



2017年06月02日

买入(维持评级)

当前价: 11.78元

## 医药行业研究组

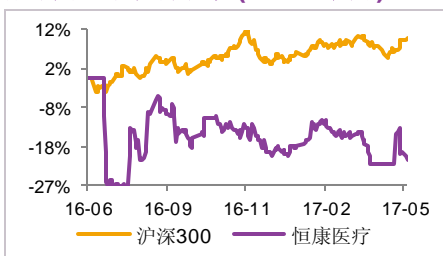
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516  
邮箱: lizhixin@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2175.2	2642.3	3164.6	3705.5
(+/-)		21.5%	19.8%	17.1%
净利润	403.6	475.8	569.1	674.6
(+/-)		17.9%	19.6%	18.5%
EPS(元)	0.22	0.26	0.31	0.36
P/E	54	46	39	33

资料来源: 联讯证券研究院

## 相关研究

《恒康医疗(002219)\_战略清晰, 执行力强, 恒康医疗服务扛大旗》2016-08-30

## 恒康医疗(002219.SZ)

## 【联讯医药公司点评】恒康医疗: 退市风险警报解除, 公司经营和医院并购全面正常化

## 投资要点

## ◇ 事件

公司停牌近一个月后复牌, 期间公司公告收到证监会《结案通知书》及实控人收到行政处罚事先告知书的公告, 鉴于公司违法行为轻微, 不予行政处罚并结案, 公司退市风险并暂停上市风险解除。同时, 公司相继公告拟通过全资子公司恒康医疗投资(澳大利亚)耗资近 17 亿元(RMB)收购 PRP Diagnostic Imaging Pty Ltd 70%股权, 以及与马鞍山市中心医院有限公司签署《战略合作框架协议》, 协议约定改制完成后, 恒康医疗拟受让马鞍山医院股东所持马鞍山医院(三甲综合)不低于 70%的股权。

## ◇ 警报解除, 影响公司经营发展不利因素

历时一年多的信批违规立案稽查, 终以证监会“违法轻微, 不予行政处罚”的处理结果结案, 同时公司长期以来的退市并暂停上市风险解除。我们认为, 影响公司经营发展的不利因素基本消除, 公司再融资审批通道重新疏通, 有利于公司后续医院并购和再融资行政审批。

## ◇ 收购稀缺三甲综合医院, 奠定国内医院医疗服务龙头地位

目前, 我国公立医院改制与上市存在诸多限制, 需要在人事、所有制、运营性质等方面实现政策突破, 高等级的三级以上医院改制并购尤其困难。公司在医院医疗服务拓展方面, 坚持自建与收购并举, 收购上以县级二级以上医院为并购目标, 收购难度相对较低, 而且县级中心医院又是县域就医首选医院, 病患源有保障。近年来先后并购瓦三院、盱眙医院、辽渔医院、赣西医院, 崇州二院重大资产购买已基本完成, 也与兰考县人民医院等鉴定合作框架协议。目前公司已经形成控股 8 家二级以上综合(专科)医院, 核定床位数超 9000 张的规模, 2016 年医疗服务贡献营收 11.93 亿元; 本次公司与马鞍山市中心医院有限公司签署《战略合作框架协议》, 协议约定改制完成后, 恒康医疗拟受让马鞍山医院股东所持马鞍山医院(三甲综合)不低于 70%的股权, 首获稀缺的三甲医院的并购机会, 奠定国内医院医疗服务龙头地位。

## ◇ 重金收购澳洲医学影像企业, 巩固公司第三方医学影像业务

在医学影像方面, 去年 8 月成立上海仁影医学影像后, 今年 5 月仁影与影像设备公司奥泰医疗成立合资公司“恒康奥泰医学影像”(持股 60%), 打通影像服务与设备优势互补; 公司本次拟通过全资子公司恒康医疗投资(澳大利亚)耗资近 17 亿元(RMB)收购 PRP Diagnostic Imaging Pty Ltd 70%股权, 引入国外优质影像公司医疗资源, 学习优秀经营和管理经验, 继续巩固公司旗下第三方医学影像业务。目标公司 PRP 盈利状况较好, 2016 财年净利润 1.83 亿元(RMB), 公司收购 PRP 公司的 EBITDA 倍数只有 10.99 倍, 假设按 70%收购比例, 可以增厚上市公司权益损益约 1.2 亿元, 显著增



厚公司每股 EPS（2016 年每股增厚约 0.068 元，约 30%）。

#### ✧ 医院为核心，药品+医学影像+医生集团齐聚力

医院是核心，围绕医院资源，公司不仅可以在医院集团内开展供应链服务，实现民营医院药品（耗材）GPO 采购；同时公司也设立医生集团和医学影像中心，切入远程医疗诊断业务，实现优秀医生资源和医学影像诊断在旗下医院系统内互联互通、资源共享。我们认为公司“一核三翼”大健康产业格局基本成型，即以医院为核心，药品、影像和医生集团为发展三翼。

#### ✧ 盈利预测与估值

公司主营业务分（医药）工业和医疗服务业两大项。工业方面，近两年独一味等药品系列持续下滑，2017-2019 年，给予公司独一味等药品业务增速 0%、5%和 10%的；中药饮片业务在 2016 高基数上假设维持略高于行业增速增长，2017-2019 年保持年均 15%的同比增速；保健食品和日化等其他业务基本持平，给予每年 5%的增速。我们预计 2017 年-2019 年，工业业务营收分别为 10.9\12.2\13.7 亿元，同比增长 11.8%、13.1%和 13.2%。医疗服务业务方面，崇州二院重大资产购买已完成，赣西肿瘤医院已于去年 8 月正式营业，不考虑未来其他医院并购，我们预测现有医院 2017-2019 年内生营收将为 15.5\19.4\23.3 亿元，增速分别为 30%、25%和 20%；2017-2019 年两项业务合并营业总收入为 26.4\31.6\37.1 亿元

我们预测 2017-2019 年，公司实现归属上市公司股东净利润分别为 4.7/5.7/6.7 亿元，参考股本为 18.65 亿股，EPS 分别为 0.26/0.31/0.36 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 46/39/33 倍，目前，申万二级医疗服务行业 PE（TTM）约为 76 倍，恒康医疗近 3 年历史 PE-Band 波动区间为 50-70 倍，目前估值位于区间下沿，综合考虑公司未来持续医院外延并购，维持“买入”评级。

#### ✧ 风险提示

医疗事故，中药饮片价格波动，医院收购进度和整合效果不及预期

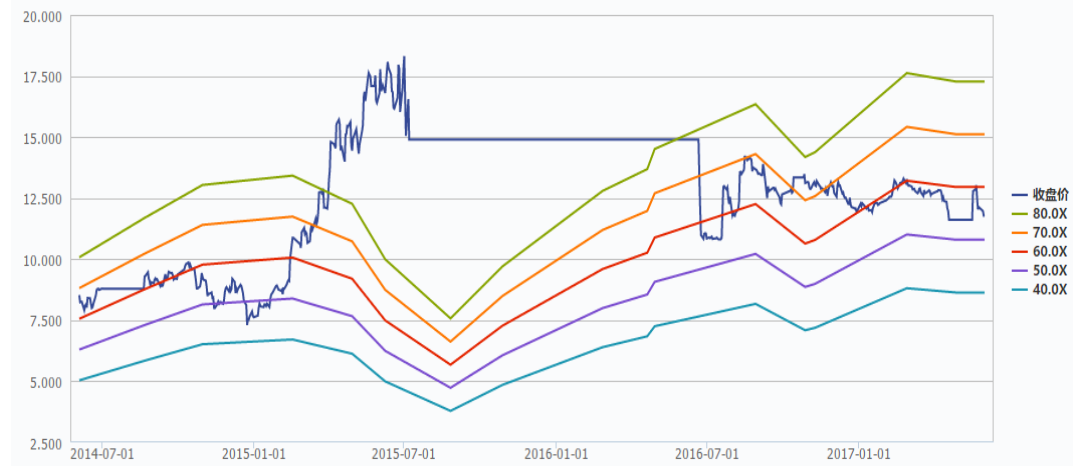


图表1： 恒康医疗分部营收预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>药品业务</b>	<b>367.7</b>	<b>883.4</b>	<b>987.5</b>	<b>1116.8</b>	<b>1264.4</b>
YoY		140.3%	11.8%	13.1%	13.2%
其中：独一味等药品系列	309.7	189.1	189.1	198.6	208.5
YoY		-38.9%	0.0%	5.0%	10.0%
中药饮片	58.0	694.3	798.4	918.2	1055.9
YoY		1097.1%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>医疗服务</b>	<b>663.7</b>	<b>1193.5</b>	<b>1551.6</b>	<b>1939.4</b>	<b>2327.3</b>
YoY		79.8%	30.0%	25.0%	20.0%
<b>其他（保健食品、日化等）</b>	<b>150.3</b>	<b>98.3</b>	<b>103.2</b>	<b>108.4</b>	<b>113.8</b>
YoY		-34.6%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>营业总收入</b>	<b>1181.7</b>	<b>2175.2</b>	<b>2642.3</b>	<b>3164.6</b>	<b>3705.5</b>
YoY		84.1%	21.5%	19.8%	17.1%

资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表2： 恒康医疗 3 年历史 PE-Band 波动区间



资料来源：Wind，联讯证券研究院。备注：横线部分（2015.7-2016.6）公司停牌



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2930.0	3388.7	3785.3	4401.9	经营活动现金流	-697.4	575.0	664.3	795.1
现金	705.4	800.4	622.7	595.8	净利润	396.2	468.8	561.1	664.6
应收账款和票据	1313.6	1321.2	1582.3	1852.8	折旧摊销	100.8	92.4	88.4	109.7
其它应收款	216.5	300.0	300.0	300.0	财务费用	23.1	30.0	40.0	50.0
预付账款	162.3	198.2	237.3	277.9	投资损失	77.2	50.0	50.0	50.0
存货	528.9	528.5	632.9	741.1	营运资金变动	-1289.7	-61.2	-70.3	-74.2
其他	3.3	240.6	410.0	634.2	其它	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
非流动资产	3054.8	3441.2	3748.9	3960.5	投资活动现金流	-637.5	-757.0	-757.0	-757.0
在建工程	162.3	512.3	912.3	712.3	资本支出	-279.6	-400.0	-400.0	-400.0
固定资产	1537.3	1587.3	1507.9	1932.5	长期投资	-79.4	-79.0	-79.0	-79.0
无形资产和商誉	1234.7	1221.7	1208.7	1195.7	其他	-278.5	-278.0	-278.0	-278.0
其他	120.5	120.0	120.0	120.0	筹资活动现金流	603.1	277.0	-84.9	-65.0
资产总计	5984.7	6830.0	7534.2	8362.3	吸收投资	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	1693.1	2058.6	2191.7	2345.2	短、长期借款	768.1	442.0	80.1	100.0
短期借款	877.9	1319.9	1400.0	1500.0	其他	-165.0	-165.0	-165.0	-165.0
应付账款和票据	343.3	268.7	321.7	375.2	现金净增加额	-731.8	95.0	-177.6	-26.9
其他	471.9	470.0	470.0	470.0					
非流动负债	119.0	130.0	140.0	150.0	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	10.0	10.0	10.0	10.0	成长能力				
其他	109.0	120.0	130.0	140.0	营业收入	84.10%	36.78%	32.06%	25.84%
负债合计	1812.1	2188.6	2331.7	2495.2	营业利润	31.08%	19.78%	20.85%	19.34%
少数股东权益	87.7	80.7	72.7	62.7	归属母公司净利润	24.70%	17.88%	19.62%	18.54%
归属母公司股东权益	4085.0	4560.7	5129.8	5804.5	获利能力				
负债和股东权益	5984.7	6830.0	7534.2	8362.3	毛利率	36.00%	35.23%	35.26%	35.51%
					净利率	18.21%	17.74%	17.73%	17.94%
<b>利润表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	9.88%	10.43%	11.09%	11.62%
营业收入	2175.2	2642.3	3164.6	3705.5	ROIC	10.13%	9.74%	10.27%	10.96%
营业成本	1392.1	1711.4	2048.9	2389.7	偿债能力				
营业税金及附加	7.8	10.6	12.7	14.8	资产负债率	30.28%	32.04%	30.95%	29.84%
营业费用	53.0	66.1	79.1	92.6	净负债比率	43.43%	47.15%	44.82%	42.53%
管理费用	202.7	264.2	316.5	370.6	流动比率	1.73	1.65	1.73	1.88
财务费用	16.1	30.0	40.0	50.0	速动比率	1.42	1.39	1.44	1.56
资产减值损失	77.2	50.0	50.0	50.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.40	0.41	0.44	0.47
投资净收益	3.7	5.0	5.0	5.0	应收账款周转率	2.32	2.01	2.18	2.16
营业利润	430.0	515.1	622.5	742.8	应付账款周转率	4.26	3.24	3.53	3.48
营业外收入	49.7	40.0	40.0	40.0	每股指标(元)				
营业外支出	18.2	10.0	10.0	10.0	每股收益	0.22	0.26	0.31	0.36
利润总额	461.6	545.1	652.5	772.8	每股经营现金	2.19	2.45	2.75	3.11
所得税	65.4	76.3	91.3	108.2	每股净资产	-0.37	0.31	0.36	0.43
净利润	396.2	468.8	561.1	664.6	估值比率				
少数股东损益	-7.5	-7.0	-8.0	-10.0	P/E	54.4	46.2	38.6	32.6
归属母公司净利润	403.6	475.8	569.1	674.6	P/B	5.4	4.8	4.3	3.8
EBITDA	585.5	667.5	780.9	932.5	EV/EBITDA	39.04	34.91	29.94	25.18
EPS（元）	0.22	0.26	0.31	0.36					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

**王风华**：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)