

# 信邦制药(002390)

2018年4月23日

## 流通板块引领增长，费用控制良好，业绩增长重回快车道

买入(维持)

证券分析师 全铭  
S0600517010002  
[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

证券分析师 焦德智  
S0600516120001  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

研究助理 张蔚洁  
[zhangwj@dwzq.com.cn](mailto:zhangwj@dwzq.com.cn)  
021-60199764

盈利预测与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,002.5	7,207.8	8,743.0	10,542.3
同比	16.4%	20.1%	21.3%	20.6%
归母净利润(百万元)	319.4	431.9	542.0	692.9
同比	29.8%	35.2%	25.5%	27.8%
ROE	4.8%	6.1%	7.1%	8.4%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.32	0.41
P/E	50.4	37.3	29.7	23.2
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9

### 投资要点

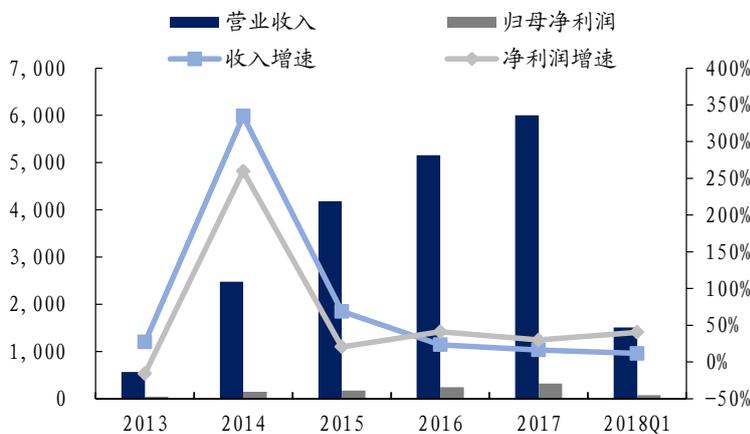
#### 一、事件:

公司发布 2017 年度报告，2017 年公司实现营收 60.02 亿元，同比增长 16.39%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 29.82%；实现扣非净利润 2.98 亿元，同比增长 60.45%。

公司发布 2018 年一季报，2018Q1 公司实现营收 15.12 亿元，同比增长 11.66%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 40.53%；实现扣非净利润 0.73 亿元，同比增长 53.82%。

公司同时公布 2018 年的经营目标：营业收入同比增长不低于 20%，并预计 18 年 1-6 月归母净利润增幅在 20%-50%。

图表 1: 公司营收、归母净利润变化情况(百万元)



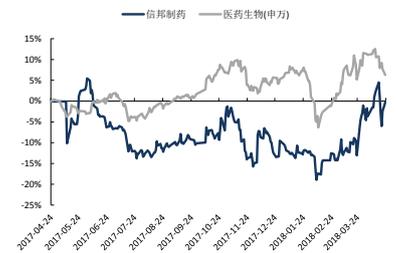
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 二、我们的观点

#### 1、流通板块内生外延引领增长，服务板块步入收获期

2017 年，公司实现营收 60.02 亿元，同比增长 16.39%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 29.82%。分板块看，2017 年医药流通板块收入同比 24.50%，医疗服务板块收入同比 11.68%，医药制造板块收入同比-3.98%，流通板块引领收入增长，工业板块受药品招标降价及控制药占比影响、中肽生化略低于业绩承诺拖累业绩。毛利率方面，医药流通板块毛利率提升 1.02pp，达到 11.44%，医疗服务板块毛利率提升 2.03pp，达到 18.13%；医药制造板块毛利率提升 0.57pp，达到 66.22%，公司三大板块毛利率均有提升，表明精细化管理奏效、公司作为龙头向上游议价能力提高。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元) 9.44  
一年最低/最高价 7.02/9.86  
市净率(倍) 2.52  
流通 A 股市值(亿元) 110

### 基础数据

每股净资产(元) 3.74  
资本负债率(%) 44.59  
总股本(亿股) 17.05  
流通 A 股(亿股) 11.65

### 相关研究

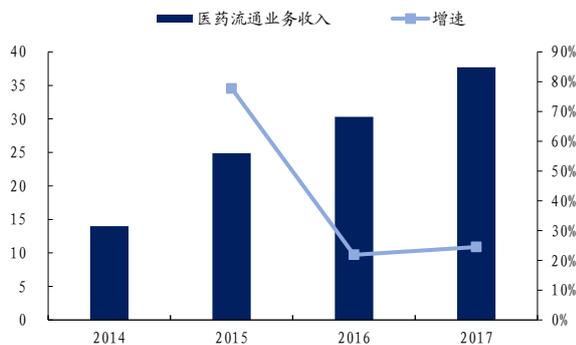
1、深度报告：医药全产业链布局良好，服务、流通板块迎来高速发展期-20171209

2、点评报告：中肽生化整合提升工业盈利能力，三大业务覆全产业链协同发展-20170407

1) 医药流通：内生外延促进业绩持续高增长。2017 年公司流通板块收入同比 24.5%，毛利率达到 11.44%，较去年同期提升 1.02 个百分点。一方面，公司依托旗下医院体系和科开大药房等终端资源对流通业务形成良好的业绩支撑，另一方面，公司加强跑马圈地，报告期内新增控股了恒通医药、强生医药等 6 家医药商业公司，并对卓大医药、中康泽爱等子公司实现了全资持股及后续增资扩股。

图表 2: 流通板块历年收入情况 (亿元)

图表 3: 流通板块历年毛利率



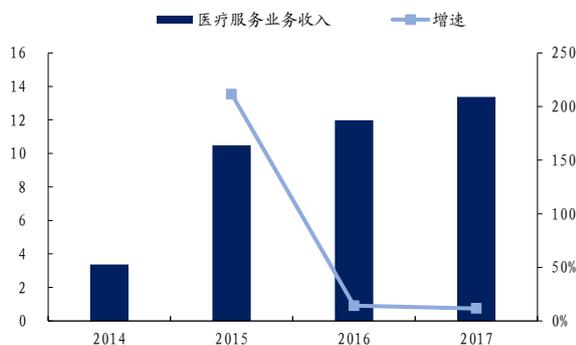
数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

2) 医疗服务：板块布局进入收获期。截止年报披露，白云医院二期已投入运营，肿瘤医院三期将于 2018 年 6 月投入试运营，公司加强精细化管理，盈利能力大幅提升。报告期内收购六盘水安居医院 70% 股权，新增优质医疗标的，有望进一步增厚公司业绩。目前公司旗下拥有 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，病床数近 6000 张，省内整体竞争优势明显。

图表 4: 服务板块历年收入情况 (亿元)

图表 5: 服务板块历年毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

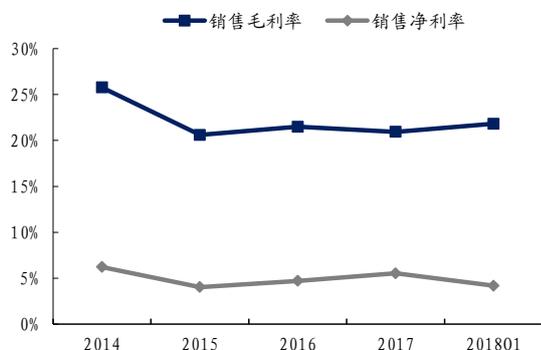
3) 医药工业：研发持续推进，成立 CRO 公司延长研发业务链。多肽领域，17 年公司完成了 2 个 I 类新药原料药的注册资料与客户一起进行联合申报，在研原料药项目 15 个；诊断试剂领域，15 项 DOA 诊断试剂盒取得中国医疗器械注册证，47 项体外诊断试剂取得欧盟 CE 补充注册，并完成了妇女健康、感染类等多个产品的开发。

## 2、费用控制情况良好，利润增长重回快车道

2017 年公司实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 29.82%，实现扣非净利润 2.98 亿元，同比增长 60.45%；2018Q1 公司实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 40.53%。公司利润端特别是扣非利润取得快速增长，我们认为得益于：1) 毛利率基本维持稳定 2) 三

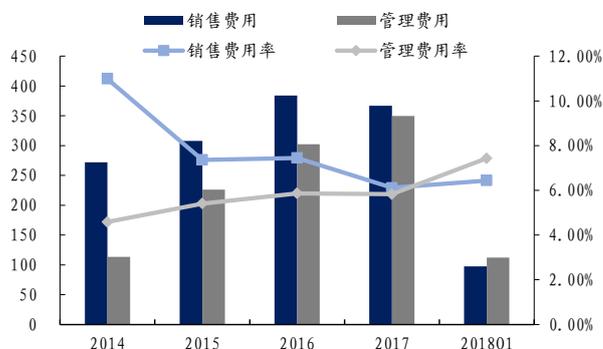
项费用率大幅降低，2017 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率较上年同期分别降低 1.34、0.03、0.31 个百分点。

