



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

## 医疗服务产业有望迎来发展机遇

### ■ 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:

#### 公司账面现金充裕, 证券投资业务受到控制

2011年三季报显示,公司的账面现金达到了8亿元。由于公司现金充裕,而医药行业整体产能过剩、适合投资项目不多的现状导致公司历史上曾大量投资证券业务。虽然,证券投资业务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。为了防止业绩大幅波动,目前公司有意识地控制了投资规模(约为2亿),三季报显示投资亏损约为1500万元。

#### 受益中药材降价, 公司主导产品毛利迎拐点

脉络宁注射液是公司的独家品种,为国家基本药物、国家保密品种,2010年销售规模为8500万支。受基药招标压价影响,预计2011年全年销售规模仍将维持去年水平,而销售价格可能仅维持在9元左右。同时,受中药材涨价影响,中报显示毛利率已下滑至32%。四季度开始,主要中药材开始降价,尤其公司主要用料金银花降价显著。由于公司还有存货,预计最迟于明年一季报,脉络宁的毛利率将能恢复至40%左右。此外,即将实行的基药统一定价将有效避免各地招标中出现的竞相压价现象,预计统一定价将利好部分非强势独家品种的销售。

#### 医疗服务业将成公司新的发展方向

公司持有63%股权的宿迁医院目前为三乙医院,未来医院有望升级为三甲医院。由于公司改造宿迁医院的巨大成功,以及国家提倡的“引入社会资本、推进多元化办医”的政策扶持,预计社会资本投资医疗服务领域将面临机遇。公司也把进军医疗服务业作为未来的发展战略。考虑到公司国有背景,我们认为,未来公司参与公立医院改制的机会将更大。

### ■ 投资建议:

#### 未来六个月内, 给予“跑赢大市”评级

预计公司11年、12年实现每股收益为0.35元和0.45元,以11月11日收盘价9.54元计算,动态PE分别为27.21倍和21.20倍。中药上市公司11年、12年动态市盈率中值分别为29.95倍和24.76倍。随着中药材降价及未来基药统一定价的实施,公司主导产品有望迎来业绩拐点。而随着公司经营战略开始转向医疗服务业的调整,公司未来的发展前景看好,我们维持公司“跑赢大市”评级。

### 基本数据 (11Q3)

|                   |               |
|-------------------|---------------|
| 报告日股价 (元)         | 9.54          |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 7.30/13.23    |
| 总股本 (百万股)         | 504           |
| 无限售 A 股/总股本       | 50%           |
| 流通市值 (亿元)         | 24.38         |
| 每股净资产 (元)         | 4.00          |
| PBR (X)           | 2.39          |
| DPS (Y10, 元)      | 10 派 1.5 (含税) |

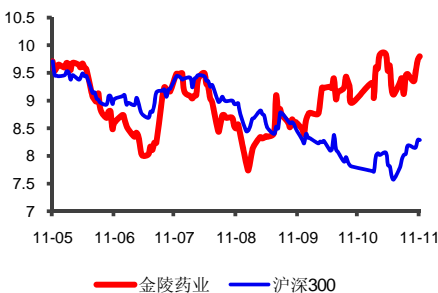
### 主要股东 (11Q3)

|                |        |
|----------------|--------|
| 南京金陵制药(集团)有限公司 | 45.23% |
| 福州市投资管理公司      | 7.28%  |
| 中化蓝天集团有限公司     | 4.7%   |
| 合肥市医药工业公司      | 3.98%  |

### 收入结构 (11H1)

|      |        |
|------|--------|
| 化学药品 | 51.36% |
| 中药   | 33.06% |
| 医疗服务 | 10.25% |
| 其他   | 4.94%  |

