

2016年07月15日

证券研究报告·动态跟踪报告

金陵药业（000919）医药生物

买入（上调）

当前价：15.01元

目标价：——元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

医疗服务价格改革赋予公司更广发展空间

投资要点

- **事件：**近日，国家发改委会同国家卫生计生委、人力资源社会保障部、财政部发出《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》。
- **医疗服务价格改革利好民营医疗机构，公司将迎来更广阔发展空间。**1) 本次价格改革影响最大的主要是非营利机构提供的基本医疗服务（其它类型服务已市场化），公司目前的医疗服务业务主要为基本医疗服务，采用的价格体系与公立医院保持一致，亦将享受价格放开红利；2) 医疗服务价格改革的目的是优化医疗资源配置，未来行业竞争环境将更为市场化，民营医院的服务质量与运营能力将是竞争重点，公司在医院管理上拥有丰富经验，核心竞争力有望进一步突出；3) 本次改革对医疗服务价格实行分层管理，我们认为目的之一在于调整医疗服务供给格局，未来公立医院定位将着力于基层医疗需求，以特需医疗服务为代表的高附加值服务将由民营医疗机构承接，公司作为社会办医参与者，将享有更为广阔的发展空间。
- **“宿迁模式”复制效果初显，医疗服务领域高速增长可期。**公司目前已在仪征医院和安庆医院进行“宿迁模式”复制。根据宿迁医院发展路径，我们认为三家医院增长动力充足：1) 宿迁医院已步入稳定增长期，收入增速稳定在10%左右，目前床位利用率保持在100%以上，未来的增长点将是床位扩建与周转率提升；2) 仪征医院目前已基本整合完毕，目前净利率仍处于相对低的5%，对比宿迁医院来看仍有较大提升空间；3) 安庆医院为2014年并表，目前还处于整合期，预计未来将逐步释放业绩；4) 医疗服务为公司战略重点，未来或将继续深入公立医院改革，或存在外延预期。
- **药品业务承压已久，或将迎来企稳。**核心品种脉络宁注射液在招标降价和中药注射液安全性双重压力下销售额已连续6年持续下降，销量和售价已经基本处于底部，预计2017年或将迎来企稳。进入新一轮招标以来，公司针对核心产品启动了价格维护策略，我们认为在价格联动的招标模式下，做好价格维护、保持利润空间或是保持公司药品板块持久生命力的有效手段。
- **盈利预测与投资建议。**预计2016-2018年EPS分别为0.43元、0.53元、0.68元，对应动态PE分别为34倍、28倍、22倍。虽然与之前报告相比盈利预测略有下调（主要产品承压），但相关政策利好增加公司未来业绩想象空间（医疗服务潜力大），公司旗下三家医院增长动力充足，预计后期仍将通过外延扩张加大医疗服务领域布局，医疗服务板块的业绩占比不断提升有望拉动整体估值水平的上行，且存国企改革预期，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**招标降价服务或超预期的风险；外延扩张或低于预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3221.38	3826.16	4319.88	4880.45
增长率	16.21%	18.77%	12.90%	12.98%
归属母公司净利润（百万元）	208.11	217.35	269.50	340.94
增长率	5.54%	4.44%	24.00%	26.51%
每股收益 EPS（元）	0.41	0.43	0.53	0.68
净资产收益率 ROE	8.96%	8.30%	9.60%	11.18%
PE	36	34	28	22
PB	2.55	2.42	2.25	2.07

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

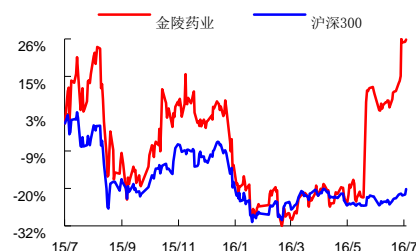
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：张肖星

电话：021-68415020

邮箱：zxixing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.04
流通A股(亿股)	5.03
52周内股价区间(元)	11.2-20.28
总市值(亿元)	75.65
总资产(亿元)	38.52
每股净资产(元)	4.94

相关研究

1. 金陵药业（000919）：“宿迁模式”有效复制，医疗服务高速增长（2015-08-25）

盈利预测关键假设：

（1）仪征、安庆医院放量带动医疗服务维持 20%左右高速增长。结构性调整带来医疗服务盈利能力上行。

（2）期间费用率保持稳定。

表 1：收入成本预测表

业绩分拆表（按业务）：	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
收入	3221.38	3826.17	4319.89	4880.46
YOY	16.21%	18.77%	12.90%	12.98%
成本	2513.78	3039.72	3390.28	3777.88
毛利率	21.97%	20.55%	21.52%	22.59%
医疗服务				
收入	699.95	874.94	1056.47	1266.01
YOY	29.79%	25.00%	20.75%	19.83%
成本	519.26	634.33	760.66	898.87
毛利率	25.81%	27.50%	28.00%	29.00%
药品				
收入	2328.17	2738.64	3029.58	3357.21
YOY	15.69%	17.63%	10.62%	10.81%
成本	1849.34	2245.69	2453.96	2685.77
毛利率	20.57%	18.00%	19.00%	20.00%
其它				
收入	193.26	212.59	233.84	257.23
成本	145.18	159.70	175.67	193.23

