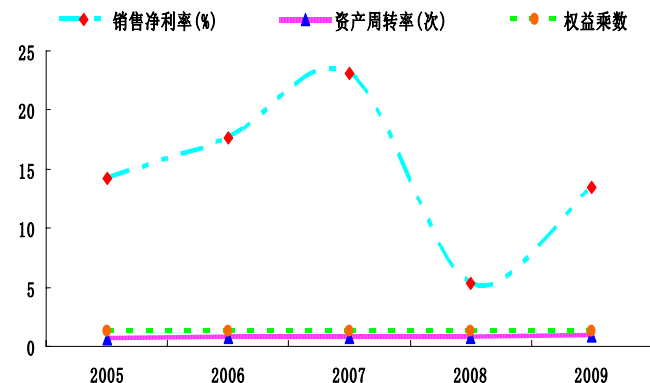
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图12：2005-2009年公司盈利能力分析



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

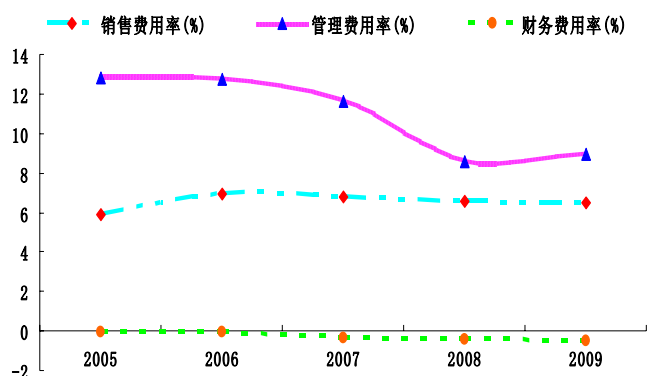
图13：2005-2009年公司盈利能力杜邦指标分析



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

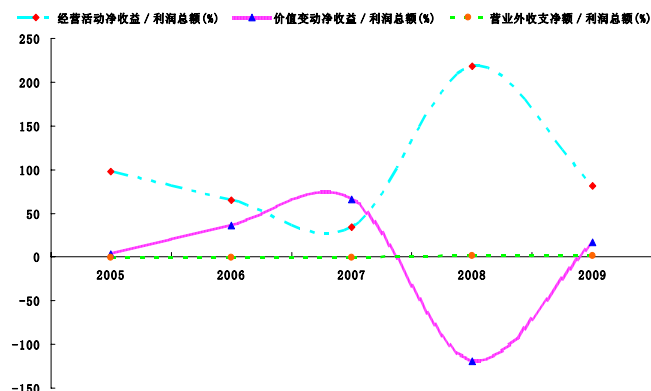


图14: 2005-2009年公司期间费用率分析



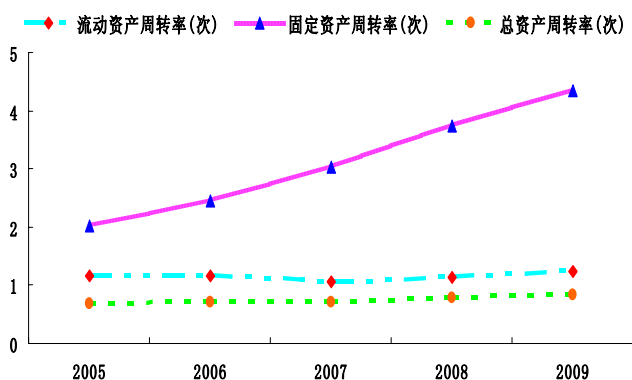
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图15: 2005-2009年公司盈利质量分析



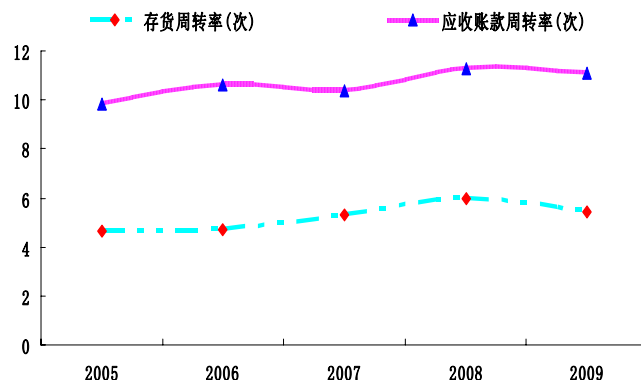
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图16: 2005-2009年公司营运能力分析



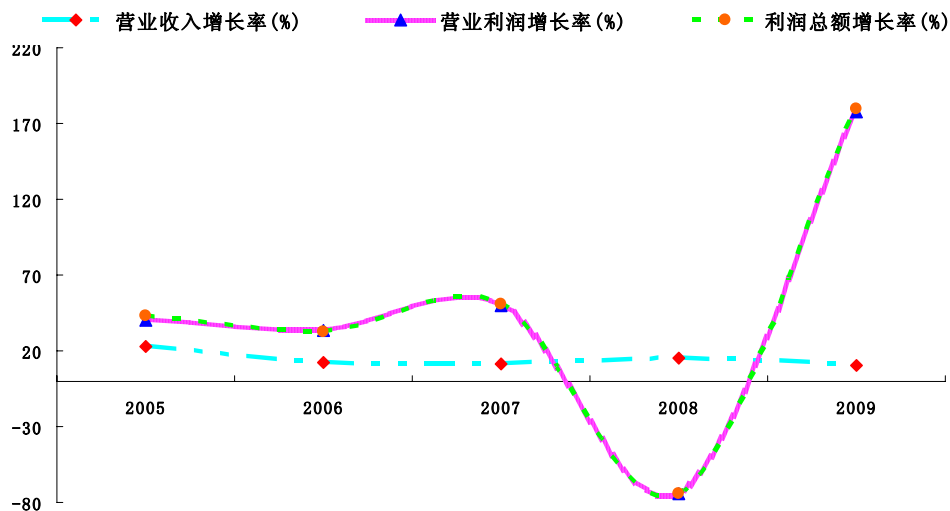
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图17: 2005-2009年公司流动资产营运能力分析



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图18: 2005-2009年公司成长能力分析



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所


表 1、公司季度分析

项目 (万元)	2008	2009	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q
主营业务收入	178888.20	196670.58	40659.85	56166.47	37298.73	44763.16	48609.58	54131.55	42515.36	51414.08
增长率% (同比)	15.49%	9.94%	24.89%	30.09%	-5.54%	12.82%	19.55%	-3.62%	13.99%	14.86%
增长率% (环比)			2.48%	38.14%	-33.59%	20.01%	8.59%	11.36%	-21.46%	20.93%
毛利率 (%)	28.99%	28.61%	24.62%	29.83%	31.12%	30.15%	24.71%	27.72%	30.49%	31.70%
主营毛利	51865.94	56276.86	10011.00	16753.43	11605.61	13495.89	12009.55	15005.70	12963.61	16298.01
增长率% (同比)	14.36%	8.50%	56.18%	7.73%	35.27%	-8.89%	19.96%	-10.43%	11.70%	20.76%
增长率 (环比)			-32.42%	67.35%	-30.73%	16.29%	-11.01%	24.95%	-13.61%	25.72%
销售费用	11763.81	12702.44	2041.69	4058.17	2430.38	3233.56	2362.70	3886.98	2408.79	4043.97
销售费率 (%)	6.58%	6.46%	5.02%	7.23%	6.52%	7.22%	4.86%	7.18%	5.67%	7.87%
管理费用	15372.72	17569.79	2889.97	2937.86	3858.18	5686.70	3503.95	4083.49	4906.15	5076.20
管理费用率 (%)	8.59%	8.93%	7.11%	5.23%	10.34%	12.70%	7.21%	7.54%	11.54%	9.87%
财务费用	-818.81	-951.85	-117.01	-209.36	-168.47	-323.97	-103.55	-275.81	-267.32	-305.16
期间费用率 (%)	14.71%	14.91%	11.84%	12.08%	16.41%	19.20%	11.86%	14.21%	16.58%	17.15%
营业利润	10820.46	30098.84	696.01	4550.42	2653.05	2920.99	6845.12	9225.61	5209.46	8818.65
增长率% (同比)	-74.57%	178.17%	-92.06%	-65.91%	-76.58%	-67.91%	883.49%	102.74%	96.36%	201.91%
增长率% (环比)			-92.35%	553.79%	-41.70%	10.10%	134.34%	34.78%	-43.53%	69.28%
利润总额	10938.81	30616.94	741.46	4656.22	2669.01	2872.12	6979.27	9078.18	5850.87	8708.63
增长率% (同比)	-74.21%	179.89%	-91.58%	-64.93%	-76.31%	-68.29%	841.29%	94.97%	119.22%	203.21%
增长率% (环比)			-91.81%	527.98%	-42.68%	7.61%	143.00%	30.07%	-35.55%	48.84%
净利润	9436.64	26400.77	641.65	4034.62	2571.26	2189.12	5434.17	8091.03	3172.41	7676.86
增长率% (同比)	-73.62%	179.77%	-91.43%	-64.39%	-72.54%	-71.14%	746.91%	100.54%	55.27%	305.79%
增长率% (环比)			-91.54%	528.79%	-36.27%	-14.86%	148.24%	48.89%	-50.66%	122.51%
EPS (元)	0.16	0.44	0.01	0.07	0.04	0.05	0.10	0.13	0.06	0.15