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB11-CI10b

相关报告: ZB09-CI04

首次报告日期: 2009年10月12日

## ■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日(¥.百万元) | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入               | 2161.14 | 2452.66 | 2842.23 | 3339.08 |
| 年增长率               | 9.89%   | 13.49%  | 15.88%  | 17.48%  |
| 归属于母公司的净利润         | 192.73  | 176.68  | 226.81  | 282.50  |
| 年增长率               | -12.77% | -8.33%  | 28.37%  | 24.55%  |
| 每股收益(元)            | 0.38    | 0.35    | 0.45    | 0.56    |
| PER(X)             | 24.95   | 27.21   | 21.20   | 17.02   |

注: 有关指标按当年股本摊薄

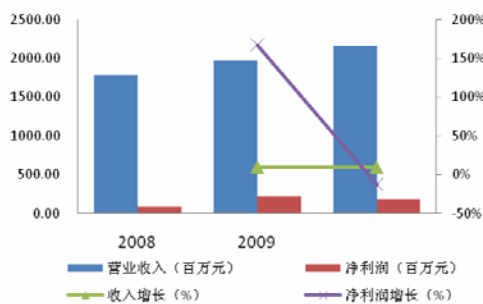
## 一、公司主营业务发展平稳

公司是科工贸一体化、产学研相结合的大型现代化上市公司，主要产品和品种有：脉络宁系列产品、塞莱乐、双香排石颗粒、速力菲、胃得安、香菇多糖、丝白祛斑软膏、筋络宁、慢咽宁、明胶海绵等一百六十多个产品与品种，其中“脉络宁注射液”、“胃得安片”、“香菇多糖注射液”为国家中药保护品种。

公司业务近几年收入增速平稳，2009与2010年的收入增长率分别为9.94%和9.89%；同期，利润增速起伏较大，2009与2010年的利润增速分别为167.51%和-12.77%。公司净利润变化较大的主要原因是证券投资业务导致企业盈利十分不稳定。证券投资业务虽然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。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。2011年三季报显示，公司的账面现金达到了8亿元。目前，公司的证券投资主要集中在本部（约1亿规模）和子公司北京瑞恒医药科技投资有限责任公司（约1亿规模）。11年三季报显示，非经常性损益项目合计为亏损0.15亿元，显示证券投资业务的规模和风险都已得到公司的控制。

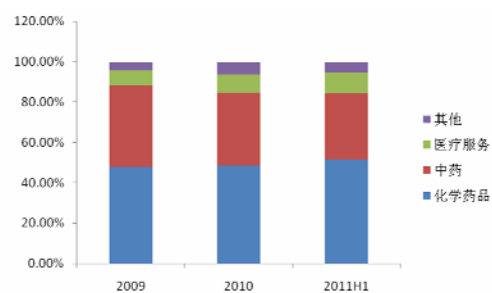
公司目前主营业务可分为三大板块：化学药、中药和医疗服务。其中，虽然化学药收入规模达到10多亿元，但主要为子公司南京华东医药代理的产品（约8-10亿），以及宿迁医院销售药品1亿多元和公司自产1亿多元。由于化学药非公司强项，公司对化学药的发展规划是限制规模。此外，从三费构成看，公司销售费用仅占总收入的6%左右，该比率在同类的药品工业企业中明显偏低。同时，季报显示销售费用中的销售推广费及市场开发费下降。公司销售费用投入不足是由公司目前所采用的销售模式及销售区域所决定的。公司现有产品的销售主要依靠经销商进行推广，通过渠道自然销售，终端缺乏销售人员跟进。

图1 公司近年来的收入利润增速



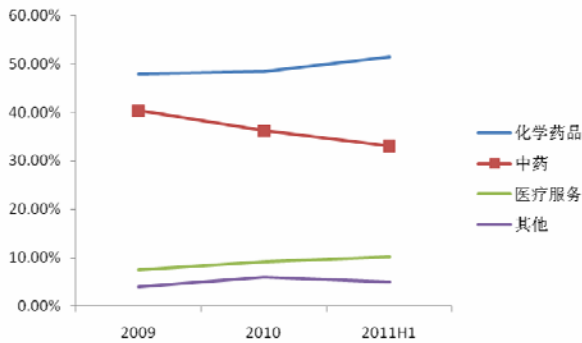
数据来源：Wind，上海证券研究所

图2 公司近年来的收入业务构成情况



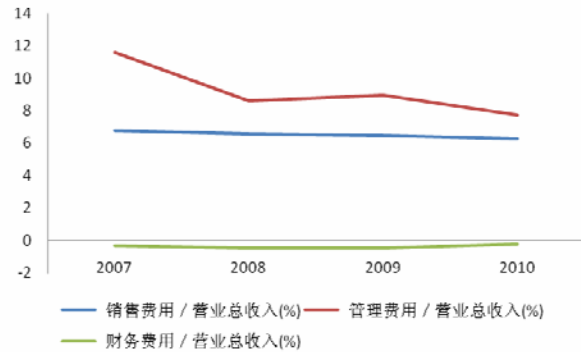
数据来源：Wind，上海证券研究所

图3 公司近年来的毛利率构成情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图4 公司三费构成情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 二、基药统一定价或利好脉络宁

### 2.1 基药招标导致脉络宁收入增长低于预期

脉络宁注射液是由玄参、石斛、牛膝、金银花四味中药精制而成的复方中药注射剂，其主要功效为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，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。在最近公布的国家基本药物目录，公司的脉络宁注射液也成功入选，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。2010年，脉络宁的销售规模为8500万支。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。

虽然基本药物实行各省统一招标、统一配送，但在基药招标过程中，各省市竞相压价，为了维持合理的利润，公司不得不放弃多省的标。从网上公布的部分省份脉络宁的中标价来看，2010年平均中标价为9.15元，而2011年则下降到了9.13元。公司的策略是维护产品价格9元以上中标。预计2011年全年销售规模仍将维持去年水平（低于年初9000万支的预计）。

**表 1 2010-2011 年部分省份脉络宁中标价**

| 省份        | 中标价<br>(元)  | 日期        | 省份        | 中标价<br>(元)  | 日期         |
|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|------------|
| 河北        | 9.2         | 2010-8-16 | 吉林        | 9.39        | 2011-10-23 |
| 湖南        | 9           | 2010-6-12 | 甘肃        | 9.23        | 2011-8-23  |
| 吉林        | 9.11        | 2010-5-29 | 云南        | 8.96        | 2011-8-3   |
| 贵州        | 8.99        | 2010-5-18 | 湖北        | 9.02        | 2011-6-2   |
| 陕西        | 9.2         | 2010-2-25 | 山东        | 9.14        | 2011-6-2   |
| 辽宁        | 9.117       | 2010-2-12 | 四川        | 9.01        | 2011-5-10  |
| 辽宁        | 9.117       | 2010-2-11 |           |             |            |
| 山西        | 9.2         | 2010-2-11 |           |             |            |
| 江苏        | 9.2         | 2010-2-5  |           |             |            |
| 四川        | 9.01        | 2010-1-29 |           |             |            |
| 江苏        | 9.2         | 2010-1-14 |           |             |            |
| 内蒙古       | 9.391       | 2010-1-1  |           |             |            |
| 天津        | 9.2         | 2010-1-1  |           |             |            |
| <b>平均</b> | <b>9.15</b> |           | <b>平均</b> | <b>9.13</b> |            |

数据来源: Menet, 上海证券研究所

## 2.2 原材料上涨导致毛利率下滑, 四季度或迎拐点

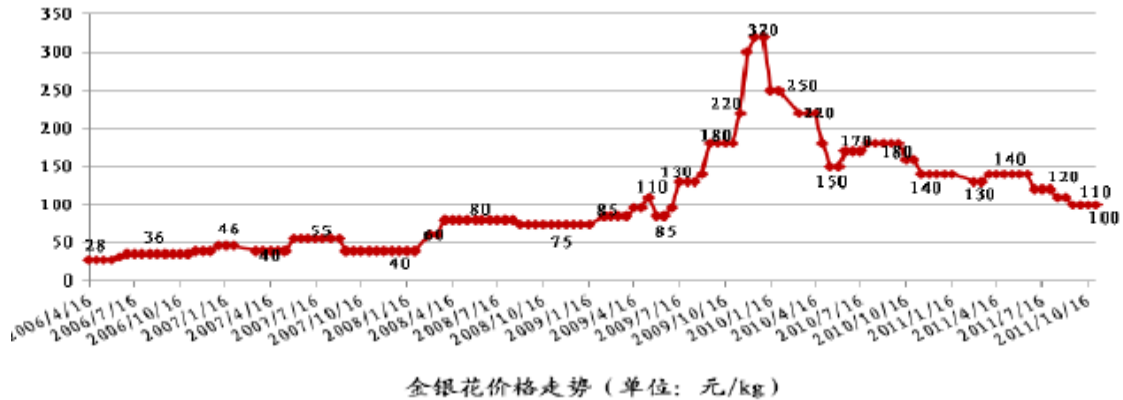
脉络宁的销售虽然一直比较稳定, 但在越来越激烈的市场竞争中, 产品也面临价格下调和成本上升的双重压力, 使其毛利率有所降低。脉络宁注射液主要是由玄参、石斛、牛膝、金银花四味中药等比例组成, 目前在成本占比中, 金银花约等于其它三味中药总和。始于 09 年上半年的玄参、牛膝、金银花等原材料价格上涨, 导致脉络宁的毛利率逐渐下降, 2011 年中报显示其毛利率已下滑至 32%。虽然公司已加强了药材的 GAP 基地建设, 但公司认为种植基地的建设将更多地用于补充原材料采购的空档期而非解决中药材价格高涨的根本方法。

公司认为金银花的价格大涨主要是由于市场的炒作。目前金银花的市场规模约为 20 亿元, 而公司为市场上的用量大户, 因此金银花的价格变动对公司影响较大。近年来, 金银花经历了 2003 年的非典和 2009 年“甲流”, 其价格最高飙升至 2009 年末的 320 元/kg。随着 2011 年金银花种植面积较去年有所扩大, 产量增加, 金银花价格存在向下调整空间。2011 年 11 月初金银花价格为 100 元/kg, 环比持平, 同比下降 37.50%。

此外, 公司在实际使用过程中是以山银花和金银花搭配使用。2000 年版药典规定, 金银花和山银花统称金银花, 两品都可作金银花使用, 而 2005 年版《药典》则将两品分列两项。由于山银花不能入药, 其作用一般仅局限于作为饮料厂、茶厂和一些工厂的原料, 其

价格就低了不少，优质货通常约 30-50 元/斤之间。由于厂家一般备有原材料存货，公司预计原材料价格的下降将有 3-6 个月的时间才能反映到报表中。预计最迟于明年一季报，脉络宁的毛利率将逐步回升至 40% 以上。

图 5 金银花历史价格走势



数据来源: 中药材价格网, 上海证券研究所

### 2.3 基药统一定价或将利好独家品种

基药统一定价正在提上日程。按照发改委的设想，定价标准将参照行业平均成本水平，按照补偿合理成本、获得合理利润，兼顾市场实际价格的原则制定统一价格，首批 41 个品种中有 10 个为单独定价品种，其中将包括中药独家品种，其他 31 个品种或包括青霉素、头孢曲松、头孢唑啉等 7 个抗生素品种。实行统一定价后，招标将只招服务和质量。品牌企业将从中受益。我们认为，未来统一定价范围将逐步扩大，还将可能实行定点生产。

我们认为，统一定价水平会参照品牌企业的现实成本和目前平均中标价格，最终的价格仍可能会低于企业的心理预期。统一定价一定程度上有利于品牌企业扩大市场份额，遏制药价虚低可能带来的药品质量问题，但如果药企综合评价体系不能配套建立，统一定价之后以质量与服务为遴选指标将可能带来地方保护的问题。我们对近期招投标数据的研究后发现，独家品种的统一定价有可能成为变相的政策性降价，对此前价格维护比较到位的企业，统一定价的影响可能不大。而部分独家品种价格波动较大，统一定价可能会取其低者，企业须让渡部分利益。同时也需要考虑具有同类药效的其他药品的价格水平。一般而言，独家品种的价格会高于后者，但如果统一定价水平低于后者，又不利于企业的市场运作。公司产品在基药目录中面临丹参滴丸、血栓通、血脉通等竞争，且公司各地招标价格相对稳定，如果基药统一定价能解决目前公司面临的各地招标中出现的竞相压价现象，预计

明年起销售收入将恢复 5-10% 左右的增长。

### 三、医疗服务业将成公司新的发展方向

#### 3.1 宿迁医院成公司新的利润增长点

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）。目前宿迁医院拥有床位 1000 个，入住率达到了 130%。新住院大楼预计将于明年投入使用，届时床位将增加至 1600 个左右。2010 年宿迁医院全年实现收入 3.99 亿元，净利润达到 7886.95 万元，同比增长 24.25%。2010 年下半年开始，公司下属宿迁医院由非营利性医院改为了营利性医院，原有享受的所得税优惠政策取消。受税务影响，影响 10 年利润减少约 1 千万元。2011 年中报显示，公司持股部分的医疗服务业收入达到 1.19 亿元，同比增长 26.60%，毛利率为 26.99%。

从未来的成长性看，虽然宿迁医院地处苏北，受地域限制当地的医疗承载力较弱，但是公司估计，宿迁医院在当地至少能发展到 10 亿元的收入规模。目前宿迁医院在当地是唯一的高等级医院。由于新建医院具有较大投入（至少 10 亿）和投资回收期长（一般至少 3-5 年）的特点，同时人力资源的投入也成为新进入者的天然屏障。预计宿迁医院在当地的优势将能维持较长时期。

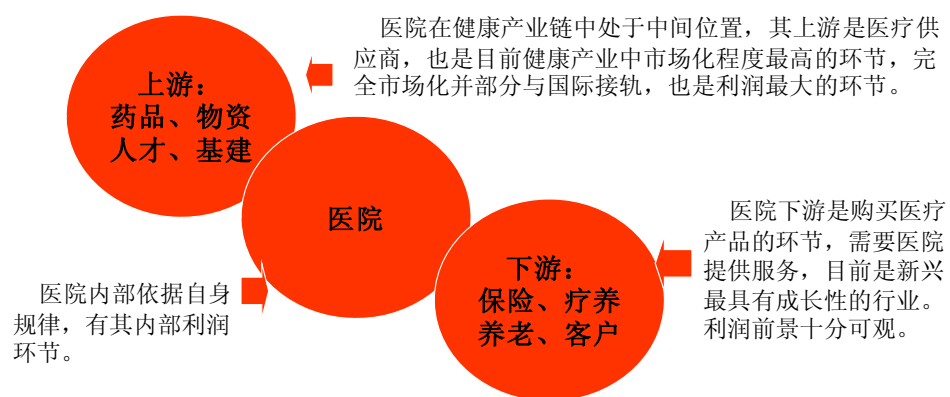
我们认为，公司持股宿迁医院具有如下优点：1）提供安全边际。如果以净利润 30XPE，同时按持股比例从公司总市值中扣除，则公司的动态估值仅为 17 倍；2）宿迁医院将能拉动企业的药品销售；3）由于公司改造宿迁医院的巨大成功，以及国家提倡的“引入社会资本、推进多元化办医”的政策扶持，宿迁医院将为公司进军医疗服务业打下良好基础。

#### 3.2 中国已进入医疗服务投资大好时期

在中国，医疗服务行业是个前景很好的领域，市场基数大，尚处于初始发展阶段，并具有政策、技术和行业整合等多方面的发展优势。投资医疗服务业的有利条件主要有：1）卫生政策支持。国家对医疗卫生的资金已经转向医疗保险和公共卫生领域，对医院的建设资金短缺，放开民间资本进入医疗领域等政策，强烈支持医疗投资市场。新医改提出的“形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制”，

进一步拓宽了社会资本进入医疗服务市场的空间。2) 市场需求支持。医疗资源分布的不均衡, 给医疗投资市场提供了投资空间。从每千人口医师数量的情况来看, 北京、上海两地的人均医师数量远高于其他地区, 分别达到 5.04、3.78, 已经达到发达国家的平均水平, 而人均医师数量最低的地区基本为内陆经济欠发达省份。利用民间资本补充政府投入不足, 医疗投资作为用市场机制促使医疗资源分布合理公平的重要手段。3) 医疗消费支持。健康观念转变与医疗服务的多层次要求使得现有医疗服务不能满足需求, 需要提供多层次、多方式、多品种的医疗服务产品。4) 投资方式支持。所谓投资方式支持就是在现有卫生体制下的产权改革, 允许部分公立医院产权出让、股份制合作、整体改制、新建医院等多种形式投资医疗。此外, 从健康产业链的分析可以得出: 能获得高利润回报的投资者是可以控制健康产业各个环节的企业集团。

图 6 医院在健康产业链中的地位与作用



数据来源: 上海证券研究所

### 3.2.1 医疗服务业投资困难不少

医疗服务业的投资虽然前景光明, 但困难依然不少。具体来说, 主要遇到的障碍有: 1) 人事制度不支持。我国医生身份依然是事业单位, 享受事业单位社会福利, 而民营医院实行的是企业身份, 我国事业单位员工与企业职工社会福利待遇有明显差别, 社会地位悬殊, 以至“身份”成为医生流动的障碍。另外医疗行业的传承性和职业稳定性造成医务人员流动性差的现实。在医院核心竞争力上, 民营医院因为没有一流人才的保证, 大大减弱了实力。2) 对民营医院的偏见。改革开放之初, 由于进入医疗领域的民间资本首先以私人诊所形式出现, 卫生监督管理欠缺, 确实有部分假医生、假药、假诊所出现, 以虚假广告为诱饵, 欺骗患者, 严重败坏了民营医院声誉。3) 配套政策缺失不支持。鼓励民间资本投资医疗的大政策是非常明确的, 但是

涉及医院税收、监管、医疗保险、合作医疗报销、社会地位等缺乏系统配套政策，往往是医院开张了，各种问题也出现了，许多地方出现“投资时双手欢迎，经营时袖手旁观”的情况。在缺乏公平的政策待遇、资源调配、社会地位的情况，较公立医院比较，民营医院生存现状很艰难。4) 国家医疗保障系统不支持。国家基本医疗保障体系实行转诊制度，原则上由下往上实行逐级转诊，并且由当地政府制定转诊标准，筛选定点转诊医院，而民营医院往往被排除在外。

### 3.2.2 参与公立医院改制或将成为公司的未来方向

根据清科 2010 年的分析报告认为，“资本进入医疗服务这样一个长期以来以国有经济为主导的行业中，不可避免的需要面临与公立医疗机构的竞争及合作。”清科的报告还指出，宜于非公资本进入的医疗领域应当具有以下一项或几项特征：1) 目前该细分领域供给严重不足以满足需求；2) 定位与公立医疗机构有较大差别的细分市场；3) 不产生危及生命后果且医疗保障体系不覆盖的医疗需求；4) 能够直接与公立医疗机构合作或依托公立医疗机构资源的领域。清科根据综合考虑医疗服务市场的产业环境、供求关系以及经营状况，提出四项值得资本市场关注的领域：1) 特色专科；2) 社区医疗；3) 高端医疗；4) 公立医院改制。

公司总结了宿迁医院投资成功的经验，认为医疗服务业投资必须具备天时、地利、人和。即，天时：卫生政策环境，特别是地区出台的卫生政策更具有意义。地利：地理环境优势，医院的地理位置也是核心竞争力之一，不少案例可以说明因为地理位置选择失误造成投资损失。人和：人力资源和公共关系，是决定投资成败的关键因素。特别是融入当地各级地方政府部门的公共关系是医院经营的保障。由于公立医院改制是新医改的重点，利用此机会，可有效依托公立医院的医疗技术专业人才、口碑信誉、患者、医保定点资格等资源，达到社会资本进入医疗服务领域事半功倍的效果。考虑到公司国有背景，我们认为，未来公司参与公立医院改制的机会将更大。

