



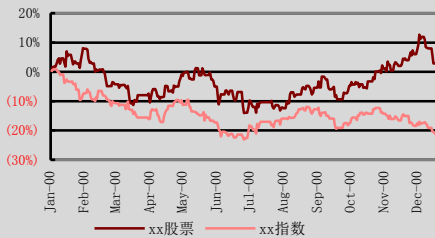
002390.SZ

买入

市场价格：人民币 7.07

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.2)	(18.9)	(10.5)	(16.9)
相对深证成指	3.3	(8.2)	0.2	(6.9)

发行股数(百万)	1,667
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	8,236
3个月日均交易额(人民币 百万)	178
净负债比率(%) (2018E)	23
主要股东(%)	
西藏誉曦创业投资有限公司	21

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

邓周宇
(86)55)82560525
zhouyuding@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚
(8610)66229354
weiya.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：s130051070002

柴博
(0755)82560525
bo.chai@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷
(8621)20328514
gao.ruiting@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

信邦制药

董事长持续增持呈现信心

近期公司股价回调较大，但公司董事长安怀略先生已累计增持公司股票909.6万股，增持所用资金已经超过6000万元。于董事长持续增持呈现其对公司长期价值的信心。

支撑评级的要点

- 公司是极少能成熟运营医院的团队，医学院+医院+供应链 铁三角无可模仿。信邦进军医疗服务领域，通过与贵州医科大学合作的方式，完美克服了民营医院规模小，水平低，社会认可度不高等缺陷，打破了民营资本进军医疗服务领域的人才瓶颈。
- 新病床带动医疗服务板块增长。公司旗下肿瘤医院 III 期、白云医院 II 期、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼预计在 2017 年底至 2018 年初陆续投入运营，带来新增床位约 1,800 张。公司 2016 年开始对旗下医疗服务机构进行运营管理的优化，今年以来已经体现出较好的成果，利润率明显上升。预计业绩增长、利润率增长将共同推动公司在医疗服务板块的利润水平。
- 两票制下信邦推动贵州医疗流通市场进一步整合。获益于两票制的实施，公司有望通过“信邦、科开、卓大”三大系统进一步整合贵州省内的医药流通行业。在产业上游依托自有医院和托管医院的强大优势，下游凭借低融资成本不断进行整合，拓宽渠道。未来有望在现有贵州省 30-40% 市场份额的基础上更进一步，将这一比例提高到 60% 以上。

评级面临的主要风险

- 医院扩张带来业绩增长低于预期，医疗流通行业整合低于预期

估值

- 预计公司 2018-2020 年净利润分别为 4.10、5.46、6.85 亿元，对应每股收益分别为 0.24、0.32、0.40 元，目前对应市盈率 30 倍、22 倍、18 倍，维持买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	5,157	6,002	7,349	9,052	11,255
变动(%)	23	16	22	23	24
净利润(人民币 百万)	246	319	410	546	685
全面摊薄每股收益(人民币)	0.148	0.191	0.240	0.320	0.402
变动(%)	3.5	29.8	28.4	33.1	25.6
市场预期每股收益(人民币)			0.251	0.326	0.419
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.259	0.349	n.a.
调整幅度(%)			(7.3)	(8.3)	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	48.9	37.9	30.1	22.6	18.0
价格/每股现金流量(倍)	(62.2)	61.2	19.8	(133.6)	19.1
每股现金流量(人民币)	(0.12)	0.12	0.37	(0.05)	0.38
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.0	20.0	15.5	12.7	10.3
每股股息(人民币)	0.030	0.029	0.053	0.062	0.076
股息率(%)	0.4	0.4	0.7	0.9	1.0

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	5,157	6,002	7,349	9,052	11,255
销售成本	(4,075)	(4,774)	(5,837)	(7,172)	(8,936)
经营费用	(611)	(563)	(636)	(763)	(953)
息税折旧前利润	471	665	876	1,117	1,367
折旧及摊销	(150)	(175)	(237)	(307)	(373)
经营利润 (息税前利润)	321	490	639	809	994
净利息收入/(费用)	(95)	(92)	(105)	(97)	(98)
其他收益/(损失)	85	0	4	4	4
税前利润	312	398	538	716	899
所得税	(69)	(88)	(113)	(150)	(188)
少数股东权益	3	(12)	(16)	(21)	(26)
净利润	246	299	410	546	685
核心净利润	264	298	410	546	685
每股收益 (人民币)	0.148	0.191	0.240	0.320	0.402
核心每股收益 (人民币)	0.155	0.175	0.240	0.320	0.402
每股股息 (人民币)	0.030	0.029	0.053	0.062	0.076
收入增长(%)	23	16	22	23	24
息税前利润增长(%)	10	53	30	27	23
息税折旧前利润增长(%)	13	41	32	27	22
每股收益增长(%)	4	30	28	33	26
核心每股收益增长(%)	11	13	38	33	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	312	398	538	716	899
折旧与摊销	150	175	237	307	373
净利息费用	95	92	105	97	98
运营资本变动	(698)	(471)	122	(834)	(246)
税金	(73)	(55)	(113)	(150)	(188)
其他经营现金流	16	62	(267)	(230)	(291)
经营活动产生的现金流	(199)	202	622	(92)	646
购买固定资产净值	0	171	714	616	665
投资减少/增加	(1,667)	4	4	4	4
其他投资现金流	1,067	(614)	(1,386)	(1,239)	(1,339)
投资活动产生的现金流	(600)	(440)	(668)	(619)	(670)
净增权益	(51)	(50)	(90)	(106)	(130)
净增债务	434	601	10	810	197
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,440	105	(218)	180	74
融资活动产生的现金流	1,823	683	(245)	987	362
现金变动	1,024	445	(291)	276	338
期初现金	603	1,674	2,145	1,843	2,753
公司自由现金流	(799)	(238)	(46)	(711)	(24)
权益自由现金流	(270)	454	69	196	271

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,830	2,232	1,930	2,840	3,210
应收帐款	2,754	3,037	3,572	4,400	5,471
库存	744	700	967	1,188	1,480
其他流动资产	313	368	417	512	638
流动资产总计	5,641	6,338	6,886	8,940	10,799
固定资产	2,360	2,707	3,129	3,357	3,599
无形资产	166	337	392	472	522
其他长期资产	246	72	78	84	90
长期资产总计	2,772	3,116	3,598	3,913	4,211
总资产	10,797	11,955	12,944	15,312	17,468
应付帐款	1,196	1,198	1,729	1,868	2,613
短期债务	2,792	3,392	3,382	4,015	4,048
其他流动负债	297	283	458	408	614
流动负债总计	4,284	4,874	5,568	6,292	7,275
长期借款	0	298	109	953	1,194
其他长期负债	28	24	33	29	29
股本	1,705	1,705	1,705	1,705	1,705
储备	4,658	4,926	5,369	6,155	7,059
股东权益	6,363	6,631	7,074	7,860	8,764
少数股东权益	133	143	159	180	206
总负债及权益	10,797	11,955	12,944	15,312	17,468
每股帐面价值 (人民币)	3.73	3.89	4.15	4.61	5.14
每股有形资产 (人民币)	3.63	3.69	3.92	4.33	4.83
每股净负债/(现金)(人民币)	0.66	0.73	0.91	1.22	1.14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.1	11.1	11.9	12.3	12.1
息税前利润率(%)	6.2	8.2	8.7	8.9	8.8
税前利润率(%)	6.1	6.6	7.3	7.9	8.0
净利率(%)	4.8	5.0	5.6	6.0	6.1
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	3.4	5.3	6.1	8.3	10.1
净权益负债率(%)	17.2	22.8	22.8	27.6	23.6
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	48.9	37.9	30.1	22.6	18.0
核心业务市盈率(倍)	46.8	41.4	30.1	22.6	18.0
市净率(倍)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	(62.2)	61.2	19.8	(133.6)	19.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.0	20.0	15.5	12.7	10.3
周转率					
存货周转天数	60.9	55.2	52.1	54.8	54.5
应收帐款周转天数	169.9	176.1	164.1	160.7	160.1
应付帐款周转天数	82.8	72.8	72.7	72.5	72.7
回报率					
股息支付率(%)	20.8	16.7	21.9	19.5	19.0
净资产收益率(%)	5.5	4.6	6.0	7.3	8.2
资产收益率(%)	2.9	3.4	4.1	4.5	4.8
已运用资本收益率(%)	0.9	0.8	1.0	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测