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所


附表、公司盈利预测与估值

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	114686.75	114686.8	143863.1	159688.00	营业收入	196670.58	220271.05	246703.57	273840.96
应收账款	19399.44	21727.37	24334.65	27011.47	营业成本	140393.71	155291.09	175159.54	194427.08
存货净额	30140.35	33757.19	37808.06	41966.94	营业毛利	56276.86	64979.96	71544.04	79413.88
其他流动资产	189.91	212.70	238.22	264.43	营业税金及附加	1076.73	1205.93	1350.64	1499.22
流动资产合计	169075.83	189364.9	212088.7	235418.48	销售费用	12702.44	14097.35	15542.32	16704.30
固定资产	44444.97	49778.37	55751.77	61884.46	管理费用	17569.79	18723.04	20476.40	22728.80
无形资产及其他	9063.20	10150.78	11368.88	12619.45	财务费用	-951.85	-1493.41	-1672.62	-1856.61
投资性房地产	444.73	498.09	557.86	619.23	投资收益	4750.30	2375.15	2375.15	2375.15
长期股权投资	7301.45	8177.62	9158.93	10166.42	资产减值损失	843.29	944.48	1057.82	1174.18
资产总计	245552.29	275018.6	308020.8	341903.08	公允价值变动损益	312.06	0	0	0
短期借款及交易性金融	2000.00	2240.00	2508.80	2784.77	其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
负债					营业利润	30098.84	33877.72	37164.62	41539.14
应付款项	15887.70	17794.22	19929.52	22121.77	营业外收入	998.47	1118.29	1252.48	1390.26
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	480.37	379.30	427.83	474.89
流动负债合计	38292.91	42888.06	48034.63	53318.43	利润总额	30616.94	34616.71	37989.28	42454.51
长期借款及债券	1711.54	1916.92	2146.95	2383.12	所得税费用	4216.17	4766.97	5231.39	5846.29
其他长期负责	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	26400.77	29849.74	32757.88	36608.22
长期负债合计	1765.91	1977.82	2215.16	2458.83	少数股东权益	4305.01	4867.41	5341.63	5969.48
负债合计	40058.82	44865.88	50249.79	55777.26	归属于母公司净利润	22095.76	24982.33	27416.26	30638.75
少数股东权益	20553.73	23020.17	25782.59	28618.68	现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
股东权益	205493.47	230152.7	257771.0	286125.82	净利润	26400.77	29849.74	32757.88	36608.22
负债和股东权益总计	245552.29	275018.6	308020.8	341903.08	资产减值准备	843.29	944.48	1057.82	1174.18
关键财务指标 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E	折旧摊销	5727.01	5160.97	5780.29	6416.12
每股收益	0.44	0.50	0.54	0.61	公允价值变动净损益	312.06	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.08	4.57	5.11	5.68	财务费用	-951.85	-1493.41	-1672.62	-1856.61
ROIC	12.74%	12.86%	12.60%	12.69%	营运资本变动	-32666.94	6084.85	6815.03	7564.69
ROE	12.85%	12.97%	12.71%	12.79%	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	28.61%	29.50%	29.00%	29.00%	经营活动现金流量	18841.04	25460.92	28516.23	31653.01
净利率	13.42%	13.55%	13.28%	13.37%	资本开支	13493.23	-4829.31	-5070.78	-5324.32
EBIT margin	16.80	16.75	16.39	16.51	其他投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA margin	18.44	17.88	17.18	17.06	投资活动现金流量	-26986.46	4829.31	5070.78	5324.32
资产负债率	0.16	0.16	0.16	0.16	权益性融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.42	4.42	4.42	4.42	支付股利、利息	4000.00	2125.81	2232.10	2343.71
速动比率	3.63	3.63	3.63	3.63	其他融资现金流	21519.14	22595.10	23724.86	24911.10
收入增长	9.94%	12.00%	12.00%	11.00%	筹资活动现金流量	0.00	-46.04	-48.35	-50.76
净利润增长率	179.77%	13.06%	9.74%	11.75%	货币资金期初余额	-17519.14	-15660.13	-16443.13	-17265.29
P/E	27.83	24.61	22.43	20.07	货币资金期末余额	-3411.76	4505.42	5046.07	5601.13
P/B	2.99	2.67	2.39	2.15	现金净变动	78342.39	27649.79	30967.76	34374.22
PEG	0.15	1.88	2.30	1.71		-3411.76	4505.42	5046.07	5601.13
EV/EBITDA	33.06	30.44	28.29	25.67					

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所




投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

