

# 制药主业稳健发展，医院资产提升价值

## 公司调研报告

### 报告关键点:

- 公司旗下拥有宿迁市人民医院，发展潜力巨大
- 公司主业存在安全边际，看好脉络宁长期增长潜质
- 给予“增持-A”的投资评级，12个月目标价16.8元

### 报告摘要:

- 公司旗下拥有宿迁市人民医院，发展潜力巨大。公司在2003年成功主导了宿迁市人民医院改制，持股63%。借助南京市鼓楼医院的专家技术和的管理经验，新医院每年收入增长迅猛，盈利能力大幅提高。2009年医院实现营业收入3.2亿元，净利润6,248万元，净利率达到了20%，ROE高达21%。目前医院从非营利性改为营利性并不存在政策障碍，公司将可能在医院实现5-8亿元的收入，晋升为三甲医院后将医院改为营利性，届时股东将可以实现分红。若有合适机会，公司和南京鼓楼医院还可能在南京市200公里以内寻找医院进行收购和经营。
- 公司主业存在安全边际，看好脉络宁长期增长潜质。脉络宁作为《国家基本药物目录》中的中药独家品种，长期增长潜力巨大。由于原料金银花等涨价，公司近期提高了脉络宁对批发商的售价，致使一季度销量有所下滑。但批发商在消化完存货后将继续从公司进货，预计脉络宁的销售将逐步反弹，预计今年将销售8,500万支以上。尽管从目前市场看，脉络宁等中药独家品种的增长并没有明显提速，但我们认为随着《国家基本药物目录》的深入执行，脉络宁未来将迎来新一轮的增长周期，我们看好脉络宁等中药独家品种的长期发展潜力。
- 公司现金充裕，目前投资领域有限，考虑开拓有利主业的投资领域。公司的现金非常充裕，主要用于购买股票和基金。2009年由于资本市场较好取得了3,000万元以上的投资收益，但今年市场波动较大，预计今年的投资收益会低于2009年。公司也可能考虑寻找更符合公司主业长期发展的领域进行投资，如继续进入前景广阔的医院产业，收购优质的制药企业等。
- 给予“增持-A”的投资评级，12个月目标价16.8元。我们认为公司的价值应该将医院资产和制药主业分开后重估。若医院2010年的净利润继续增长25%以上，达到8,000万元，参考爱尔眼科和通策医疗的估值给予医院资产50倍的PE得到每股价值5元；在不考虑投资收益和公允价值变动的情况下，预计2010年制药主业将实现净利润约1.7亿元，按照中成药企业35倍PE的合理估值得到11.8元，则合计得到公司目标价为16.8元。基于公司目前12.04元的股价，给予“增持-A”的评级。
- 风险提示：《国家基本药物目录》执行情况低于预期，投资收益短期影响业绩。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1,788.9 | 1,966.7 | 2,238.1 | 2,542.5 | 2,878.1 |
| Growth(%) | 15.5%   | 9.9%    | 13.8%   | 13.6%   | 13.2%   |
| 净利润       | 94.4    | 264.0   | 265.4   | 328.1   | 387.9   |
| Growth(%) | -73.1%  | 167.5%  | 8.1%    | 23.6%   | 18.2%   |
| 毛利率(%)    | 29.0%   | 28.6%   | 27.9%   | 28.8%   | 29.4%   |
| 净利率(%)    | 4.6%    | 11.2%   | 10.7%   | 11.6%   | 12.1%   |
| 每股收益(元)   | 0.16    | 0.44    | 0.47    | 0.59    | 0.69    |
| 每股净资产(元)  | 3.73    | 4.08    | 4.46    | 4.93    | 5.50    |
| 市盈率       | 73.5    | 27.5    | 25.4    | 20.5    | 17.4    |
| 市净率       | 3.2     | 3.0     | 2.7     | 2.4     | 2.2     |
| 净资产收益率(%) | 5.0%    | 12.8%   | 11.8%   | 13.2%   | 14.0%   |
| ROIC(%)   | 7.7%    | 23.6%   | 20.8%   | 25.9%   | 29.3%   |
| EV/EBITDA | 34.9    | 15.8    | 16.4    | 13.0    | 10.8    |
| 股息收益率     | 2.3%    | 1.2%    | 1.2%    | 1.5%    | 1.7%    |

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

**增持-A**

上次评级: 增持-A

 目标价格: **16.80 元**

期限: 12 个月 上次预测: 10.25 元

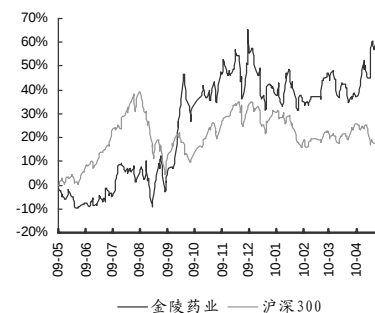
现价: 12.04 元

 报告日期: **2010-05-04**

### 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 6,068.16     |
| 流通市值(百万元)  | 2,795.02     |
| 总股本(百万股)   | 504.00       |
| 流通股本(百万股)  | 232.14       |
| 12 个月最高/最低 | 7.72/14.34 元 |
| 十大流通股股东(%) | 14.74%       |
| 股东户数       | 40,534       |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月  | 十二个月  |
|------|-------|------|-------|
| 相对收益 | 11.16 | 7.79 | 26.03 |
| 绝对收益 | 1.18  | 3.09 | 39.04 |

### 研究员

**洪露**

 021-68766073  
 执业证书编号

**首席行业分析师**

 honglu@essence.com.cn  
 S1450210010306

**李秋实**

021-68765361

**行业分析师**

liqs@essence.com.cn

### 前期研究成果

金陵药业：基本面正在发生积极变化

2009-03-24

## 1. 公司旗下拥有宿迁市人民医院，发展潜力巨大

### 1.1. 公司在 2003 年成功主导了宿迁市人民医院改制

宿迁市人民医院是当地规模最大的医院，担负着宿迁市及周边地区的主要医疗、抢救任务，该医院原来是一家二级乙等综合性医院，共有 18 个病区，560 张床位，在地区级医院中属于中等规模。该医院 2000 年-2002 年实现的收入分别为 5,072 万元、6,049 万元、6,951 万元，收支差额（即净利润）分别为-848 万元、-45 万元、-220 万元，收入增长很少，并且每年都处于微亏状态，这几乎是我国公立医院的一个缩影。

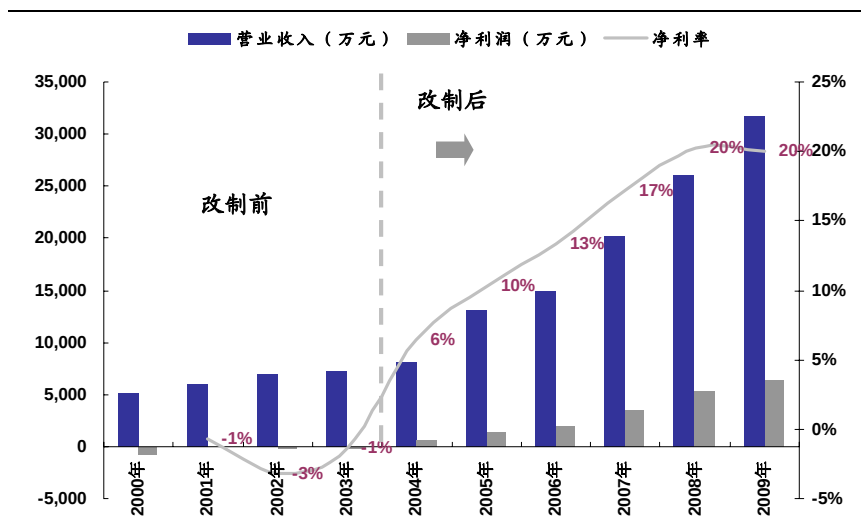
2003 年 7 月，金陵药业以 7,013 万元收购了宿迁市人民医院 70% 的产权。2004 年 2 月，在原宿迁人民医院的基础上，金陵药业、宿迁市交通投资有限公司和南京市鼓楼医院共同成立了南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院有限公司，宿迁市人民医院完成了改制，成为了一家有限责任公司，该公司注册资本为 8,000 万元，金陵药业和宿迁市交通投资公司以原宿迁市人民医院的净资产 7,467 万元出资（7,440 万元作为注册资本），其中金陵药业占注册资本的 63%，宿迁交通投资公司占 30%，南京市鼓楼医院以无形资产 800 万元出资（560 万元作为注册资本），占注册资本的 7%。

新医院金陵药业只派出党委书记和财务总监，医院的业务骨干全部由南京鼓楼医院派出。借助南京市鼓楼医院的品牌优势和先进的管理经验、技术力量，使新医院的业务建设和管理水平跃上新台阶。每周四南京鼓楼医院会派 6 到 8 名专家，来宿迁人民医院做手术，进行学术交流。有 5 个专家长期坐诊，而且还采取随机模式派专家来治理疑难病人，抢救危重病人。从费用上来看，宿迁市人民医院的手术费不到南京同类手术费用的 50%，在门诊大楼，各种费用明确地显示在滚动字幕上。

### 1.2. 目前宿迁市人民医院盈利能力强，增长迅猛

经过两年多的经营，宿迁市人民医院盈利情况大为改善，病床使用率从改制前的 70% 提高到了 110%，2004 年实现扭亏为盈，盈利 512 万，净利率为 6%，此后医院的收入在以每年 20% 左右的速度高速增长，同时净利率不断提高（见图 1），到了 2009 年，医院实现营业收入 3.2 亿元，净利润 6,248 万元，净利率已经达到了 20%。净资产为 2.9 亿，ROE 高达 21%。宿迁市人民医院已经从原来效率低下，每年亏损的二级公立医院蜕变为一个经营效率高，盈利能力强的三级民营医院。

图 1：宿迁市人民医院改制前后营业收入，净利润和净利率



数据来源：金陵药业年报，安信证券研究中心

### 1.3. 医院可能在扩大规模后转为营利性医院

目前医院从非营利性改为营利性并不存在政策障碍，只是由于国家对非营利性医院有免税政策，因此公司想在医院规模较小时采用非营利性牌照，让每年的利润滚动到医院自身的经营中。公司将可能在医院实现 5-8 亿的销售收入，晋升为三级甲等医院后

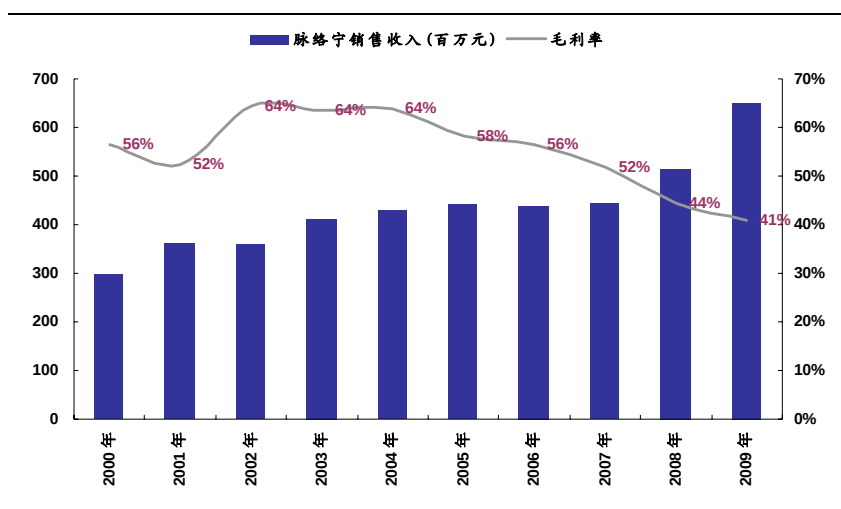
将医院改为营利性，届时股东将可以实现分红，医院资产的价值将真正得到体现。由于国内医院产业存在巨大的发展潜力，等待政策逐步明朗，若有合适的机会，公司和南京鼓楼医院还可能继续寻找医院进行收购和经营，将医院业务做大，出于管理和经营上的便利，公司选择的医院会在南京市 200 公里的半径内。

## 2. 公司主业存在安全边际，看好脉络宁长期增长潜质

### 2.1. 脉络宁作为《国家基本药物目录》的独家品种，长期增长潜力巨大

公司主业稳健发展，主打产品脉络宁注射剂是《国家基本药物目录》中的中药独家品种，在脑血管治疗领域有良好的疗效，是中医院急诊科室必备品种。脉络宁终端零售价格仅为 10.8 元/支，由于价格低廉，在国内基层医疗市场有着广泛的应用。该产品 2009 年销售量近 8,000 万支，毛利率在 40% 以上，但销售费用较低，净利率可以维持在 20%-30%。

