



2017年08月22日

# 买入(维持评级)

当前价: 12.45 元

## 医药行业研究组

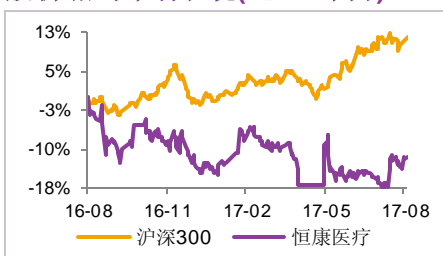
分析师: 王凤华

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%
归母净利润	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	47	39	34

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)\_【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》2017-06-02

## 恒康医疗(002219.SZ)

### 【联讯医药公司中报点评】恒康医疗(002219): 医疗业务稳健增长, 中药饮片受益旗下医院渠道, 业务维持性好

## 投资要点

### ◇ 事件

公司昨日晚间公布 2017 年中期报告, 期内实现营收 11.09 亿元, 归母净利润 1.65 亿元, 分别同比增 43.33%和 15.05%。营收增长主要系期内中药饮片收入增加和新增 2016 年下半年纳入合并报表的崇州二院。

### ◇ 医疗业务稳健增长, 静待体系外医院注入上市公司

上半年, 公司医疗收入 6.83 亿元, 同比增长约 25%, 占上半年营收总额的 61.6%。医疗收入增长一部分由于上半年崇州二院并表影响, 我们预测崇州二院保持去年的营收规模, 预计上半年营收 8000 万以上; 剔除崇州二院并表影响, 公司原有医疗业务上半年实现约 6 亿元的营收, 内生增速约 10%, 保持稳健增长。收购澳洲影像公司 PRP 控股公司 70%股权已经完成交割手续, 下半年开始并表, 有助于加快公司建立国内独立影像中心以及引进国际先进管理诊断技术。

并购医院标的储备方面, 公司已经通过并购基金京福华越收购了兰考第一医院有限公司 99.9%股权、兰考埭阳医院有限公司 99.9%股权以及兰考东方医院有限公司 99.9%股权, 通过京福华彩收购了泗阳县人民医院 70.27%的股权, 提前锁定了几家优质县二级以上医院并购标的; 另外, 上半年与马鞍山市中心医院有限公司签署《战略合作框架协议》, 收购马鞍山医院(三甲综合)不低于 70%的股权, 获得稀缺三甲医院并购机会。目前, 上市公司体系外待注入医院标的储备充足, 静待公司医疗服务业务线大扩容。

### ◇ 中药饮片业务受益旗下医院渠道, 业务维持性好

中药饮片享受超药品福利待遇, 不受招投标降价影响, 医院可维持销售加成。公司中药饮片业务受益旗下医院渠道不断扩容, 中药饮片业务上半年营收 2.94 亿元, 由于上年同期基数较低, 同比增速较高, 达 451.52%, 占营收总额比例提升到 26.59%, 毛利率 37.3%, 同比提升 12.14 个百分点, 贡献净利润 1.05 亿元。中药饮片业务主要由恒康源药业开展, 恒康源加大了中药饮片投入, 提升了公司中药饮片规模, 结合公司旗下医院医疗服务业务线, 中药饮片业务逐步进入公司下属各医院, 实现大幅度增长。由于通过公司体系内销售, 中间环节较少, 业务维持性较好, 利润空间较厚。

### ◇ 药品业务利润受两票制影响, 继续下滑

上半年独一味等药品业务收入 9893 万元, 与上年基本持平(同比下滑 4.5%), 但利润受两票制实施影响, 销售费用大幅增加, 另外借款导致财务费用增加, 康县独一味生物制药有限公司净利润同比下降 50.27%, 上半年净利润 1740 万元。我们认为药品业务营收下滑趋势基本触底, 目前药品业务营收仅占营收总额的 9%, 利润继续下滑对公司整体盈利影响较小。



#### ◇ 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 47/39/34 倍，目前，申万二级医疗服务行业 PE（TTM）约为 102 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