图表 6: 公司历年毛利率、净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司历年销售费用、管理费用情况 (百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司历年财务费用情况 (百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

我们预计 2018-2020 年, 公司营业收入分别为 72.08 亿元、87.43 亿元和 105.42 亿元, 归母净利润分别为 4.32 亿元、5.42 亿元和 6.93 亿元, 对应 EPS 分别为 0.25 元、0.32 元和 0.41 元。我们认为公司加强板块精细化管理, 流通业务持续高增长, 服务板块业绩有望迎来收获, 叠加公司在贵州省的龙头地位及贵州省医疗规模快速发展的因素, 因此维持对公司的“买入”评级。

### 四、风险提示

医药行业政策变化风险; 医院建设项目进度不达预期; 医院盈利能力提升不达预期; 药品招标降价超出预期。

## 信邦制药三大财务预测表(百万元)

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,337.8	5,530.6	6,316.5	7,922.7	营业收入	6,002.5	7,207.8	8,743.0	10,542.3
现金	2,145.1	72.1	87.4	105.4	营业成本	4,745.9	5,633.6	6,873.1	8,263.7
应收票据&账款	2,580.8	3,354.1	3,844.9	4,835.7	营业税金及附加	28.3	35.7	43.3	52.2
其它应收款	456.5	562.4	673.5	816.8	营业费用	366.9	468.5	559.6	664.2
预付账款	368.4	440.4	546.3	640.0	管理费用	349.7	418.1	507.1	611.5
存货	700.0	1,014.6	1,077.3	1,437.9	财务费用	92.1	135.1	108.7	115.3
其他	87.0	87.0	87.0	87.0	资产减值损失	21.5	36.7	36.7	36.7
非流动资产	5,617.1	5,473.7	5,330.3	5,231.7	投资净收益	3.6	-	-	-
固定资产	2,089.0	2,608.8	2,510.3	2,411.7	营业利润	401.8	480.1	614.5	798.7
无形资产	336.6	336.6	336.6	336.6	营业外损益	17.4	47.3	47.3	47.3
其他	3,191.5	2,528.3	2,483.4	2,483.4	利润总额	419.1	527.4	661.8	846.0
资产总计	11,955.0	11,004.3	11,646.8	13,154.4	所得税	87.6	79.1	99.3	126.9
流动负债	4,874.1	3,475.2	3,555.1	4,343.7	净利润	331.5	448.3	562.5	719.1
应付账款	1,198.4	1,643.4	1,823.7	2,344.9	少数股东损益	12.1	16.4	20.5	26.3
其他	3,675.7	1,831.8	1,731.4	1,998.8	归母净利润	319.4	431.9	542.0	692.9
非流动负债	322.2	322.2	322.2	322.2	EBITDA	687.5	756.7	862.1	1,004.9
长期借款	297.8	297.8	297.8	297.8	EPS (元)	0.19	0.25	0.32	0.41
其他	24.4	24.4	24.4	24.4	<b>主要财务比率</b>				
负债合计	5,196.3	3,797.4	3,877.3	4,665.9	营业收入增速	16.4%	20.1%	21.3%	20.6%
股本	1,704.9	1,704.9	1,704.9	1,704.9	归母净利润增速	29.8%	35.2%	25.5%	27.8%
少数股东权益	143.3	159.7	180.2	206.5	毛利率	20.9%	21.8%	21.4%	21.6%
归属母公司股东权益	6,615.3	7,047.2	7,589.2	8,282.1	净利率	5.5%	6.2%	6.4%	6.8%
负债和股东权益	11,955.0	11,004.3	11,646.8	13,154.4	ROE	4.8%	6.1%	7.1%	8.4%
<b>现金流量表</b>					ROIC	5.1%	6.2%	6.7%	8.1%
经营活动现金流	201.7	-117.8	160.8	-160.1	资产负债率	43.5%	34.5%	33.3%	35.5%
折旧摊销	186.7	106.7	106.7	61.8	总资产周转率	50.2%	65.5%	75.1%	80.1%
营运资金变动	765.7	-1,281.1	613.9	1,052.6	P/E	50.4	37.3	29.7	23.2
投资活动现金流	-440.2	40.2	40.2	40.2	P/B	2.4	2.3	2.1	1.9
筹资活动现金流	683.0	-1,995.4	-185.7	137.9	EV/EBITDA	25.8	23.8	20.8	18.1
现金净增加额	434.5	-2,073.1	15.4	18.0	每股净资产(元)	3.88	4.13	4.45	4.86

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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

