

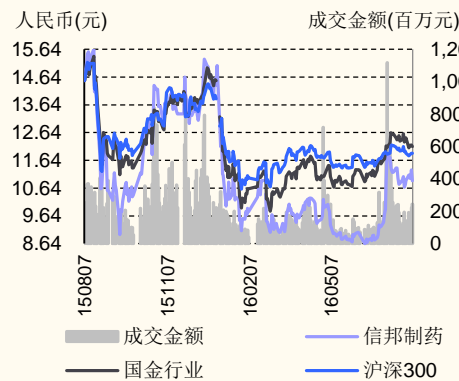
市场价格(人民币): 10.90元

## 总经理任职董事长，设立医疗投资管理公司

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	730.19
总市值(百万元)	18,583.36
年内股价最高最低(元)	15.64/8.64
沪深300指数	3205.11
深证成指	10342.28



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.289	0.118	0.183	0.260	0.300
每股净资产(元)	4.79	2.03	2.22	2.48	2.82
每股经营性现金流(元)	-0.40	0.17	0.11	0.20	0.24
市盈率(倍)	69.90	122.07	51.88	36.51	31.69
行业优化市盈率(倍)	43.45	67.16	52.62	52.62	52.62
净利润增长率(%)	259.79%	20.45%	79.03%	42.09%	15.22%
净资产收益率(%)	6.04%	6.86%	11.23%	14.32%	14.46%
总股本(百万股)	500.45	1,483.34	1,704.90	1,704.90	1,704.90

来源：公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 公司原董事长张观福先生申请辞去公司董事、董事长、董事会战略委员会相应职务，辞职后将不再担任公司任何职务，仍为公司控股股东、实际控制人。董事会同意选举公司原总经理安怀略先生任公司第六届董事会董事长，同时聘任公司原常务副总经理孔令忠女士为公司总经理。
- 公司出资 2,000 万人民币成立全资子公司贵州信邦医疗投资管理有限公司从事医疗服务行业投资管理，本次投资的资金为公司自有资金。

### 点评

- 1. 公司管理层人事更替，安怀略先生掌舵公司发展：公司在 2014 年开始进行重大资产重组，并购科开医药，科开医药旗下拥有医疗服务和医药商业两块资产，安怀略先生时任科开医药总经理。重组完成后，公司由原来的中药生产销售公司向医疗服务、医药商业公司转变。
- 安怀略先生，1963 年出生，贵州医科大学医学学士，曾任贵州医科大学附属医院急诊科主任，贵州科开医药有限公司总经理，兼任公司旗下多家医院的董事。
- 孔令忠女士，北京师范大学哲学学士，工商管理硕士。现任公司总经理、董事，兼任公司旗下多家子公司的董事长、董事、监事等职务。
- 重组完成后，公司将医疗服务定位战略发展重点，依托合作医院贵医附院、贵医附二院，并确立以贵州省肿瘤医院、白云医院为核心，辐射旗下其他医院。在安总等公司核心管理层的带领下，公司已发展为国内为数不多的成规模、成体系的民营医院集团上市公司。安怀略先生出任公司董事长，将继续带领科开医药、信邦制药完成医疗、医药全产业链布局。(图 1、图 2)
- 2. 成立医疗投资管理公司，加速医疗产业投资布局：出资 2,000 万人民币成立医疗投资管理公司，公司将进一步加强在医疗服务方面的投资布局。当前无论是政策环境，还是医疗服务供给端本身，具备医疗服务资源的上市公司都将迎来前所未有的发展机遇。未来公司将以医院为终端依托，同时提升商业供应链的能力，加速推进医疗服务产业布局。
- 3. 张观福先生此前减持、此次辞去董事长职务，当前安怀略先生担任董事长职务，公司股权结构改善、管理层利益一致，有利于公司长足发展；公司单床收入、利润率仍有提升空间，且医疗服务业务本身可拓展空间广阔，看好

### 相关报告

1. 《业绩稳定增长，看好医疗服务领域发展潜力-信邦制药公司点评》，2016.4.26
2. 《与遵义政府签订合作协议，加码医药流通产业-信邦制药公司点评》，2016.2.24
3. 《民营医院集团龙头，布局医药医疗全产业链-信邦制药公司研究》，2015.12.2

孙笑悦 联系人  
(8621)60230233  
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

公司未来随规模效应释放提升盈利能力；科开医药同时是贵州省内最大的医药商业企业，其下游直接对接医院，有望成为两票制改革中直接受益的上市公司标的。

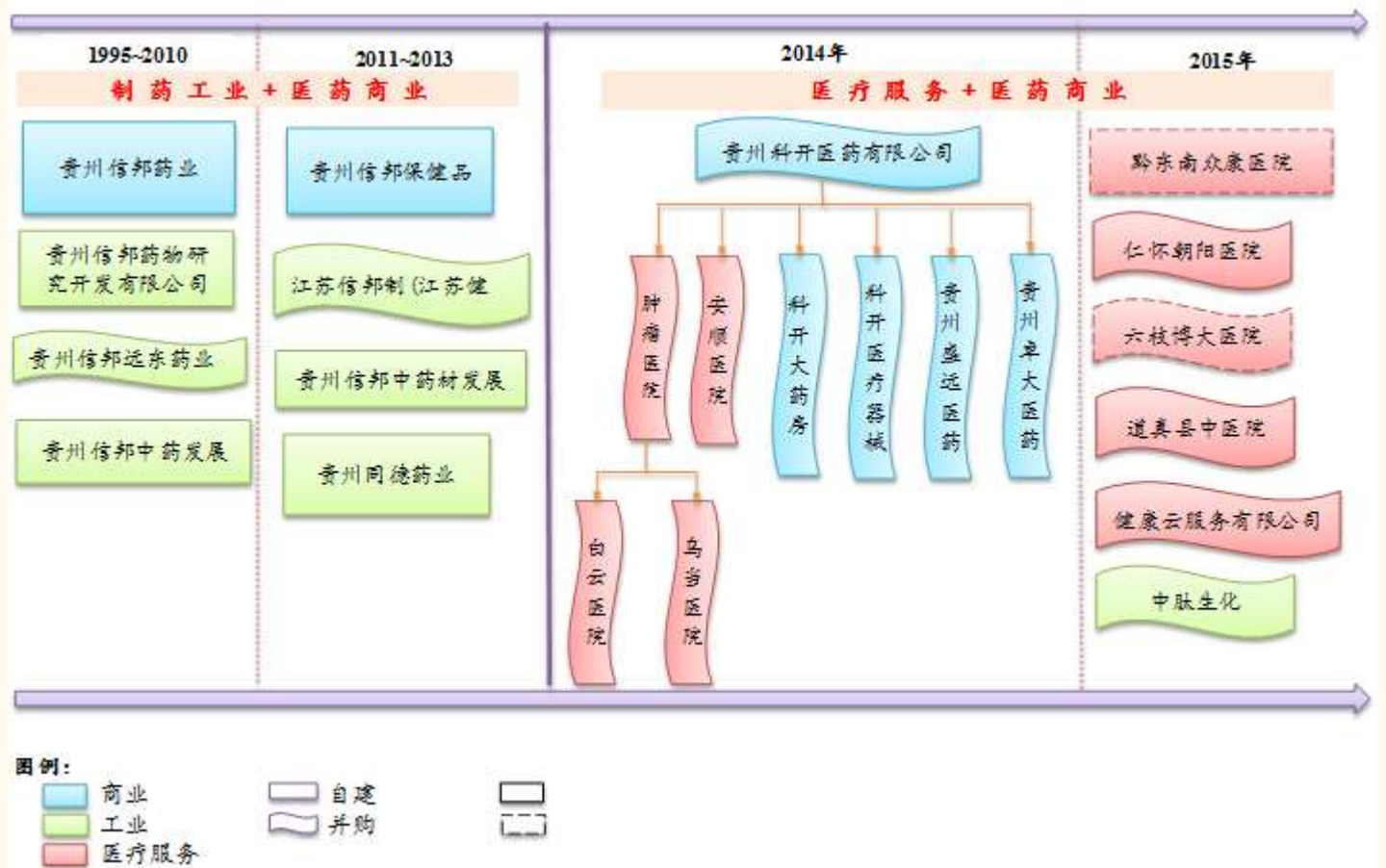
### 盈利预测

- 预计公司 16~18 年实现净利润 3.12 亿、4.44 亿、5.11 亿，对应 EPS 分别为 0.18、0.26、0.3 元。我们看好新任管理层对公司未来的布局规划，继续看好公司在医疗服务方面的布局和围绕医院做产业链上下游的延伸。维持“买入”评级。

