

“金陵+鼓楼”模式稳固，医疗服务持续发展

公司简报

◆事件：今天，我们调研了金陵药业，就公司战略及经营情况与公司高管进行了深入交流。

◆公司战略布局医疗服务，计划与鼓楼形成医院管理公司

公司未来将战略布局医疗服务领域，通过发展医疗服务来推动公司高增长，公司的目标医院是对民营资本有较大诉求的医院。为了推动外延式扩张的进展，公司计划与鼓楼医院筹办医院管理合资公司，合作形式预计是公司控股，鼓楼医院参股，我们看好这一合作模式，这将使公司与鼓楼医院绑定，形成更稳固可靠的模式，实现双赢。于公司而言，公司未来可以基于此平台形成固定成熟的外延扩张模式，并且在此平台上培养医生队伍。于鼓楼而言，一方面与金陵的合作将继续提升鼓楼在江苏安徽的影响力，一方面鼓楼集团也可以通过参股获取一定的投资收益。

◆安庆医院收购稳步推进

安庆的收购工作还在稳步推进中，我们预计年底收购落定，公司收购安庆医院后可能仍然是“金陵+鼓楼”合作医疗模式，安庆医院前身是中石化安庆石化总厂职工医院，与仪征医院背景类似（前身是中石化仪征化纤公司职工医院），我们预计安庆医院将完全复制仪征的模式。安庆医院占地50亩，暂无扩建计划，未来将主要通过提高床位利用率，提高管理效率，增设特色科室来寻求增长。安庆医院目前收入规模约2亿，利润1000多万，我们预计安庆医院运营成熟后收入和利润规模至少翻倍。

◆集团资产注入可期

大股东承诺持有集团资产中山制药、白敬宇制药和艾德凯腾股权如果实现盈利将优先置入金陵药业，艾德凯研究院是南京医药产业集团的研发机构，拥有生物医药研发与研发外包、生物试剂与医学诊断及专业孵化服务三大业务，目前尚无产业化产品，处于亏损状态。白敬宇生产原料药及制剂，利润约2000万（约7-800万为房租收入），但股权结构分散，若实现收购需要进行一定的整合。中山制药以中药制剂为主，因厂房搬迁等因素略微亏损。鉴于大股东承诺的公司优先收购权，我们认为以上三个集团资产，收购的决定权在金陵药业，资产注入可期。

◆盈利预测与估值：公司计划将旗下合肥药厂剥离，因未落定，暂不考虑对盈利影响。我们预测公司14-16年EPS分别0.42、0.53和0.60元，分别按照制药和医疗服务定价，给予制药15年22倍PE，医疗服务15年60倍PE，合计总市值95亿，对应股本5.04亿股，目标价为18.80元，“买入”评级。

◆风险提示：脉络宁降价风险

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,305	2,606	2,837	3,139	3,472
营业收入增长率	2.12%	13.05%	8.89%	10.63%	10.60%
净利润(百万元)	144	156	214	266	305
净利润增长率	-13.10%	8.59%	37.21%	24.31%	14.57%
EPS(元)	0.28	0.31	0.42	0.53	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.76%	7.08%	9.16%	10.66%	11.42%
P/F	5.3	4.9	3.6	2.9	2.5

买入(维持)

当前价/目标价：15.42/18.80元

目标期限：6个月

分析师

江维娜 (执业证书编号：S0930513060003)
021-22169102
jiangwn@ebsecn.com

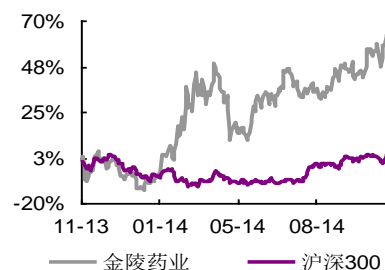
联系人

孙媛媛
021-22169123
sunny@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：5.04
总市值(亿元)：77.72
一年最低/最高(元)：8.27/16.30
近3月换手率：112.26%

股价表现(一年)



