

“金陵+鼓楼”模式成效明显

——金陵药业（000919）半年度财报点评

2015 年 08 月 24 日

强烈推荐/首次

金陵药业

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
刘阳	分析师	执业证书编号：S1480515080003	
	liu_yang@dxzq.net.cn	010-66554029	

事件：

2015 年上半年，公司实现营业收入 15.68 亿元（+13.5%）；归属于上市公司股东的净利润 1.16 亿元（+5.9%），归属于上市公司股东的扣非后净利润 1.0 亿元（-8.9%），基本每股收益 0.23 元；符合市场预期。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	721.6	636.03	745.55	678.03	712.34	712.97	854.9
增长率（%）	14.03%	5.60%	10.17%	12.06%	-1.28%	12.10%	14.67%
毛利率（%）	24.87%	21.70%	29.97%	24.24%	20.46%	23.14%	25.82%
期间费用率（%）	16.53%	11.99%	16.19%	14.93%	13.94%	13.62%	15.29%
营业利润率（%）	7.92%	9.68%	13.20%	12.04%	8.92%	12.81%	10.96%
净利润（百万元）	43.04	49.22	78.37	65.22	52.36	68.53	73.07
增长率（%）	-08.55%	35.64%	28.57%	31.00%	21.64%	39.23%	-06.76%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.08	0.14	0.10	0.07	0.11	0.12
资产负债率（%）	22.09%	21.09%	22.04%	21.62%	24.05%	21.71%	22.91%
净资产收益率（%）	1.67%	1.88%	2.99%	2.43%	1.90%	2.43%	2.61%
总资产收益率（%）	1.30%	1.48%	2.33%	1.90%	1.45%	1.90%	2.01%

观点：

- **医院营收增长较好。**公司拥有较好的运作医院项目的经验和能力，现控股三家综合性医院：宿迁医院（三级乙等），仪征医院（二级甲等）、安庆医院（二级甲等）。今年上半年三家医院通过加快新技术、新项目的开展与运用等方式使得业务工作量和经营收入稳中有升，宿迁医院收入4.15亿元（+11.1%）、净利润5421万元（+19.1%），仪征医院实现收入1.28亿元（+13.1%）、净利润632万元（+28.5%），已实现并表的安庆医院实现收入1.08亿元、净利润725万元。公司加强预算管理、量化考核、控制成本，使得医疗业务整体毛利率提升3.9个百分点，这是上半年医疗服务业务取得收入和利润双增长的主要原因。
- **“金陵+鼓楼”模式成熟可复制。**“金陵+鼓楼”的合作模式是以公司控股、鼓楼医院参股的方式，对目标医院进行改制和收购，由鼓楼医院派院长负责宿迁/仪征/安庆医院的运营，公司只派出财务总监和党委书记；宿迁/仪征/安庆医院科室医生定期到鼓楼医院进行学习，鼓楼医院专家定期去宿迁/仪征/安庆医院

坐诊，加强双方的技术交流。经过几年与鼓楼医院的合作以及对宿迁/仪征医院的投资，公司已经熟悉掌握了投资经营医院的方法，2014年成功并购安庆医院，使公司“金陵+鼓楼”的模式再次复制（与此前收购仪征医院模式一致），并在今年上半年取得良好的效益，为将来进一步的发展打下了坚实基础。目前宿迁医院正在进行申报“三甲医院”的必要条件建设，特别是重点专科建设预计今明两年就可以取得成果。未来在江苏省内的“金陵+鼓楼”的模式有望继续得到复制，随着医疗资产的规模逐步扩大，公司未来在医院集团规模化采购、兄弟医院之间远程诊疗等方面也有深入探索的可能性。

- **药品业务稳定发展。**脉络宁是公司已经上市二十多年的产品，经过逐年的改进，其安全性已逐步提升，公司目前在生产设备、生产过程、安全检测等方面都采用了最先进的条件，产品处于成熟状态，是公司药品业务重要的收入和利润来源。目前该产品已经逐步从2012年的不良反应事件中逐步恢复，销售收入有所增长，受制于招标价格下降等因素影响，该产品毛利率下降8个百分点，这是拖累公司整体毛利率下降1.6个百分点的主要原因，预计随着招标陆续进入实质性采购阶段，脉络宁的销量仍有提升空间。其他产品方面，速力菲（琥珀酸亚铁薄膜衣片）、香菇多糖注射液、明胶海绵等产品增长较为稳定，同时目前也正在积极研发其他新的产品。