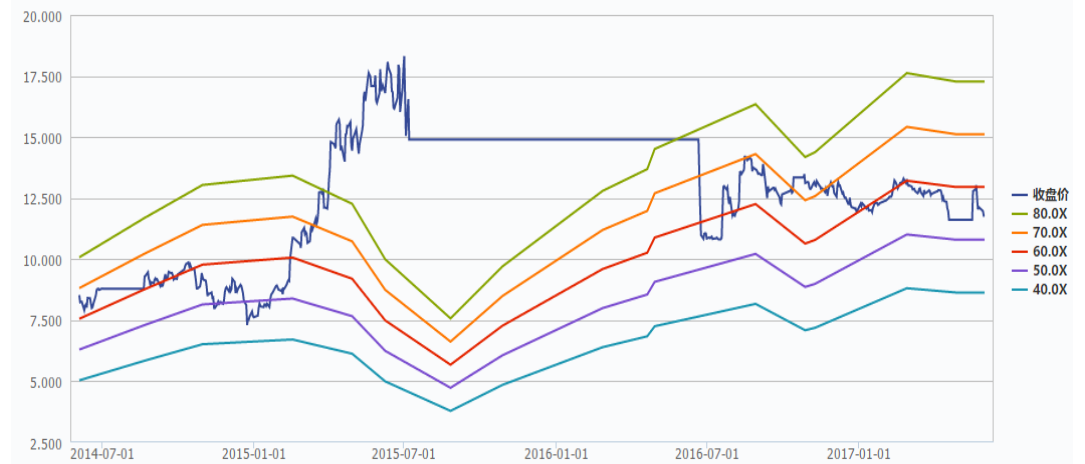


图表1： 恒康医疗分部营收预测

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	其他	-165.0	-165.0	-165.0	-165.0
其他	471.9	470.0	470.0	470.0	现金净增加额	-731.8	95.0	-177.6	-26.9
非流动负债	119.0	130.0	140.0	150.0					
长期借款	10.0	10.0	10.0	10.0					
其他	109.0	120.0	130.0	140.0					
负债合计	1812.1	2188.6	2331.7	2495.2					
少数股东权益	87.7	80.7	72.7	62.7					
归属母公司股东权益	4085.0	4560.7	5129.8	5804.5					
负债和股东权益	5984.7	6830.0	7534.2	8362.3					
利润表					主要财务比率				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2175.2	2642.3	3164.6	3705.5	成长能力				
营业成本	1392.1	1711.4	2048.9	2389.7	营业收入	84.10%	36.78%	32.06%	25.84%
营业税金及附加	7.8	10.6	12.7	14.8	营业利润	31.08%	19.78%	20.85%	19.34%
营业费用	53.0	66.1	79.1	92.6	归属母公司净利润	24.70%	17.88%	19.62%	18.54%
管理费用	202.7	264.2	316.5	370.6	获利能力				
财务费用	16.1	30.0	40.0	50.0	毛利率	36.00%	35.23%	35.26%	35.51%
资产减值损失	77.2	50.0	50.0	50.0	净利率	18.21%	17.74%	17.73%	17.94%
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	9.88%	10.43%	11.09%	11.62%
投资净收益	3.7	5.0	5.0	5.0	ROIC	10.13%	9.74%	10.27%	10.96%
营业利润	430.0	515.1	622.5	742.8	偿债能力				
营业外收入	49.7	40.0	40.0	40.0	资产负债率	30.28%	32.04%	30.95%	29.84%
营业外支出	18.2	10.0	10.0	10.0	净负债比率	43.43%	47.15%	44.82%	42.53%
利润总额	461.6	545.1	652.5	772.8	流动比率	1.73	1.65	1.73	1.88
所得税	65.4	76.3	91.3	108.2	速动比率	1.42	1.39	1.44	1.56
净利润	396.2	468.8	561.1	664.6	营运能力				
少数股东损益	-7.5	-7.0	-8.0	-10.0	总资产周转率	0.40	0.41	0.44	0.47
归属母公司净利润	403.6	475.8	569.1	674.6	应收账款周转率	2.32	2.01	2.18	2.16
EBITDA	585.5	667.5	780.9	932.5	应付账款周转率	4.26	3.24	3.53	3.48
EPS（元）	0.22	0.26	0.31	0.36	每股指标(元)				
					每股收益	0.22	0.26	0.31	0.36
					每股经营现金	2.19	2.45	2.75	3.11
					每股净资产	-0.37	0.31	0.36	0.43
					估值比率				
					P/E	54.4	47.2	38.6	33.6
					P/B	5.4	4.8	4.3	3.8
					EV/EBITDA	39.04	34.91	29.94	25.18

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
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)