图 2：2000 年-2009 年脉络宁的销售收入和毛利率



数据来源：金陵药业年报，安信证券研究中心

脉络宁的主要原料为金银花，石斛等。金银花由于下游需求应用广泛，尤其是近年来凉茶销售增长迅猛，加上中间商囤货和炒作，直接导致金银花的价格不断上涨，给公司的盈利带来很大的压力。因此公司在今年一季度也提高了对批发商的价格，致使一季度销量有所下滑。但批发商在消化完存货后，由于终端市场的强劲需求，将继续从公司进货，我们预计公司的脉络宁在二、三季度销售将逐步反弹，预计今年全年将销售 8,500 万支以上。

针对于发展潜力巨大的基层医疗市场，目前公司已经铺开了 100 人终端队伍，200 人商务队伍，未来将逐步扩大到 600 人的销售队伍。今年是《国家基本药物目录》执行的元年，很多政策还没有明朗化，因此从制药企业到流通环节，医院之间还存在着很多观望的态度。因此从目前的市场来看，脉络宁等中药独家品种的增长并没有提速，但我们认为随着《国家基本药物目录》的深入执行，脉络宁未来将迎来新一轮的增长周期，我们看好脉络宁等中药独家品种的长期巨大发展潜力。

### 2.2. 速力菲由于市场容量较小，发展潜力有限

公司的另一主打产品速力菲用于治疗缺铁性贫血，效果良好。但由于国内的缺血人群主要使用有补血效果的保健品，因此药物市场容量有限。目前公司的产品每年销售收入在 7,000-8,000 万元，占据了国内市场的近 90%。但从目前国内补血市场的发展情况来看，作为 OTC 的速力菲发展潜力较为有限。

## 3. 公司现金充裕，目前投资领域有限，考虑开拓有利主业投资领域

由于脉络宁等产品每年的销售良好，公司的现金非常充裕，但目前公司的投资领域较为单一，主要用于购买股票和基金。2009 年由于资本市场较好取得了 3,000 万元以上

的投资收益，但今年市场波动较大，我们预计取得的投资收益会低于 2009 年。公司也可能考虑寻找到更符合公司主业长期发展的领域进行投资，如继续进入前景广阔的医院产业，收购优质的制药企业等，我们看待公司价值时，应逐渐将投资收益和公允价值的变动因素剔除，看好公司主业的长期发展潜力。

#### 4. 股权激励基金计划有利于公司长期发展

公司在 2009 年开始实施《金陵药业股份有限公司 2008-2010 奖励基金实施计划》，计划提出按照当年度净利润超过 2005-2007 年的平均值时，以超过部分为提取基数，按照 10% 的比例提取奖励基金，且计提额最多不超过当年净利润的 5%。公司管理层在收到奖金后，须在 3 个月内通过二级市场将全部奖金用于购买本公司股票，购买后锁定期为一年。

公司作为国有企业，实行这样的奖励机制有助于公司管理层经营的积极性，有利于公司主业的长期发展，公司在经营战略中将更多的考虑公司的长期发展利益，并致力于维护在资本市场的良好形象。

#### 5. 公司盈利预测与投资评级

公司的主业存在安全边际，脉络宁将长期收益于《国家基本药品目录》的执行，销售量将在度过市场观望期后继续逐渐提升，值得注意的是公司的医院资产价值尚未完全得到市场的认识，我们认为公司的价值应该将医院资产和制药主业分开后重估。若医院 2010 年的净利润继续增长 25% 以上，将实现近 8,000 万元的净利润，参考爱尔眼科和通策医疗的估值给予医院资产 50 倍的 PE，按照公司持股 63% 计算得到每股价值 5 元。在不考虑投资收益和公允价值变动的情况下，公司的制药主业预计 2010 年将实现净利润约 1.7 亿元，尽管目前 A 股市场中成药行业的平均 PE 在 40 倍左右，但去除掉一些次新股因素影响，中成药企业的合理估值应在 35 倍，若给予公司制药主业 35 倍的 PE 估值得到每股价值 11.8 元，则合计得到公司目标价为 16.8 元。基于公司目前 12.04 元的股价，给予“增持-A”的评级。