结论：

- 看好公司通过“金陵+鼓楼”的合作模式在医院并购、经营方面的优势，预计未来该模式将持续复制。我们预计公司2015年-2017年的归属于上市公司股东净利润分别为2.83亿元、3.38亿元和4.07亿元，每股收益分别为0.45/0.54/0.66元，对应PE分别为33/27/22X。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：脉络宁招标价格/销量不达预期风险，医疗服务开展不达预期风险。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2013A	2014A	2015E	单位:百万元			2013A	2014A	2015E	单位:百万元	
				2016E	2017E					2016E	2017E
流动资产合计	2057	2194	6816	7113	8160	营业收入	2606	2772	3185	3684	4250
货币资金	945	727	2230	1842	2125	营业成本	1991	2100	2416	2788	3198
应收账款	363	398	458	529	611	营业税金及附加	11	15	18	21	24
其他应收款	10	11	12	14	17	营业费用	130	140	124	140	157
预付款项	29	42	57	73	93	管理费用	250	270	319	357	400
存货	372	411	2979	3437	3942	财务费用	-7	-13	-6	-2	4
其他流动资产	8	208	208	208	208	资产减值损失	4.04	3.35	3.58	3.50	3.53
非流动资产合计	1248	1428	1226	1087	948	公允价值变动收益	2.44	-1.39	-0.11	-0.54	-0.40
长期股权投资	81	36	36	36	36	投资净收益	16.50	51.35	45.00	47.12	46.41
固定资产	912.64	1019.9	938.25	811.76	685.26	营业利润	246	305	356	423	511
无形资产	101	127	114	102	89	营业外收入	4.12	6.82	5.92	6.22	6.12
其他非流动资产	4	7	0	0	0	营业外支出	7.74	6.97	7.23	7.14	7.17
资产总计	3304	3622	8042	8200	9108	利润总额	242	305	355	422	509
流动负债合计	678	836	4246	4215	4891	所得税	52	60	72	85	102
短期借款	128	110	3464	3362	3960	净利润	190	245	283	338	407
应付账款	265	279	316	365	419	少数股东损益	34	48	55	64	74
预收款项	36	49	63	79	98	归属母公司净利润	156	197	228	274	333
一年内到期的非流	1	21	21	21	21	EBITDA	415	499	489	560	654
非流动负债合计	52	36	-11	-32	-53	BPS (元)	0.31	0.39	0.45	0.54	0.66
长期借款	32	11	-11	-32	-53	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	730	871	4236	4183	4838	成长能力					
少数股东权益	372	430	485	549	623	营业收入增长	13.05%	6.38%	14.91%	15.65%	15.38%
实收资本(或股本)	504	504	504	504	504	营业利润增长	12.75%	24.14%	16.66%	18.84%	20.67%
资本公积	472	466	1344	1344	1344	归属于母公司净利润	15.48%	20.23%	15.48%	20.23%	21.79%
未分配利润	935	1037	807	530	193	获利能力					
归属母公司股东权	2202	2321	3313	3460	3640	毛利率(%)	23.60%	24.23%	24.14%	24.32%	24.77%
负债和所有者权	3304	3622	8035	8192	9100	净利率(%)	7.29%	8.84%	8.88%	9.16%	9.57%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.72%	5.44%	2.83%	3.34%	3.66%
	2013A	2014A	2015E	单位:百万元		ROE(%)	7.08%	8.50%	6.87%	7.91%	9.16%
				2016E	2017E						
经营活动现金流	271	300	-2886	-182	-177	偿债能力					
净利润	190	245	283	338	407	资产负债率(%)	22%	24%	53%	51%	
折旧摊销	176.35	206.73	0.00	139.18	139.18	流动比率	3.03	2.63	1.61	1.69	1.67
财务费用	-7	-13	-6	-2	4	速动比率	2.48	2.13	0.90	0.87	0.86
应收账款减少	0	0	-59	-72	-81	营运能力					
预收帐款增加	0	0	14	16	19	总资产周转率	0.80	0.80	0.55	0.45	0.49
投资活动现金流	-177	-412	282	43	42	应收账款周转率	7	7	7	7	7
公允价值变动收益	2	-1	0	-1	0	应付账款周转率	10.09	10.20	10.70	10.81	10.85
长期股权投资减少	0	0	57	0	0	每股指标(元)					
投资收益	17	51	45	47	46	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.39	0.45	0.54	0.66
筹资活动现金流	-119	-121	4107	-249	418	每股净现金流(最新	-0.05	-0.46	2.98	-0.77	0.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.37	4.60	6.57	6.87	7.22
长期借款增加	0	0	-21	-21	-21	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	48.01	37.96	32.87	27.34	22.45
资本公积增加	0	-6	878	0	0	P/B	3.40	3.23	2.26	2.16	2.06
现金净增加额	-25	-233	1503	-388	283	EV/EBITDA	16.14	13.82	17.86	16.05	14.20

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘阳

理学硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾就职于国际著名医药研发机构，2011 年至今专注于医药行业研究。

联系人简介

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。