

贵州区域性医疗服务龙头，新任董事长推进公司三大业务协同整合式增长

公司简报

◆2016 三季度报回顾和分析：

公司今日公告了 2016 年三季度报，1-9 月份实现收入、净利润、扣非净利润分别为 37.3 亿、2.0 亿、1.6 亿，同比分别增长了 30.1%、52.7%、30.1%，EPS 0.12 元，业绩符合预期。其中 Q3 实现收入、净利润、扣非净利润分别为 12.6 亿、7003 万元、4790 万元，同比分别增长了 16.5%、41.3%、5.4%。

- **通过提升管理增效降费是 2016 年公司重点之一。**公司 2016 年前三季度销售费用率的下降 0.83 个百分点，相对 14 年同期下降 5.31 个百分点。前三季度毛利率和净利率同比上升 0.36% 和 0.51%。总体来说通过提高管理增效降费取得了比较好的成绩。
- **预计公司医疗服务板块 2016 年前三季度收入同比增长 47%。**预计前三季度实现收入 9 亿元左右，占总收入比例约为 24%。公司有 8 家医院，包括肿瘤医院、白云医院等专科和综合性医院，布局在贵阳市、安顺、遵义、黔东南等市区和县。其中肿瘤医院、白云医院等医院有望今、明年陆续新增数百张床位，预计 2017 年总床位数将达 6500 张左右。我们判断，随着新增床位的逐步投入运营，有望在 2018 年逐步释放利润。
- **预计公司医药流通板块 2016 年前三季度收入同比增长 15%。**我们预计前三季度医药流通业务实现收入 22 亿元，占总收入比例接近 60%。其中科开医药占流通业务比例为 45% 左右，预计实现收入为 10 亿元。10 月 12 日公司公告，公司通过控股子公司盛远医药投资贵州中康泽爱，进一步丰富医疗器械的业务品种。公司今年在一级代理、专营商方面加大了投入，增加了独家代理品种，扩大医药配送覆盖面的同时，增强对上游厂家的议价能力。在“两票制+营改增”政策实施背景下，将有助于公司实施业务扩张。
- **预计公司医药工业板块 2016 年前三季度收入同比增长 37%，**扣除中肽生化并表因素之后，前三季度工业收入与 2015 年前三季度基本持平。预计医药工业业务前三季度实现收入 6 亿元多，占总收入比例约为 17%。预计中肽生化实现收入 1.7 亿元，贡献净利润 7700 万左右。中肽生化已完成 2016 年业绩承诺（1.06 亿净利润）的 73%。中肽生化主营多肽业务和生化诊断试剂，研发队伍中有“千人计划”特聘专家 9 名，具备较强的核心竞争力。

◆盈利预测与投资评级

2016 年 8 月 6 日公司公告，安怀略先生开始担任董事长。安总此前曾任副主任医生、贵阳医学院附属医院急诊科主任、科开医药董事长、总经理。我们认为安总具有丰富的医药服务和医药流通实业经验，有助于强化公司在现有三块业务的协同整合式发展。

我们看好公司医药商业和医疗服务板块联动模式，布局“医疗服务+医药流通+医药工业”协同整合式发展。我们预测 2016~2018 年净利润同比增长 71%/19%/23%，EPS 0.24/0.28/0.34 元，当前股价对应 2017 年预测 PE 37 倍，首次给予“增持”评级。◆风险提示：业绩不达预期

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,476	4,180	5,392	6,794	8,628
营业收入增长率	334.81%	68.80%	29.00%	26.00%	27.00%
净利润(百万元)	145	174	299	356	436
净利润增长率	259.79%	20.45%	71.24%	19.10%	22.59%
EPS(元)	0.11	0.14	0.24	0.28	0.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.04%	6.86%	9.79%	10.64%	11.79%
P/E	90	75	44	37	30

资料来源：光大证券研究所预测

增持(首次)

当前价：10.28 元

分析师

张明芳 (执业证书编号：S0930516030001)
0755-23917929
zhangmingfang@ebsec.com

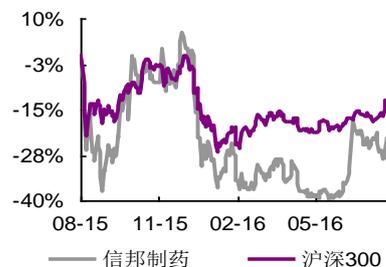
联系人

杜向阳
021-22169171
duxu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：17.05
总市值(亿元)：175.26
一年最低/最高(元)：8.57/15.96
近 3 月换手率：32.01%

股价表现(一年)