表 1: A 股中成药企业估值比较

| 证券代码      | 证券简称 | 2010 年预测<br>市盈率(PE) | 2011 年预测<br>市盈率(PE) | 市净率(PB) |
|-----------|------|---------------------|---------------------|---------|
| 000538.SZ | 云南白药 | 41.56               | 32.32               | 9.37    |
| 000999.SZ | 华润三九 | 30.54               | 24.63               | 7.34    |
| 002118.SZ | 紫鑫药业 | 37.82               | 31.81               | 6.08    |
| 002317.SZ | 众生药业 | 40.99               | 31.51               | 4.01    |
| 002349.SZ | 精华制药 | 56.54               | 44.11               | 4.62    |
| 002390.SZ | 信邦制药 | 66.60               | 51.16               | 4.38    |
| 300039.SZ | 上海凯宝 | 56.12               | 41.13               | 5.13    |
| 300049.SZ | 福瑞股份 | 45.43               | 34.15               | 4.08    |
| 600329.SH | 中新药业 | 32.54               | 26.45               | 6.61    |
| 600351.SH | 亚宝药业 | 32.04               | 23.77               | 6.95    |
| 600422.SH | 昆明制药 | 42.59               | 27.70               | 6.01    |
| 600479.SH | 千金药业 | 34.85               | 27.40               | 6.45    |
| 600535.SH | 天士力  | 33.51               | 27.05               | 6.51    |
| 600557.SH | 康缘药业 | 35.43               | 27.87               | 7.05    |
| 600594.SH | 益佰制药 | 32.84               | 25.04               | 7.80    |
| 平均值       |      | 41.29               | 31.74               | 6.16    |

数据来源: Wind, 安信证券研究中心 (注: 时间基准日为 4 月 30 日)