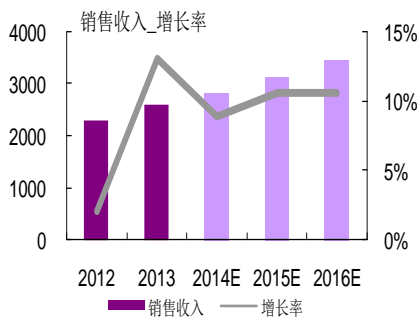
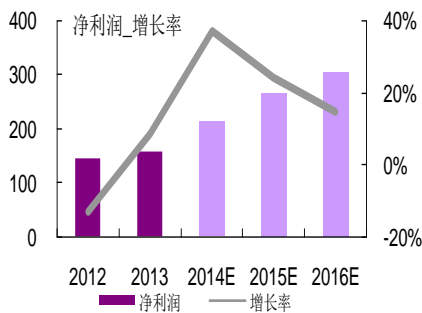
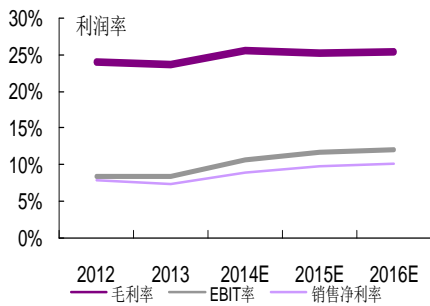
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.99	11.84	56.42
绝对	9.53	19.73	61.80

相关研报

被低估的医疗服务领航者

.....2014-10-28

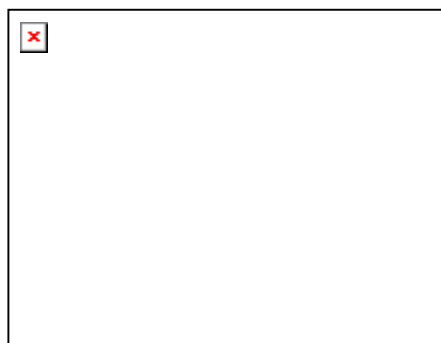


利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,305	2,606	2,837	3,139	3,472
营业成本	1,753	1,991	2,111	2,345	2,588
折旧和摊销	68	80	96	100	103
营业税费	11	11	12	12	13
销售费用	127	130	133	132	139
管理费用	221	250	272	283	312
财务费用	-4	-7	-7	-12	-16
公允价值变动损益	31	2	3	3	3
投资收益	-10	17	0	0	0
营业利润	218	246	313	384	437
利润总额	224	242	317	387	440
少数股东损益	36	34	40	44	48
归属母公司净利润	143.56	155.89	213.90	265.91	304.67

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	3,199	3,304	3,418	3,676	3,933
流动资产	2,006	2,057	2,192	2,488	2,798
货币资金	976	945	933	1,165	1,366
交易型金融资产	30	88	50	50	50
应收帐款	338	363	380	439	478
应收票据	201	238	316	304	347
其他应收款	14	10	12	15	15
存货	378	372	445	481	521
可供出售投资	4	3	3	3	3
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	72	81	81	81	81
固定资产	697	913	900	871	826
无形资产	104	101	96	91	87
总负债	733	730	670	727	762
无息负债	615	568	638	694	730
有息负债	118	162	32	32	32
股东权益	2,466	2,574	2,747	2,950	3,171
股本	504	504	504	504	504
公积金	754	763	763	763	763
未分配利润	864	935	1,068	1,227	1,400
少数股东权益	343	372	412	456	504

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	232	271	229	385	364
净利润	144	156	214	266	305
折旧摊销	68	80	96	100	103
净营运资金增加	-138	145	173	83	157
其他	159	-110	-254	-65	-201
投资活动产生现金流	-99	-177	-37	-57	-47
净资本支出	-185	-143	-80	-60	-50
长期投资变化	72	81	0	0	0
其他资产变化	14	-114	43	3	3
融资活动现金流	-97	-119	-203	-96	-115
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2	44	-129	0	0
无息负债变化	98	-47	70	56	35
净现金流	36	-25	-12	232	201

