

三大业务协同发展, 重点战略布局医疗服务

——信邦制药 (002390) 调研简报

2016年08月29日

推荐/维持

信邦制药

调研简报

报告摘要:

事件: 近日, 我们调研了信邦制药, 并参观了公司旗下的白云医院与肿瘤医院。

观点:

1. 打造医疗服务龙头, 发展战略清晰: 公司旗下医院目前共计床位约 4000

张, 医疗服务板块上半年营收 5.79 亿元, 同比增长 90.24%。贵州省肿瘤

医院三期预计于 2017 年投入使用。白云医院二期工程预计今年内投入, 目

标打造 3500 张床位的全省最大综合医院。公司计划在省内布局不同层次的

综合医院和专科医院, 在未来达到 3 万张床位规模。8 月 18 日, 信邦集团

医院管理委员会与贵州信邦医疗投资管理有限公司分别成立。预计到 2018

年, 约 6000 张床全部投入使用, 18-19 年服务板块业绩可期。

2. 两票制改革为契机, 流通业务强势发展: 2016 上半年公司旗下 12 家流通公司共计营收 14.85 亿元, 总收入占比 60%, 同比增长 25%。公司未来计划继续整合, 保持在流通行业领先水平。

3. 原制药板块稳步发展, 产业基金助力中肽生化创新: 2016 上半年, 医药板块营收 3.98 亿(+37.45%), 毛利率 63.89%(+4.74%)。原有中药业务营收 3.19 亿, 在政策冲击下依旧保持稳定增长。中肽生化定位仿制药的首仿、多肽药物制剂和诊断试剂的生产。上半年营业收入 10904.64 万元, 净利润 4226.48 万元。未来将以“信邦医疗产业并购基金”模式进行创新研发。

盈利预测: 公司为贵州地区医疗服务龙头企业, 线下医院战略布局, 将分级诊疗式覆盖全省, 线上互联网医疗平台大力发展, 医药流通与制药业务协同发展, 保持高速增长。我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 3.02 亿元、4.15 亿元、5.01 亿元, EPS 分别为 0.18 元、0.24 元、0.29 元, 对应 PE 分别为 60X、44X、36X。维持“推荐”评级。

风险提示: 扩张整合不达预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,476.18	4,179.76	5,406.75	7,046.36	9,239.56

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

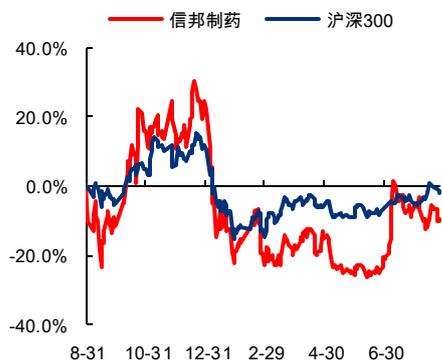
孙谊

sunyi@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	10.51-11.4
总市值 (亿元)	179.18
流通市值 (亿元)	77.06
总股本/流通 A 股 (万股)	170490/73317
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.47

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

1、《信邦制药: 业绩高速增长, 持续看好医疗服务龙头》2016-08-19

增长率 (%)	334.81%	68.80%	29.36%	30.33%	31.13%
净利润 (百万元)	153.86	168.41	301.97	415.41	501.27
增长率 (%)	287.79%	9.46%	79.31%	37.57%	20.67%
净资产收益率 (%)	6.04%	6.86%	9.51%	12.07%	13.36%
每股收益(元)	0.32	0.14	0.18	0.24	0.29
PB	2.19	5.17	5.64	5.23	4.81

资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 打造医疗服务龙头，发展战略清晰.....	3
2. 两票制改革为契机，流通业务强势发展.....	5
3. 原制药板块稳步发展，产业基金助力中肽生化创新.....	5
4. 盈利预测.....	6
5. 风险提示.....	6
附图表.....	6

插图目录

图 1：贵州省肿瘤医院与贵州省肿瘤医院三期效果图.....	3
图 2：贵州医科大学附属白云医院.....	4
图 3：“贵医云”APP.....	5
图 4：公司 2016 年上半年三大业务营业收入比例.....	6
图 5：公司 2014-2015 年三大业务营业收入.....	7
图 6：公司历年营业收入与净利润.....	7

表格目录

表 1：公司盈利预测表.....	8
------------------	---

近日，我们调研了信邦制药，并参观了公司旗下的白云医院与肿瘤医院。

1. 打造医疗服务龙头，发展战略清晰

历经十年时间，公司成功移植贵州医科大学的品牌，旗下省肿瘤医院、白云医院和乌当医院运营情况良好。目前公司旗下医院共计床位约 4000 张，医疗服务板块上半年收入共计 5.79 亿元，总收入占比 23%，同比增长 90.24%。

1) 肿瘤医院与白云医院为核心，引领医联体发展

贵州省肿瘤医院是贵州省内唯一的三甲肿瘤专科医院，已建立贵州省肿瘤疾病规范化治疗基地、贵州省肿瘤放疗质控中心，2016 上半年实现收入 3.33 亿元，净利润 1,535 万元。目前三期建设已经封顶，增加的床位将于 2017 年正式投入使用，2018 年开始利润可期。同时公司计划帮助省内县级医院设立肿瘤科，进一步布局贵州地区。

图 1:贵州省肿瘤医院与贵州省肿瘤医院三期效果图



资料来源：东兴证券研究所

贵州医科大学附属白云医院是公司旗下三级综合性医院，并致力于成为全省最大的三甲综合医院。目前二期工程装修和设备安装按计划进行，预计于今年内投入使用。与此同时，三期建设用地已经获批，规划目标为 3500 张床左右，将重点建设妇产科与儿科。三期将建设规培大楼与科研大楼，白云医院将与肿瘤医院共同作为公司医疗人才输送、培训、储备的基地，为实现公司医疗服务领域的蓝图提供保障。

图 2：贵州医科大学附属白云医院



资料来源：东兴证券研究所

2) 贵州省全县覆盖，实现医联体内分级诊疗

贵州医科大学附属乌当医院目前床位 500 张；仁怀新朝阳医院今年 3 月正式通过二级综合医院评审；黔东南众康医院将改名为黔东南肿瘤医院，近期开业；六枝博大医院主体工程已经封顶。未来公司将继续加大投入，在全省布局不同层次的综合医院和专科医院，在未来达到贵州省内 3 万张床位规模，全面展开医疗服务领域的蓝图。

3) 强化医院管理与投资，注重质量保障发展

医院管理与投资方面，8 月 18 日，信邦集团医院管理委员会与贵州信邦医疗投资管理有限公司分别成立。前者将充分发挥肿瘤医院和白云医院的的引领作用，统筹协调，规范医院管理（人力资源管理、大型设备与耗材管理等），稳步提升现有床位质量，后者专注为公司筛选优质的投资标的，为板块进一步扩张提供有力支持。预计到 2018 年，约 6000-6500 张床全部投入使用，18-19 年医疗服务板块会有充分的利润释放。

4) “贵医云”线上布局，互联网医疗连点成面

互联网线上布局方面，公司“贵医云”目前营运一年，线上医院、药房不断增加，已取得一定的客户群和社会效益。7 月，公司与遵医附院达成共建“遵医云医院”协议，整合遵医附院的医疗、渠道、品牌资源，将医疗服务延伸到家庭、药店、社区等。8 月，公司宣布在毕节地区开设乡村药店（药柜），信邦制药提供“贵医云”远程医学、药学平台软件服务。至此，互联网医疗布局已下三城，使患者享受安全、便利、优质服务的同时，也增强了公司的品牌形象，为公司医疗机构提供了分级诊疗、扩大医疗服务区域、引导病源的途径。预计近期在加速在乡镇医院终端落地方面公司将有重大战略性工作。

图 3：“贵医云”APP


资料来源：东兴证券研究所

2. 两票制改革为契机，流通业务强势发展

2016 上半年，公司医药流通营业收入 14.85 亿元，总收入占比 60%，同比增长 25%；目前公司旗下共有 12 家流通公司，在贵州省内积累了一定实力，一方面对于医疗终端强势覆盖，另一方面对于上游药厂具有较强的话语权，随着国家一系列国家政策的改革，尤其是两票制的改革，很多小型企业存在生存压力，公司则强者恒强。目前，公司更加努力贴近市场，适应服务型社会，在乡镇卫生医院的配送、药店配送这些短板上均有所加强。预计未来可能整合更多流通公司。今年，公司信用评级被评为 AA 级企业，使得公司可以进行公募发行债券，融资成本将进一步降低。

3. 原制药板块稳步发展，产业基金助力中肽生化创新

2016 上半年，尽管药品行业整体受到政策影响调整的冲击，公司医药制造板块营业收入 3.19 亿（去除中肽生化并表贡献），实现增速 10.23%，同比增加 4.86 个百分点。同时，公司也将进一步加强管理、寻求新策略、调整产品结构（例如体外诊断试剂类），克服困难，迎接挑战。

中肽生化定位仿制药的首仿、多肽药物制剂和诊断试剂的生产，以填补公司在生物制药方面的空白和自身研发能力不足的短板，同时提升公司的综合研发实力、产品附加值和盈利能力。2016 上半年，中肽生化实现营业收入 10904.64 万元，净利润 4226.48 万元。公司出资与宁波泽泓子悦投资管理有限公司共同发起设立“信邦医疗产业并购基金”，在不影响本公司利润水平的情况下，大力支持生物制药的创新研发。

4. 盈利预测

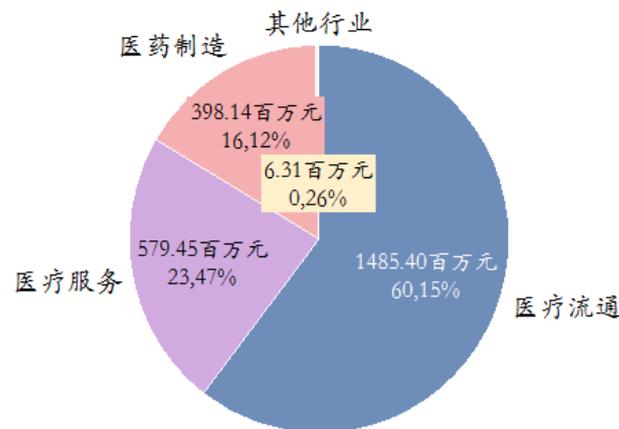
公司为贵州地区医疗服务龙头企业, 线下医院战略布局, 将分级诊疗式覆盖全省, 线上互联网医疗平台大力发展, 医药流通与制药业务协同发展, 保持高速增长。我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 3.02 亿元、4.15 亿元、5.01 亿元, EPS 分别为 0.18 元、0.24 元、0.29 元, 对应 PE 分别为 60X、44X、36X。维持“推荐”评级。

5. 风险提示

扩张整合不达预期。

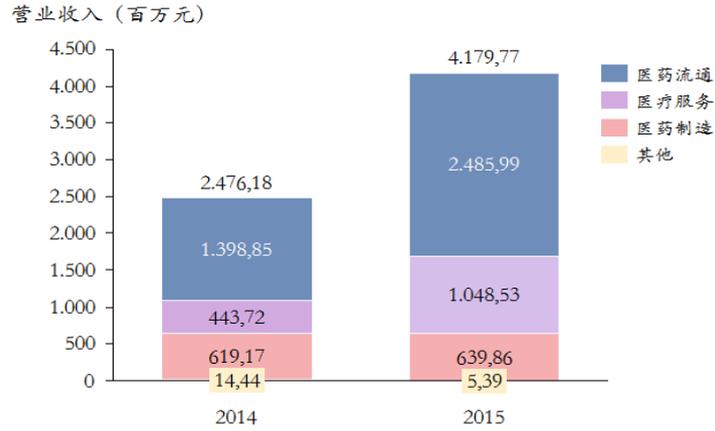
附图表

图 4: 公司 2016 年上半年三大业务营业收入比例



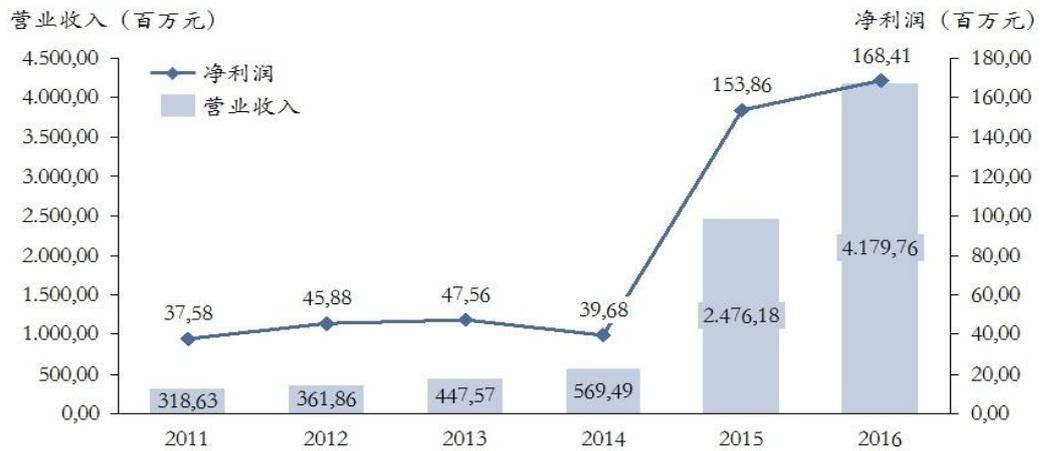
资料来源: 东兴证券研究所

图 5: 公司 2014-2015 年三大业务营业收入



资料来源: 东兴证券研究所

图 6: 公司历年营业收入与净利润



资料来源: 东兴证券研究所

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3324	3827	4813	5674	6925	营业收入	2476	4180	5407	7046	9240
货币资金	659	603	1081	1268	1478	营业成本	1838	3319	4325	5637	7392
应收账款	1058	1471	1481	1544	1772	营业税金及附加	12	22	27	35	46
其他应收款	405	432	559	729	955	营业费用	272	308	433	564	739
预付款项	426	500	597	724	890	管理费用	113	226	270	317	462
存货	545	615	794	1035	1357	财务费用	65	110	0	0	0
其他流动资产	100	61	62	63	66	资产减值损失	6.38	14.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1899	2677	4735	4675	4587	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.52	2.79	0.00	0.00	0.00
固定资产	722	1364	1753	1791	1763	营业利润	175	184	351	493	601
无形资产	144	166	258	232	209	营业外收入	25.34	49.68	29.95	29.95	29.95
其他非流动资产	216	36	36	36	36	营业外支出	1.36	5.90	3.92	3.92	3.92
资产总计	5223	6505	9548	10349	11512	利润总额	199	228	377	519	627
流动负债合计	2709	3772	6181	6731	7592	所得税	45	60	75	104	125
短期借款	1730	2341	4299	4366	4580	净利润	154	168	302	415	501
应付账款	591	982	1317	1716	2250	少数股东损益	9	-6	0	2	4
预收款项	48	44	44	44	44	归属母公司净利润	145	174	302	413	497
一年内到期的非流	77	0	0	0	0	EBITDA	290	421	533	698	813
非流动负债合计	57	64	63	63	63	BPS (元)	0.32	0.14	0.18	0.24	0.29
长期借款	0	17	17	17	17	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2765	3836	6244	6795	7655	成长能力					
少数股东权益	61	127	127	129	133	营业收入增长	334.81%	68.80%	29.36%	30.33%	31.13%
实收资本(或股本)	500	1251	1705	1705	1705	营业利润增长	366.96%	5.35%	90.57%	40.35%	21.76%
资本公积	1485	734	734	734	734	归属于母公司净利润	73.17%	36.91%	73.17%	36.91%	20.28%
未分配利润	367	507	597	721	870	获利能力					
归属母公司股东权益	2397	2542	3177	3425	3723	毛利率(%)	25.78%	20.60%	20.00%	20.00%	20.00%
负债和所有者权益	5223	6505	9548	10349	11512	净利率(%)	6.21%	4.03%	5.59%	5.90%	5.43%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2.77%	2.68%	3.16%	3.99%	4.32%
经营活动现金流	-199	217	427	430	319	偿债能力					
净利润	154	168	302	415	501	资产负债率(%)	53%	59%	65%	66%	66%
折旧摊销	50	127	182	205	212	流动比率	1.23	1.01	0.78	0.84	0.91
财务费用	65	110	0	0	0	速动比率	1.03	0.85	0.65	0.69	0.73
应收账款减少	0	-412	-11	-63	-228	营运能力					
预收帐款增加	0	-4	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.71	0.67	0.71	0.85
投资活动现金流	-373	-452	-2240	-145	-124	应收账款周转率	4	3	4	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.55	5.32	4.70	4.65	4.66
长期股权投资减少	0	-20	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	6	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.14	0.18	0.24	0.29
筹资活动现金流	927	172	2291	-98	15	每股净现金流(最新)	0.71	-0.05	0.28	0.11	0.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.79	2.03	1.86	2.01	2.18
长期借款增加	0	17	0	0	0	估值比率					
普通股增加	327	751	454	0	0	P/E	32.84	75.39	59.34	43.34	36.03
资本公积增加	905	-751	0	0	0	P/B	2.19	5.17	5.64	5.23	4.81
现金净增加额	355	-63	478	187	210	EV/EBITDA	22.09	35.40	39.65	30.11	25.88

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

孙谊

北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士。曾就职于强生（上海）医疗器材有限公司。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

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。