#### 6. 风险提示

《国家基本药物目录》执行情况低于预期，证券投资收益短期影响业绩。

| 财务报表预测和估值数据汇总     |                |                |                |                |                | 单位             | 百万元         | 模型更新时间      |              | 2010-5-4     |              |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表               | 2008           | 2009           | 2010E          | 2011E          | 2012E          | 财务指标           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>营业收入</b>       | <b>1,788.9</b> | <b>1,966.7</b> | <b>2,238.1</b> | <b>2,542.5</b> | <b>2,878.1</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 1,270.2        | 1,403.9        | 1,613.7        | 1,810.3        | 2,031.9        | 营业收入增长率        | 15.5%       | 9.9%        | 13.8%        | 13.6%        | 13.2%        |
| 营业税费              | 10.4           | 10.8           | 11.2           | 12.7           | 13.8           | 营业利润增长率        | -74.6%      | 178.2%      | 2.2%         | 23.6%        | 18.2%        |
| 销售费用              | 117.6          | 127.0          | 143.2          | 160.2          | 178.4          | 净利润增长率         | -73.1%      | 167.5%      | 8.1%         | 23.6%        | 18.2%        |
| 管理费用              | 153.7          | 175.7          | 199.2          | 221.5          | 248.1          | EBITDA 增长率     | -66.9%      | 121.0%      | -6.7%        | 21.9%        | 16.4%        |
| 财务费用              | -8.2           | -9.5           | -12.2          | -14.0          | -18.5          | EBIT 增长率       | -76.2%      | 191.4%      | 1.3%         | 24.0%        | 17.7%        |
| 资产减值损失            | 6.0            | 8.4            | -1.2           | -0.4           | -0.2           | NOPLAT 增长率     | -75.3%      | 193.0%      | -0.4%        | 24.0%        | 17.7%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -18.5          | 3.1            | -7.7           | -              | -              | 投资资本增长率        | -3.8%       | 12.8%       | -0.3%        | 4.1%         | 4.7%         |
| 投资和汇兑收益           | -112.3         | 47.5           | 31.0           | 28.0           | 25.0           | 净资产增长率         | -3.6%       | 9.4%        | 9.4%         | 10.6%        | 11.4%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>108.2</b>   | <b>301.0</b>   | <b>307.5</b>   | <b>380.2</b>   | <b>449.5</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 1.2            | 5.2            | -              | -              | -              | 毛利率            | 29.0%       | 28.6%       | 27.9%        | 28.8%        | 29.4%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>109.4</b>   | <b>306.2</b>   | <b>307.5</b>   | <b>380.2</b>   | <b>449.5</b>   | 营业利润率          | 6.0%        | 15.3%       | 13.7%        | 15.0%        | 15.6%        |
| 减: 所得税            | 15.0           | 42.2           | 42.1           | 52.1           | 61.6           | 净利润率           | 4.6%        | 11.2%       | 10.7%        | 11.6%        | 12.1%        |
| <b>净利润</b>        | <b>94.4</b>    | <b>264.0</b>   | <b>265.4</b>   | <b>328.1</b>   | <b>387.9</b>   | EBITDA/营业收入    | 8.7%        | 17.5%       | 14.4%        | 15.4%        | 15.9%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | EBIT/营业收入      | 5.6%        | 14.8%       | 13.2%        | 14.4%        | 15.0%        |
| 货币资金              | 783.4          | 751.3          | 1,106.6        | 1,319.5        | 1,568.0        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | 96.8           | 197.7          | 190.0          | 190.0          | 190.0          | 固定资产周转天数       | 96          | 83          | 70           | 58           | 49           |
| 应收帐款              | 178.1          | 207.2          | 228.7          | 259.8          | 293.3          | 流动营业资本周转天数     | 92          | 90          | 89           | 85           | 85           |
| 应收票据              | 153.9          | 197.9          | 196.2          | 209.0          | 236.6          | 流动资产周转天数       | 317         | 291         | 304          | 317          | 321          |
| 预付帐款              | 52.2           | 33.4           | 31.6           | 29.7           | 27.4           | 应收帐款周转天数       | 32          | 32          | 33           | 32           | 33           |
| 存货                | 218.1          | 301.4          | 344.8          | 386.8          | 434.2          | 存货周转天数         | 44          | 49          | 53           | 53           | 53           |
| 其他流动资产            | 1.3            | 1.9            | -4.5           | -3.6           | -2.6           | 总资产周转天数        | 460         | 426         | 425          | 420          | 409          |
| 可供出售金融资产          | 4.9            | 5.0            | 5.0            | 4.0            | 4.0            | 投资资本周转天数       | 223         | 211         | 197          | 176          | 163          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 69.4           | 73.0           | 75.0           | 79.0           | 83.0           | ROE            | 5.0%        | 12.8%       | 11.8%        | 13.2%        | 14.0%        |
| 投资性房地产            | 4.8            | 4.4            | 4.3            | 4.2            | 4.2            | ROA            | 4.3%        | 10.8%       | 9.4%         | 10.6%        | 11.3%        |
| 固定资产              | 462.2          | 444.4          | 423.5          | 402.4          | 381.3          | ROIC           | 7.7%        | 23.6%       | 20.8%        | 25.9%        | 29.3%        |
| 在建工程              | 2.3            | 62.1           | 62.1           | 62.1           | 62.1           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 75.5           | 72.6           | 56.6           | 50.4           | 44.8           | 销售费用率          | 6.6%        | 6.5%        | 6.4%         | 6.3%         | 6.2%         |
| 其他非流动资产           | 100.0          | 103.1          | 106.3          | 108.6          | 111.9          | 管理费用率          | 8.6%        | 8.9%        | 8.9%         | 8.7%         | 8.6%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>2,202.8</b> | <b>2,455.5</b> | <b>2,826.3</b> | <b>3,101.8</b> | <b>3,438.2</b> | 财务费用率          | -0.5%       | -0.5%       | -0.5%        | -0.5%        | -0.6%        |