资料来源：光大证券、上市公司



关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.12%	13.05%	8.89%	10.63%	10.60%
净利润增长率	-13.10%	8.59%	37.21%	24.31%	14.57%
EBITDA/EBITDA 增长率	-21.16%	14.65%	33.56%	17.23%	11.23%
EBIT/EBIT 增长率	-28.41%	13.72%	38.24%	21.31%	13.38%
估值指标					
PE	53	49	36	29	25
PB	4	3	3	3	3
EV/EBITDA	30	27	20	17	15
EV/EBIT	41	37	27	22	19
EV/NOPLAT	51	47	33	27	24
EV/Sales	3	3	3	3	2
EV/IC	4	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	23.94%	23.60%	25.60%	25.29%	25.46%
EBITDA 率	11.33%	11.49%	14.10%	14.94%	15.02%
EBIT 率	8.39%	8.44%	10.72%	11.75%	12.05%
税前净利润率	9.71%	9.30%	11.16%	12.33%	12.68%
税后净利润率 (归属母公司)	6.23%	5.98%	7.54%	8.47%	8.78%
ROA	5.60%	5.75%	7.42%	8.43%	8.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.76%	7.08%	9.16%	10.66%	11.42%
经营性 ROIC	7.47%	7.61%	10.05%	11.97%	13.02%
偿债能力					
流动比率	2.87	3.03	3.54	3.69	3.94
速动比率	2.33	2.48	2.82	2.97	3.21
归属母公司权益/有息债务	18.04	13.61	72.28	77.18	82.54
有形资产/有息债务	25.78	19.42	100.90	109.05	117.13
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.28	0.31	0.42	0.53	0.60
每股红利	0.15	0.16	0.21	0.26	0.30
每股经营现金流	0.46	0.54	0.45	0.76	0.72
每股自由现金流(FCFF)	0.33	-0.07	0.18	0.50	0.46
每股净资产	4.21	4.37	4.63	4.95	5.29
每股销售收入	4.57	5.17	5.63	6.23	6.89

资料来源：光大证券、上市公司

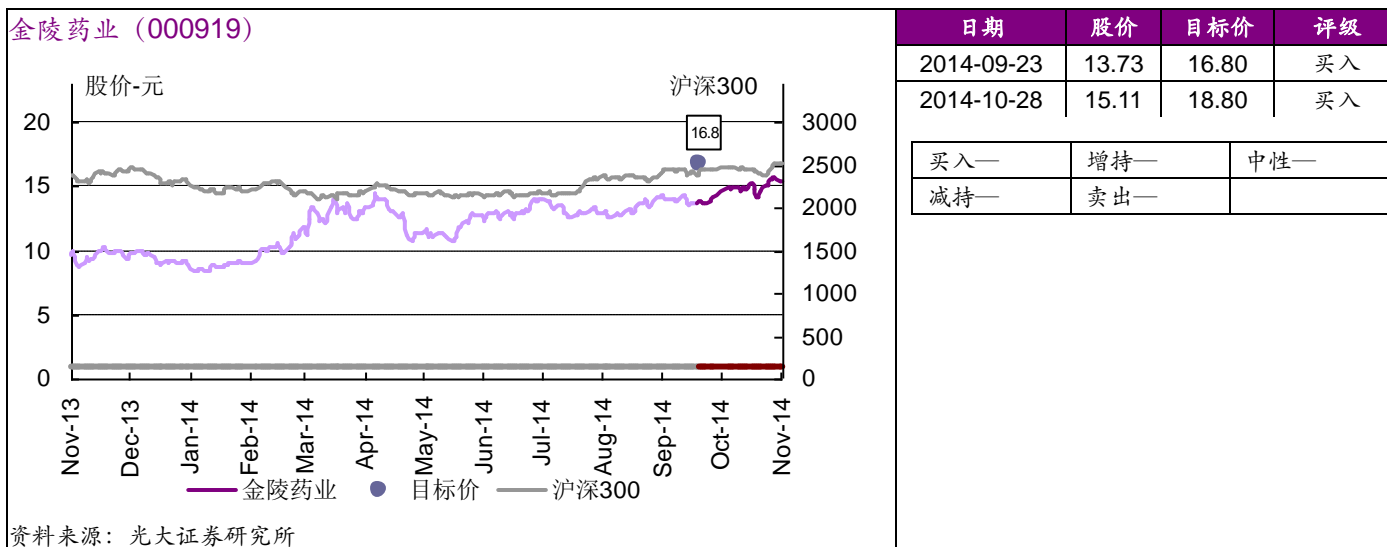
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

江维娜，上海交大医学院临床医疗（法语班）普外科硕士，光大研究所医药行业研究员，此前历任海通、东方证券医药行业研究员。主要覆盖公司：天士力、康美药业、科伦药业、海正药业、恩华药业、科华生物、和佳股份等

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebscn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebscn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebscn.com
深圳	黄晓华	0755-83553249	-	huanglh@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebscn.com
	机构客户业务部	姓名	办公电话	手机
上海	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebscn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebscn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebscn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	威德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com