收益表现

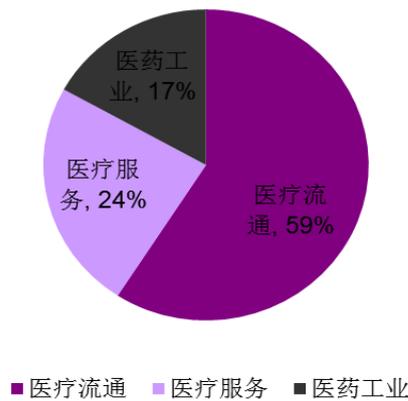
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.13	-8.09	-15.32
绝对	0.98	-4.91	-20.91

相关研报

1. 20160821 《光大医药一周研究精华——习近平带领七常委出席全国卫生与健康大会并发表重要讲话，“健康中国”有望推动医药板块整体走强，分级诊疗推进加速》

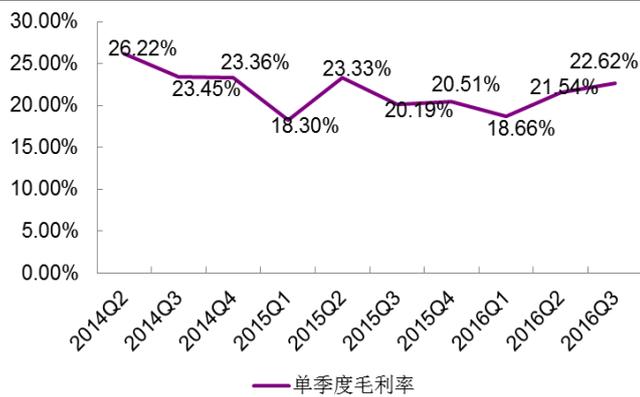
附表

图 1：信邦制药 2016 年前三季度收入构成



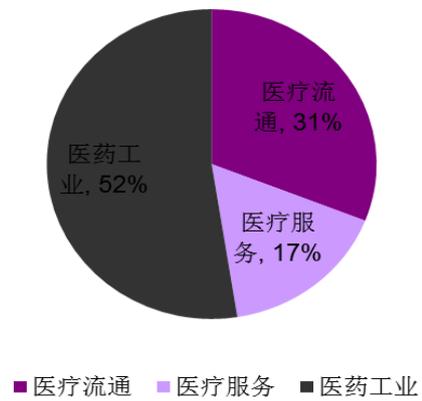
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：信邦制药单季度毛利率



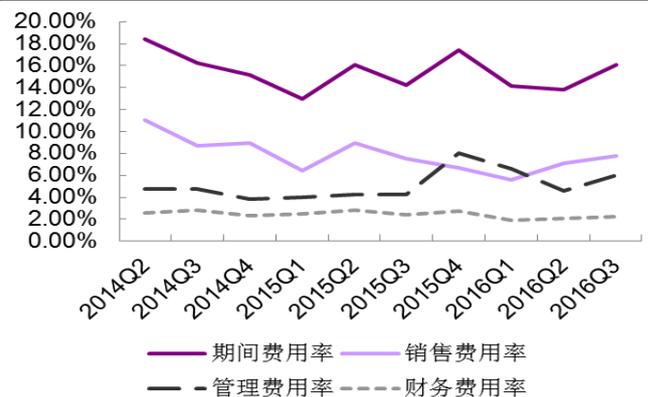
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：信邦制药 2016 年前三季度毛利构成

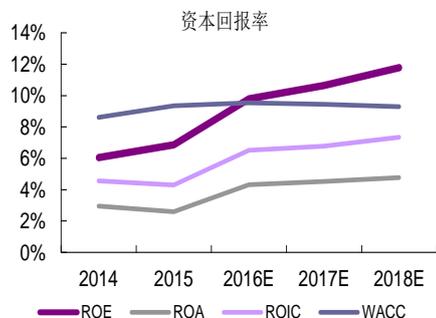
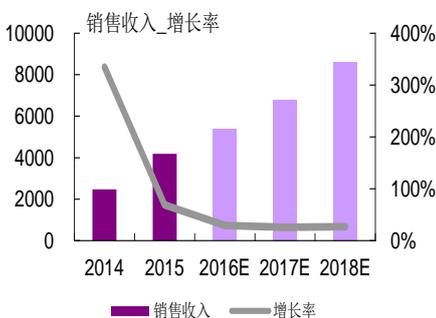
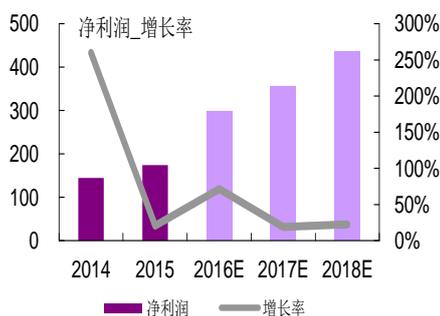
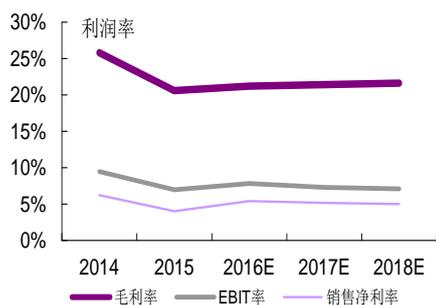


