

医疗医药全产业链蓬勃发展，布局互联网医疗潜力巨大

信邦制药 (002390.SZ)
推荐 首次覆盖

核心观点：

- 1. 打造医药医疗全产业链蓝图初显。**2013年至今，信邦成功完成两次重大资产重组。由科开医药注入强大的医疗、商业资源及中肽生化注入强大的生物药资源已经勾绘好公司全产业链的蓝图。而且，公司依托在贵州省的强大的医院布局及医生资源，布局互联网医疗。公司拥有服务、流通、制药工业及互联网医疗全线优势，想象空间巨大。
- 2. 依托贵阳医学院的专家优势，1+x 复制效果明显。**科开医药目前旗下拥有8家医院，在规划中2家医院，在贵州省内形成了以贵阳市为核心并向外辐射的医疗网络。公司医院质地优秀，床位数量领先，未来几年增长明确。
- 3. 大力发展医药流通网络，托管医院辐射全省，弹性空间大。**科开依托医院终端资源，除了自身医院外，公司通过与县级医院深度合作，已经托管了多个县级医院药房，包括龙里县、贵定县、习水县、安龙县、普定县、修文县等。公司获得超过450家制药厂商省级代理权限。公司把握终端优势，流通业务有较大提升空间。
- 4. 依托现有的医院网络优势，布局互联网医疗潜力大。**公司收购贵州天医药方作为发展互联网医疗的平台公司，依托强大的现有医院网络优势，形成线上线下完美对接。信邦有望打造成贵州省互联网医疗龙头企业。
- 5. 并购全球领先生物药企业中肽生化，积极布局生物药领域。**2015年公司并购中肽生化，开拓生物药领域。中肽生化质地优良，研发能力突出。多肽方面，与礼来、辉瑞等大型跨国医药企业保持长期合作；诊断试剂方面，公司是全球拥有毒品检测种类最齐全的厂商之一。中肽有望通过信邦现有的医药流通渠道和医疗服务资源，迅速开拓国内市场。
- 6. 公司投资建议：**假设中肽4季度顺利并表，按交易后股本6.35亿计算，预计公司15-17年净利润为2.7亿、4.3亿、5.9亿，对应摊薄后EPS为0.43、0.68、0.94元。我们看好公司全产业链发展前景，给予“推荐”评级。

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

全铭

☎：010-66568837

✉：quanming@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.5.8

A股收盘价(元)	36.57
A股一年内最高价(元)	44.30
A股一年内最低价(元)	16.70
上证指数	4205.92
市净率	7.53
总股本(亿股)	5.00
实际流通A股(亿股)	2.64
流通A股市值(亿元)	96.70

主要财务指标

指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2476	5220	6706	9176
营业收入增长率	334.8%	110.8%	28.5%	36.8%
净利润(百万元)	145	274	430	596
净利润增长率	259.8%	89.6%	56.7%	38.5%
EPS(元)	0.23	0.43	0.68	0.94
ROE(归属母公司)	6.0%	10.0%	13.9%	16.6%
P/E	160	85	54	39
P/B	9.7	8.4	7.5	6.5
EV/EBITDA	61.2	44.3	32.2	26.5

投资概要：

驱动因素：

1. 打造医药医疗全产业链蓝图初显。2013 年至今，信邦成功完成两次重大资产重组。由科开医药注入强大的医疗、商业资源及中肽生化注入强大的生物药资源已经勾绘好公司全产业链的蓝图。而且，公司依托在贵州省的强大的医院布局及医生资源，布局互联网医疗。公司拥有服务、流通、制药工业及互联网医疗全线优势，想象空间巨大。

2. 依托贵阳医学院的专家优势，1+x 复制效果明显。科开医药目前旗下拥有 8 家医院，在规划中 2 家医院，在贵州省内形成了以贵阳市为核心并向外辐射的医疗网络。公司医院质地优秀，床位数量领先，未来几年增长明确。

3. 大力发展医药流通网络，托管医院辐射全省，弹性空间大。科开依托医院终端资源，除了自身医院外，公司通过与县级医院深度合作，已经托管了多个县级医院药房，包括龙里县、贵定县、习水县、安龙县、普定县、修文县等。公司获得超过 450 家制药厂商省级代理权限。公司把握终端优势，流通业务有较大提升空间。

4. 依托现有的医院网络优势，布局互联网医疗潜力大。公司收购贵州天医药方作为发展互联网医疗的平台公司，依托强大的现有医院网络优势，形成线上线下完美对接。信邦有望打造成贵州省互联网医疗龙头企业。

5. 并购全球领先生物药企业中肽生化，积极布局生物药领域。2015 年公司并购中肽生化，开拓生物药领域。中肽生化质地优良，研发能力突出。多肽方面，与礼来、辉瑞等大型跨国医药企业保持长期合作；诊断试剂方面，公司是全球拥有毒品检测种类最齐全的厂商之一。中肽有望通过信邦现有的医药流通渠道和医疗服务资源，迅速开拓国内市场。

我们与市场不同的观点：

市场并未充分认识到公司生物药及互联网医疗布局的价值。在生物药方面，中肽生化研发能力突出，拥有多个在研新药储备，其中包括一个 FDA 三期临床的糖尿病药物。在互联网医疗方面，公司拥有贵州省最优质的医院及医生资源，具备覆盖全省的医药流通网络，我们认为，由于医疗的特殊性，医院和医生是互联网医疗的核心，信邦的互联网医疗是线下医院的有效延伸，病人和医生、医院有望形成良性互动。互联网医疗也将联络公司各子医院数据库，形成资源合力，有望打造贵州互联网医疗龙头。

估值与投资建议：

假设中肽 4 季度顺利并表，按交易后股本 6.35 亿计算，预计公司 15-17 年净利润为 2.7 亿、4.3 亿、5.9 亿，对应摊薄后 EPS 为 0.43、0.68、0.94 元。我们看好公司在医疗服务、医药流通、生物药及互联网医疗方面的布局。首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

互联网医疗发展超预期；医院扩张速度超预期；公司外延式发展超预期

主要风险因素：

互联网医疗发展低于预期；医院扩张速度低于预期

目 录

一、进军医疗服务业及生物药，打造医药医疗全产业链.....	3
(一) 公司历史沿革：两次重大重组打造全产业链	3
(二) 公司股权结构	4
二、公司经营：科开带来业绩大幅提升.....	4
三、科开医药：中国医疗服务龙头企业.....	6
(一) 历史沿革	6
(二) 发挥龙头医院辐射带动作用，1+X 成效显著	6
(二) 医药流通业务是公司全产业链架构中上下游连接的纽带	14
四、互联网+：依托医院网络及医生资源，布局互联网医疗	17
五、制药工业：收购中肽生化，拓展生物药领域.....	18
(一) 生物药板块：收购中肽生化，拓展生物药领域	18
(二) 中药板块：品种有潜力，继续保持平稳增长	20
六、公司估值与投资建议	22
(一) 公司估值	22
(二) 投资建议	23
七、风险提示	23
八、附录：	24

一、进军医疗服务业及生物药，打造医药医疗全产业链

（一）公司历史沿革：两次重大重组打造全产业链

贵州信邦制药股份有限公司成立于 1995 年元月。2010 年 4 月，公司股票在深圳证券交易所成功挂牌上市。

2013 年以前，公司主营业务是中成药的开发、生产和销售。2013 年 5 月，公司启动与贵州科开医药有限公司重大资产重组工作，标志着公司从单一的制药企业向多元化医药医疗企业成功转型，公司形成了制药工业、医药流通和医疗服务三大业务板块。2015 年 4 月，公司收购天医药方健康云服务有限公司 70% 的股权，进军互联网医疗。同月，公司收购中肽生化 100% 股权，进入多肽和诊断试剂领域。

图 1：公司发展战略——打造医药医疗全产业链



资料来源：银河证券研究部

表 1：公司近两年重大事项

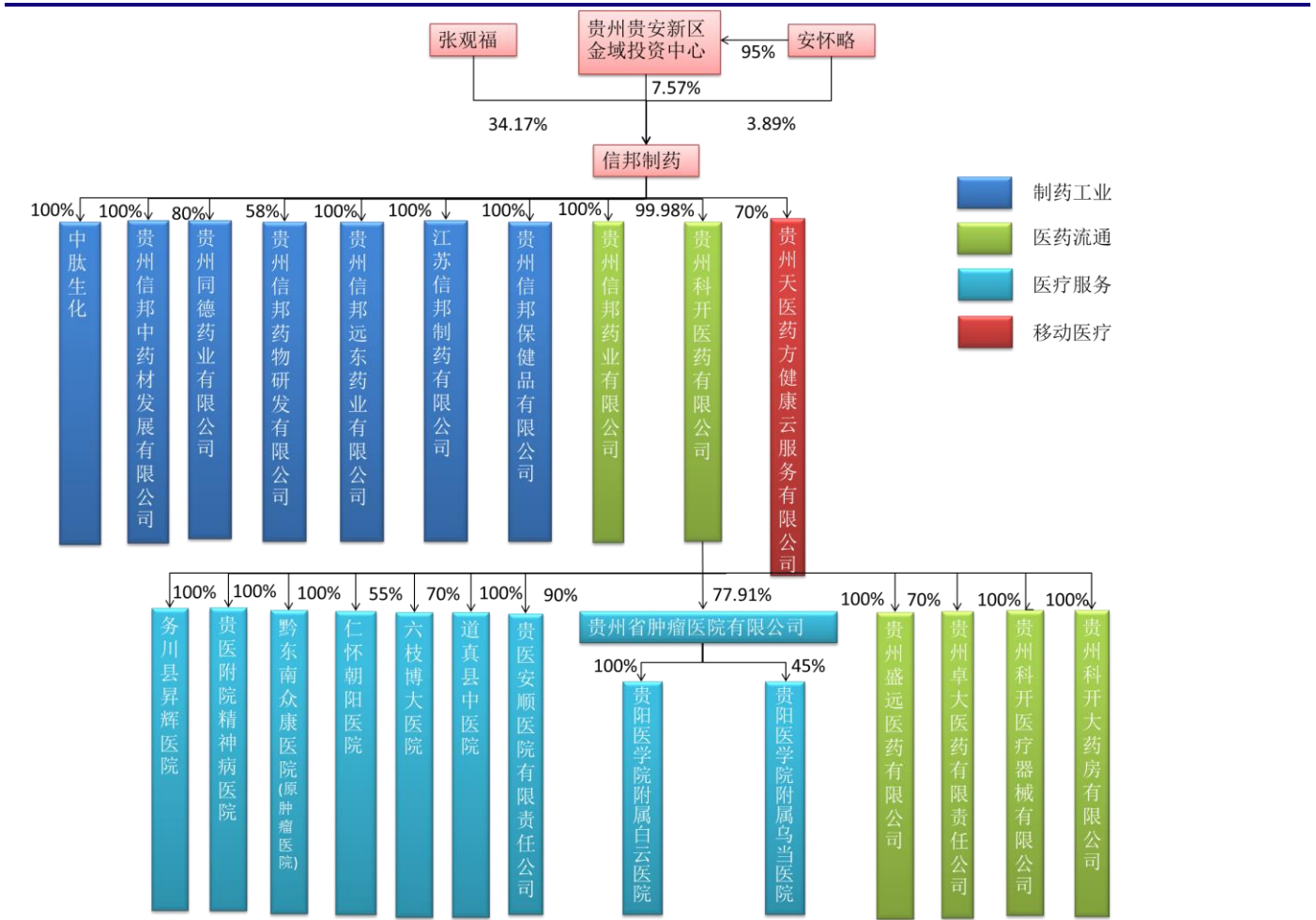
时间	事件
2013.8	公司定向增发募集资金 12.5 亿购买科开医药股权，其中购买资产 9.4 亿，补充营运资金 3.1 亿
2013.12	设立子公司同德药业
2014.4	子公司科开医药增资控股卓大医药，取得 70% 股权
2014.4	收购信邦药业剩余 10% 股份，成为全资子公司
2014.8	子公司科开医药收购盛远医药 100% 股权
2014.9	公司拟设立黔东南肿瘤医院有限公司（后改名众康医院）、贵医附院精神病医院
2014.10	公司收购道真县中医院、昇辉医院
2015.2	公司收购朝阳医院 55% 股份，博大医院 70% 股份
2015.4	公司收购贵州天医药方健康云服务有限公司 70% 的股权，同时对贵州天医药方增资扩股
2015.4	公司收购中肽生化 100% 股权，并定向增发募集配套资金 6.6 亿，用于多肽产能扩建及产业基地技术改造

资料来源：银河证券研究部

(二) 公司股权结构

公司董事长张观福，占 34.17% 的股份。总经理安怀略，为公司第二大股东，其直接持股 3.89%，通过控制的合伙企业持股 7.57%。

图 2：公司股权结构及子公司情况



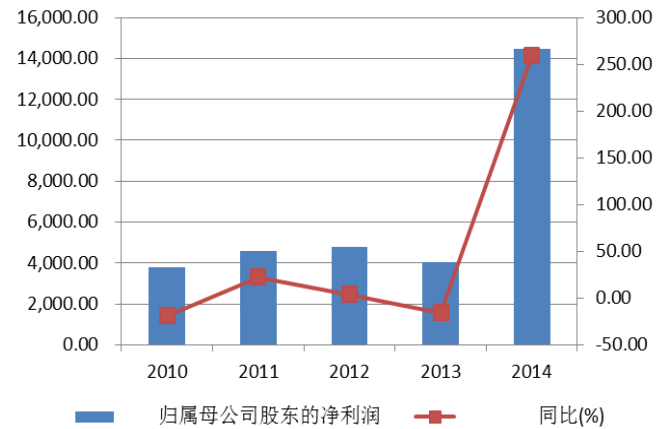
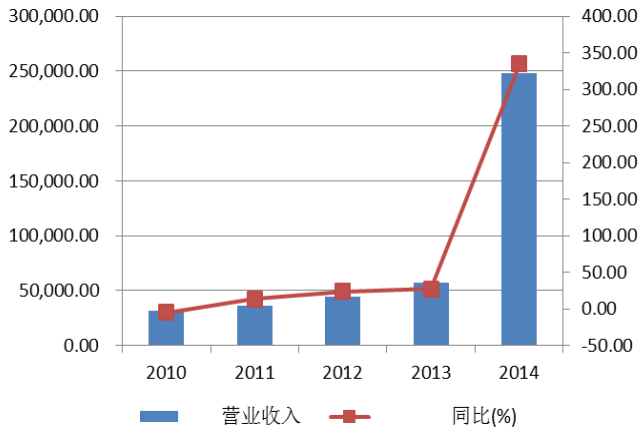
资料来源：银河证券研究部

二、公司经营：科开带来业绩大幅提升

2014 年，公司实现营业收入 24.76 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.45 亿元，较上年同期分别增长 334.81%、259.79%。这一巨大增长是由于公司的合并，经营规模和业务类型发生变化所致。公司于 2014 年 3 月完成对科开医药收购，科开医药合并 4-12 月实现营业收入 17.71 亿元、营业利润 1.41 亿元、利润总额 1.42 亿元、净利润 1.06 亿元，归属于上市公司股东净利润 0.97 亿元，从而带来公司业绩的大幅增长。

图 3：公司营业收入同比增长 335%

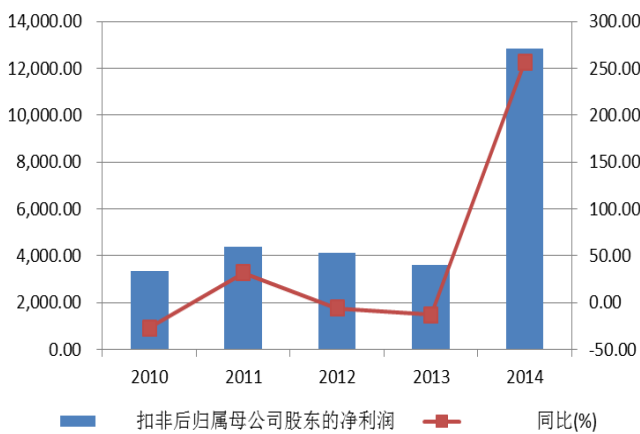
图 4：公司归属母公司净利润增长 260%



资料来源：银河证券研究部

资料来源：银河证券研究部

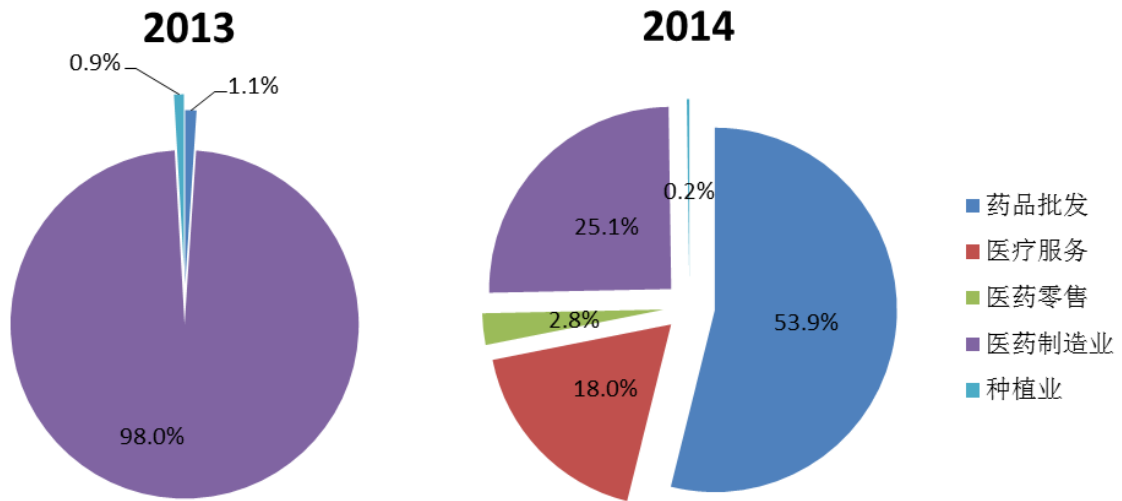
图 5：公司扣非后归属母公司净利润增长 257%



资料来源：银河证券研究部

2014 年公司完成了对科开医药的收购，新增医药流通和医疗服务业务。2014 年医药流通业务实现收入 14 亿元，占总营业收入 57%；医疗服务业务实现收入 4 亿元，占总营业收入 18%。

图 6：公司主要板块销售量变化



资料来源：银河证券研究部

三、科开医药：中国医疗服务龙头企业

科开医药多年来专注医院管理和医药流通。目前旗下拥有 8 家医院，在规划中 2 家医院，并建立起了覆盖全省的医药流通销售网络。在医院管理方面，公司拥有省肿瘤医院、安顺医院、白云医院、乌当医院、道真县中医院、朝阳医院、博大医院、黔东南众康医院，在规划中的贵医附院精神病医院、异辉医院，并与贵阳医学院附属医院、贵阳医学院第二附属医院有着良好的合作，在贵州省具有明显的优势。

（一）历史沿革

科开医药前身贵阳医学院科技开发公司药品销售部是由贵阳医学院科技开发公司于 1995 年 3 月 1 日设立的全民所有制企业。

2002 年，贵州省卫生厅出具了《贵州科开医药股份有限公司的批复》，同意贵阳医学院附属医院将其下属的药品销售部整体改制为科开医药股份有限公司。科开医药自 2002 年成立至今，形成了以药品流通和医院业务为主的业务体系。2003 年，科开医药完成 GSP 认证，成为一家 GSP 改造的医药销售企业。贵医附院以科开医药为投资平台，重组、新办了多家非营利性或营利性医院，引导医院人才、技术、管理向基层输送，实现省级龙头医院辐射带动作用的同时，为公立医院改革发展探索出一条值得借鉴的创新路径。

（二）发挥龙头医院辐射带动作用，1+X 成效显著

科开医药目前旗下拥有 8 家医院，在规划中 2 家医院，在贵州省内形成了以贵阳市为核心并向外辐射的医疗网络，并初步形成了较为完善的医疗卫生人才培养体系和较为成熟的运营模式。

表 2: 科开医药旗下医疗机构床位数一览

医院	目前床位	未来床位
肿瘤医院	1000 张	2015 年达到 1200 张, 2016 年达到 2500 张
白云医院	600 张	2016 年达到 1000 张, 2020 年达到 3000 张
乌当医院	502 张	规划 1000~1200 张
安顺医院	300 张	
黔东南众康医院	260 张	
朝阳医院	100 张	一期 220 张, 规划 500 张
博大医院		2016 年规划 415 张, 实际 500 余张
道真县中医院	267 张	
务川昇辉医院 (规划中)		350 张
贵医附院精神病医院 (规划中)		
总计	3000 张	超过 10000 张

资料来源: 银河证券研究部

图 7: 科开旗下医疗机构分布图



地区	医院
贵阳	白云医院、乌当医院、贵州省肿瘤医院
遵义	道真县中医院、仁怀朝阳医院、务川县昇辉医院 (规划中)
黔东南苗族侗族自治州	黔东南众康医院、精神病医院 (规划中)
安顺	安顺医院
六盘水	六枝博大医院

资料来源: 银河证券研究部

1、肿瘤医院：全省唯一三甲肿瘤医院，目标床位 2500 张

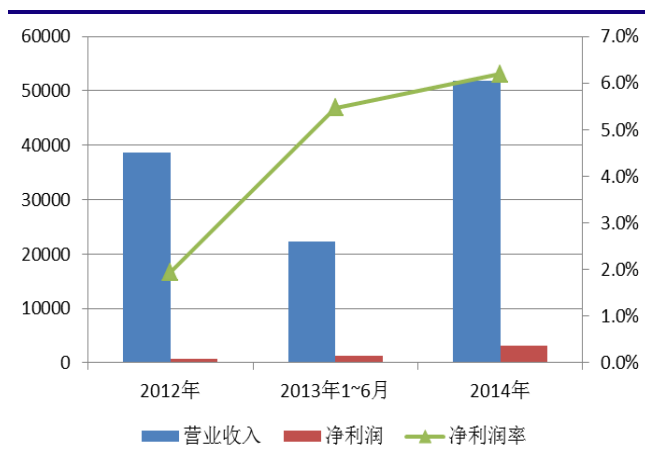
(1) 贵医附院原肿瘤科并入，拥有优质医疗资源

肿瘤医院为科开医药控股子公司，是科开医药与贵医附院合资成立的营利性三级甲等医院。省肿瘤医院前身为原中铁五局中心医院，后由贵医附院、科开医药共同设立，成为营利性股份制医院。贵医附院原肿瘤科成建制并入省肿瘤医院，其优质医疗资源得到充分施展和迅速提升，成为贵州省肿瘤疾病治疗的主要基地。

(2) 实际使用床位 1000 张，利润率有较大提升空间

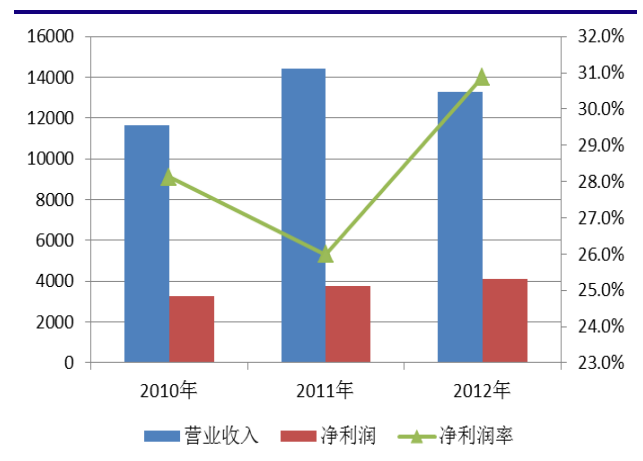
肿瘤医院系贵州省唯一三甲肿瘤医院，医疗服务业务优势明显。医院拥有开放床位 755 张，包括加床实际使用床位 1000 张。现有职工 1102 人。2014 年肿瘤医院医疗服务实现营业收入 5.2 亿，净利润 3212 万，净利润率 6.2%。与四川红十字肿瘤医院对比发现，肿瘤医院净利润率处于相对较低水平。由于背负巨大的建设资金，以及为二期及三期开业储备人才的资金压力，肿瘤医院的利润率一直不高，随着在建项目的不断落地及其他医院的逐渐投入使用，肿瘤医院的利润率有较大的提升空间。

图 8：肿瘤医院净利润率情况



资料来源：银河证券研究部

图 9：四川红十字肿瘤医院净利润率情况



资料来源：银河证券研究部

(3) 肿瘤二院今年投入使用，新增床位 400 张，有效分摊肿瘤医院超负荷问题

2013 年，肿瘤医院兼并中国水利水电第九工程局有限公司中心医院成为二院，按照三甲肿瘤医院标准进行建设。肿瘤二院将于 2015 年 5 月投入使用，届时将增加 400 张床位。肿瘤二院和肿瘤医院距离非常近，可以很好分摊肿瘤医院床位超负荷问题。

图 10：科开旗下贵阳市内医院分布图



资料来源：银河证券研究部

(4) 三期大楼新增编制床位 600 张，预计 2016 年投入使用

目前，肿瘤医院三期大楼主体正在建设，预计 2016 年投入使用。三期大楼楼高 18 层，建筑总面积 6 万余平方米，新增编制床位 600 张，实际投入使用估计超过 1000 张。预计到 2016 年，肿瘤医院整体建筑面积超 12 万平方米，床位数将达到 2500 张，年门诊量达 18 万人次，年出院病人将达 5 万人次，年收入超 10 亿元。

(5) 依托贵阳医学院，拥有人才优势

贵阳医学院是一所具有悠久历史的省属重点高等院校，成立于 1938 年，原名国立贵阳医学院，是当时隶属于教育部的九所国立医学院校之一。现为贵州省省属重点高等学校，全省唯一的医学博士学位授予单位。学校设有 20 个教学单位，6 所直管附属医院，8 所非直管附属医院，6 所教学医院。目前，贵阳医学院全日制在校学生达到 14000 余人。建校以来，学校累计培养了 5 万余名高素质医学专门人才，其中博士、硕士达到 4000 余名，绝大多数毕业生扎根贵州，成为贵州省医疗卫生事业发展的主力军。

表 3：贵阳医学院附属医院列表

直属附属医院：6 所

- 贵阳医学院附属医院（合作医院）
- 贵阳医学院第二附属医院（合作医院）
- 贵阳医学院第三附属医院
- 贵阳医学院附属肿瘤医院（控股医院）
- 贵阳医学院附属白云医院（控股医院）
- 贵阳医学院附属乌当医院（控股医院）

资料来源：银河证券研究部

2、白云医院：三级综合性医院，目标床位 3000 张

(1) 一脉相承，院长刘健系贵医附院副院长

白云医院为贵州省知名度较高的三级综合医院，白云医院原身为贵州铝厂职工医院，2011 年被科开医院收购。贵医附院副院长担任白云医院院长，并由贵医附院的 70 名优秀专业技术人员担任白云医院的学科带头人。

(2) 开放床位 600 张，目标床位 3000 张

医院拥有开放床位 600 张。目前医院已启动二期工程，投资近 3 个亿，新建 52500 平方米的住院综合楼，新增住院病床 630 张，使住院病区在 30 个以上。二期工程大楼预计 2016 年投入使用。二期工程完工后，即着手启动三期工程，新增近 100 亩土地，再利用 2-3 年时间，建立 3000 张床位的高标准的“三级甲等”综合医院。

白云医院是科开医药下属的民办非企业单位，为非营利性医院，因此不合并报表。公司主要通过为白云医院提供流通服务进行营利。2014 年，科开医药为白云医院提供药品配送实现收入 1.2 亿元。

3、乌当医院：三级综合医院，目标床位 1000 张

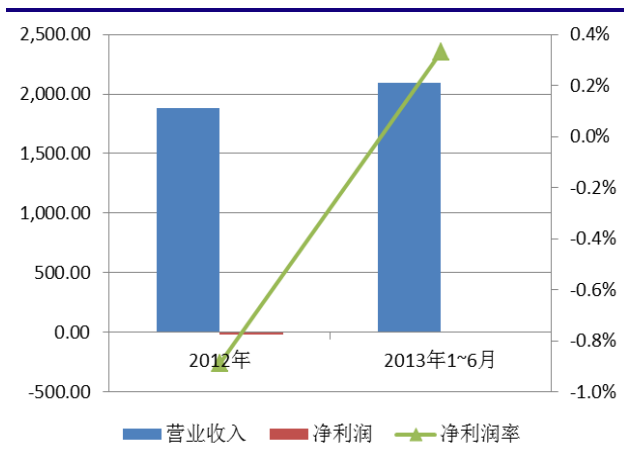
乌当医院是由赤天化集团、肿瘤医院和贵州东山创立投资发展公司共同投资设立的事业单位法人。乌当医院为三级综合医院，2013 年 9 月开业，规划床位 1000 到 1200 张，首批开放床位 502 张。贵医附院乳腺外科主任任乌当医院院长。乌当医院定位于服务当地居民，有望依托贵医附院的品牌和专家资源，获得较快成长。

科开医药通过肿瘤医院持有乌当医院 45% 的股权，为非营利性医院，因此不合并报表。2014 年，科开医药为乌当医院提供药品配送实现收入 4596 万元。

4、安顺医院：二级甲等医院，编制床位 300 张

安顺医院为 2005 年，贵医附院与安顺红十字医院共同创办的股份制医院。安顺医院为二级甲等医院，目前拥有编制床位 300 张。安顺医院院长由贵阳医学院附属医院急诊科副主任担任。其他各临床科室由贵医附院病房专家队伍构建，由贵医附院退休专家和在职专家坐诊，各学科采用学科带头人管理模式，与贵医附院一脉相承，与贵医附院同步开展工作。安顺医院主要为安顺市及周边地区的患者服务。

图 11: 安顺医院收入利润情况



资料来源：银河证券研究部

5、黔东南众康医院：依托二附院肿瘤科，区位优势，目标床位 260 张

黔东南众康医院是公司在 2014 年 9 月设立的全资子公司，注册资本为 9000 万元。类型为营利性医院。

(1) 地处凯里经济开发区，区域内无一家二级以上医院

黔东南众康医院地处凯里经济开发区，凯里市常住人口 60 万人，开发区现有人口近 10 万人，且毗邻贵广高铁、厦蓉高速，形成了国道、省道、高速公路、高速铁路并存的立体交通网络，区位优势，交通便捷。该区域目前无一家二级以上医院，一定程度上存在卫生资源缺乏的现象。由于新区建设、经济和人口增长的拉动，对各种医疗服务机构、医疗服务质量及各层次的医疗保健水平也会随之提高。

(2) 依托贵医二附院肿瘤科发展，二附院提供技术专业支持

黔东南肿瘤医院将以贵阳医学院第二附属医院肿瘤科为基础，以肿瘤疾病治疗为主打学科，形成以肿瘤病为核心的学术、科研和医疗团队。贵阳医学院附属医院、贵州省肿瘤医院有限公司、贵阳医学院第二附属医院提供技术和专业支持，由公司提供资金支持，通过扩大投资规模，发展壮大黔东南肿瘤医院，提升其影响力，将黔东南肿瘤医院建成以肿瘤疾病治疗为核心的综合性医院。

(3) 门诊大楼以租借形式使用，只需支付场地使用费和管理费

贵阳医学院第二附属医院将位于黔东南州凯里市经济开发区开司大道南侧金汇路东侧的综合大楼、门诊楼等房屋及其相应的土地使用权专用于黔东南肿瘤医院的经营场所，黔东南肿瘤医院将按照相关协议支付贵阳医学院第二附属医院场地使用费及管理费。

黔东南肿瘤医院有限公司经工商行政部门核准名称为黔东南众康医院有限公司。科开医药增加对黔东南众康医院的投资额度，由原来的 9,000 万元变更为 20,081.30 万元。黔东南众康医院一期设置床位 260 张，正在筹办中，预计 2015 年上半年开始投入运营。医院按二级综合

医院设置的相关标准配备。

6、仁怀朝阳医院：仁怀境内最大综合一级民营医院，目标床位 500 张

仁怀朝阳医院为公司占股 55% 的一级民营医院。朝阳医院现有员工 170 人，开放床位 100 余张。公司于 2012 年 12 月开工修建了 28,000 多平方米医疗业务用房，新建医院大楼设计床位 500 张，目前裙楼已基本装修完毕，即将投入使用，投入使用后，一期开放床位将达到 220 张。

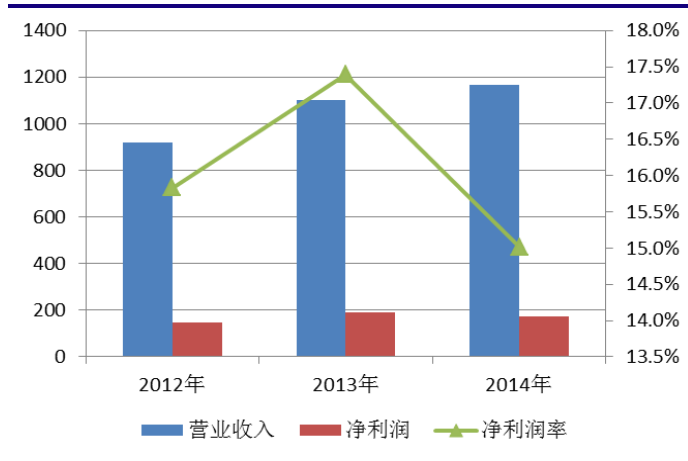
(1) 地处仁怀，系仁怀境内规模最大的综合性一级民营医院

朝阳医院是目前仁怀境内规模最大一家的综合性一级民营医院，拥有中华人民共和国医疗机构执业许可证，是社保、新农合定点医疗机构。已取得职业病防治及体检资格。仁怀市辖区总人口 68 万，城区人口约 18 万，下辖 174 个行政村。全市二级甲等综合医院 2 个，民营医院 4 个。全市有医疗卫生技术人员约 1600 余人，总床位 1300 张，2013 年全市新农合参合率达 99%，参合资金 1.1392 亿元；医疗服务人口可达 150 万以上。

(2) 利润率高，有望依托科开品牌和专家资源获得较快成长

朝阳医院按传统的民营医院发展路径，成本控制非常好，利润率可达 15%~20%。科开接管后，朝阳医院有望依托科开的品牌和专家资源，获得较快成长，成长为仁怀地区医院龙头。

图 12：朝阳医院收入利润情况



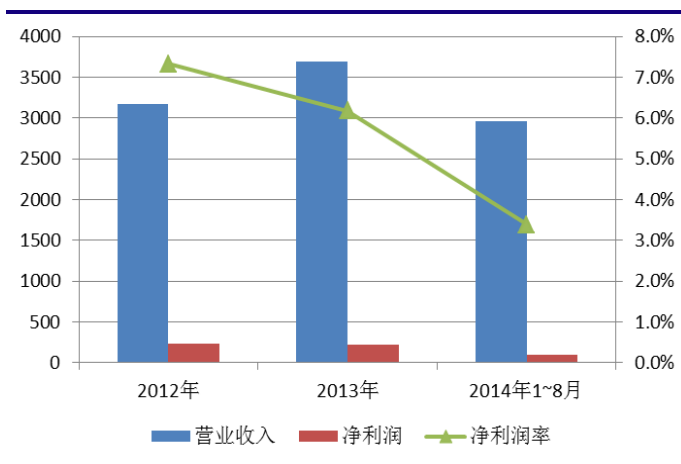
资料来源：银河证券研究部

7、道真县中医院：开放床位 267 张

道真县中医院系科开医药于 2014 年 10 月购买资产获得，公司拥有道真县中医院自 2008 年 9 月起 50 年的运营权。

道真县中医院为政府办非营利性医院，是一所集医疗、科研、教学、预防保健为一体的二级甲等综合性医院，是道真县人民政府引资整合的医疗机构。目前医院拥有开放床位 267 张，现有职工 241 名，拥有国家事业编制名额 150 名，是城镇职工基本医疗保险和新型农村合作医疗定点机构。

图 13: 道真县中医院收入利润情况



资料来源：银河证券研究部

8、博大医院：目标床位 415 张，预计 2016 年建成

博大医院为公司占股 70% 的民营医院。博大医院于 2011 年 9 月 16 日成立，博大医院建设项目的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，是六枝特区职工医保、居民医保、工伤保险和新农合的定点医院。

六枝特区毗邻安顺市、盘县、水城；辖区总人口 70 万人，城区人口约 20 余万，2013 年人均国民收入城镇人口 17680 元，农村人口在 5400 元以上。全区有二级综合医院 2 家。2013 年全市新农合参合率达 98%，参合资金 2 亿元；城镇职工、居民医保参保率达 100%，统筹资金约 1.2 亿元，医疗服务人口范围可达 120 万人以上。

六枝博大医院设置床位 415 张，实际开放床位可达 500 张，科室设置 29 个。医院建设手续齐全，正在进行工程建设，预计 2016 年底建成并投入使用。

9、贵医附院精神病医院：依托二附院精神科，在规划中

精神病医院是公司在 2014 年 9 月拟设立的全资子公司。注册资本为 1000 万元。类型为非营利性医院。

精神病医院以贵阳医学院第二附属医院精神科为基础，以精神疾病治疗为主打学科，形成以精神病为核心的学术、科研和医疗团队。贵阳医学院附属医院、贵州省肿瘤医院有限公司、贵阳医学院第二附属医院提供技术和专业支持，由公司提供资金支持，将精神病医院建成以精神疾病治疗为核心的专科医院。

贵阳医学院第二附属医院将位于黔东南州凯里市经济开发区开司大道南侧金汇路东侧的住院部房屋及其相应的土地使用权专用于精神病医院的经营场所，精神病医院将按照相关协议支付贵阳医学院第二附属医院场地使用费。

10、务川昇辉医院：编制床位 350 张，在规划中

昇辉医院系科开医药于 2014 年 10 月购买资产获得，为非政府办非营利性医院。目前拥有

编制床位 350 张。

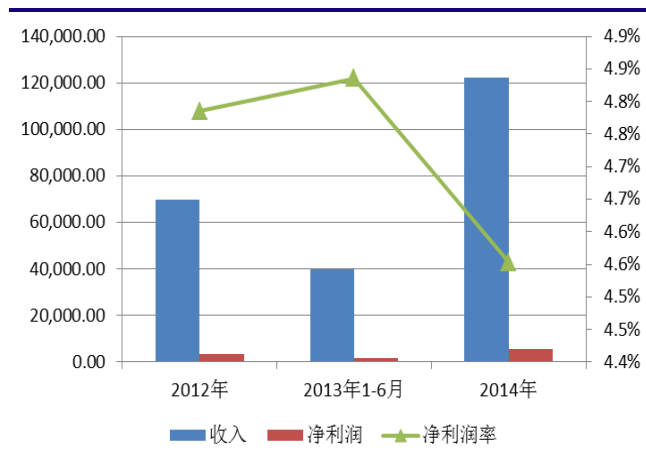
异辉医院是 2013 年务川县人民政府的招商引资项目，集医疗、教学、科研、急救、保健、康复为一体的非营利性二级甲等综合性医院，拥有国家事业编制名额 400 名。目前，医院完成了卫生、工商等主管部门的设置医疗机构的批准（批复）、医疗机构执业许可（仅用于项目建设期间）、工商名称预核准等相关手续。目前医院建设工程已完成总工程量的 40%。

（二）医药流通业务是公司全产业链架构中上下游连接的纽带

科开医药建立了以医院为依托的医药商业模式，通过控制省内各大医院的配送权，进而控制医药工业企业的销售渠道。科开医药在与上游医药企业的业务合作中具有较强的话语权和议价能力，对产业链上下游强大的控制能力为科开医药的持续、稳定、快速发展奠定了坚实的基础。目前公司获得超过 450 家制药厂商省级代理权限。

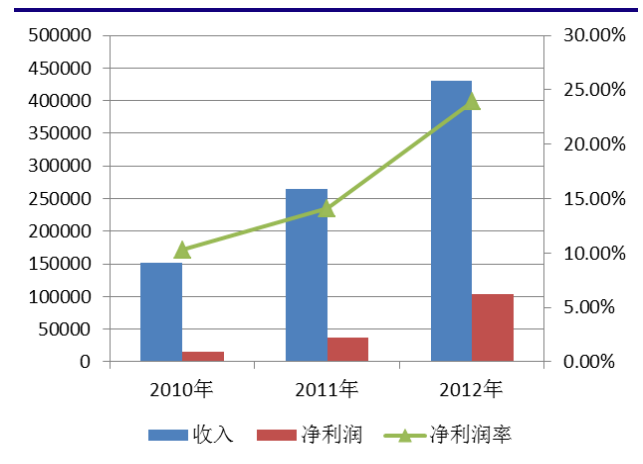
2014 年，科开药品批发实现营业收入 12.2 亿，净利润 9262 万（含 3700 万肿瘤医院分红，实际利润 5562 万），实际净利润率为 4.6%。与凤凰医疗比较后发现，科开医药流通业务利润率处于相对较低水平。科开把握终端优势，和药企之间议价空间弹性很大，医药流通利润有较大的提升空间。

图 14：科开医药流通业务净利润率



资料来源：银河证券研究部

图 15：凤凰医疗流通业务净利润率



资料来源：银河证券研究部

1、科开医药以公司控股医院及合作医院为终端依托进行流通服务

科开医药以公司控股及合作医院为终端依托，开展了一系列流通服务。包括贵阳医学院、贵阳二附院、肿瘤医院、白云医院、乌当医院等。

表 3: 科开医药与关联医院交易情况

客户名称	关联关系	交易内容	销售额	占年度销售总额比例
贵阳医学院附属医院	子公司贵州省肿瘤医院有限公司股东	科开医药销售药品、耗材、提供劳务	5.5 亿	22%
白云医院	子公司贵州省肿瘤医院有限公司下属非营利性医院	科开医药销售药品、耗材、提供劳务	1.2 亿	5%
乌当医院	子公司贵州省肿瘤医院有限公司下属非营利性医院	科开医药销售药品、耗材、提供劳务	4626 万	1.9%

