

## 投资德清三院形成大健康三大平台产业闭环

2014. 4. 20

首席分析师：姚玮 研究助理：唐爱金

电话：020-88836125  
 邮箱：yaow@gzgzs.com.cn  
 执业编号：A1310512110002

**事件：**

公司4月17日公告与德清县卫计委签署了《关于德清县第三人民医院引进社会资本参与合作办医的框架协议》，公司拟用自有资金以公司或公司设立的医院管理公司对德清三院进行现金增资（原则上增资金额不超过1.9亿元），增资完成后公司持有德清县第三人民医院75%的出资额。本次增资完成后，德清三院仍将保持非营利性医院性质，公司以事业单位法人治理模式完善医院的经营管理制度，充分调动与发挥医务人员积极性，提升医院运营管理水平，满足人民群众日益增长的医疗卫生服务需求。公司股票于2015年4月20日开市起复牌。

**投资要点：**

- 顺应大势快速切入医疗服务领域，形成大健康三大平台的产业闭环** 公司顺应国家大力推动社会资本参与合作办医之大势，参与浙江省公立医院改革，增资德清三院。德清三院是一所二级综合性医院，目前承担德清县东部20多万人的医疗，占地面积12062平方米，位于浙江德清县东部的新市古镇，地理位置优越，交通便利，京杭运河、申嘉杭高速穿镇而过。距杭州市约30分钟车程、距上海浦东国际机场约1小时30分钟车程。截至2014年底，全院共有在编人员262人，其中高级职称32人，中级职称101人，设床位250张。公司通过参与德清三院合作办医，快速获取了医疗服务业务平台，完成了在医药制造、医药流通、医疗服务等三方面的全产业链布局，打造了大健康“制药”“流通”“服务”三大平台，有助于发挥三者的协同效应，实现大健康管理的产业闭环。

- 德清三院是公司布局医疗服务平台的起点，是公司战略发展的重要一步** 德清三院改革后，将整体搬迁到新市镇新区，规划用地120亩，一期征地76亩（是原医院的4.4倍），分步实施（不能改变医疗土地用途），总投资3.3亿元，按照三级乙等综合医院标准，600张床位规模建设。预计2017年12月31日前完成搬迁，完成搬迁5年内达到二级甲等综合医院标准。公司计划新建医院在满足德清当地及周边嘉兴、湖州、杭州部分群众的基本医疗服务需求外，依托国内知名医院或引进优秀医疗团队，重点打造肿瘤、中医、神经等特色专科，发展高端医疗服务业务。同时，公司未来将尝试借助远程诊疗、医药电商等新型服务模式，与公司优质产品乌灵胶囊、百令片、灵莲花颗粒、灵泽片等协同，向保健康复、慢性病管理等领域延伸，为公司培育新的盈利增长点奠定基础。

- 盈利预测与估值：**公司业绩有望三年翻番，公司外延并购可期，我们预计公司15-17年EPS分别为0.44、0.53、0.64元，对应32、26、22倍PE。给予“强烈推荐”评级。

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	514.93	690.95	867.35	1096.85
同比(%)	22.77%	34.18%	25.53%	26.46%
归属母公司净利润	103.18	139.18	168.65	201.32
同比(%)	27.39%	34.89%	21.17%	19.37%
ROE(%)	12.55%	15.29%	16.99%	18.52%
每股收益(元)	0.33	0.44	0.53	0.64
P/E	42.92	31.82	26.26	22.00
P/B	5.33	5.04	4.60	4.17

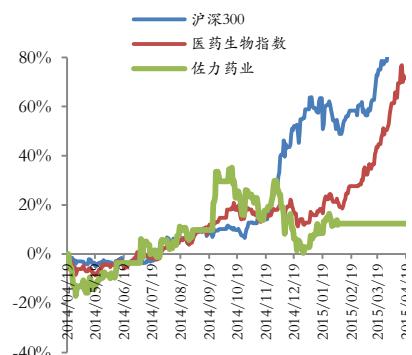
**强烈推荐** (维持→)

现价： 13.98

目标价： 20

股价空间： 43%

医药生物行业

**股价走势****股价表现**

涨跌(%)	1M	3M	6M
佐力药业	0.58	9.05	2.42
医药生物	9.04	16.46	22.21
沪深300	2.26	-4.48	43.37

**基本资料**

总市值 (亿元)	44.29
总股本 (亿股)	3.168
流通股比例	73.96%
资产负债率	25.64%
大股东	俞有强
大股东持股比例	30.94%

**相关报告**

- 佐力药业 (300181) - 深度报告  
 广证恒生-乌灵百令双核驱动业绩有望三年翻番-2015.03.24  
 佐力药业 (300181) - 广证恒生  
 -2014 年报点评-内生加外延双轮驱动公司快速增长-2015.03.28



## 1. 德清第三人民医院基本情况介绍

德清县第三人民医院是一所二级乙等综合性医院，承担德清县东部 20 多万人口的医疗、预防、教育、科研任务。现获得“浙江省文明医院”、“爱婴医院”、“湖州市文明单位”、“湖州市平安医院”、“湖州市会计信用 A 级单位”等称号，为省内多所医学院校定点教学医院。

医院位于浙江省德清县东部的新市古镇。新市镇是国家级中心镇，地理位置优越，交通便利，京杭运河、申嘉杭高速 (S13) 穿镇而过。距杭州市约 30 分钟车程、距上海浦东国际机场约 1 小时 30 分钟车程。规划中的杭州第二绕城高速经过镇区。医院占地面积 12062 平方 (18.09 亩)，门诊、急诊、住院、医技各自形成完善的独立系统，设备先进齐全，技术力量较强，住院条件良好，服务周到，能满足病人的各种需求。全院现有职工 368 人，其中专业技术人员 320 人，高级职称 15 人，中级职称 114 人。设床位 250 张。2013 年门诊 37 万人次，出院病人 12623 人次。

医院病区分内科 1、内科 2、儿科、外科 1、外科 2、妇产科等六大病区。门诊除内科、外科、妇产科、中医科等主要科室外，还开设消化、心血管、糖尿病、肿瘤、脑外、泌尿、骨科、肛肠、疼痛等一、二级临床和医技科室 27 个。下辖 1 家分院、1 家社区卫生服务中心（新市镇中心卫生院）。能开展头颅、胸腔、泌尿、骨科手术及腹部肝胆胰、胃肠道恶性肿瘤手术切除及清扫，开展外科及妇科腹腔镜手术。拥有日本东芝 16 排 32 层及单排螺旋 CT 各一台、爱克发 CR、DR、中高档彩超等，移动式 C 型臂 X 线机以及各种麻醉、呼吸、监护、检验等设备，满足群众看病就医及健康体检的各方面需求。

医院目前拥有完善的信息管理系统 (HIS)，电子病历、电子医嘱、门诊诊间、检验科 LIS 系统、血库管理、条形码系统、自助报告系统、急诊科皮试系统、放射科 PACS 系统、医技科室报告系统等。

## 2. 公司布局大健康“制药”“医药流通”“医疗服务”三大平台

公司 2014 年以来外延并购提速，2014 年公司通过向董事长、部分高管及其他投资者定向增发的方式来补充流动资金，用于并购整合产业链以及收获新品种、新业务。2014 年 7 月，公司收购青海珠峰药业 51% 的股权，获得百令片新品种，丰富了公司的产业链，使公司在药用真菌领域同时拥有“乌灵”“冬虫夏草”两大系列产品，增强了公司制药业务平台的盈利能力；接着 2014 年 9 月，又收购了浙江凯欣 65% 的股权，凯欣医药主要经营各类中西成药、中药材、中药饮片等多个品种以及医疗器械，其销售网络主要覆盖浙江省湖州地区，在安吉和德清具有较为深厚的市场基础和销售网络，公司通过收购凯欣医药成功实现了在医药流通业务领域的布局。

这次投资德清三院是公司参与公立医院改革的尝试，是 2014 年完成浙江凯欣医药有限公司收购后围绕生物医药产业链的进一步延伸。通过参与德清三院合作办医，公司快速获取了医疗服务业务平台，完成了在医药制造、医药流通、医疗服务等三大方面的全产业链布局，实现公司的大健康产业战略的重要步骤，有助于发挥药品制造、药品流通和医疗服务的协同效应，实现大健康管理的产业闭环。

公司年报强调，2015 年的重点工作之一是寻找外延并购的机会，不断丰富产品线和业务线，做大公司市值。我们认为公司投资德清三院是公司战略平台投资的起始点，目前公司产业链布局初具雏形，后续外延并购仍然值得期待。

图表1. 公司 2014-2015 年并购事件

时间	并购事件	目的
2014.7.4	7000 万元收购青海珠峰药业 31.94% 股权，并对其增资 8000 万，增资完后将持有其 51% 股权	获得新品种“百令片”，丰富佐力药业产品类别，拓宽业务范围，增强企业后续发展动力；增强双方的市场拓展优势，发挥协同效应；进一步提升公司的竞争力和影响力。

2014.9.16	以现金1200万元收购浙江凯欣医药47.50%股权，以现金方式对凯欣医药增资1200万，增资后持有凯欣医药65%的股权	切入医药流通领域，延伸产业链，扩大公司业务规模；凯欣医药将成为公司未来参与医疗体制改革的平台。
2015.4.17	与德清县卫计委签署了《关于德清县第三人民医院引进社会资本参与合作办医的框架协议》，公司拟用自有资金以公司或公司设立的医院管理公司对德清三院进行现金增资（原则上增资金额不超过1.9亿元），增资完成后公司持有德清县第三人民医院75%的出资额	切入医疗服务领域，有助于发挥“制药业务，医疗流通业务和医疗服务业务三者的协同效应，形成大健康三大平台的产业闭环。

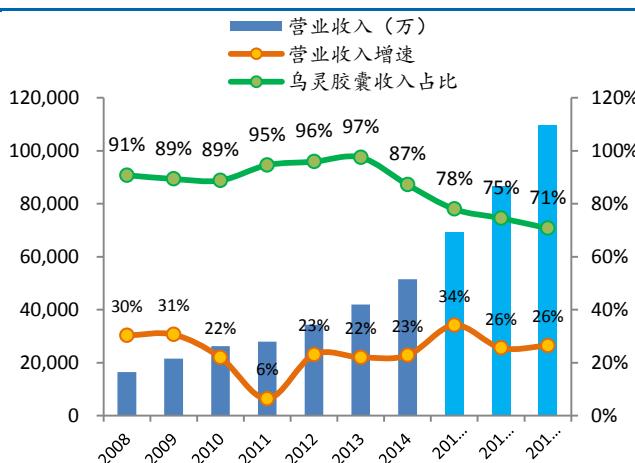
(资料来源：公司公告、广证恒生)

### 3. 公司乌灵+百令双核驱动业绩有望三年翻番

汪涛营销总经理上任后，对营销做了调整，在提高销售队伍专业化推广能力的同时；建立招商管理SOP，并精细化招商管理，建立OTC团队与连锁药店合作，加强OTC零售，同时探索医药电商渠道，并且通过拍摄乌灵参纪录片以及通过网络和新媒体等渠道增强公司品牌。

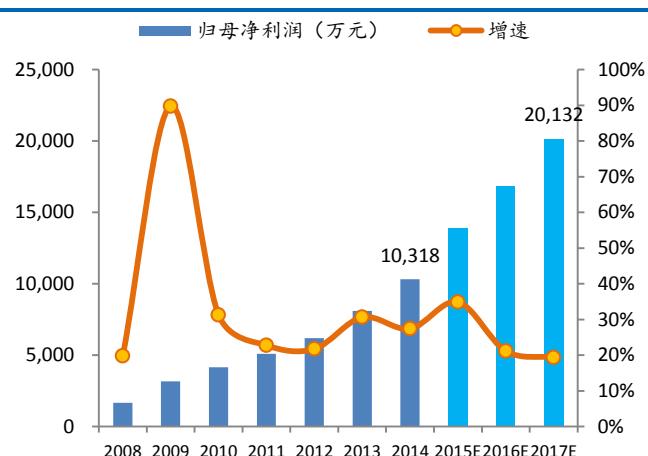
乌灵为国家乙类医保品种，进入上海、浙江、广东、新疆基药目录，且进入了“经皮冠状动脉介入治疗(PCI)手术前后抑郁和(或)焦虑中医诊疗专家共识”提高了其临床地位，乌灵2014年实现销售收入4.5亿，预计未来有望保持15~20%的增速，2017年实现超8亿收入；百令进入了广东、湖北、浙江基药，且在湖北基药、湖南、吉林、海南等地中标，百令2014年7月并表3158万收入，未来有望保持50%以上的增速，2015年有望超过1.22亿，2017年有望超2亿，公司“乌灵”“+”“百令”内生增长有望三年翻番，三年再造一个佐力。

图表2. 公司收入规模有望三年翻番



(资料来源：WIND、广证恒生)

图表3. 公司归属母公司净利润有望三年翻番



(资料来源：WIND、广证恒生)

**风险提示：**药品营销与招标风险，未来不能达成正式投资合同的风险；医院经营管理可能遇到的风险，医疗事故风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	547.90	416.24	500.83	652.03	<b>经营活动现金流</b>	13.70	158.92	200.65	146.44
现金	249.31	121.80	86.74	109.69	净利润	106.76	140.97	171.33	203.55
应收账款	111.23	95.32	131.45	184.82	折旧摊销	25.36	43.79	55.97	66.97
其它应收款	1.93	5.28	3.11	7.08	财务费用	3.65	5.85	7.15	16.25
预付账款	10.40	1.35	12.71	7.76	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	72.81	84.25	117.70	151.95	<b>营运资金变动</b>	-64.98	-32.03	-33.75	-140.26
其他	102.22	108.24	149.13	190.74	其它	-57.09	0.34	-0.06	-0.07
<b>非流动资产</b>	633.61	708.89	847.46	1035.30	<b>投资活动现金流</b>	-111.50	-119.41	-194.48	-254.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	193.32	97.48	141.85	186.93
固定资产	430.99	552.08	665.19	813.51	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	42.08	55.41	66.35	80.47	其他	81.82	-21.93	-52.63	-67.80
其他	160.55	101.40	115.92	141.33	<b>筹资活动现金流</b>	-14.33	-167.02	-99.23	-118.87
<b>资产总计</b>	1181.52	1125.13	1348.29	1687.34	短期借款	31.12	-106.04	0.00	0.00
<b>流动负债</b>	242.13	108.81	253.68	493.55	长期借款	41.59	-5.96	-5.04	-2.88
短期借款	106.04	0.00	57.99	308.11	其他	-87.04	-55.02	-94.20	-115.99
应付账款	51.96	38.66	80.38	74.71	<b>现金净增加额</b>	-112.13	-127.51	-93.06	-227.17
其他	84.13	70.15	115.31	110.73					
<b>非流动负债</b>	67.63	40.92	32.35	30.06	<b>主要财务比率</b>	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	41.59	35.63	30.59	27.70	<b>成长能力</b>				
其他	26.04	5.29	1.76	2.35	营业收入增长率	0.23	0.34	0.26	0.26
<b>负债合计</b>	309.75	149.73	286.03	523.60	营业利润增长率	0.43	0.40	0.23	0.21
<b>少数股东权益</b>	68.06	69.85	72.53	74.76	归属于母公司净利润	0.27	0.35	0.21	0.19
<b>归属母公司股东权益</b>	803.70	879.53	963.70	1062.94	<b>获利能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	1181.52	1099.10	1322.26	1661.30	毛利率	0.83	0.82	0.81	0.81
					净利率	0.21	0.20	0.20	0.19
<b>利润表</b>	2014	2015E	2016E	2017E	ROE	0.13	0.15	0.17	0.19
<b>营业收入</b>	514.93	690.95	867.35	1096.85	R0IC	0.11	0.15	0.16	0.15
<b>营业成本</b>	90.10	126.98	162.84	207.74	<b>偿债能力</b>				
<b>营业税金及附加</b>	6.69	9.85	12.19	15.10	资产负债率	0.26	0.13	0.21	0.31
<b>营业费用</b>	253.83	331.66	416.33	526.49	净负债比率	0.17	0.05	0.10	0.31
<b>管理费用</b>	59.69	76.00	95.41	120.65	流动比率	2.26	3.83	1.97	1.32
<b>财务费用</b>	3.65	5.85	7.15	16.25	速动比率	1.96	3.05	1.51	1.01
<b>资产减值损失</b>	1.74	1.24	1.56	1.97	<b>营运能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.48	0.60	0.70	0.72
<b>投资净收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.22	0.14	0.15	0.17
<b>营业利润</b>	99.23	139.37	171.86	208.65	应付账款周转率	2.50	2.80	2.74	2.68
<b>营业外收入</b>	21.73	19.58	21.12	20.81	<b>每股指标(元)</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业外支出</b>	0.47	1.02	0.82	0.77	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.44	0.53	0.64
<b>利润总额</b>	120.49	157.93	192.16	228.69	每股经营现金流(最新)	0.04	0.50	0.63	0.46
<b>所得税</b>	13.74	16.96	20.82	25.13	每股净资产(最新摊)	2.75	3.00	3.27	3.59
<b>净利润</b>	106.76	140.97	171.33	203.55	<b>估值比率</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>少数股东损益</b>	3.57	1.79	2.68	2.23P/E		96.04	31.82	26.26	22.00
<b>归属母公司净利润</b>	103.18	139.18	168.65	201.32P/B		12.33	5.04	4.60	4.17
<b>EBITDA</b>	148.44	202.40	249.09	305.79EV/EBITDA		66.53	21.87	18.13	15.51
<b>EP</b>	0.33	0.44	0.53	0.64					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。