图 7 投资重点方向典型医疗机构

| 重点投资方向 | 典型医疗机构   |                            |
|--------|----------|----------------------------|
| 特色专科   | 口腔科      | 佳美口腔, 瑞尔齿科                 |
|        | 眼科       | 爱尔眼科, 博爱眼科, 普瑞医疗投资集团, 艾格眼科 |
|        | 妇产科/儿科   | 美中宜和妇儿医院, 玛丽妇婴, 五洲女子医院     |
|        | 整形外科     | 伊美尔                        |
|        | 体检       | 爱康网, 慈铭体检, 美兆, 国康          |
|        | 其他       | 道培医院(血液病专科)                |
| 社区医疗   | 英凡医药网络   |                            |
| 高端医疗   | 和睦家、瑞新医疗 |                            |
| 公立医院改制 | 凤凰医院集团   |                            |

数据来源: 清科研究中心, 上海证券研究所

#### 四、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

2011年8月, 公司公告称董事会通过了新一期的激励方案《金陵药业股份有限公司2011-2013年度奖励基金实施办法》。2008年公司启动的管理层激励计划, 公司以净利润激励指标, 取2005-2007年净利润平均值为标准, 08-10年净利润超过标准的部分, 提取10%奖励给公司高管限期购买股票。我们认为, 本次激励方案将会采用类似的方式, 预计这将为公司寻找新的利润增长点, 拓展其在医疗服务业的发展提供动力。

预计公司11年、12年实现每股收益为0.35元和0.45元, 以11月11日收盘价9.54元计算, 动态PE分别为27.21倍和21.20倍。中药上市公司11年、12年动态市盈率中值分别为29.95倍和24.76倍。随着中药材降价及未来基药统一定价的实施, 公司主导产品有望迎来业绩拐点。而随着公司经营战略开始转向医疗服务业的调整, 公司未来的发展前景看好, 我们维持公司“跑赢大市”评级。

#### 五、风险提示

- 1、公司在医疗服务业的拓展计划存在不确定性;
- 2、公司医药产品价格存在进一步下降空间, 将会影响企业的盈利状况。

## 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                 | 2009A           | 2010A           | 2011E           | 2012E           | 2013E           |
|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>一、营业总收入</b>       | <b>1,966.71</b> | <b>2,161.14</b> | <b>2,452.66</b> | <b>2,842.23</b> | <b>3,339.08</b> |
| <b>二、营业总成本</b>       | <b>1,716.34</b> | <b>1,902.85</b> | <b>2,192.23</b> | <b>2,530.74</b> | <b>2,953.66</b> |
| 营业成本                 | 1,403.94        | 1,589.86        | 1,817.28        | 2,090.93        | 2,430.68        |
| 营业税金及附加              | 10.77           | 10.83           | 36.79           | 42.63           | 50.09           |
| 销售费用                 | 127.02          | 135.73          | 147.16          | 176.22          | 213.70          |
| 管理费用                 | 175.70          | 167.62          | 196.21          | 227.38          | 267.13          |
| 财务费用                 | -9.52           | -5.03           | -12.26          | -14.21          | -16.70          |
| 资产减值损失               | 8.43            | 3.83            | 7.05            | 7.79            | 8.76            |
| <b>三、其他经营收益</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| 公允价值变动净收益            | 3.12            | -6.31           | -15.00          | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益                | 47.50           | 22.44           | 5.00            | 10.00           | 15.00           |
| 汇兑净收益                | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>四、营业利润</b>        | <b>300.99</b>   | <b>274.43</b>   | <b>250.43</b>   | <b>321.48</b>   | <b>400.42</b>   |
| 加: 营业外收入             | 9.98            | 4.22            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 减: 营业外支出             | 4.80            | 5.81            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>五、利润总额</b>        | <b>306.17</b>   | <b>272.84</b>   | <b>250.43</b>   | <b>321.48</b>   | <b>400.42</b>   |
| 减: 所得税               | 42.16           | 40.14           | 37.56           | 48.22           | 60.06           |
| 加: 未确认的投资损失          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>六、净利润</b>         | <b>264.01</b>   | <b>232.70</b>   | <b>212.86</b>   | <b>273.26</b>   | <b>340.36</b>   |
| 减: 少数股东损益            | 43.05           | 39.97           | 36.19           | 46.45           | 57.86           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>220.96</b>   | <b>192.73</b>   | <b>176.68</b>   | <b>226.81</b>   | <b>282.50</b>   |
| <b>七、摊薄每股收益 (元)</b>  | <b>0.44</b>     | <b>0.38</b>     | <b>0.35</b>     | <b>0.45</b>     | <b>0.56</b>     |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

| 分业务主营收入测算<br>(百万元) | 2010A          | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 化学药品               | 1047.44        | 1256.93        | 1483.18        | 1720.48        |
| 中药                 | 781.6          | 781.60         | 820.68         | 902.75         |
| 医疗服务               | 196.49         | 245.61         | 319.30         | 431.05         |
| 其他                 | 129.63         | 168.52         | 219.07         | 284.80         |
| <b>合计</b>          | <b>2161.14</b> | <b>2452.66</b> | <b>2842.23</b> | <b>3339.08</b> |
| 分业务主营成本测算<br>(百万元) | 2010A          | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
| 化学药品               | 871.72         | 1030.68        | 1216.20        | 1410.80        |
| 中药                 | 483.94         | 500.22         | 508.82         | 541.65         |
| 医疗服务               | 146.52         | 176.84         | 223.51         | 293.11         |
| 其他                 | 85.57          | 109.54         | 142.40         | 185.12         |
| <b>合计</b>          | <b>1589.86</b> | <b>1817.28</b> | <b>2090.93</b> | <b>2430.68</b> |

| 分业务增速 | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 化学药品  | 11.27% | 20.00% | 18.00% | 16.00% |
| 中药    | -1.45% | 0.00%  | 5.00%  | 10.00% |
| 医疗服务  | 32.41% | 25.00% | 30.00% | 35.00% |
| 其他    | 68.61% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利率   | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 化学药品  | 16.78% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 中药    | 38.08% | 36.00% | 38.00% | 40.00% |
| 医疗服务  | 25.43% | 28.00% | 30.00% | 32.00% |
| 其他    | 33.99% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 金陵药业历年财务指标

| 指标名称            | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 销售毛利率(%)        | 29.28  | 28.99  | 28.61  | 26.43  |
| EBIT/主营业务收入(%)  | 27.12  | 5.72   | 15.05  | 12.29  |
| 销售净利率(%)        | 23.09  | 5.28   | 13.42  | 10.77  |
| 净资产收益率(全面摊薄)(%) | 18.50  | 4.76   | 12.44  | 10.11  |
| 流动比率            | 4.36   | 4.94   | 4.42   | 3.74   |
| 速动比率            | 3.81   | 4.22   | 3.63   | 3.21   |
| 资产负债率(%)        | 17.62  | 14.72  | 16.31  | 19.84  |
| 存货周转率           | 5.31   | 5.94   | 5.41   | 5.45   |
| 应收账款周转率         | 10.40  | 11.30  | 11.09  | 9.97   |
| 总资产周转率          | 0.70   | 0.78   | 0.84   | 0.83   |
| 净利润同比增长率(%)     | 46.32  | -73.14 | 167.51 | -12.77 |
| 每股收益(全面摊薄)      | 0.61   | 0.16   | 0.44   | 0.38   |
| 每股经营性现金流量       | 0.23   | 0.61   | 0.37   | 0.35   |
| 每股未分配利润         | 1.12   | 0.98   | 1.24   | 1.44   |
| 每股资本公积金         | 0.94   | 0.94   | 0.94   | 0.94   |

数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 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。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 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 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 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 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。