

信邦制药 (002390.SZ)

医药全产业链布局良好，服务、流通板块迎来高速发展期

买入（维持）

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,157.0	6,029.1	7,094.1	8,471.2
同比	23.4%	16.9%	17.7%	19.4%
归母净利润（百万元）	246.0	317.4	403.9	482.7
同比	41.1%	29.0%	27.3%	19.5%
ROE	3.9%	4.8%	5.8%	6.6%
每股收益（元）	0.14	0.19	0.24	0.28
P/E	61	45	36	30
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

投资要点：

- **医疗服务——核心医院扩张项目基本完成，叠加盈利能力提升，未来看点颇多**
公司旗下拥有 8 家控股医院，其中三级以上医院 3 家，其余均为二级以上医院，整体医疗资源优良。另一方面，贵州省医疗服务规模尚小、政策鼓励民营资本积极参与发展，公司面临良好的增长机遇。目前，公司肿瘤医院三期已进入设备的安装调试阶段、白云医院二期已投入试运营，同时肿瘤医院加强经营管理盈利效率逐步提升，多因素叠加将增厚公司医疗服务板块业绩。
- **医药流通——体外扩张稳步推进，贵州新标、遵义协议亟待放量**
公司地处贵州，2016 年全省医药流通 220 亿规模，三年复合增长达 23%。信邦作为省内医药流通龙头（市占率 14%、排名第一），去年获得发行公司债资格，融资规模得以扩大。其流通业务历来依托旗下自有/合作医院发展，近年向体系内医院的关联交易占比逐渐降低、体系外扩张卓有成效。贵州新标迫在眉睫、遵义协议进行至第二年，公司医药流通业务迎来放量发展机遇。
- **医药工业——中肽生化看点颇多，带动医药工业板块增长**
公司主营口服中成药，拥有 21 个医保目录品种，17 个基药目录品种。2015 年，公司完成与中肽生化的重大资产重组，获得其多肽及 IVD 试剂产品，中肽生化业绩承诺高，工业板块有望在其带动下实现较快增长。
- **盈利预测与投资建议**
我们预计 17-19 年，公司营收分别为 60.3 亿元、70.9 亿元和 84.7 亿元，归母净利润分别为 3.17 亿元、4.04 亿元和 4.83 亿元，17-19 年净利润保持 25% 的复合增长。当前股价对应三年 PE 分别为 45X、36X、30X。考虑到公司为贵州省医药龙头，所处贵州地区市场空间大、增速快，医药、医疗、流通协同发展，业绩有望筑底完成、迎来释放机遇。结合同行业及公司历史估值水平，我们给予公司 2018 年 35-45 倍估值，维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示**
行业政策变化风险；医院建设项目进度不达预期；肿瘤医院盈利能力提升不达预期；药品招标降价超出预期、中肽生化业绩不达承诺。

*特别感谢实习生张蔚洁对本报告做的贡献

2017 年 12 月 8 日

证券分析师 全铭

执业资格证书号码：S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573567

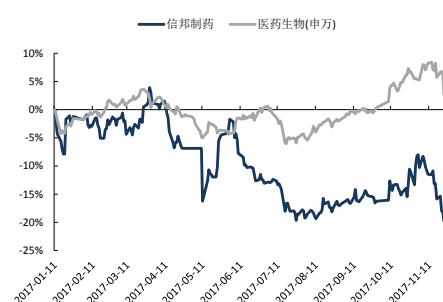
证券分析师 焦德智

执业资格证书号码：S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

021-60199780

股价走势



市场数据

收盘价（元）	8.53
一年最低价/最高价（元）	7.81/10.51
市净率	2.22
流通 A 股市值（亿元）	87.1

基础数据

每股净资产（元）	3.84
资产负债率（%）	42.65%
总股本（亿股）	17.05
流通 A 股（亿股）	10.21

相关研究

1、信邦制药 (002390.SZ)：中肽生化整合提升工业盈利能力，三大业务覆盖全产业链协同发展-20170407

目录

1. 医药、医疗、流通全产业链深度布局	5
2. 核心医院扩张项目基本完成，叠加盈利能力提升，未来看点颇多	6
2.1 公司医疗服务业务面临良好发展机遇	6
2.1.1. 贵州医疗服务市场基数低、增速快	6
2.1.2. 政策密集发布鼓励民营资本参与全省医疗服务建设	9
2.2 旗下医院资质优良，肿瘤医院、白云医院看点颇多	11
2.2.1. 持续并购与扩张，旗下医院整体资质优良	11
2.2.2. 肿瘤医院三期进入尾声，白云医院二期已投入试运营	错误!未定义书签。
2.3. “贵医云”+“遵医云”，互联网医疗蓬勃发展	15
3. 贵州医药流通龙头体外市场稳步扩张，省内新标、遵义协议亟待放量	15
3.1. 贵州省医药流通市场近三年 23% 复合增长，信邦龙头地位显著，享规模融资及两票制政策利好	15
3.1.1. 贵州省医药流通增速快，信邦以 14% 市占率排名第一	15
3.1.2. 两票制新政下，整合空间大、整合能力强的医药流通企业享政策利好	17
3.1.3. 2017 年公司债（第一期）发行完毕，进一步提升融资能力	19
3.2. 贵州新标、体外医院扩张、遵义协议，多因素促业绩释放	19
3.2.1. 高值耗材、二类苗新标已开，药品招标可期	19
3.2.2. 关联交易占比逐步下降，体外终端扩张积极推进	20
3.2.3. 遵义协议运行至第二年，遵义市场超 26 亿规模	21
3.3. 公司流通网络发达，业务丰富全面，多家子公司经营效率提升	22
4. 中肽生化看点颇多，带动医药工业板块增长	26
5. 盈利预测与投资建议	29
5.1. 盈利预测	29
5.2. 投资建议	30
6. 风险提示	31

图表目录

图表 1: 公司股权结构及主要子公司	5
图表 2: 公司主营业务概览	6
图表 3: 公司收入分布 (左值/亿元, 右百分比)	6
图表 4: 公司毛利润分布 (左值/亿元, 右百分比)	6
图表 5: 贵州省卫生机构总收入	7
图表 6: 贵州省历年诊疗人次情况	7
图表 7: 全国主要省 (市) 2015 年医疗卫生机构总收入比较 (亿元)	8
图表 8: 全国主要省 (市) 2015 年每千人口床位数比较 (张)	8
图表 9: 贵州历年床位数及每千人口床位数变化 (张)	9
图表 10: 贵州省历年诊疗人次构成	9
图表 11: 贵州省历年入院人数构成	9
图表 12: 贵州历年医院数量及构成 (家)	10
图表 13: 贵州省历年门诊及住院平均费用变化 (元)	10
图表 14: 贵州省历年药占比	10
图表 15: 近年贵州省主要医疗服务政策	10
图表 16: 公司旗下医院概览	12
图表 17: 公司的医院建设项目及进度 (万元)	12
图表 18: 肿瘤医院盈利能力逐步提升 (万元)	13
图表 19: 白云医院历年收入、净利润 (万元)	13
图表 20: 朝阳医院历年收入、净利润 (万元)	14
图表 21: 道真县中医院历年收入、净利润 (万元)	15
图表 22: 贵州省医药流通行业规模及增速情况	16
图表 23: 贵州省主要医药流通公司 (仅指医药批发企业) 情况	16
图表 24: 贵州省医药流通市场分布	17
图表 25: 公司在贵州省医药流通市场占比逐年提升	17
图表 26: 公司流通板块发展历程	18
图表 27: 公司历年财务费用率	19
图表 28: 公司医药流通板块收入情况 (亿元)	20
图表 29: 公司医药流通板块毛利率情况	20
图表 30: 公司流通板块分产品收入情况 (亿元)	20
图表 31: 公司流通板块分产品毛利率情况	20
图表 32: 公司流通业务依托自有/合作医院举例	21
图表 33: 公司向自体医院-贵医附院的销售情况 (万元)	21
图表 34: 公司向自体医院-乌当医院的销售情况 (万元)	21
图表 35: 遵义市医疗卫生与计划生育财政支出金额情况	22
图表 36: 遵义市在册药品批发企业	22
图表 37: 公司医药流通板块布局	23
图表 38: 公司医药流通业务覆盖范围	23
图表 39: 科开医药历年收入情况 (万元)	24
图表 40: 科开医药历年净利润情况 (万元)	24
图表 41: 科开医疗器械收入、利润情况 (万元)	24
图表 42: 科开大药房收入、利润情况 (万元)	24

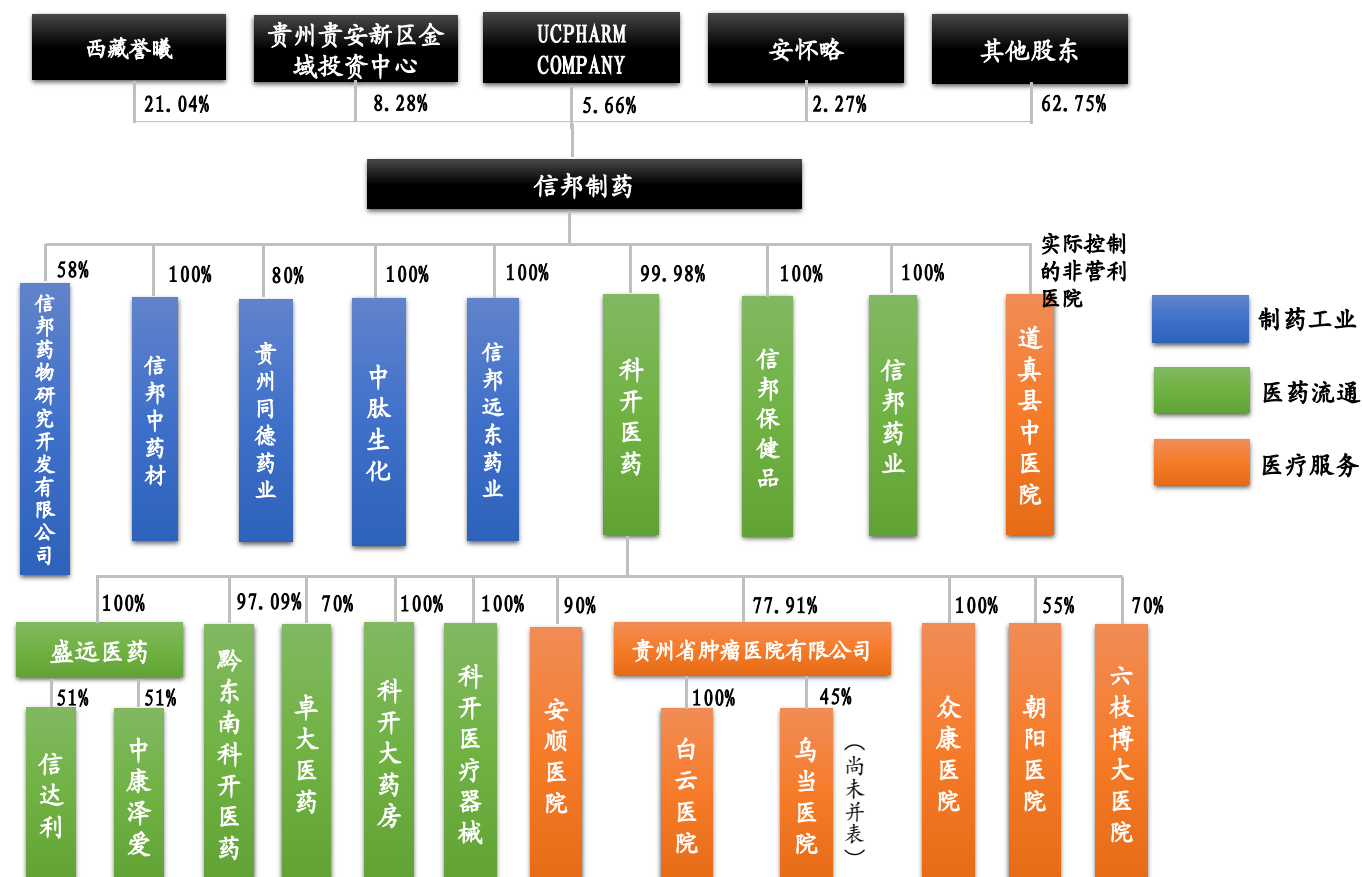
图表 43: 卓大医药收入、利润情况 (万元)	25
图表 44: 信邦药业收入、利润情况 (万元)	25
图表 45: 盛远医药收入、利润情况 (万元)	26
图表 46: 公司主要品种及竞争格局	26
图表 47: 公司工业板块收入情况 (亿元)	27
图表 48: 公司工业板块毛利率变化	27
图表 49: 中肽生化历年收入变化 (万元)	27
图表 50: 中肽生化历年净利润变化 (万元)	27
图表 51: 中肽生化两种多肽类产品比较	28
图表 52: 公司盈利预测数据 (百万元)	29
图表 53: 公司历史估值	30
图表 54: 可比公司估值	30