### 投资建议

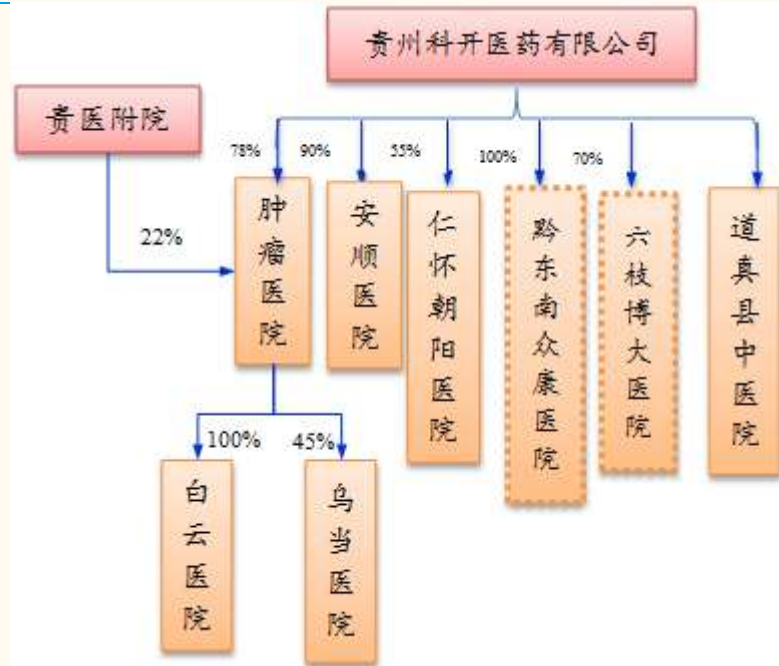
- 运营风险；扩张风险。

图表 1：重组带来公司业务版图扩张



来源：国金证券研究所

图表 2：科开医药旗下医院一览



来源：国金证券研究所

**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>569</b>	<b>2,476</b>	<b>4,180</b>	<b>5,476</b>	<b>6,515</b>	<b>7,702</b>
增长率		334.8%	68.8%	31.0%	19.0%	18.2%
主营业务成本	-214	-1,838	-3,319	-4,323	-5,076	-6,019
<b>% 销售收入</b>	<b>37.6%</b>	<b>74.2%</b>	<b>79.4%</b>	<b>78.9%</b>	<b>77.9%</b>	<b>78.1%</b>
毛利	356	638	861	1,153	1,438	1,684
<b>% 销售收入</b>	<b>62.4%</b>	<b>25.8%</b>	<b>20.6%</b>	<b>21.1%</b>	<b>22.1%</b>	<b>21.9%</b>
营业税金及附加	-7	-12	-22	-28	-34	-40
<b>% 销售收入</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>
营业费用	-249	-272	-308	-383	-456	-539
<b>% 销售收入</b>	<b>43.6%</b>	<b>11.0%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>
管理费用	-53	-113	-226	-230	-274	-323
<b>% 销售收入</b>	<b>9.2%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>
息税前利润 (EBIT)	48	241	306	511	675	781
<b>% 销售收入</b>	<b>8.4%</b>	<b>9.7%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.1%</b>
财务费用	-11	-65	-110	-119	-105	-120
<b>% 销售收入</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>
资产减值损失	-1	-6	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	6	3	3	3	3
<b>% 税前利润</b>	<b>4.6%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>
营业利润	37	175	184	395	573	664
<b>营业利润率</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>4.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.6%</b>
营业外收支	10	24	44	20	20	20
税前利润	<b>48</b>	<b>199</b>	<b>228</b>	<b>415</b>	<b>593</b>	<b>684</b>
<b>利润率</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>7.6%</b>	<b>9.1%</b>	<b>8.9%</b>
所得税	-8	-45	-60	-109	-155	-179
<b>所得税率</b>	<b>17.0%</b>	<b>22.7%</b>	<b>26.2%</b>	<b>26.2%</b>	<b>26.2%</b>	<b>26.2%</b>
净利润	40	154	168	306	438	505
少数股东损益	-1	9	-6	-6	-6	-6
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>40</b>	<b>145</b>	<b>174</b>	<b>312</b>	<b>444</b>	<b>511</b>
<b>净利率</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.2%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.6%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	40	154	168	306	438	505
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	62	147	133	151	170
非经营收益	16	67	116	116	87	104
营运资金变动	-98	-482	-214	-422	-421	-480
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-21</b>	<b>-199</b>	<b>217</b>	<b>133</b>	<b>256</b>	<b>298</b>
资本开支	-45	-267	-492	476	-234	-235
投资	-94	-42	37	-1	0	0
其他	2	-64	4	3	3	3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-137</b>	<b>-373</b>	<b>-452</b>	<b>478</b>	<b>-231</b>	<b>-232</b>
股权募资	2	310	33	0	-50	0
债权募资	87	722	325	-887	311	186
其他	-36	-105	-186	-128	-185	-201