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3221.38	3826.16	4319.88	4880.45	净利润	262.00	255.70	317.06	401.11
营业成本	2513.78	3039.71	3390.28	3777.87	折旧与摊销	102.70	86.67	93.30	99.62
营业税金及附加	14.01	16.64	18.79	21.23	财务费用	-0.48	2.71	0.38	0.36
销售费用	131.52	122.44	138.24	156.17	资产减值损失	7.76	-10.00	0.00	0.00
管理费用	313.97	353.92	399.59	451.44	经营营运资本变动	-189.93	-181.83	-111.79	-142.97
财务费用	-0.48	2.71	0.38	0.36	其他	30.41	-6.73	-21.36	-25.76
资产减值损失	7.76	-10.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	212.45	146.52	277.60	332.36
投资收益	79.02	15.13	18.91	23.63	资本支出	-16.41	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	2.17	2.17	2.17	2.17	其他	-91.26	20.29	21.08	25.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-107.67	-109.71	-108.92	-104.20
营业利润	322.01	318.03	393.69	499.18	短期借款	-26.00	-84.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.16	2.93	3.82	4.08	长期借款	-0.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	329.17	320.96	397.51	503.26	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	67.17	65.26	80.45	102.15	支付股利	-85.68	-90.43	-94.44	-117.10
净利润	262.00	255.70	317.06	401.11	其他	-30.97	-12.87	-0.38	-0.36
少数股东损益	53.90	38.36	47.56	60.17	筹资活动现金流净额	-143.53	-187.30	-94.82	-117.46
归属母公司股东净利润	208.11	217.35	269.50	340.94	现金流量净额	-38.74	-150.49	73.86	110.70
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	698.18	547.69	621.55	732.25	成长能力				
应收和预付款项	821.09	966.18	1092.78	1234.35	销售收入增长率	16.21%	18.77%	12.90%	12.98%
存货	413.93	499.97	557.98	621.76	营业利润增长率	5.52%	-1.24%	23.79%	26.79%
其他流动资产	481.40	543.96	597.48	658.25	净利润增长率	6.87%	-2.41%	24.00%	26.51%
长期股权投资	45.36	45.36	45.36	45.36	EBITDA 增长率	12.71%	-3.96%	19.63%	22.94%
投资性房地产	17.21	17.21	17.21	17.21	获利能力				
固定资产和在建工程	1051.08	1098.74	1139.77	1174.48	毛利率	21.97%	20.55%	21.52%	22.59%
无形资产和开发支出	225.70	221.85	218.00	214.15	三费率	13.81%	12.52%	12.46%	12.46%
其他非流动资产	96.31	95.83	95.34	94.86	净利率	8.13%	6.68%	7.34%	8.22%
资产总计	3850.26	4036.80	4385.48	4792.68	ROE	8.96%	8.30%	9.60%	11.18%
短期借款	84.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.80%	6.33%	7.23%	8.37%
应付和预收款项	674.39	761.17	868.14	970.22	ROIC	11.42%	10.22%	11.46%	13.46%
长期借款	10.03	10.03	10.03	10.03	EBITDA/销售收入	13.17%	10.65%	11.28%	12.28%
其他负债	157.32	184.42	203.51	224.62	营运能力				
负债合计	925.73	955.62	1081.68	1204.87	总资产周转率	0.86	0.97	1.03	1.06
股本	504.00	504.00	504.00	504.00	固定资产周转率	3.21	3.76	4.03	4.38
资本公积	466.27	466.27	466.27	466.27	应收账款周转率	7.34	7.38	7.26	7.24
留存收益	1465.24	1592.16	1767.22	1991.06	存货周转率	6.09	6.65	6.40	6.40
归属母公司股东权益	2444.12	2562.42	2737.49	2961.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.66%	—	—	—
少数股东权益	480.40	518.76	566.32	626.49	资本结构				
股东权益合计	2924.53	3081.18	3303.81	3587.81	资产负债率	24.04%	23.67%	24.66%	25.14%
负债和股东权益合计	3850.26	4036.80	4385.48	4792.68	带息债务/总负债	10.16%	1.05%	0.93%	0.83%
					流动比率	2.69	2.76	2.73	2.76
					速动比率	2.23	2.22	2.20	2.23
					股利支付率	41.17%	41.61%	35.04%	34.35%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.43	0.53	0.68
					每股净资产	5.80	6.11	6.56	7.12
					每股经营现金	0.42	0.29	0.55	0.66
					每股股利	0.17	0.18	0.19	0.23
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	424.23	407.41	487.37	599.16					
PE	35.77	34.25	27.62	21.83					
PB	2.55	2.42	2.25	2.07					
PS	2.31	1.95	1.72	1.53					
EV/EBITDA	15.48	16.28	13.46	10.76					
股息率	1.15%	1.21%	1.27%	1.57%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn