

# 布局 PBM 同时全力打造新健康体系

**增持 维持**

目标价格：26.00 元

## 中期业绩：

报告期内，公司实现营业收入 9944 万，较上年同期下降 11.8%，实现归属于上市公司股东净利润 924 万，较上年同期增长 28%，归属于上市公司股东扣非之后的净利润为-69 万，同比下降 104%，基本每股收益为 0.01 元。

## 报告摘要：

➤ **中报业绩不达预期，但我们仍坚定看好 PBM 业务。**上半年，公司营业收入下降 11.8%，实现净利润 924 万，同比增长 28%，但主要依靠非经营性项目获取收益，扣非之后净利润为-69 万。审视中报，医疗福利管理业务贡献收入 5976 万，同比下降 23.2%，毛利率 26.49%，同比下降 12.5%，由于业务仍在大力推广阶段，销售费用增长 121%。从数据看，由于 PBM 业务处于推广初期以及收费模式的不确定性，其对公司的业绩贡献仍非常小，即使这样，目前该业务试点覆盖 18 个省/直辖市的近 100 个地市，在全国布局取得了非常好的效果，我们仍然坚定看好 PBM 业务，期待其在医保控费市场中独树一帜。

➤ **全力打造海虹新健康体系，凭借医保大数据，搭建大健康平台。**海虹新健康为海虹健康服务体系的重要品牌。目前，海虹新健康官方网站及移动端 app 已成功上线，该业务将为用户提供预约就医、家庭配送、医保助手、寻医问药等方面的服务形成贯穿就医各环节的全方位综合服务管理平台。新健康致力于建立全国的就诊新秩序、提高医疗资源运行效率。目前新健康业务已在北京、上海和广州地区开展了针对儿童及成人的就诊服务，其他地区陆续开通中。

➤ **盈利预测与估值。**根据我们的盈利预测模型，预计 2014-2016 年公司营业收入 2.12 亿、3.18 亿、5.41 亿元，净利润 1700 万、3300 万和 7531 万，对应的 EPS 0.02、0.04、0.08 元，。维持“增持”评级，目标价 26 元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	192.94	205.91	212.50	318.74	541.86
增长率(%)	18.47	6.72	3.20	50.00	70.00
归母净利润(百万)	24.09	12.98	17.04	32.83	75.31
增长率(%)	33.85	-46.14	31.31	92.65	129.39
每股收益	0.03	0.01	0.019	0.037	0.084
市盈率	493.16	915.57	1012.15	525.37	229.03

## 中小市值公司研究小组

### 分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

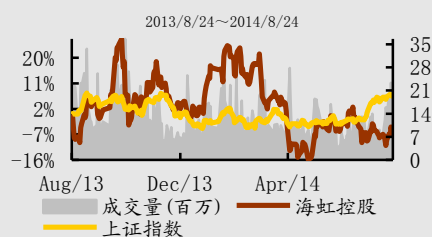
### 研究助理：

岳苗

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《奇正藏药：加强渠道推广，核心药品稳定增长》

2014/8/22

《中银绒业：转型换挡期》

2014/8/22

《综艺股份：传统业务大幅回暖，互联网平稳布局》

2014/8/22

《嘉应制药：翘尾效应催生靓丽中报》

2014/8/22

《金宇集团：疫苗销售再提速，成长空间广阔》

2014/8/20

《亚威股份：加速发展高端产品 收入逆势微增》

2014/8/19

**报表预测**

<b>利润表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
营业收入	162.85	192.94	205.91	212.50	318.74	541.86
减: 营业成本	87.75	70.19	87.20	106.25	162.56	281.77
营业税金及附加	8.24	9.48	8.96	9.25	13.88	23.59
营业费用	0.07	0.00	6.43	8.92	9.88	16.26
管理费用	114.33	100.41	101.29	99.00	110.00	119.00
财务费用	-6.63	-6.89	-7.99	-2.86	2.82	25.38
资产减值损失	28.43	7.73	-16.66	-10.00	-5.00	0.00
加: 投资收益	85.95	19.47	12.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-24.94	4.83	-17.24	7.00	6.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	-8.32	36.31	21.75	8.93	30.61	84.87
加: 其他非经营损益	28.59	-1.19	2.90	10.10	10.10	10.10
<b>利润总额</b>	20.27	35.12	24.65	19.03	40.71	94.97
减: 所得税	1.26	12.72	12.31	2.41	8.68	21.49
<b>净利润</b>	19.01	22.40	12.33	16.63	32.03	73.47
减: 少数股东损益	1.01	-1.69	-0.65	-0.42	-0.80	-1.84
<b>归属母公司股东净利润</b>	18.00	24.09	12.98	17.04	32.83	75.31
<b>资产负债表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
货币资金	219.41	376.99	514.90	2.12	3.19	5.42
应收和预付款项	671.14	565.41	401.34	938.58	1090.27	2391.03
存货	0.58	0.70	0.78	0.95	1.69	2.88
其他流动资产	153.29	95.29	180.48	180.48	180.48	180.48
长期股权投资	80.95	75.09	68.17	68.17	68.17	68.17
投资性房地产	16.44	16.98	8.96	7.03	5.11	3.19
固定资产和在建工程	82.60	85.24	92.45	83.38	69.31	50.24
无形资产和开发支出	51.80	63.49	73.67	40.69	7.72	-10.95
其他非流动资产	125.63	171.74	55.82	55.23	54.63	54.63
<b>资产总计</b>	1401.83	1450.93	1396.58	1376.65	1480.58	2745.09
短期借款	10.18	60.00	60.00	39.69	124.16	4304.32
应付和预收款项	126.83	98.56	61.38	62.14	70.56	81.45
长期借款	4.00	3.46	2.87	-14.13	-35.13	-3035.13
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	141.01	162.02	124.25	87.70	159.60	1350.64
股本	898.82	898.82	898.82	898.82	898.82	898.82
资本公积	-10.97	6.61	-8.90	-8.90	-8.90	-8.90
留存收益	345.05	369.39	366.38	383.42	416.25	491.56
<b>归属母公司股东权益</b>	1232.91	1274.82	1256.30	1273.34	1306.17	1381.48
少数股东权益	27.91	14.09	16.02	15.61	14.81	12.97
<b>股东权益合计</b>	1260.82	1288.91	1272.32	1288.95	1320.98	1394.45
负债和股东权益合计	1401.83	1450.93	1396.58	1376.65	1480.58	2745.09
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
经营性现金净流量	73.76	65.68	161.42	-493.40	-73.17	-1169.12
投资性现金净流量	22.66	57.52	-14.34	15.08	13.57	16.57
筹资性现金净流量	-81.89	43.20	-3.28	-34.45	60.66	1154.78
<b>现金流量净额</b>	10.71	166.23	137.70	-512.77	1.06	2.23