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>53</b>	<b>927</b>	<b>172</b>	<b>-1,015</b>	<b>76</b>	<b>-16</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-106</b>	<b>355</b>	<b>-63</b>	<b>-403</b>	<b>100</b>	<b>50</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	254	659	603	200	300	350
应收款项	310	1,595	2,048	2,414	2,871	3,395
存货	327	545	615	755	887	1,051
其他流动资产	164	526	561	654	767	909
流动资产	1,054	3,324	3,827	4,023	4,826	5,706
<b>% 总资产</b>	<b>70.9%</b>	<b>63.6%</b>	<b>58.8%</b>	<b>66.0%</b>	<b>68.9%</b>	<b>71.6%</b>
长期投资	26	10	30	31	30	30
固定资产	335	866	1,755	1,874	1,974	2,056
<b>% 总资产</b>	<b>22.5%</b>	<b>16.6%</b>	<b>27.0%</b>	<b>30.7%</b>	<b>28.2%</b>	<b>25.8%</b>
无形资产	69	797	844	169	173	176
非流动资产	432	1,899	2,677	2,076	2,179	2,264
<b>% 总资产</b>	<b>29.1%</b>	<b>36.4%</b>	<b>41.2%</b>	<b>34.0%</b>	<b>31.1%</b>	<b>28.4%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,487</b>	<b>5,223</b>	<b>6,505</b>	<b>6,099</b>	<b>7,004</b>	<b>7,970</b>
短期借款	322	1,807	2,341	1,501	1,812	1,998
应付款项	99	876	1,375	1,532	1,801	2,135
其他流动负债	6	25	56	149	163	179
流动负债	427	2,709	3,772	3,183	3,775	4,311
长期贷款	0	0	17	17	17	17
其他长期负债	24	57	47	0	0	0
<b>负债</b>	<b>451</b>	<b>2,765</b>	<b>3,836</b>	<b>3,199</b>	<b>3,792</b>	<b>4,327</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,035</b>	<b>2,397</b>	<b>2,542</b>	<b>2,779</b>	<b>3,097</b>	<b>3,533</b>
少数股东权益	1	61	127	121	115	109
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,487</b>	<b>5,223</b>	<b>6,505</b>	<b>6,099</b>	<b>7,004</b>	<b>7,970</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2017E	2018E
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.232	0.289	0.118	0.183	0.260
每股净资产	5.961	4.789	2.032	2.221	2.476
每股经营现金净流	-0.123	-0.397	0.174	0.106	0.204
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.060	0.060
<b>回报率</b>					
净资产收益率	3.89%	6.04%	6.86%	11.23%	14.32%
总资产收益率	2.71%	2.77%	2.68%	5.12%	6.33%
投入资本收益率	2.92%	4.37%	4.49%	8.54%	9.88%
<b>增长率</b>					
主营业务收入增长率	27.24%	334.81%	68.80%	31.02%	18.96%
EBIT增长率	-0.75%	404.00%	26.91%	67.23%	32.04%
净利润增长率	-15.87%	259.79%	20.45%	79.03%	42.09%
总资产增长率	11.39%	251.35%	24.54%	-6.24%	14.84%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	108.4	91.8	110.4	110.4	110.4
存货周转天数	428.4	86.5	63.8	63.8	63.8
应付账款周转天数	87.4	65.1	86.5	86.5	86.5
固定资产周转天数	182.6	106.4	119.1	95.5	83.1
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	6.51%	46.72%	65.73%	45.44%	47.58%
EBIT利息保障倍数	4.2	3.7	2.8	4.3	6.4
资产负债率	30.32%	52.94%	58.97%	52.45%	54.13%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-02	增持	12.97	15.00~15.00
2	2016-02-24	增持	10.92	N/A
3	2016-04-26	买入	9.50	12.00~12.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD