

收购医院成功，后续扩张加快

买入维持

目标价格 12 元

事件：

- 公司**以 12295.09 万元现金收购南京鼓楼医院集团仪征医院 68.33% 的股权**，该医院前身为南京医科大学附属三院，已于 2012 年 6 月 12 日**经批准变更为营利性医疗机构，并增资引入鼓楼医院增资**。本次交易完成后，公司控股 68.33%，南京市鼓楼医院控股 10%，其余为原股东继续持有。

核心观点：

- 收购超预期，多方共赢。**收购的股权比例 68.33% 略超预期，三附院转制营利性医院的进程也超出预期，另外按 11 年 16.18X 静态 PE 的收购价格比市场预期要便宜。公司借此迈出战略转型医疗服务的坚实一步，意义重大，并获得较高的估值溢价。三附院正投资 1.2 亿元新建新病房大楼，将新增床位 500 张床位，收购完成后，将在品牌、管理、医疗技术和资金等多方面得到金陵药业及鼓楼医院的支持。原股东在获得转让回报的同时，将有更广阔的发展平台。
- 宿迁模式可以复制，收购之后增长空间较大。**公司控股的宿迁医院，过去几年保持了高速增长，是营利性医院中的标杆。公司积累了丰富的管理经验，并和鼓楼医院保持着战略合作关系，我们认为宿迁模式可以复制，未来的外延扩张有保证。三附院体量中等，对当期业绩影响有限，但未来有较大的经营改善空间和增长潜力。
- 收购成功提供了样板，后续扩张或加快。**此次收购使公司积累了谈判运作的经验，为后续的扩张提供了样板，仪征医院变更为营利性医院涉及到当地卫生、民政、税务、工商等多个部门，收购进度的迅速显示了公司的政府公关能力和资源运作能力。我们预期未来公司转型医疗服务的道路将更加顺畅，后续扩张的速度或加快。
- 盈利预测。**考虑此次收购影响，提高 12-14 年 EPS 为 0.47、0.57、0.68 元，目前 PE 分别为 20X、17X、14X。按 12 年 25XPE，给予目标价 12 元，维持买入评级。

 中小市值上市公司研究组
 资深分析师

王凤华 (S1180511010001)

电话： 010-88085761

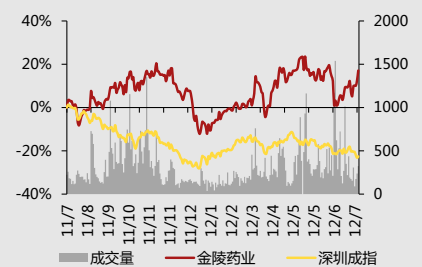
Email: wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话： 010-88085965

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数	筹码集中度
20120331	7045	较集中
20111231	6760	较集中
20110930	5847	较集中

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2161	2257	2483	2721	2997
净利润(百万元)	193	165	235	286	346
EPS(百万元)	0.38	0.33	0.47	0.57	0.68
P/E	25.03	29.20	20.48	16.86	14.07
P/S	2.23	2.14	1.94	1.77	1.61

收购超预期，多方共赢。

收购的股权比例 68.33%略超预期，三附院转制营利性医院的进程也超出预期，另外按 11 年业绩 1111.79 万净利润，折算 16.18X 静态 PE 的收购价格比市场预期要便宜。

我们认为，公司借此迈出战略转型医疗服务的坚实一步，意义重大，收购股权比例和收购价格超预期，将使公司获得较高的估值溢价。鼓楼仪征医院作为二甲医院，并有较好的品牌、技术实力和患者资源，收购完成后，将在品牌、管理、医疗技术和资金等多方面得到金陵药业及鼓楼医院的支持。原股东方及公司职工在获得转让回报的同时，将有更广阔的发展平台。

宿迁模式可以复制，收购之后增长空间较大。公司 2003 年控股收购的鼓楼医院宿迁医院，过去几年保持了高速增长，是营利性医院中的优秀标杆。公司积累了丰富的管理经验，并和鼓楼医院保持了良好的战略合作关系。我们认为宿迁模式可以复制，未来的外延扩张有保证。