| 短期债务              | -              | 20.0           | 150.0          | 150.0          | 150.0          | 三费/营业收入        | 14.7%       | 14.9%       | 14.8%        | 14.5%        | 14.2%        |
| 应付帐款              | 195.5          | 238.6          | 271.9          | 292.6          | 328.5          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -              | 5.0            | 4.4            | 5.0            | 5.6            | 资产负债率          | 14.7%       | 16.3%       | 20.4%        | 19.8%        | 19.4%        |
| 其他流动负债            | 104.6          | 119.4          | 132.6          | 147.3          | 163.1          | 负债权益比          | 17.3%       | 19.5%       | 25.7%        | 24.7%        | 24.1%        |
| 长期借款              | 17.5           | 17.1           | 18.1           | 19.1           | 20.1           | 流动比率           | 4.94        | 4.42        | 3.75         | 4.02         | 4.24         |
| 其他非流动负债           | 6.7            | 0.5            | 0.6            | 0.6            | 0.6            | 速动比率           | 4.19        | 3.61        | 3.11         | 3.35         | 3.56         |
| <b>负债总额</b>       | <b>324.3</b>   | <b>400.6</b>   | <b>577.6</b>   | <b>614.6</b>   | <b>667.9</b>   | 利息保障倍数         | -12.21      | -30.62      | -24.11       | -26.24       | -23.29       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>174.9</b>   | <b>205.5</b>   | <b>232.1</b>   | <b>264.9</b>   | <b>303.7</b>   | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 504.0          | 504.0          | 504.0          | 504.0          | 504.0          | DPS(元)         | 0.28        | 0.15        | 0.14         | 0.18         | 0.21         |
| 留存收益              | 1,199.6        | 1,345.4        | 1,512.6        | 1,718.3        | 1,962.7        | 分红比率           | 170.9%      | 34.2%       | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>1,878.5</b> | <b>2,054.9</b> | <b>2,248.6</b> | <b>2,487.2</b> | <b>2,770.4</b> | 股息收益率          | 2.3%        | 1.2%        | 1.2%         | 1.5%         | 1.7%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | 94.4           | 264.0          | 265.4          | 328.1          | 387.9          | EPS(元)         | 0.16        | 0.44        | 0.47         | 0.59         | 0.69         |
| 加: 折旧和摊销          | 60.2           | 57.3           | 26.5           | 26.0           | 25.5           | BVPS(元)        | 3.73        | 4.08        | 4.46         | 4.93         | 5.50         |
| 资产减值准备            | 6.0            | -1.0           | -1.2           | -0.4           | -0.2           | PE(X)          | 73.5        | 27.5        | 25.4         | 20.5         | 17.4         |
| 公允价值变动损失          | 18.5           | -3.1           | -7.7           | -              | -              | PB(X)          | 3.2         | 3.0         | 2.7          | 2.4          | 2.2          |
| 财务费用              | 1.9            | 0.5            | 0.3            | -12.2          | -14.0          | P/FCF          | -           | 59.6        | 16.2         | 24.6         | 20.9         |
| 投资收益              | 112.3          | -47.5          | -31.0          | -28.0          | -25.0          | P/S            | 3.4         | 3.1         | 2.7          | 2.4          | 2.1          |
| 少数股东损益            | 11.8           | 43.1           | 26.5           | 32.8           | 38.8           | EV/EBITDA      | 34.9        | 15.8        | 16.4         | 13.0         | 10.8         |
| 营运资金的变动           | -94.6          | -71.7          | -18.3          | -50.2          | -56.5          | CAGR(%)        | 51.5%       | 13.7%       | 21.1%        | 26.0%        | 26.7%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>305.3</b>   | <b>188.4</b>   | <b>248.1</b>   | <b>294.4</b>   | <b>352.1</b>   | PEG            | 1.4         | 2.0         | 1.2          | 0.8          | 0.7          |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-14.3</b>   | <b>-134.9</b>  | <b>36.7</b>    | <b>25.0</b>    | <b>21.0</b>    | ROIC/WACC      | 0.8         | 2.4         | 2.2          | 2.7          | 3.0          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-181.2</b>  | <b>-87.6</b>   | <b>71.6</b>    | <b>-74.6</b>   | <b>-85.2</b>   | REP            | 6.3         | 1.8         | 2.0          | 1.5          | 1.2          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，药学和经济学双学位，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|               |                          |               |                         |
|---------------|--------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤            | 上海联系人                    | 凌洁            | 上海联系人                   |
| 021-67865293  | zhuxian@essence.com.cn   | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  |
| 梁涛            | 上海联系人                    | 南方            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essences.com.cn | 021-68765206  | nanfang@essence.com.cn  |
| 黄方祥           | 上海联系人                    | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com      | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 潘冬亮           | 北京联系人                    | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113590  | pandl@essence.com.cn     | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 周蓉            | 北京联系人                    | 李昕            | 北京联系人                   |
| 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn  | 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    |
| 潘琳            | 深圳联系人                    | 王远洋           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn    | 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn  |
| 李国瑞           | 深圳联系人                    | 刘欢            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn      | 0755-82558069 | liuhuan@essence.com.cn  |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034