1. 医药、医疗、流通全产业链深度布局

信邦制药成立之初依托贵州省丰富的中药资源主营传统中成药的生产、销售，2014 年初公司完成与科开医药重大资产重组，拥有了科开医药旗下多家医院和医药、器械商业子公司，形成了制药、医疗及流通医药全产业链的布局。公司于 2015 年完成与中肽生化的重组，在医药工业板块增添了多肽及 IVD 试剂高技术产品。随后，公司三大板块不断整合协同发展，医药流通业务省内快速扩张，陆续并购贵州各地医院达到控股医院 8 家、在规划中 2 家，同时肿瘤医院、白云医院等旗下核心医院经营效率稳步提升、新一轮扩建工作基本完成，公司整体业绩筑底后有望迎来新一轮快速增长。

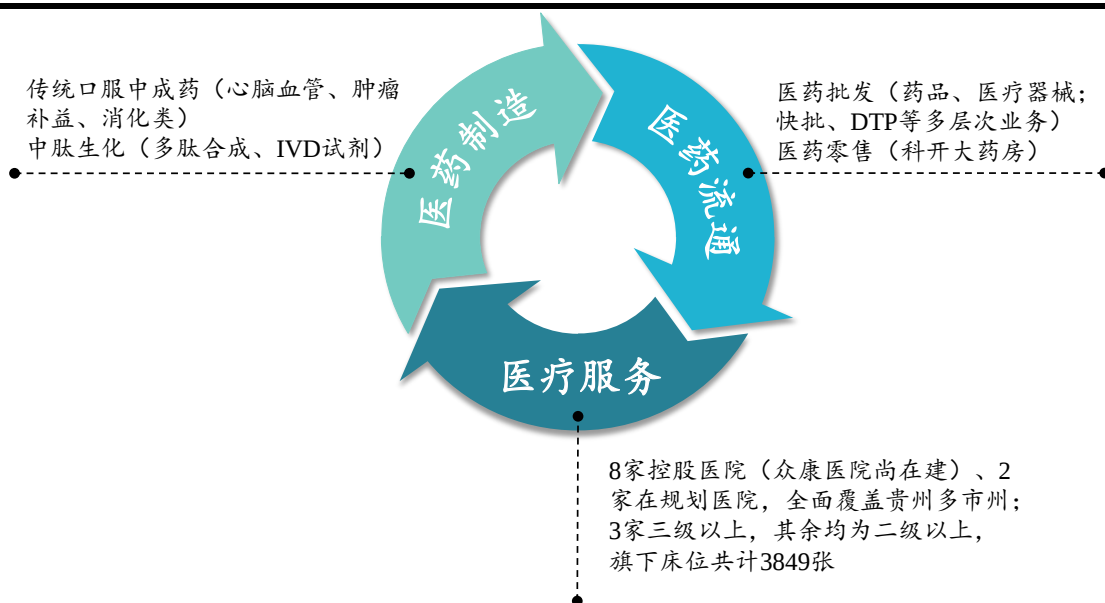
目前，公司第一大股东为西藏誉曦创投公司，持有公司 21.04% 股权，朱吉满（上市公司誉衡药业董事长）、白莉惠夫妇为公司实际控制人。公司原第一大股东、实际控制人张观福先生在今年 8 月将所持全部股份以 8.43 元/股转让予西藏誉曦后，不再持有公司股权。公司现任董事长为安怀略先生，其及实际控制企业金域投资目前持有上市公司合计 10.55% 股权。西藏誉曦的控股有望为公司带来医药生产、销售及管理方面的优秀经验，为公司长远发展奠基。

图表 1：公司股权结构及主要子公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

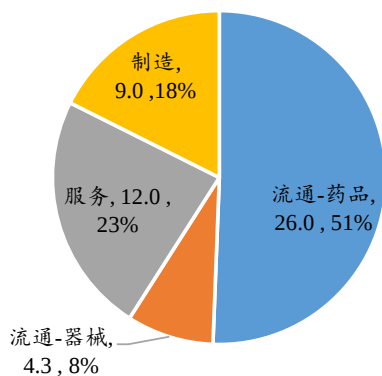
图表 2: 公司主营业务概览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

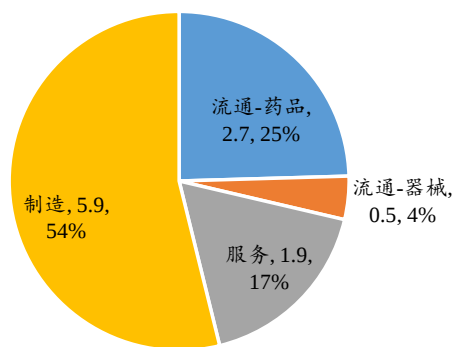
2016 年，公司收入达到 51.6 亿元，其中医药流通（包括药品流通和器械流通）、医疗服务、医药制造占比分别为 59%、23%、18%，三板块毛利润占比分别为 29%、17%和 54%。

图表 3: 公司收入分布（左值/亿元，右百分比）



数据来源：2016 年报，东吴证券研究所

图表 4: 公司毛利润分布（左值/亿元，右百分比）



数据来源：2016 年报，东吴证券研究所

2. 核心医院扩张项目基本完成，叠加盈利能力提升，未来看点颇多

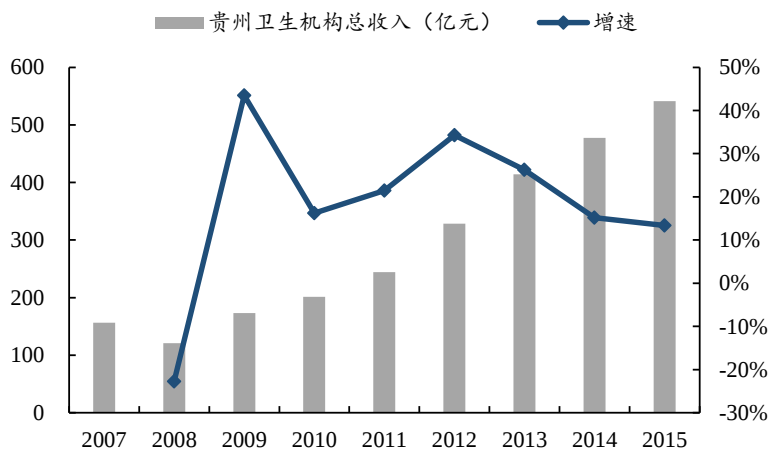
2.1. 公司医疗服务业务面临良好发展机遇

2.1.1. 贵州医疗服务市场基数低、增速快

2015 年，贵州省医疗机构总收入达到 541 亿元，虽然近年同比增速

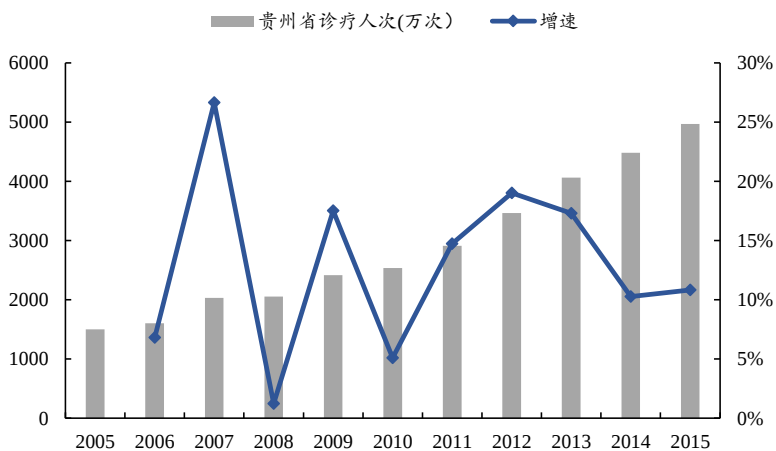
有所放缓，但仍然保持在 13% 以上水平，2012-2015 年全省医疗卫生收入复合增长达到 18%。诊疗人次方面，2015 年全省达到 4965 万次水平，同比 10.8%，近三年复合增长达到 13%，增速峰谷变化基本与医疗卫生机构收入情况同步。

图表 5: 贵州省卫生机构总收入



数据来源: wind, 东吴证券研究所

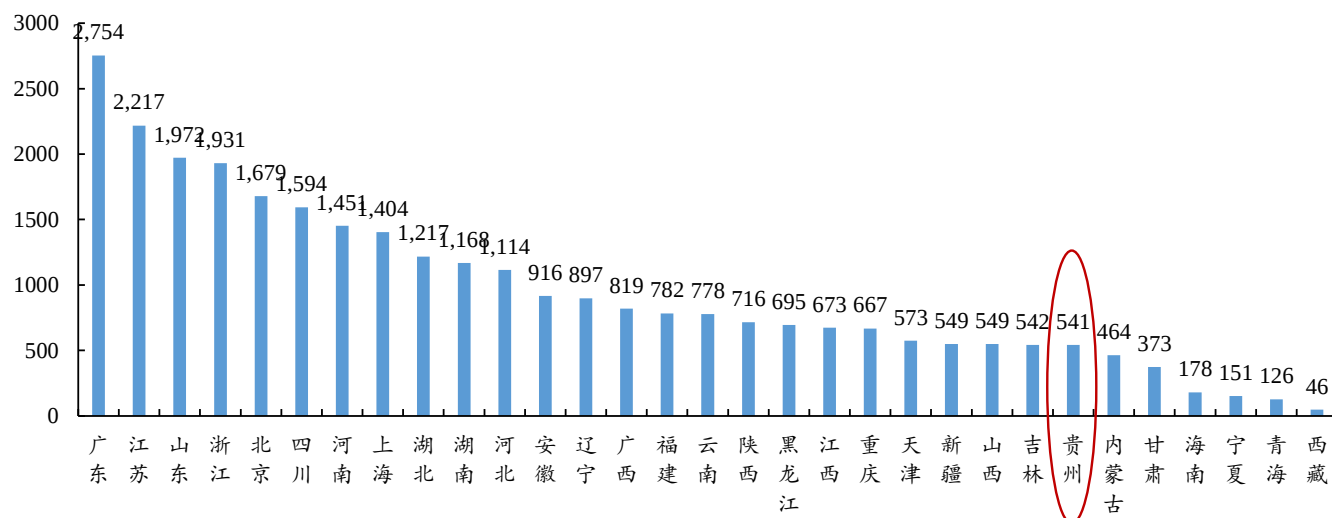
图表 6: 贵州省历年诊疗人次情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

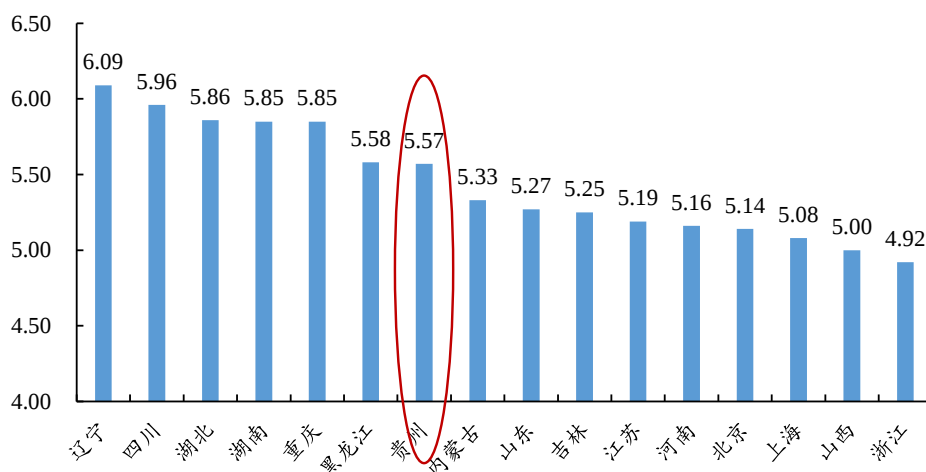
然而，贵州省医疗资源及医疗卫生收入体量因长期受制于当地经济发展等因素，目前在全国各省份中仍处于中下游水平。

图表 7: 全国主要省（市）2015 年医疗卫生机构总收入比较（亿元）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

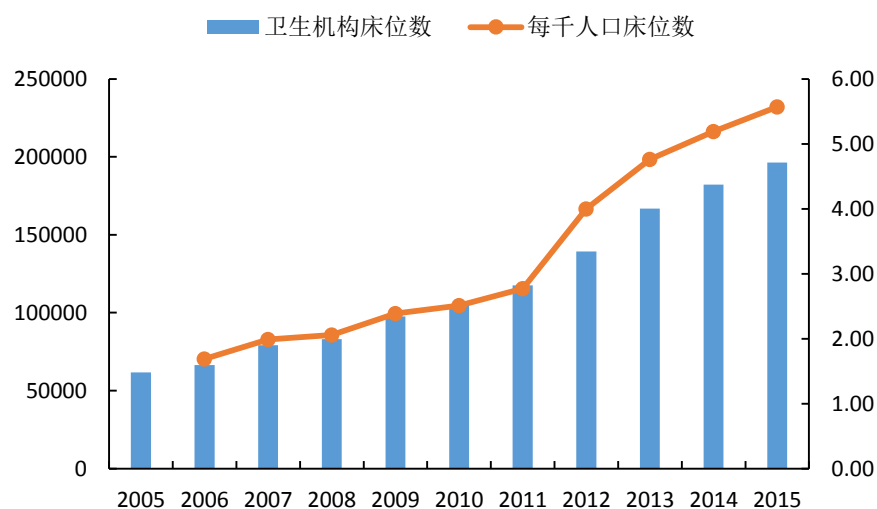
图表 8: 全国主要省（市）2015 年每千人口床位数比较（张）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

近年来，贵州省为深化医疗卫生体制改革、提升全省特别是基层地区医疗服务能力陆续发布相关政策。其中，黔南州人民政府在落实省政府发布的《关于大力推动医疗卫生事业改革发展的意见》的征求意见稿中提出，到 2017 年全州每千人口医疗卫生机构床位 5.6 张、县域内就诊率达 90%。全省加强医疗服务建设卓有成效，医疗卫生机构床位数和每千人口床位数两指标呈快速增长之势，2015 年全省卫生机构床位数达到 19.6 万张，每千人口床位数达到 5.57 张。

图表 9: 贵州历年床位数及每千人口床位数变化 (张)

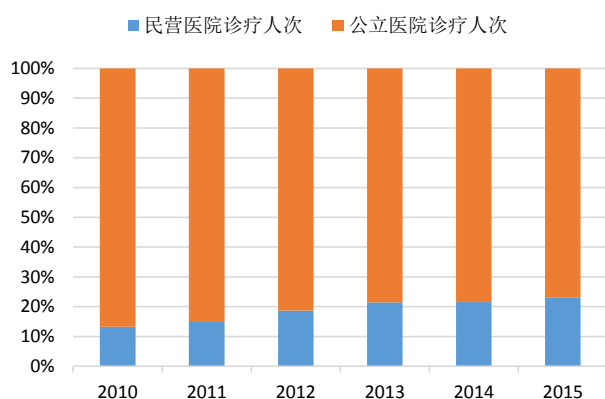


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 政策密集发布鼓励民营资本参与全省医疗服务建设

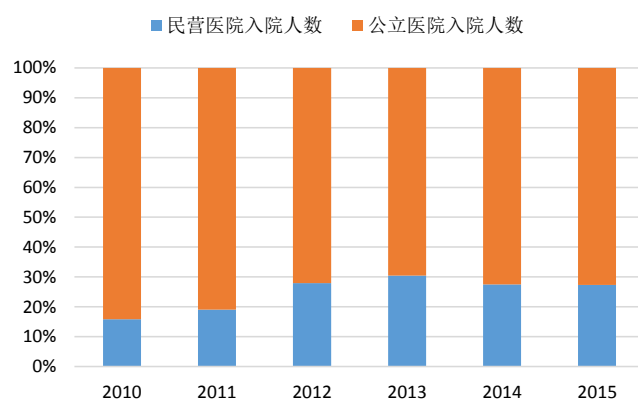
2015 年, 全省 1188 家医院中公立医院为 291 家, 民营医院占到 897 家; 民营医院诊疗人次和入院人数分别只有公立医院的 1/3 左右, 但两指标中民营医院占比均在逐年提升, 民营医院诊疗人次占贵州省总诊疗人次的比例由 2010 年的 13% 增至 2015 年的 23%, 民营医院入院人数占贵州省总入院人数的比例由 2010 年的 16% 增至 2015 年的 27%。

图表 10: 贵州省历年诊疗人次构成



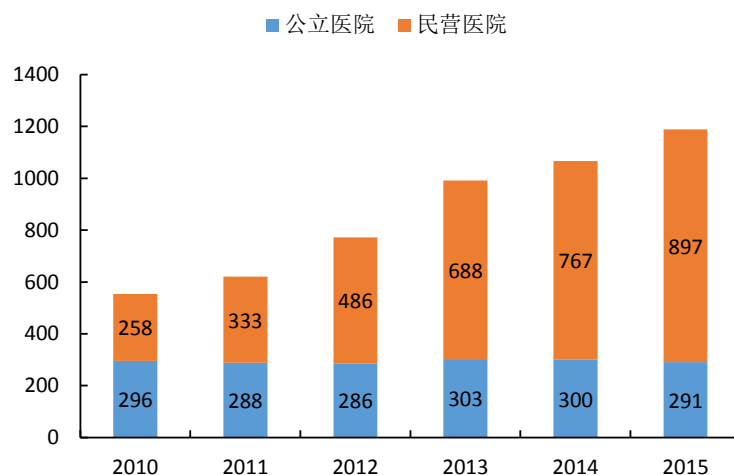
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 11: 贵州省历年入院人数构成



数据来源: wind, 东吴证券研究所

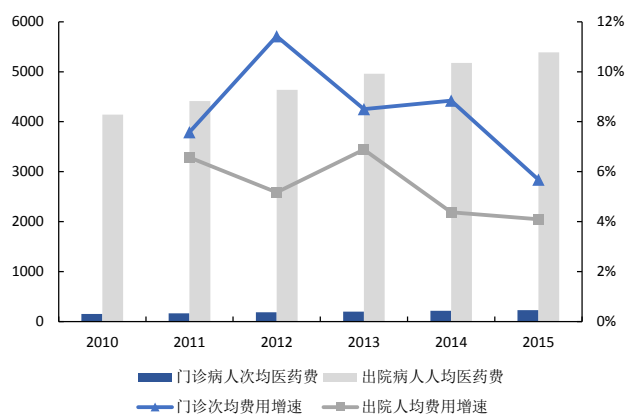
图表 12: 贵州历年医院数量及构成 (家)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

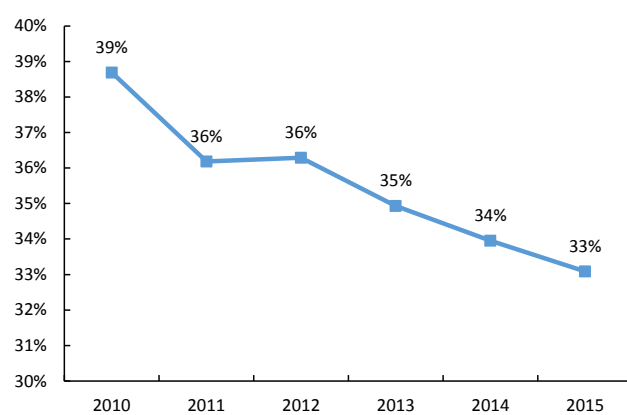
为响应国家新医改号召, 贵州省近年全面推开公立医院改革, 省卫计委相关文件中要求 2017 年全省公立医院医疗费用平均增幅控制在 10% 以下, 到 2017 年贵阳市等前 4 批 7 个纳入新医改市州的公立医院药占比总体下降到 30% 左右。我们认为贵州省较低的医疗服务发展水平、省政府提出的“十三五”期间医疗卫生服务发展目标及控制公立医院医药费用和药占比要求等一系列政策, 将更多的鼓励民营资本参与到贵州省医疗服务建设中。

图表 13: 贵州省历年门诊及住院平均费用变化 (元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 14: 贵州省历年药占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 15: 近年贵州省主要医疗服务政策

文件名	发布日期	发文单位	主要内容
贵州省关于大力推动医疗卫生事业改革发展的意见	2015/9/28	省人民政府	(1) 到 2020 年稳定实现农村贫困人口义务教育、基本医疗和住房安全有保障; (2) 实施健康扶贫工程, 对贫困人口参加新农合个人缴费部分由财政给予补贴

黔南州人民政府关于大力推动医疗卫生事业改革发展的实施意见（征求意见稿）	2016/1/8	黔南州卫计委	为全面落实贵州省关于大力推动医疗卫生事业改革发展的意见，(1)到 2017 年，全州每千人口医疗卫生机构床位 5.6 张；每千人口执业(助理)医师数 2.0 人，每万人口全科医生数 1.2 人。 (2)到 2017 年，新规划建设三级医院 4 所，建成 5 个省级重点专科。 (3)到 2017 年，全面推进县级公立医院综合改革，县域内就诊率达 90%。
贵州省深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务	2017/7/3	省人民政府办公厅	(1) 加强城市综合医院改革，合理控制公立综合性医院的数量和规模； (2) 加强县域内常见病、多发病相关专业科室以及紧缺专业临床专科建设； (3) 深入实施“基层医疗卫生服务能力三年提升计划”，全面提升县、乡、村三级基层医疗卫生机构疾病诊断等能力。
贵州省基层医疗卫生服务能力三年提升计划——县级医院服务能力实施方案(2016-2018)	2017/8/20	省卫计委	(1) 2017 年 50%以上的县级综合医院基本达到《县医院医疗服务能力基本标准》，2018 年 100%的县级医院分别达到上述相应类别医院的建设标准； (2) 2018 年 100%县级综合医院达到二级甲等综合医院标准，80%县级中医医院达到二级甲等中医医院标准，40%（户籍人口 40 万以上）县级综合医院达到三级综合医院建设标准。
贵州省关于全面推开公立医院综合改革的通知	2017/8/31	省卫计委	(1) 2017 年启动改革的毕节市、黔西南州，要全面落实公立医院综合改革的政策要求，并于 6 月 30 日前启动； (2) 2017 年全省公立医院医疗费用平均增幅控制在 10%以下，到 2017 年贵阳市等前 4 批 7 个纳入新医改市州的公立医院药占比总体下降到 30%左右。
贵州省“十三五”深化医药卫生体制改革规划（征求意见稿）	2017/11/24	省卫计委	(1) 在 2017 年实现分级诊疗政策体系逐步完善、现代医院管理制度和综合监管制度建设加快推进、全民医疗保障制度更加高效、药品生产流通使用政策进一步健全； (2) 到 2020 年，普遍建立比较完善的公共卫生服务体系和服务体系、比较健全的医疗保障体系、比较科学的医疗卫生机构管理体制和运行机制。

数据来源：各政府官网，东吴证券研究所整理

2.2. 旗下医院资质优良，肿瘤医院、白云医院看点颇多

2.2.1. 持续并购与扩张，旗下医院整体资质优良

公司目前旗下医院共计 8 家（众康医院尚在建设），另有 2 家医院尚在规划。公司旗下的 8 家医院中，三级及以上医院 3 家，其余均为二级及以上医院；其中 4 家医院为营利性医院。截止 2016 年报，公司下属医

院拥有床位数已超过 5000 张。

图表 16: 公司旗下医院概览

旗下医院	注册地	可使用床位数 (估计)	类型	营利性	并表情况/公司收入来源
肿瘤医院	贵阳市	1300	三甲专科	营利性	收入、利润全并
白云医院	贵阳市	1000	三级综合	非营利性	只并收入、不并利润
乌当医院	贵阳市	502	三级综合	非营利性	尚未并表
安顺医院	安顺市	300	二甲综合	营利性	收入、利润全并
朝阳医院	仁怀市	220	二级综合	营利性	收入、利润全并
道真县中医院	遵义市	267	二甲专科	非营利性	收取医院管理费
六枝博大医院	六盘水市	设置床位 415 张	二甲综合	非营利性	2016 年报披露投资建设完毕
众康医院	凯里市	260	二级综合	营利性	截至 2017 半年报投资建设进度 49.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司积极推进旗下新医院建设和老医院扩张。根据 2017 半年报披露, 白云医院二期工程已于 2017 年 5 月投入试运营, 肿瘤医院三期工程、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼尚在设备的安装调试阶段, 后续将陆续投入营运。若上述项目建设完毕并投入运营, 我们预计将为公司带来 1800 张床位增量。

图表 17: 公司的医院建设项目及进度 (万元)

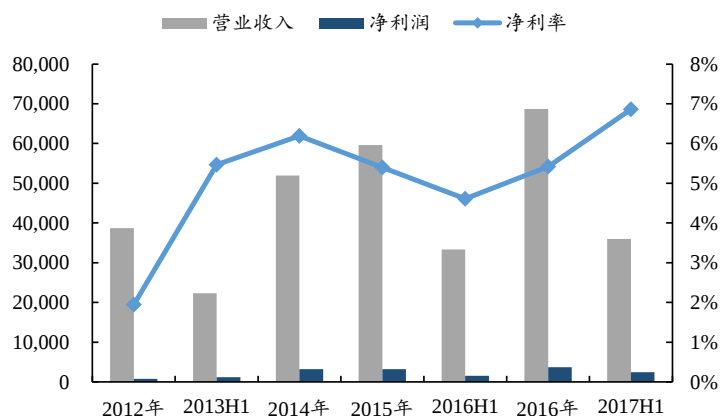
医院项目	实际投入金额			截至 2017H 累计投入金额	截至 2017H 投资进度
	2015	2016	2017H		
白云医院二期建设工程	10883.7	10883.7	7512.6	30221.3	100%
白云医院三期建设工程	59.3	59.3	4.1	1384.4	10%
肿瘤医院三期综合大楼工程	3405.7	3405.7	1544.5	15991.6	75%
旗下医院	拟募投资金总额	实际投入金额			截至 2017H 投资进度
		2015	2016	2017H	
六枝博大医院	4731	4,427.15	305	0	100%
众康医院	20081	9,000	1,000	0	49.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.2. 肿瘤医院三期进入尾声，白云医院二期已投入试运营

肿瘤医院为公司持股 77.9% 的控股子公司，是公司与贵医附院合资成立的营利性三级甲等医院，也是贵州省唯一一所三甲肿瘤专科医院。肿瘤医院 2014 年纳入合并报表，2016 年收入达到 6.87 亿元，2012-2016 年收入复合增长 15.4%，2016 年肿瘤医院的净利润达到 3721 万元。公司加强对肿瘤医院的经营、管理整合力度，肿瘤医院的净利率自 2016 上半年开始逐步提升，2016H、2016 年、2017H 净利率分别为 4.6%、5.4%、6.9%。另外，根据我们调研，肿瘤医院三期建设已接近尾声，预计 18 年上半年可投入使用，预计将带来 500 张病床，明年肿瘤医院业绩高增长可期。

图表 18: 肿瘤医院盈利能力逐步提升（万元）

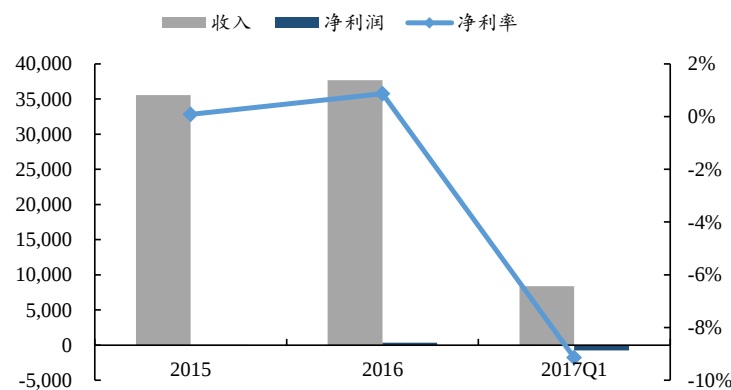


数据来源: wind, 东吴证券研究所

乌当医院是由赤天化集团、肿瘤医院和贵州东山创立投资发展公司共同投资设立的事业单位法人。科开医药通过肿瘤医院持有乌当医院 45% 的股权，为三级综合非营利性医院。乌当医院于 2013 年 10 月开始营业，目前尚未并表，2016 年其营收和净利润分别为 16,086.31 万元、988.22 万元。

公司（科开医药）旗下另一三级综合非营利性医院——白云医院，2016 年收入为 37674.92 万元，净利润达 325.64 万元。目前，白云医院利润尚未并表，其二期建设工程已于 2017 年 5 月投入试运营。

图表 19: 白云医院历年收入、净利润（万元）

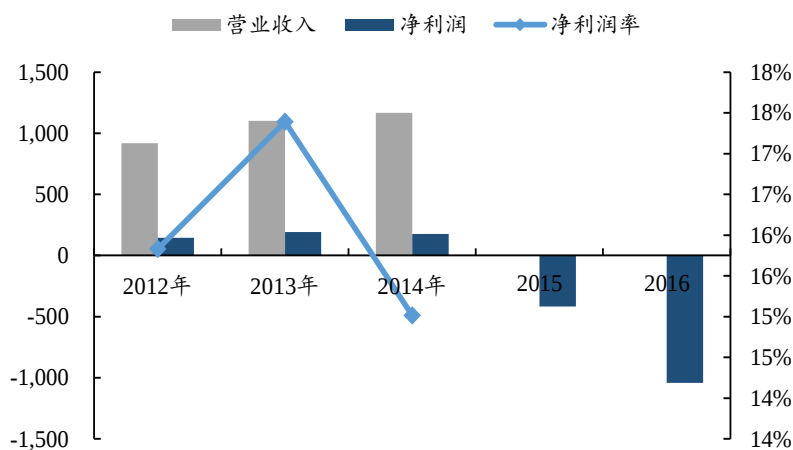


数据来源: wind, 东吴证券研究所

安顺医院为科开医药控股子公司，是科开医药与孟楠合资成立的营利性二甲综合医院，核定床位 300 张。根据年报披露的当期少数股东损益，我们预计 2016 年安顺医院净利润为 43.3 万元。

朝阳医院是目前仁怀市内规模最大一家的二级民营医院（2017 上半年由一级医院升级而来），拥有社保、新农合定点医疗机构、职业病防治及体检资格，一期开放床位 220 张。由于并购整合及新朝阳医院建设等费用摊销，2016 年朝阳医院净利润-1042 万元，未来朝阳医院业绩释放空间大。

图表 20：朝阳医院历年收入、净利润（万元）



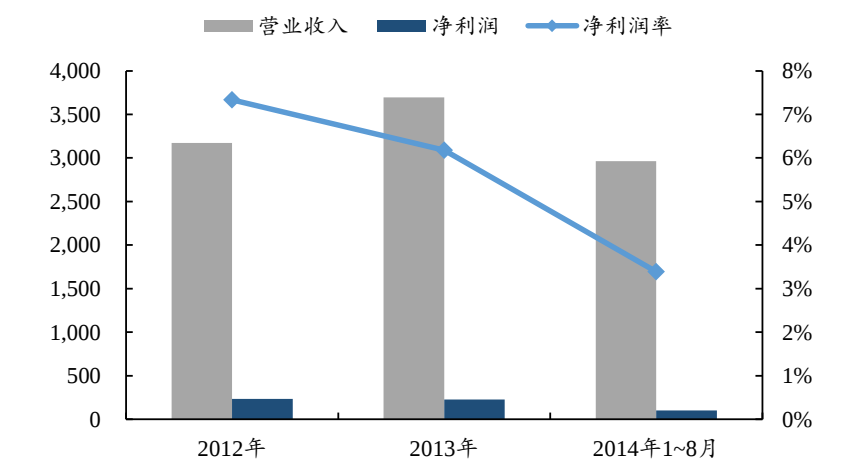
数据来源：wind，东吴证券研究所

博大医院于 2011 年 9 月 16 日成立，是六枝特区人民政府的招商引资项目，按照二级甲等综合医院设计，设计床位数 415 张。2013 年 9 月 12 日，博大医院取得了六盘水市《设置医疗机构批准书》。2015 年 2 月 4 日，其变更为自然人（梁斌）独资有限责任公司。2016 年底，该项目已投资建设完毕，累积投入 4730.67 万元，预计 2017 年将对公司业绩有增厚作用。

众康医院由公司于 2015 年 3 月新设建立。截至目前，众康医院投资建设进度 49.8%，项目拟募投资金总额 20081.3 万元。众康医院地处贵州省凯里市经济开发区，区域内尚未有二级以上医院。众康依托贵医二附院的肿瘤科发展，由二附院提供技术专业支持并租借其门诊大楼使用。

2014 年 10 月，公司投资 1.2 亿元实际控制道真县中医院，道真中医院为遵义市二甲专科中医院，目前医院性质仍为非营利性，公司向其收取托管费用。

图表 21: 道真县中医院历年收入、净利润 (万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.3. “贵医云”+“遵医云”，互联网医疗蓬勃发展

2015 年 4 月，公司收购贵州天医药方健康云服务有限公司 70% 的股权，并出资对贵州天医药方进行增资扩股，共计出资 700 万元。随后，公司以天医药方为主体、运用互联网和云计算技术建立了以贵医附院及公司下属医院为核心的互联网医院平台“贵医云”。公司旗下肿瘤医院、白云医院、乌当医院、安顺医院等为先导陆续上线，提供手机咨询、社区卫生服务中心终端连接、药店在线咨询、乡村卫生院远程诊断指导四个服务渠道，初步形成集医生、药师、患者、数据、服务为一体的云端医疗联合体。

2016 年，公司继续积极推进“互联网+大健康”战略，加强与遵义市政府的合作，子公司信邦富顿充分依托遵医附院的医疗技术、渠道、品牌资源，与遵医附院共建“遵医云医院”。不仅延伸了医疗服务范围，实现了线上线下的全面医疗布局，而且进一步巩固了公司医药、医疗、流通的全产业链优势。

3. 贵州医药流通龙头体外市场稳步扩张，省内新标、遵义协议亟待放量

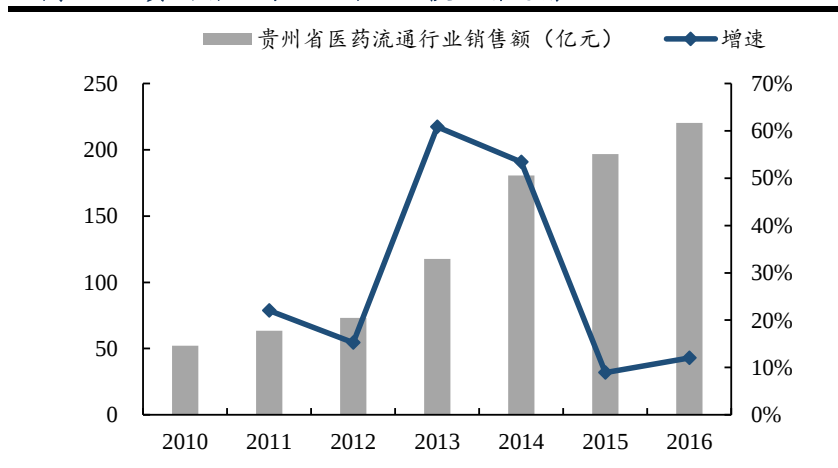
3.1. 贵州省医药流通市场近三年 23% 复合增长，信邦龙头地位显著，享规模融资及两票制政策利好

3.1.1. 贵州省医药流通增速快，信邦以 14% 市占率排名第一

贵州省作为我国西南区腹地，医药资源丰富，然而受当地历史经济等多方面因素影响，目前医药流通行业规模尚低、与其他省市相比未来行业增长潜力大。根据商务部发布的《2016 年医药流通行业运行统计分析报告》，2016 年全国医药商品销售总额为 1.84 万亿，而贵州省仅以 220.3 亿水平在全国 31 个省中排名第 24 位。纵观贵州历年医药流通行业发展，

2013-2016 年全省医药流通规模实现快速增长，CAGR 超过 23%。

图表 22: 贵州省医药流通行业规模及增速情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

贵州省大型医药流通企业主要有信邦制药（主要系科开）、重庆医药（主要系在贵州的子公司贵州省医药集团公司）、贵州康心药业和国控贵州公司，其中信邦以 30.3 亿流通收入在贵州医药流通市占率排名第一，达到 14%，其余三家公司市占率分别为 9%、8%、8%。

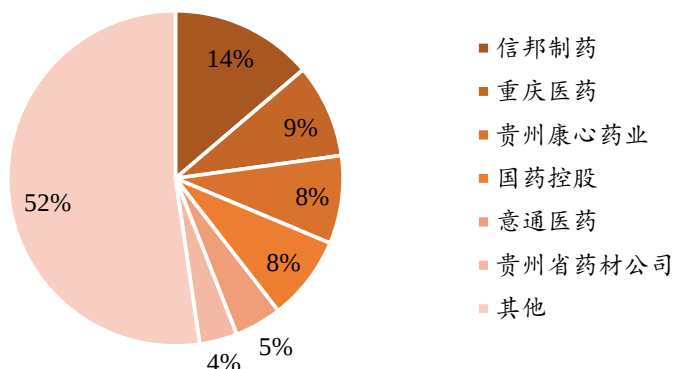
图表 23: 贵州省主要医药流通公司（仅指医药批发企业）情况

公司名称	贵州省商业子公司	注册地（市）	医药批发业务规模（亿）
信邦制药	科开医药及旗下流通子公司、信邦药业	贵州、遵义、黔东南、黔南、铜仁、毕节等多地市	30.3
重庆医药	贵州省医药（集团）有限责任公司及旗下 3 家子公司	贵阳市	19.9
贵州康心药业	贵州康心药业	贵阳市	18.7
国药控股	国药控股贵州有限公司及旗下 6 家子公司	贵阳、安顺、遵义、铜仁、黔东南、黔南、黔东南	2015 年营收超过 15 亿元
意通医药	贵州意通医药、遵义意通医药	贵阳、遵义	10 亿+
贵州省药材公司	贵州省药材公司	贵阳市	7 亿左右
同济堂	贵州同济堂药品配送有限公司	贵阳市	-
上海医药	上药遵义有限公司	遵义市	-

数据来源: 贵州省食药监局、各公司官网、公司公告, 东吴证券研究所

注: 无特殊说明上述收入规模专指 2016 年

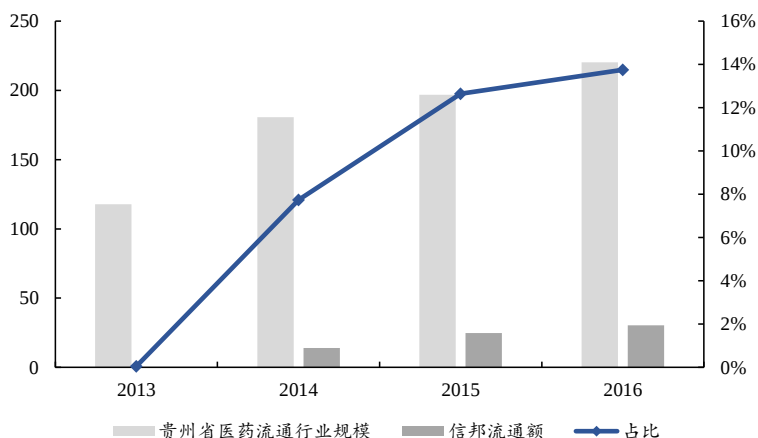
图表 24: 贵州省医药流通市场分布



数据来源: 各公司官网、公司公告、产业调研, 东吴证券研究所
注: 国控、意通和省药材公司收入规模为根据公司公开信息及产业调研结果估算

自 2013 年信邦收购科开后 (2014 年完成并表), 不仅极大增厚公司流通业务体量, 而且与公司原有流通体系在业务类型、配送地域等方面产生较大协同效应, 实现了强强联合。随后, 公司抓住贵州医药流通市场整合机遇, 陆续并购盛远医药、卓大医药、控股中康泽爱和信达利两家专业公司, 实现了省内流通份额的不断提升。整合协同发展下, 公司在贵州省医药流通市场占比从 2014 年的 7.7% 迅速增长至 2016 年的 13.8%。

图表 25: 公司在贵州省医药流通市场占比逐年提升



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 两票制新政下, 整合空间大、整合能力强的医药流通企业享政策利好

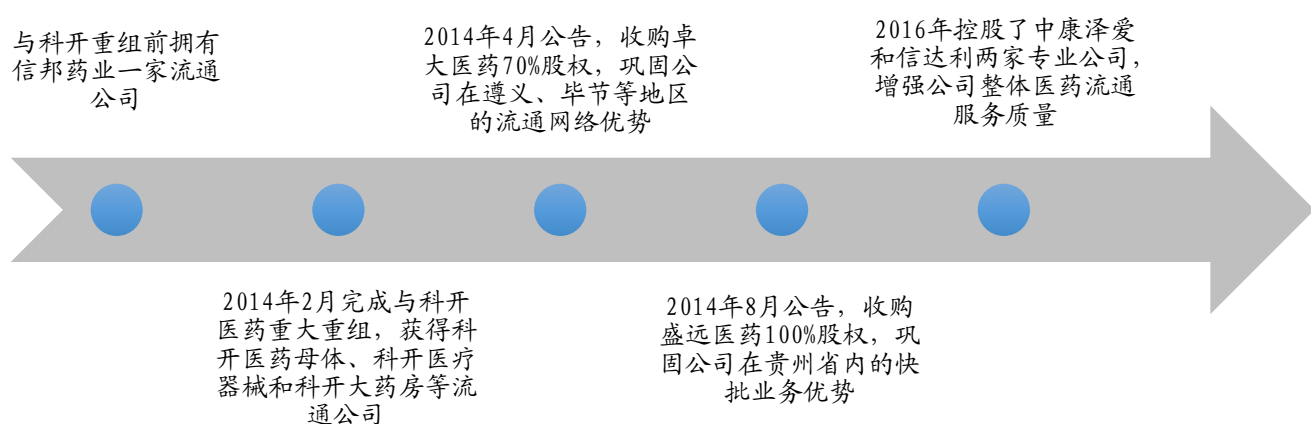
截至目前, 贵州省食药监局官方网站上登记在册的医药批发企业共计 196 家, 除去上述图表 24 中的前 6 家公司, 其余 190 家企业的年平均流通额仅 6000 万元左右, 单个医药批发企业流通规模尚小。由此可见, 贵州省医药流通市场整合空间较大。

两票制政策背景下，区域流通龙头企业有望享受集中度提升带来的市场扩张。今年2月9号，国办下发医药行业纲领性重磅政策——13号文，其中明确规定了综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，并争取到2018年在全国推开。目前贵州省9市/州中仅毕节市、黔西南州2个市/州尚未纳入全国医改试点城市，因此为积极落实国家综合医改方案，贵州省于7月28号由省政府办公厅印发《贵州省进一步改革完善药品生产流通使用政策实施方案的通知》，规定全省全面执行“两票制”。

- 全省公立医疗机构药品采购执行“两票制”，执行时间最迟不得超过省级新一轮药品集中招标采购目录执行时间。《贵州省深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》中明确要求全省应在9月底前完成新一轮药品公开招标，虽然目前省医药集中采购平台尚未公布新一轮药品招标公告，但我们认为新标将会随着相关工作的推进逐步展开。
- 另一方面，结合偏远地区实际配送情况，贵州的执行方案中规定特别偏远、交通不便的乡（镇）、村医疗机构配送药品，允许药品流通企业在“两票制”的基础上再开一次药品购销发票。并在10月25日，由省体改处印发了《贵州省药品集中采购偏远乡镇名单》。

两票制在合规性及配送、资金能力方面对中小型医药流通企业提出了更高要求，两票制全面推行下，中小型流通企业寻找大商业靠拢成为更合理的发展选择，因此对省内商业龙头企业面临较大的并购整合机遇。从贵州省统计局发布的统计年鉴可以看到，2014年全省法人批发企业达到2007家，而目前已缩减至196家。我们认为，在此机遇下医药流通业务规模/区域占比有较大提升空间且拥有较强整合能力的公司将有更大可能性把握住此番行业整合机遇，而信邦的医药流通业务全省占比仅14%、规模仅30亿元，同时公司拥有多家流通子公司的整合经验，因此公司面临良好的整合机遇。

图表 26：公司流通板块发展历程



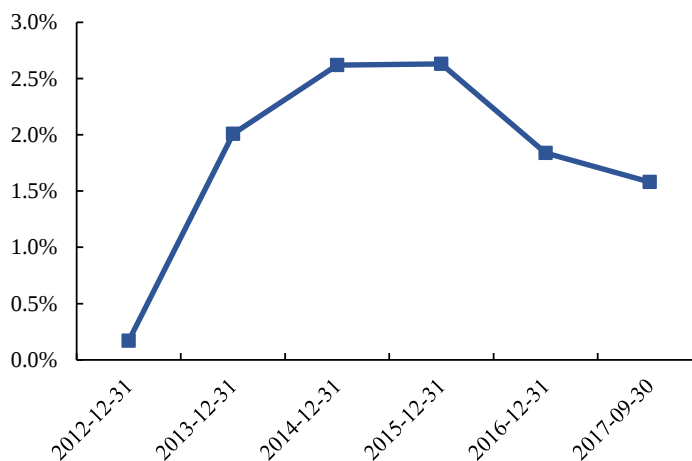
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.3. 2017 年公司债（第一期）发行完毕，进一步提升融资能力

随着公司资产规模及盈利能力的提升，2016 年公司获得了主体和债券信用等级均为 AA 级的信用评级，具备了发行公司债的资格。2016 年 12 月，公司发行公司债申请获证监会核准，本次募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金及偿还金融机构借款本息。截至目前，公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的发行工作已结束，本次公司债实际发行规模为 3 亿元，最终票面利率为 6.18%。

鉴于医院及终端药店存在一定账期问题，通常医院的回款周期要高于药店，因此医药流通企业日常经营所需流动资金规模大，如何能够持续融资成为流通企业发展壮大面临的首要问题。信邦去年获得 AA 级信用评级并具备发行公司债资格，使得公司能够通过发行公司债较大规模融资，且无需考虑发行股票股权稀释问题。公司财务费用率上，从 2013 年重组科开后有了较大增加，达到 2.5%以上水平，但自 2016 年至今年三季度，公司财务费用率逐步下降，已接近 1.5%水平。

图表 27: 公司历年财务费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 贵州新标、体外医院扩张、遵义协议，多因素促业绩释放

3.2.1. 高值耗材、二类苗新标已开，药品招标可期

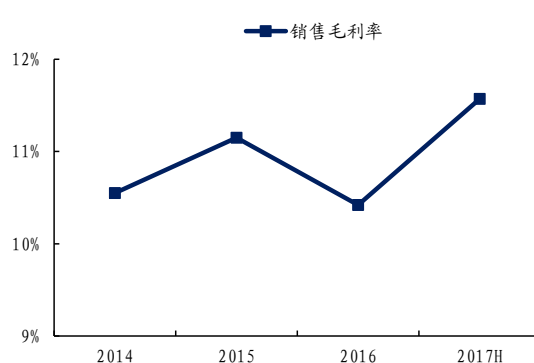
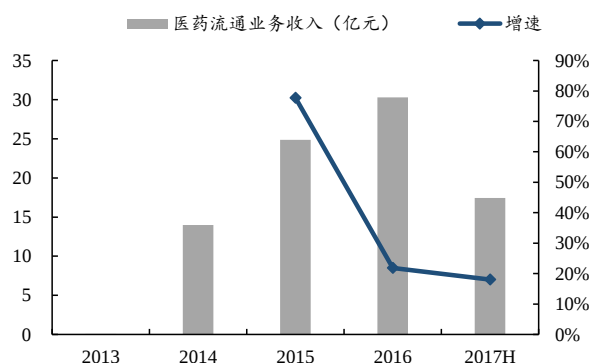
根据省政府办公厅下发的《贵州省深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》，其中明确要求 9 月底前，全省实施高值医用耗材网上阳光采购，完成新一轮药品公开招标。截至目前，省药品集中采购平台已公布了 2017 年新一轮高值耗材阳光采购和二类苗集中采购的公告，同时我们认为贵州新一轮药品招标工作也会随着国家新版医保目录在各省的陆续落地而逐步展开。由此我们判断，2017 年省内新标的展开将为信邦的医药流通配送业务注入新的动力，信邦作为省内商业龙头有望进一步借助新标实现医药流通业务的快速增长。

2016 年，信邦实现医药流通收入 30.3 亿元，同比增长 22%，2017 上半年此业务达到 17.45 亿元，同比增速 18%，我们认为新标开展后增速

有望得到提升。公司医药流通业务毛利率历年保持在 10.5%-11.5% 水平，2017 年公司优化业务结构，半年报较 2016 全年提升 1.15 个百分点。

图表 28: 公司医药流通板块收入情况 (亿元)

图表 29: 公司医药流通板块毛利率情况



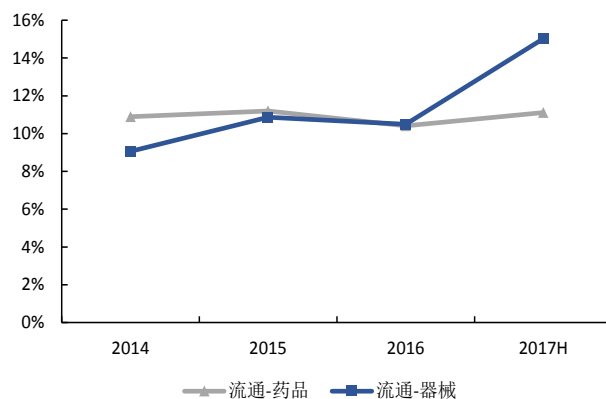
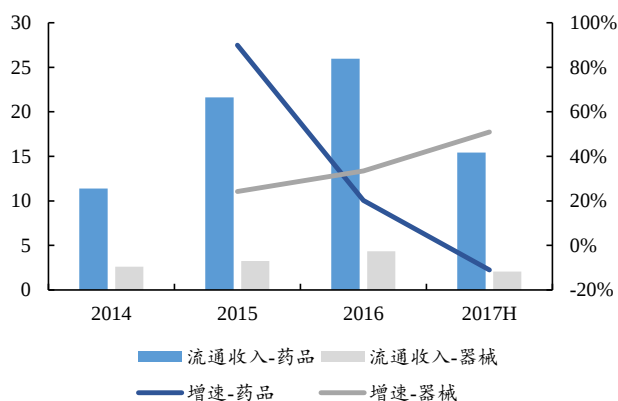
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

医药流通分子板块看, 公司器械流通业务收入增速逐年攀升, 2016 年达到 4.3 亿规模, 同比 33%, 同时毛利率稳中有升。另一块药品流通业务受招标降价及“两票制”等政策影响, 近年收入增速有所回落, 然而公司作为贵州省商业龙头药品流通业务 2016 年亦实现了 20% 的增长, 且毛利率水平基本保持稳定。

图表 30: 公司流通板块分产品收入情况 (亿元)

图表 31: 公司流通板块分产品毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 关联交易占比逐步下降, 体外终端扩张积极推进

公司通过依托自有医院、合作医院和托管药房, 医药流通业务实现了快速增长。公司除向子公司肿瘤医院的股东贵州医科大学附属医院 (以下简称“贵医附院”, 属关联方) 和旗下医院乌当医院提供长期医药流通配送服务外, 还向贵医二附院、黔南州人民医院等多家贵医大附属医院提供医药服务。自有/合作医院不仅能够成为公司流通业务收入的稳定来源, 而且作为贵医大相关附属医院, 其分布范围广、当地口碑佳, 有助于提升公司的影响力和协同发展能力。

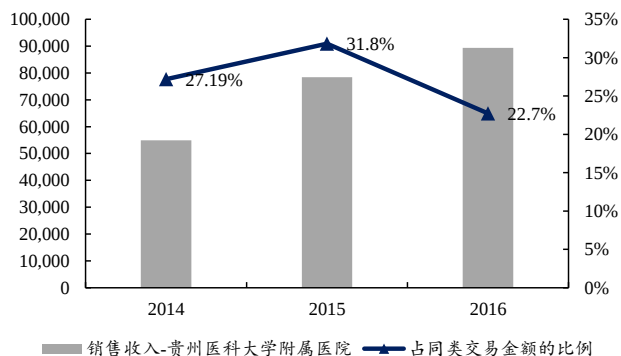
图表 32: 公司流通业务依托自有/合作医院举例

医院名称	地理位置	类型	关系	2016 年销售额 (亿元)	占公司当年收入比例
贵州医科大学附属医院	贵阳市	三甲	子公司肿瘤医院的股东, 贵医大直属附属医院	8.94	17.39%
黔南布依族苗族自治州人民医院	黔南州州府都匀市	三甲	贵医大非直属附属医院	1.92	3.72%
贵州医科大学第二附属医院	黔东南州州府凯里市	三甲	贵医大直属附属医院	1.86	3.61%
贵州医科大学附属乌当医院	贵阳市	三级	公司控股医院, 贵医大直属附属医院	0.52	1.02%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

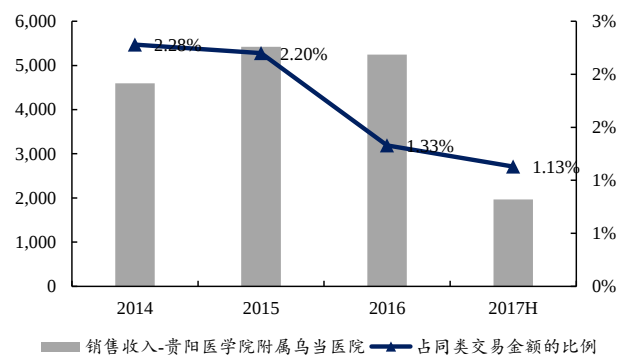
公司向旗下/合作医院（以下合称“关联方”）销售比例逐步下降，即公司向无关联关系的终端销售比例在不断提升，体外客户稳步扩张。从公司年报披露情况看，公司销售商品及提供劳务的关联方主要包括贵州医科大学附属医院和贵州医科大学附属乌当医院，单就销售商品收入来说，公司 2015 年向两医院的销售收入分别为 7.84 亿元和 0.54 亿元，占公司同类交易金额（主要为流通业务收入）的 31.8% 和 2.20%，而这一比例在 2016 年分别下降为 22.7% 和 1.33%，即体内流通收入比例在逐步下降，而公司近年的体外配送扩张卓有成效。

图表 33: 公司向自体医院-贵医附院的销售情况（万元）



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 34: 公司向自体医院-乌当医院的销售情况（万元）



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

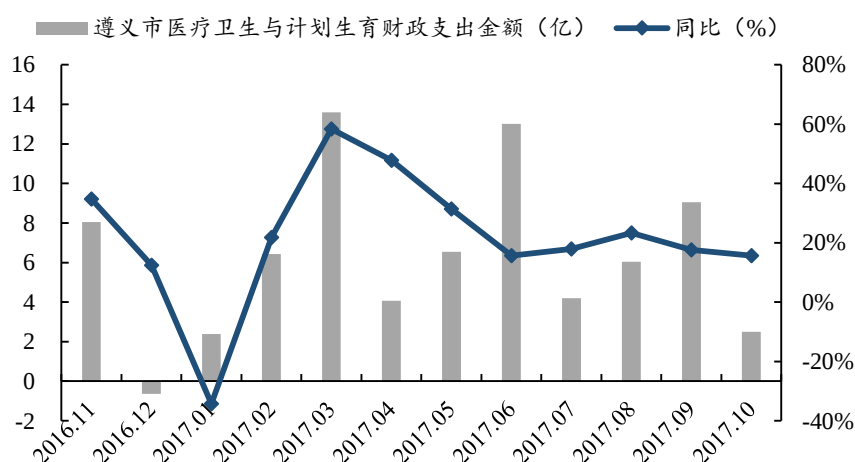
3.2.3. 遵义协议运行至第二年，遵义市场超 26 亿规模

2016 年 2 月，公司与遵义市政府签订了战略合作框架协议，双方在医疗改革、医药配送等领域展开合作。协议约定公司将子公司卓大医药由贵阳市搬迁至遵义市，同时采取增资扩股的方式吸收遵义旅游开发投资有限公司（该公司由遵义市政府 100% 控股）共同经营卓大医药，双方增资后卓大医药的注册资本将达到 1 亿元。另外，公司承诺投资不少

于 7 亿元在遵义投资建设药品物流配送中心，2 年内建成并投入使用。对改制后的卓大医药，遵义市政府将大力支持其参与全市公立医院药品(含医疗耗材)的集中配送业务。

根据遵义市统计局发布的统计年鉴，2016 年全市医疗卫生与计划生育财政支出共计达到 66.02 亿元，同时 2017 年 1-10 月这一数字已达到 67.79 亿元，同比增长 15.6%。按照 15% 的增长速度，我们预计 2017 年全市医疗卫生支出为 76 亿元（不包含自费金额，若加上这一数字会更大）。遵义作为医改试点城市，若按全市医疗卫生支出*35% 的药占比计算，2017 年遵义市医药流通市场规模在 26 亿元以上，未来卓大医药在逐步落实各大医院谈判后有望进一步扩大在遵义市场的医药流通份额，增厚公司业绩。

图表 35：遵义市医疗卫生与计划生育财政支出金额情况



数据来源：遵义市统计局，东吴证券研究所

图表 36：遵义市在册药品批发企业

序号	企业名称	许可证号	经营方式
1	遵义市兴民医药有限公司	黔 AA8520029	药品批发
2	遵义医药有限公司	黔 AA8520081	药品批发
3	遵义济世药品配送有限公司	黔 AA8520082	药品批发
4	遵义同泰中西药有限责任公司	黔 AA8520085	药品批发
5	遵义市意通医药有限责任公司	黔 AA8520086	药品批发
6	上药遵义有限公司	黔 AA8520089	药品批发
7	遵义康诚医药有限公司	黔 AA8520090	药品批发
8	国药控股遵义有限公司	黔 AA8520270	药品批发

数据来源：贵州省食药监局，东吴证券研究所

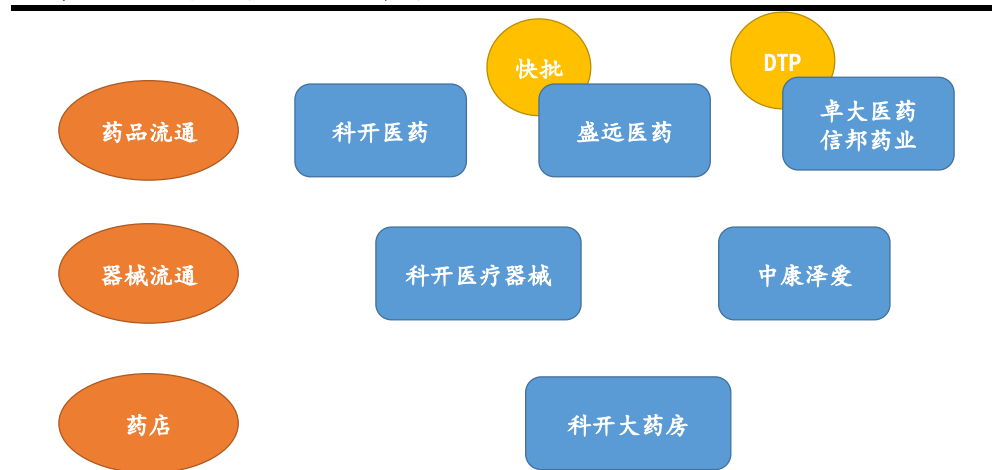
3.3. 公司流通网络发达，业务丰富全面，多家子公司经营效率提升

3.3.1. 医药流通业务丰富全面，基本覆盖贵州各市州

公司医药流通板块在与科开医药重组前仅包括信邦制药 1 家子公司，

2013年5月，公司启动与科开医药的重大资产重组工作，并于2014年2月顺利获得审批通过，纳入了科开医药、科开医疗器械和科开大药房等商业子公司。随后2014年期间，公司陆续收购卓大医药70%股权、盛远医药100%股权，巩固在贵州全省范围内的网络优势。去年，公司控股了中康泽爱、信达利两家专业医药商业公司，进一步丰富了医药流通业务种类和专业水平。目前，公司已形成以科开系列商业公司、信邦药业、卓大医药为主的三大配送体系，配送网络覆盖贵阳、遵义、黔东南、黔南、铜仁、毕节等贵州省多个区域，省内医药流通优势地位不断巩固。

图表 37: 公司医药流通板块布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 38: 公司医药流通业务覆盖范围



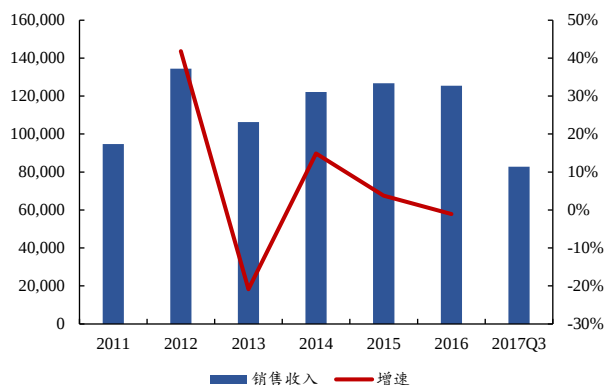
数据来源：百度图片，东吴证券研究所

3.3.2. 科开流通体系以贵阳为核心辐射全省，盈利能力逐步提升

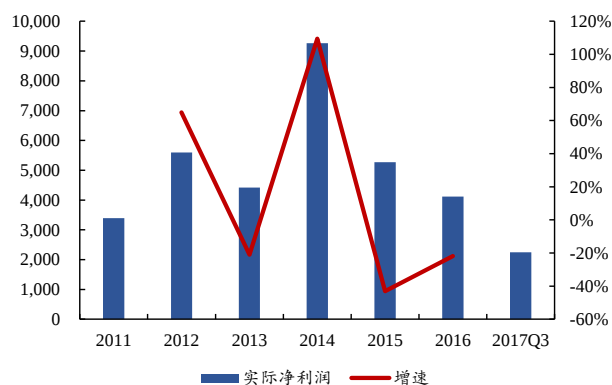
科开医药的前身贵州医科大学附属医院药品销售部设立于1995年，2002年经贵州省卫生厅批复整体改制为股份有限公司。科开医药是省内

实力强劲的医药流通企业，旗下拥有药品零售子公司、器械流通子公司和 8 家医院，另有 2 家医院在建。科开医药依托自有医院、贵州医科大学多家附属/合作医院和公司托管院内药房，医药流通业务实现了快速增长，目前已形成以贵阳市为核心辐射贵州全省的医疗流通服务网络和完善的医药医疗协同运营模式。2016 年科开医药收入达到 12.5 亿元，净利润超过 4000 万元，净利率近年维持在 3% 以上。

图表 39: 科开医药历年收入情况 (万元)



图表 40: 科开医药历年净利润情况 (万元)



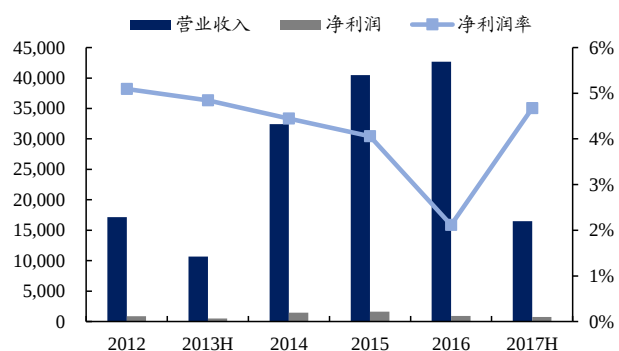
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