资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 4：信邦制药单季度期间费用率



资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,476	4,180	5,392	6,94	8,628
营业成本	1,838	3,319	4,249	5,340	6,764
折旧和摊销	56	133	97	102	105
营业税费	12	22	27	34	43
销售费用	272	308	372	489	638
管理费用	113	226	313	421	552
财务费用	6	110	77	76	93
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6	3	0	0	0
营业利润	175	184	344	419	518
利润总额	199	228	375	458	565
少数股东损益	9	-6	-6	6	-6
归属母公司净利润	144.77	174.38	298.60	355.63	435.98

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	5,223	6,505	6,783	7,742	9,024
流动资产	3,32	3,827	4,245	5,306	6,693
货币资金	659	603	809	1,019	1,294
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,058	1,471	1,831	2,306	2,929
应收票据	13	146	188	237	301
其他应收款	405	432	555	700	889
存货	545	615	787	989	1,253
可供出售投资	10	30	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	722	364	1,373	1,352	1,309
无形资产	144	166	158	150	142
总负债	2,765	3,836	3,611	4,285	5,215
无息负债	958	1,479	1,72	2,157	2,698
有息负债	1,807	2,357	1,884	2,129	2,517
股东权益	2,458	2,669	3,172	3,457	3,809
股本	500	1,251	1,265	1,265	1,265
公积金	1,530	784	1,048	1,083	1,127
未分配利润	367	507	738	993	1,307
少数股东权益	61	127	121	115	109

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-199	217	515	06	57
净利润	145	174	299	356	436
折旧摊销	56	133	97	102	105
净营运资金增加	1,355	285	145	63	846
其他	-1,755	-375	-26	-982	-1,329
投资活动产生现金流	-373	-42	30	0	0
净资本支出	-267	-492	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-106	40	30	0	0
融资活动现金流	927	172	-340	104	218
股本变化	327	751	1	0	0
债务净变化	1,486	550	-473	245	388
无息负债变化	829	521	249	429	541
净现金流	355	-63	206	210	275

资料来源：公司公告、光大证券研究所

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	334.81%	68.80%	29.00%	26.00%	27.00%
净利润增长率	259.79%	20.45%	71.24%	19.10%	22.59%
EBITDA/EBITDA 增长率	335.36%	46.33%	22.01%	15.11%	19.98%
EBIT/EBIT 增长率	401.83%	24.34%	44.46%	17.48%	23.40%
估值指标					
PE	90	75	44	37	30
PB	5	5	4	4	4
EV/EBITDA	23	36	29	25	22
EV/EBIT	28	52	35	31	25
EV/NOPLAT	37	71	45	40	33
EV/Sales	3	4	3	2	2
EV/IC	2	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.78%	20.60%	21.20%	21.40%	21.60%
EBITDA 率	11.72%	10.16%	9.61%	8.78%	8.30%
EBIT 率	9.47%	6.98%	7.81%	7.28%	7.08%
税前净利润率	8.04%	5.46%	6.95%	6.74%	6.55%
税后净利润率 (归属母公司)	5.85%	4.17%	5.54%	5.23%	5.05%
ROA	2.95%	2.59%	4.31%	4.52%	4.77%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.04%	6.86%	9.79%	10.64%	11.79%
经营性 ROIC	4.57%	4.29%	6.50%	6.77%	7.34%
偿债能力					
流动比率	1.23	1.01	1.20	1.26	1.30
速动比率	1.03	0.85	0.97	1.02	1.06
归属母公司权益/有息债务	1.33	1.08	1.62	1.57	1.47
有形资产/有息债务	2.44	2.40	3.16	3.25	3.26
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.11	0.14	0.24	0.28	0.34
每股红利	0.02	0.03	0.05	0.06	0.08
每股经营现金流	-0.16	0.17	0.41	0.08	0.05
每股自由现金流(FCFF)	-1.09	-0.33	0.23	-0.11	-0.20
每股净资产	1.89	2.01	2.41	2.64	2.92
每股销售收入	1.96	3.30	4.26	5.37	6.82

资料来源：公司公告、光大证券研究所

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

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，现任光大证券医药行业首席分析师，曾先后工作于中国药品生物制品检定研究院 6 年、招商证券医药首席分析师 6 年、中信建投证券和中信证券医药首席分析师 1 年，多次获得新财富医药生物行业最佳分析师，其中，2007 年和 2013 年获得新财富医药生物行业第一名。

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的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 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

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

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com	
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
		郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
杜婧瑶		010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebsecn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
戚德文		021-22169491	18101889111	qidw@ebsecn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	