鼓楼医院集团仪征医院目前是二甲医院、拥有床位 410 张，正投资 1.2 亿元新建新病房大楼，将新增床位 500 张床位，骨科、儿科是扬州市重点临床专科，2011 年门诊量约 31 万人次，出院病人近 1.3 万人次。2011 年净利润 1111.79 万元，今年预期可达到 2000 万元，净利润率在 10%左右。尽管并表之后，对金陵药业当期业绩影响有限，但我们认为收购之后，在品牌、管理、医疗技术和资金等多方面得到支持的仪征医院将有较大的经营改善空间和盈利质量改善潜力。

本次交易完成后，将由南京市鼓楼医院对仪征医院进行管理，并聘请鼓楼医院的专家担任院长，定期和不定期组织医疗专家进行医疗服务和技术指导。借助南京市鼓楼医院的品牌和先进的管理经验、技术力量，加强医技人员轮训，引进优秀人才，使鼓楼仪征医院的业务建设和管理水平跃上新台阶。争取三年达到或基本达到三级医院的水平，并争取 1-2 个专科成为省级重点专科

收购成功提供了样板，后续扩张或加快。我们认为，金陵药业转型医疗服务领域的战略清晰明确，并且符合公司的发展方向。此次收购进一步增强了公司在医疗领域的核心竞争力，是转型的关键一步。此次收购也使公司积累了谈判运作的经验，为后续的扩张提供了样板，仪征医院变更为营利性医院的过程涉及到当地卫生、民政、税务、工商等多个部门，收购进度的迅速显示了公司的政府公关能力和资源运作能力。我们预期未来公司转型医疗服务的道路将更加顺畅，扩张的速度或加快。

盈利预测。考虑此次收购 68.33%的仪征医院股权对公司合并报表的影响，提高 12-14 年 EPS 为 0.47、0.57、0.68 元，目前 PE 分别为 20X、17X、14X。按 12 年 25XPE，给予目标价 12 元，维持买入评级。

我们认为，尽管收购事件短期对公司盈利贡献不明显，但标志公司全面转型医疗服务，金陵药业正式成为 A 股市场中唯一一家控股两家全科医院的上市公司，将对公司估值有明显影响。

附：南京市鼓楼医院增资入股仪征医院介绍

南京市鼓楼医院，又名南京大学医学院附属鼓楼医院，是一所集医疗、教学、科研为一体的综合性大型三级甲等医院。拥有开放床位 1800 张，在岗职工 2900 余名，其中：卫生专业技术人员 2300 余人，正、副主任医师 300 余人，正、副教授 180 余人，博士、硕士生导师 120 余人，38 位著名专家享受国务院特殊津贴。2011 年医院门急诊病人 200 余万人次，出院病人 5.4 万余例。

2012 年 7 月 10 日仪征南京医科大学第三附属医院有限公司召开临时股东会会议，会议通过如下决议：

1、同意南京市鼓楼医院以货币 350 万元向公司增资，将公司注册资本由 29,987,848 元增资到 33,319,831 元。公司全体股东同意放弃优先增资的权利。

2、同意在本次增资的同时，将公司名称由“仪征南京医科大学第三附属医院有限公司”更名为“南京鼓楼医院集团仪征医院有限公司”，最终名称以工商登记的名称为准。

南京市鼓楼医院出资 350 万元，其中 3,331,983 元作为公司注册资本，剩余款项 168,017 元作为公司的资本公积，增资后的注册资本为 33,319,831 元，占鼓楼仪征医院 10%。是经各方股东协商决定的。主要基于南京市鼓楼医院的加入，医院纳入南京鼓楼医院集团，以其管理南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院的成功先例，能够快速提升医院品牌、管理和医疗技术，对医院未来的经营创造更大价值。

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员, 中国人民大学硕士研究生, 15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 长信科技、中银绒业、德力股份、围海股份、金陵药业、积成电子、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、首商股份等。

吴洋: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 3 年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
							张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
							孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com
华南区域	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
							赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com	孙婉莹	0755-82934785	sunwanying@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。