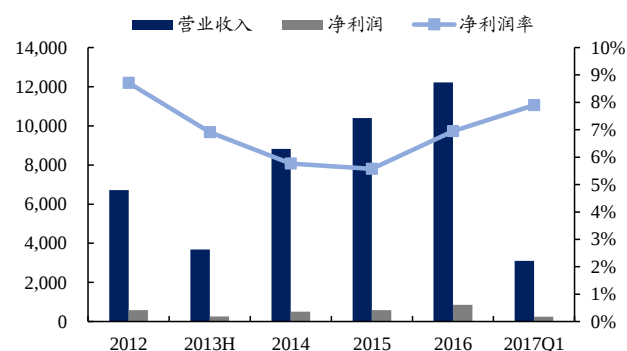
流通子公司整合效率不断提升。2013 年公司与科开医药重大资产重组时, 科开旗下含有两家全资商业子公司, 分别为科开医疗器械和科开大药房。科开医疗器械主要负责医疗器械及耗材的配送, 2016 年实现收入 4.27 亿元, 净利润 903 万元, 净利率由于耗材招标降价等行业政策因素较长期以来的 4% 以上水平有所下降。随着行业不利因素逐渐出清, 科开医疗器械 2017 年净利润出现恢复式增长, 2017 上半年实现收入 1.65 亿元, 净利润 771 万元, 净利率水平提升至 4.7%。

另一全资子公司科开大药房经过 14、15 近两年的整合期后, 近两年净利润水平亦不断攀升,2016 年实现净利润 849 万元, 同比增长 46.4%, 净利率也由 2015 年的 5.6% 增至 6.9% 水平, 2017Q1 净利率水平已达到 7.9%。

图表 41: 科开医疗器械收入、利润情况 (万元)



图表 42: 科开大药房收入、利润情况 (万元)



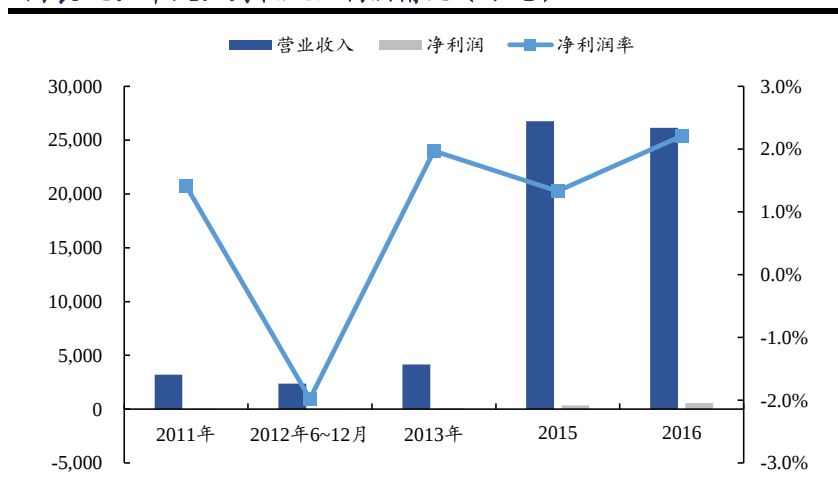
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3.3. 卓大医药贵阳以外地区配送能力强，盈利能力有待提升

2014 年 4 月，科开医药以自有资金 2065 万元对卓大医药进行增资扩股，增资后科开医药取得卓大医药 70% 的股权。卓大医药是一家实力较强的医药流通企业，在贵州省遵义地区、毕节地区、黔南、黔东南地区有较好的资源与基础。增资扩股后，科开医药的医药流通网络得以扩展至遵义、毕节等贵阳市以外的全省各地，同时也增强了科开医药对上游企业的议价能力，进一步巩固了科开在贵州省的医药流通龙头企业。然而，卓大医药无论从净利润体量还是利润率方面仍有较大提升空间，2016 年卓大医药净利润仅 577 万元规模，净利率仅 2.2%，与科开医药及其他流通子公司的净利率水平相比尚有较大增长潜力。

图表 43: 卓大医药收入、利润情况 (万元)

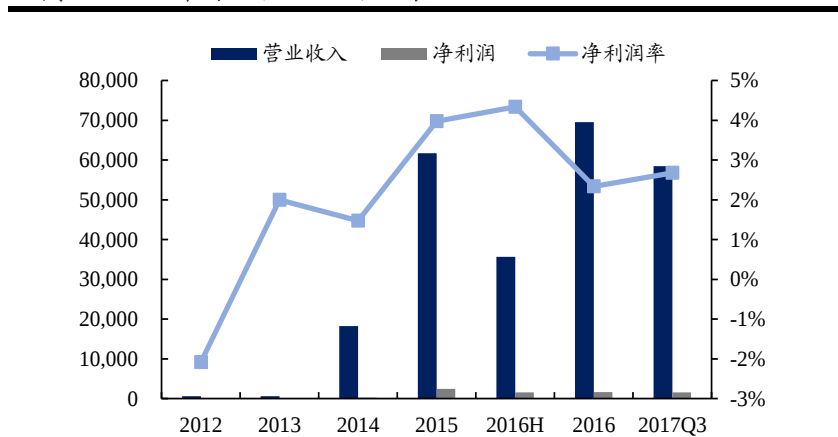


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3.4. 信邦药业 DTP 业务发达，利润率高

信邦药业为公司与科开重组前便拥有的流通子公司，主要负责公司在贵州省的医院药房配送业务。2016 年，信邦药业的收入为 6.95 亿元，净利润 1624 万元，净利率仅为 2.3%。而 2017 年信邦药业的盈利水平有所提高，截至 2017Q3 其收入达到 5.85 亿元，净利润为 1563 万元，净利率提升到 2.7% 水平。

图表 44: 信邦药业收入、利润情况 (万元)



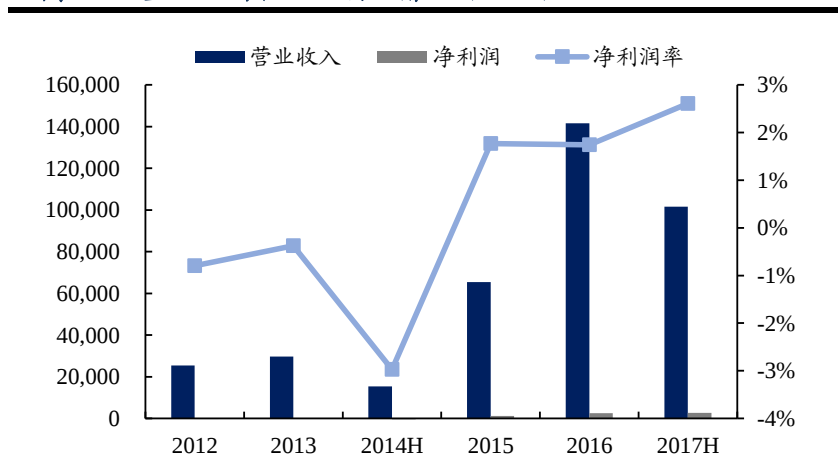
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3.5. 盛远医药负责快批逐步扭亏，控股两流通公司提升专业能力

科开医药于 2014 年 8 月收购盛远医药 100% 股权，盛远医药主要负责集团的快批业务，2016 年收入为 14.2 亿元，净利润为 2468 万元。盛远医药业务覆盖贵州省各地及部分省外地区，并购整合后与科开的协同效应显著，收购前（2012 年、2013 年）的亏损状态得到扭转，净利率不断提升，2015 年、2016 年、2017 上半年的净利率分别达到 1.8%、1.7% 和 2.6% 水平。

2016 年 8 月盛远医药新设流通子公司信达利，10 月增资扩股收购中康泽爱 51% 股权，两公司均为医药流通专业公司。中康泽爱经营团队在医药流通行业拥有丰富的经营管理经验，与国际知名医疗器械供应商保持良好的业务关系，与下游终端在生殖遗传医学、造血干细胞移植等领域的医疗器械配送业务有着长期的合作关系。本次投资有利于公司进一步完善医药流通配送网络建设，扩大覆盖面，丰富医疗器械的业务品种，满足终端的个性化需求。

图表 45: 盛远医药收入、利润情况（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 中肽生化看点颇多，带动医药工业板块增长

工业板块，公司主营中药口服固体制剂，目前公司拥有 17 个国家基药目录品种，其中包括主打品种：益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊。拥有 21 个国家医保目录品种，其中贞芪扶正胶囊为医保甲类，关节克痹丸为公司独家品种。

图表 46: 公司主要品种及竞争格局

药品名称	国家医保目录	国家基药目录	上市同品规格数量 (个)	除公司外上市品种所属企业
贞芪扶正胶囊	甲类	是	3	甘肃兰药药业有限公司、甘肃扶正药业科技股份有限公司
益心舒胶囊	乙类	是	独家剂型	-
脉血康胶囊	乙类	是	2	重庆多普泰制药有限公司
六味安消胶囊	乙类	是	3	江西博士达药业有限责任公司、江西

银涛药业有限公司

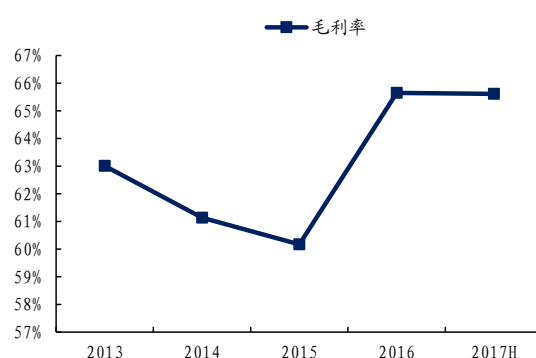
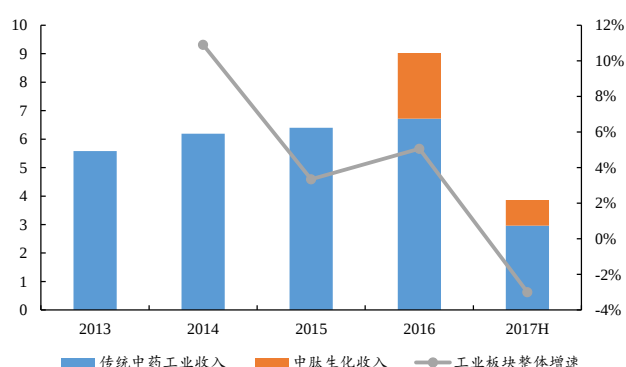
关节克痹丸	乙类	否	独家品种	-
银杏叶片	乙类	是	109	众多

数据来源：公司公告，药智网，东吴证券研究所

除传统中成药外，公司于 2015 年 4 月公告收购中肽生化 100% 股权，2016 年 2 月全面完成重组工作，获得其合成多肽及体外诊断试剂产品。收购中肽生化不仅极大增厚公司业绩，也进一步提升了公司工业板块的利润率水平。剔除中肽生化并表因素，2016 年公司医药工业板块收入同比增长 5%，好于 2015 年 3% 的增速水平。同年，公司医药工业板块毛利率提升至 65.7%，2017 上半年毛利率基本维持这一水平。

图表 47：公司工业板块收入情况（亿元）

图表 48：公司工业板块毛利率变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

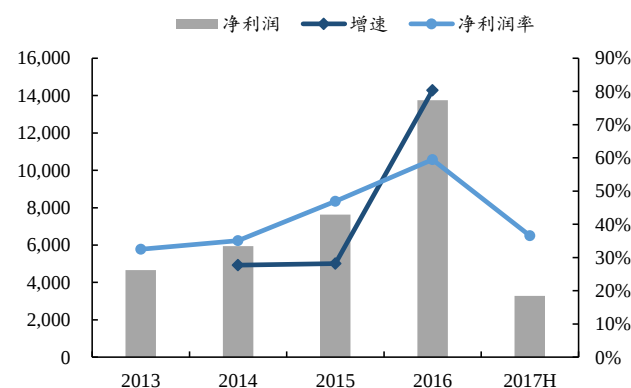
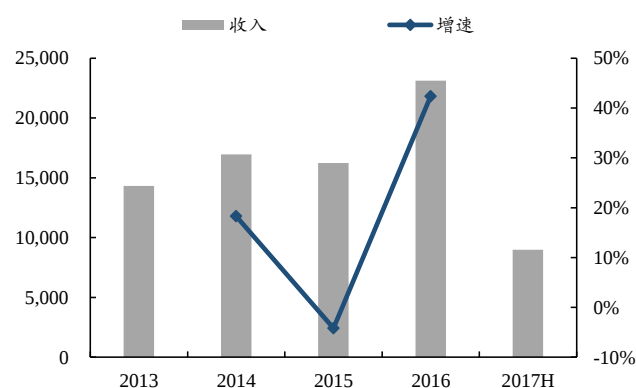
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2016 年收入增速为扣除中肽生化并表收入后

信邦 2016 年初完成与中肽生化的重大资产重组，中肽生化承诺 2015-2017 年扣非净利润分别不低于 0.85、1.05、1.365 亿元，三年净利润累积不低于 3.265 亿元。中肽生化为国内多肽合成领域领先企业，2016 年收入达到 2.3 亿元，净利润 1.38 亿元，远超业绩承诺。此外，中肽生化近 3 年净利润率实现快速增长，2014-2016 年分别达到 35.1%、47.0%、59.5%。

图表 49：中肽生化历年收入变化（万元）

图表 50：中肽生化历年净利润变化（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中肽生化主营多肽类和体外诊断产品。根据客户研发所处阶段和相应多肽合成环境标准的不同，中肽生化的多肽类产品分为客户定制肽和药物多肽两种。中肽生化所经营的体外诊断试剂属于免疫类试剂，主要用于毒品（药物滥用）检测，其中多项产品获得美国 FDA 和欧盟 CE 认证。此外，中肽生化还取得了妊娠、心肌、肿瘤等领域检测产品的欧盟 CE 认证，为进一步丰富 IVD 产品线打下基础。截至重组公告日，中肽生化多肽类产品主营业务收入占比为 40%左右，而 IVD 试剂收入占比为 60%。

图表 51：中肽生化两种多肽类产品比较

产品类别	主要研发阶段	用途	生产环境标准	需求特点
客户定制多肽	临床前阶段	主要用于临床前药物筛选，不作用于人体	非 GMP 标准	项目数量多，单个客户的需求量小
药物多肽	临床试验、新药申报和新药获批上市后的商业化	主要用于在人体上进行测试试验	GMP 标准	项目数量较少，单个订单需求量大

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司多肽类业务特点为以客户需求为基础的定制化服务，易形成客户黏性，同时客户的新药研发从临床前研究到临床试验乃至最终获批商业化生产对多肽原料的需求量呈逐级放大过程。为更好的发现客户、及时追踪订单，中肽生化将多肽类业务划分为美国地区和非美地区，美国地区由总部位于美国硅谷的 CPC 境外子公司负责，而其他全球业务则由母公司市场部门直接负责。此外，公司的 IVD 试剂业务绝大部分订单来自美国地区，并通过经销商渠道进行销售。

随着国际上多款多肽药物专利的陆续到期，催生出庞大的非专利药市场，国内多肽类药物的申报与批准数量也在不断增多，中肽生化开始逐步涉足国内多肽市场，前后取得胸腺五肽、醋酸亮丙瑞林两项原料药 GMP 证书。2016 年，中肽生化完成了多肽 GMP 生产大楼基础设施建设及装修工作，该生产大楼全部投产后，将大幅提高多肽产能。同时第 4 次零缺陷通过美国 FDA 现场检查，再一次充分肯定了企业的生产、质控能力。此外，其体外诊断试剂 2016 年有 4 项产品通过公安部招标，自主创新研发项目“结直肠癌个体化治疗靶标发现与新技术”获得国家科技部“十三五”重点研发计划之精准医学专项立项，IVD 产品在国内的销售及影响力得以进一步提升。未来，预计在与信邦强大的医药流通服务网络的搭配下，中肽生化有望进一步实现在国内市场的突破。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

公司深耕贵州市场，推动医药、医疗、流通全产业链积极发展。医药方面，公司口服中成药在相关政策影响逐渐出清后有望提速。医疗方面，肿瘤医院三期已进入设备的安装调试阶段、白云医院二期已投入试运营，且肿瘤医院经营效率逐步提高，多重因素增厚公司业绩。流通方面，公司依托体内/合作医院的收入比例逐步降低，体外扩张稳步推进；同时，公司作为贵州医药流通龙头今年具备了发行公司债资格、拥有较大成本优势；此外，公司今年迎来遵义协议签署后的第二年，流通业务有望在遵义地区市场迎来放量。

核心假设：

- 1、公司药品流通业务未来三年保持 22% 的复合增长，毛利率稳中略升；
- 2、医疗器械流通业务未来三年保持 35% 的复合增长，毛利率稳中略升；
- 3、公司医疗服务板块未来三年保持 13% 左右的复合增长，毛利率逐步提升；
- 4、医药工业板块，中肽生化未来三年保持 7% 左右的稳健增长，毛利率稳中略升；传统中药业务未来三年保持 1% 左右的增长水平，毛利率基本不变。
- 5、其他业务增速及毛利率维持三年历史平均水平。

基于上述假设，我们预计 17-19 年，公司营业收入分别为 60.3 亿元、70.9 亿元和 84.7 亿元，归母净利润分别为 3.17 亿元、4.04 亿元和 4.83 亿元，17-19 年净利润保持 25% 的复合增长。

图表 52：公司盈利预测数据（百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	24.8	41.8	51.6	60.3	70.9	84.7
流通	14.0	24.9	30.3	37.2	45.9	57.4
流通-药品	11.4	21.6	26.0	31.4	38.3	47.2
流通-器械	2.6	3.2	4.3	5.8	7.6	10.3
服务	4.4	10.5	12.0	13.5	15.2	17.1
制造	6.2	6.4	9.0	9.3	9.5	9.7
其中：中肽生化			2.3	2.5	2.6	2.8
传统中药	6.2	6.4	6.7	6.8	6.9	6.9
其他	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
毛利率	25.8%	20.6%	21.5%	21.0%	20.4%	19.8%
流通	9.9%	11.2%	10.4%	10.9%	11.4%	11.8%
流通-药品	10.2%	11.2%	10.4%	11.0%	11.5%	11.8%
流通-器械	8.7%	10.9%	10.5%	10.6%	11.0%	12.0%
服务	24.2%	18.7%	16.1%	18.0%	19.0%	20.0%
制造	60.1%	60.2%	65.7%	66.0%	66.3%	66.6%
其中：中肽生化			81.5%	82.0%	82.3%	82.5%
传统中药	60.1%	60.2%	60.2%	60.2%	60.2%	60.2%
其他	108.4%	47.3%	25.0%	11.8%	15.1%	14.1%

数据来源：wind，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

以下是我们对公司的估值思考：

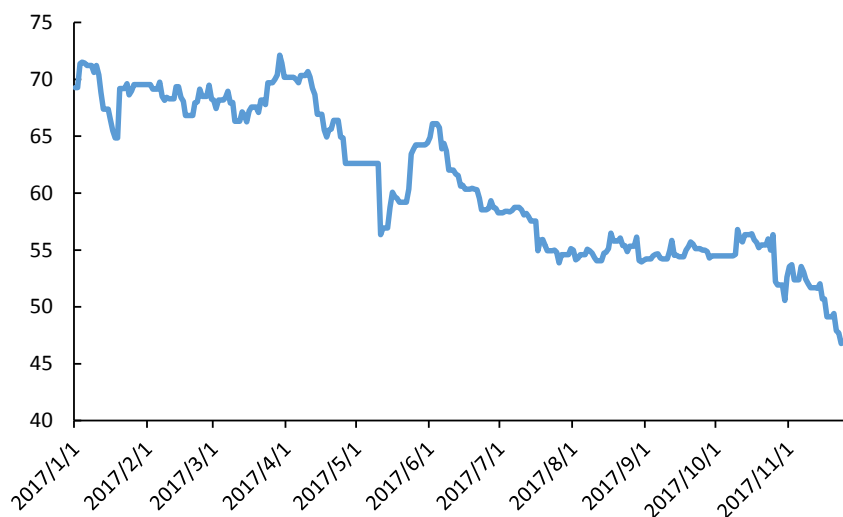
1、根据我们预测的公司 2017-2019 年 EPS，当前股价对应三年 PE 分别为 45X、36X、30X。

2、参考公司历史估值，自 17 年 1 月以来公司动态 PE 不低于 40 倍水平。

3、按照申万行业分类，选取通策医疗等 4 家医疗服务上市公司，其 2018 年平均估值为 45 倍。

考虑到公司为贵州省医药龙头，所处贵州地区市场空间大、增速快，医药、医疗、流通协同发展，业绩有望筑底完成、迎来释放机遇。结合同行业及公司历史估值水平，我们给予公司 2018 年 35-45 倍估值，维持对公司的“买入”评级。

图表 53：公司历史估值



数据来源：wind，东吴证券研究所

图表 54：可比公司估值

可比公司	归母净利润(亿元)				总市值 (亿元)	LYR	PE		
	2016A	2017E	2018E	2019E			2017E	2018E	2019E
泰格医药	1.41	2.84	3.87	5.03	154	109	54	40	31
通策医疗	1.36	1.84	2.36	3.04	97	71	53	41	32
美年健康	3.39	6.40	9.35	13.07	517	153	81	55	40
爱尔眼科	5.57	7.49	9.92	13.00	436	78	58	44	34
平均	2.93	4.64	6.38	8.54	301	103	61	45	34
信邦制药	2.46	3.17	4.04	4.83	145	61	45	36	30

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：泰格医药、通策医疗、爱尔眼科盈利预测为参考 wind 一致性预期

6. 风险提示

1) 行业政策变化风险:

目前贵州省 2017 年新一轮药品招标尚未公告, 若新标进一步降低医院采购价格, 同时叠加两票制在全省大面积落地, 短期内将对公司业绩造成一定冲击, 有可能造成公司短期利润率的波动。

2) 众康医院、白云医院三期等医院建设工程进度不达预期;

3) 肿瘤医院盈利提升不达预期;

4) 公司传统中成药销售低于预期, 中肽生化业绩不达承诺水平。

信邦制药 (002390) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5641.5	4573.8	5504.7	6495.7	营业收入	5157.0	6029.1	7094.1	8471.2
现金	1674.3	60.3	70.9	84.7	营业成本	4048.8	4760.1	5645.0	6791.4
应收票据&账款	2361.7	2288.9	3183.2	3351.2	营业税金及附加	25.7	30.0	35.3	42.2
其它应收款	392.0	571.6	562.3	791.7	营业费用	384.1	452.2	510.8	593.0
预付账款	312.9	643.3	490.7	873.5	管理费用	302.4	355.7	411.5	474.4
存货	744.4	853.6	1041.5	1238.5	财务费用	94.7	72.7	32.7	20.0
其他	156.1	156.1	156.1	156.1	资产减值损失	74.6	74.6	74.6	74.6
非流动资产	5155.6	4792.9	4205.3	3794.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	4.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	1497.7	1987.7	1615.2	1242.6	营业利润	231.2	283.8	384.3	475.7
无形资产	348.5	309.9	271.2	232.5	营业外损益	80.8	84.5	84.5	84.5
其他	3309.3	2495.4	2319.0	2319.0	利润总额	312.0	368.3	468.8	560.2
资产总计	10797.1	9366.7	9710.0	10289.9	所得税	69.3	55.2	70.3	84.0
流动负债	4283.9	2592.9	2629.3	2810.8	净利润	242.7	313.1	398.5	476.2
短期借款	2791.6	729.5	607.1	260.9	少数股东损益	-3.31	-4.27	-5.43	-6.49
应付账款	1195.6	1553.8	1706.7	2216.0	归属母公司净利润	246.0	317.4	403.9	482.7
其他	296.7	309.6	315.5	333.8	EBITDA	570.6	796.3	856.9	918.1
非流动负债	28.2	26.9	0.5	0.5	EPS (元)	0.14	0.19	0.24	0.28
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	28.2	26.9	0.5	0.5	主要财务比率				
负债合计	4312.1	2619.8	2629.7	2811.2	营业收入增速	23.4%	16.9%	17.7%	19.4%
发行在外股本	1704.9	1704.9	1704.9	1704.9	归母净利润增速	41.1%	29.0%	27.3%	19.5%
少数股东权益	132.9	128.7	123.2	116.8	毛利率	21.5%	21.0%	20.4%	19.8%
归属母公司股东权益	6352.1	6618.3	6957.1	7361.9	净利率	4.7%	5.2%	5.6%	5.6%
负债和股东权益	10797.1	9366.7	9710.0	10289.9	ROE	3.9%	4.8%	5.8%	6.6%
现金流量表					ROIC	5.9%	4.0%	4.8%	5.5%
经营活动现金流	-198.6	568.6	27.8	387.2	资产负债率	39.9%	28.0%	27.1%	27.3%
折旧摊销	158.0	354.0	354.0	336.6	总资产周转率	0.48	0.64	0.73	0.82
营运资金变动	1657.3	-1438.8	772.1	463.3	P/E	61	45	36	30
投资活动现金流	-600.3	4.6	204.4	71.9	P/B	2.3	2.2	2.1	2.0
筹资活动现金流	1822.9	-2187.2	-221.5	-445.3	EV/EBITDA	28.1	19.5	18.1	16.5
现金净增加额	1032.5	-1614.0	10.7	13.8	每股净资产(元)	3.73	3.88	4.08	4.32

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