# 财务分析和估值指标汇总

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>收益率</b>						
毛利率	46.12%	63.62%	57.65%	50.00%	49.00%	48.00%
三费/销售收入	66.17%	48.47%	48.43%	49.44%	38.50%	29.65%
EBIT/销售收入	7.52%	14.73%	7.20%	7.61%	13.66%	22.21%
EBITDA/销售收入	30.86%	29.74%	21.45%	33.29%	30.77%	29.53%
销售净利率	11.67%	11.61%	5.99%	7.82%	10.05%	13.56%
<b>资产获利率</b>						
ROE	1.46%	1.89%	1.03%	1.34%	2.51%	5.45%
ROA	0.87%	1.96%	1.06%	1.17%	2.94%	4.38%
ROIC	1.73%	1.72%	2.56%	-0.11%	1.79%	6.09%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	-17.66%	18.47%	6.72%	3.20%	50.00%	70.00%
EBIT 增长率	32.76%	131.89%	-47.86%	9.13%	169.16%	176.50%
EBITDA 增长率	-9.51%	14.19%	-23.04%	60.19%	38.67%	63.12%
净利润增长率	75.61%	17.84%	-44.94%	34.81%	92.65%	129.39%
总资产增长率	-8.89%	3.50%	-3.75%	-1.43%	7.55%	85.41%
股东权益增长率	-3.69%	3.40%	-1.45%	1.36%	2.58%	5.77%
经营营运资本增长率	-12.58%	-14.10%	-12.64%	130.86%	15.32%	118.44%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	10.06%	11.17%	8.90%	6.37%	10.78%	49.20%
投资资本/总资产	55.74%	53.87%	47.14%	83.58%	84.16%	91.06%
带息债务/总负债	10.06%	39.17%	50.60%	29.14%	55.79%	93.97%
流动比率	7.62	6.55	9.04	11.02	6.55	0.59
速动比率	7.62	6.54	8.48	10.35	6.20	0.57
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	0.12	0.13	0.15	0.15	0.22	0.20
固定资产周转率	1.97	2.26	2.28	2.55	4.60	10.79
应收账款周转率	13.12	66.62	66.08	24.09	35.09	25.37
存货周转率	151.85	100.18	111.98	112.12	95.98	97.68
<b>业绩和估值指标</b>						
EBIT	12.25	28.42	14.82	16.17	43.53	120.35
EBITDA	50.25	57.38	44.16	70.74	98.09	160.01
NOPLAT	16.13	13.44	20.03	-0.74	20.57	75.94
净利润	18.00	24.09	12.98	17.04	32.83	75.31
EPS	0.020	0.027	0.014	0.019	0.037	0.084
BPS	1.372	1.418	1.398	1.417	1.453	1.537
PE	958.21	715.86	1329.03	1012.15	525.37	229.03
PEG	-529.69	65.90	16.68	N/A	N/A	N/A
PB	13.99	13.53	13.73	13.55	13.21	12.49
PS	105.92	89.40	83.77	81.17	54.11	31.83
PCF	233.85	262.62	106.85	-34.96	-235.74	-14.75
EV/EBIT	1370.73	589.64	1123.70	1059.05	394.90	152.61
EV/EBITDA	334.28	292.00	377.05	242.10	175.23	114.79
EV/NOPLAT	1041.43	1246.40	831.13	-23081.46	835.57	241.86
EV/IC	21.50	21.44	25.29	14.88	13.79	7.35
ROIC-WACC	1.73%	1.72%	2.56%	-0.22%	1.43%	4.24%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

## 作者简介:

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明等。

## 机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

## 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。