

医疗服务创三方共赢，期待提速发展

2012年2月16日

推荐/首次

医药行业

调研快报

——金陵药业（000919）调研快报

陈恒	执业证书编号： S1480510120015
联系人：杨帅	电话： 010-66554019 Email： yangshuai@dxzq.net.cn

事件：

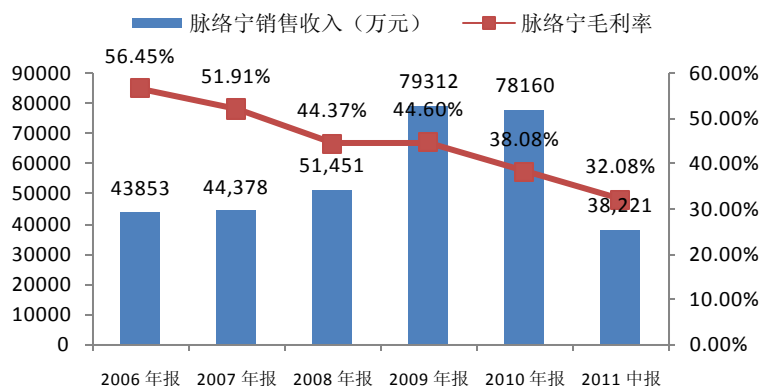
近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点 1：宿迁人民医院处于稳健发展中，该模式实现了政府，患者及企业的三方共赢

2003年公司接管宿迁人民医院以来，宿迁人民医院一直处于良性发展壮大过程中，我们认为该模式取得成功最主要的原因是金陵药业引入了先进的企业管理制度及鼓楼医院先进的医疗资源和技术，宿迁人民医院的院长与副院长由鼓楼医院派出，党委书记和财务总监由金陵药业派出。2011年预计医院总收入在4亿元左右，药品收入和医疗服务的收入占比在1:1左右，与公立医院的“以药养医，以药补医”的运营模式不同，宿迁人民医院的两个业务板块均实现了赢利。我们认为宿迁人民医院模式实现了政府，企业及患者的三方共赢，首先宿迁人民医院减轻了当地政府的负担，医院辐射了宿迁地区总共约500万人口，与目前同等级别医院需要政府占总收入7-10%的补助资金不同，宿迁医院已经完全实现了无需政府资金投入的赢利，若按一般公立医院政府补助8%的标准计算，宿迁人民医院2011年节省了当地约3200万元的财政负担；其次宿迁人民医院的逐步发展和壮大为当地的老百姓提供了优质及价格实惠的医疗服务，目前医院的硬件配备和实施高难度手术及治疗的水平已经与南京鼓楼医院较为接近，医院整体的赢利并非是由于高收费及乱收费，而是通过药品及医疗服务的成本核算及控制等手段，使当地的群众用最为合理的费用获得了高效率的治疗及服务。最后，从企业层面来讲，医疗服务是金陵药业近年来发展速度最快，未来发展空间最大的一个业务板块，我们预计随着2012年下半年新的住院大楼的竣工，总的病床数将由1000张升至1600张，未来医院业务量及收入也将有较大幅度的上升，宿迁医院的管理及运作模式具有极大的可推广意义和可能，也预计金陵药业在医院管理领域未来有着更大的外延式发展空间。

观点 2：脉络宁注射液各省招标价格已基本触底，全国范围内销售放量尚需时间

脉络宁注射液09年入选基本药物目录后，受到各省市较大的政府招标价格压力，加之金银花价格的上涨，公司该产品的毛利率一直处于下行通道，虽近三年销售的总数量稳中有升，但由于产品价格的下降，总销售额近几年基本没有实现增长。目前公司除石斛在云南及老挝各500亩的种植基地外（约满足公司石斛年生产用量的三分之一左右的需求），其他的生产原材料均需要外购。公司生产所需的原料药材为工业级的产品，该级别的产品价格周期及涨跌幅度并非像饮片级药材那样剧烈，但因公司的原材料年需求量较大，金银花和山银花每年的需求量达到了2000-3000吨，药材价格的上涨确实给公司的生产及经营较大的成本压力。我们预计药材价格的下跌或在今年1季度或在半年度左右使公司的成本压力有所缓解，但公司产品的毛利不太可能回升到09年基药招标前的水平，因为除了原材料价格上涨外，药品价格的下降，人力成本及动力成本的上升都是公司产品毛利率下降的原因。我们预计今年脉络宁注射液今年的整体销售收入基本与去年持平。若明后两年基药及药品价格方面的政策有所变化，例如出台实现基药统一定价及二、三级医院强制配备使用基药产品等政策，脉络宁的销量有望整体上升。



观点 3: 证券投资业务总金额基本稳定, 该项业务不是公司未来发展的重点

目前公司证券投资业务总金额在 2 亿元左右, 该项业务并非公司的主营业务, 但由于证券市场的波动性, 该项业务对公司每年的净利润影响较大, 我们认为公司未来将逐步控制该项业务的整体运作金额及相关的投资风险, 以免对公司整体的业绩及利润产生较大幅度的影响。

结论:

医疗服务是金陵药业最有弹性和潜力的业务板块, 我们认为随着 2003 年新农合及 2007 年城镇居民医疗保障制度的建立实施及相关门诊及住院报销补偿比例的提升, 宿迁及周边地区的医疗需求将有一个加速持续的释放过程, 预计未来几年医院的收入及利润水平都会保持一个较好的增速, 并且该模式和合作方式有进一步推广和外延式发展的可能。对于脉络宁注射剂, 我们认为近三年来整体销售收入基本没有增长, 毛利率持续下滑主要有两个主要的原因, 一是基药定价及招标政策本身具有一定的不完善性, 发改委对于基药目录品种的最高零售限价的制定本身就有一定的不合理性, 二是各省市招标部门对于部分品种竞相盲目的大打中标价格战, 使部分经营较为规范的企业受到了成本与终端售价的双重挤压, 我们认为随着基药政策未来可能的部分调整政策, 基药品种的价格下行压力有望缓解, 销量有望在未来几年有所上升。

我们预测 2011~2013 年 EPS 分别为 0.38 元、0.44 元、0.55 元, 目前股价对应 PE 分别为 22 倍, 18.7 倍和 15 倍, 首次给予“推荐”评级。

表 1：盈利预测和估值

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,161.14	2,427.72	2,706.49	3,026.37
(+/-)%	9.89%	12.34%	11.48%	11.82%
经营利润（EBIT）	327.98	349.69	390.14	457.40
(+/-)%	-5.95%	6.62%	11.57%	17.24%
净利润	192.73	190.07	221.78	276.07
(+/-)%	-12.77%	-1.38%	16.68%	24.48%
每股净收益（元）	0.382	0.377	0.440	0.548

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 3 年。

联系人简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券。

苏进进

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。