资料来源: 银河证券研究部

2、通过托管医院药房快速发展覆盖全省的医药流通业务

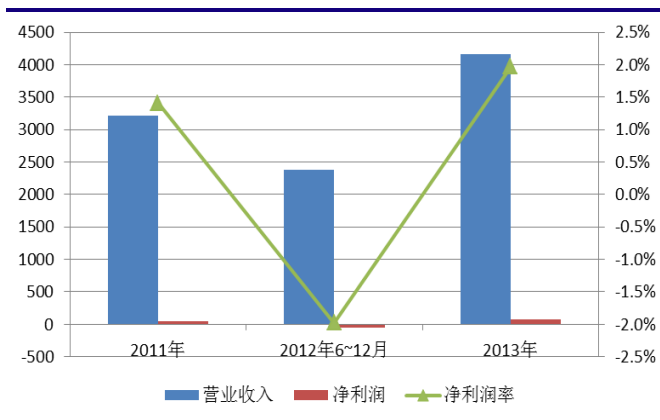
公司陆续收购卓大医药和盛远医药, 建立起完善的医药流通销售网络。公司通过与县级医院深度合作, 已经托管了多个县级医院药房, 包括龙里县、贵定县、习水县、安龙县、普定县、修文县等。

(1) 信邦药业与卓大医药负责贵阳市外的医院药房

由于托管医院范围不断增大, 公司配送范围已经辐射整个贵州省。为了提高配送效率, 公司收购卓大医药, 拓展医药流通网络, 与信邦药业一起负责贵阳市外的医院配送。

卓大医药为科开占股 70% 的医药流通企业。卓大医药是一家实力较强的医药流通企业, 在遵义地区、毕节地区、黔南、黔东南地区有较好的资源与基础。由于并入上市公司之前客户较少, 卓大收入利润情况并未反应公司的实际实力, 嫁入信邦之后将充分发挥贵阳市外配送优势, 成为公司流通服务发展新的增长点。

图 16: 卓大医药收入利润情况

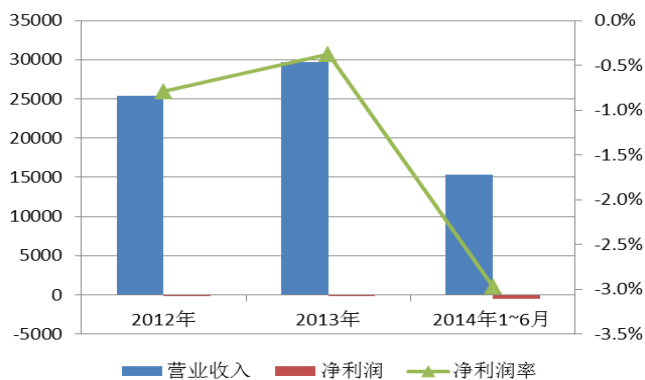


资料来源: 银河证券研究部

(2) 盛远医药负责快批服务

盛远医药为科开 100% 控股的医药批发企业, 定位于药品快批服务。盛远医药有限公司成立于 2009 年 3 月, 系原贵州神奇盛世药业有限公司迁址变更而来, 为一家大型医药批发企业。现有在职人员共 150 余人。盛远医药经营品种众多, 上游与国内知名品牌企业和国内大型医药流通企业合作, 下游销售业务在贵州省内的药品流通企业、各级药品销售连锁企业和部分省外药品流通企业有一定的覆盖面。

图 17：盛远医药收入利润情况

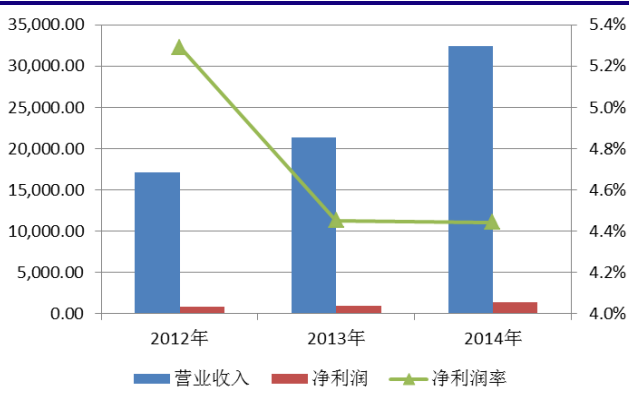


资料来源：银河证券研究部

3、科开医疗器械负责医疗器械及耗材配送

科开医疗器械为科开 100%控股的子公司，负责医疗器械及耗材的配送。2014 年，科开医疗器械实现营业收入 3.2 亿，净利润 1442 万，净利润率 4.4%。

图 18：科开医疗器械收入利润情况



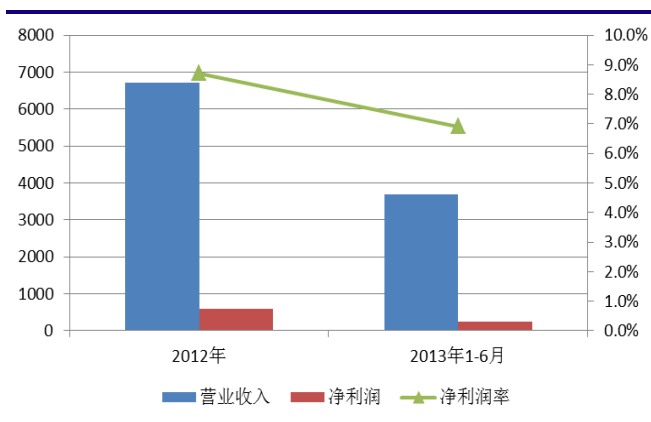
资料来源：银河证券研究部

4、通过科开大药房建立医药零售网络

科开大药房为科开医药下属全资子公司，主要经营药品零售业务。目前，科开大药房目前已经开设 7 家药店，其中总店一家，分店 6 家，均位于贵阳市境内。科开大药房已经初步形成了覆盖公司既有医院和主要合作医院的医药零售网络，公司还将进一步增加门店数量，继续打造科开大药房的专业形象。

科开大药房销售药品中以普通药品为主。目前医院消费部分转移到药房，尤其是顾客医保完善、分店增加社保资格后，药品的消费将逐年增长。

图 19：科开大药房收入利润情况



资料来源：银河证券研究部

四、互联网+：依托医院网络及医生资源，布局互联网医疗

公司积极拥抱互联网，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增资扩股。天医药方主要依托科开医药的医疗资源，打造互联网医疗商业模式。

目前，公司旗下10家控股医院，2家合作医院，拥有贵州省内最优质的专家资源，这些资源为公司开展互联网医疗提供天然优势。我们认为，由于医疗的特殊性，医院和医生是互联网医疗的核心，信邦的互联网医疗是线下医院的有效延伸，病人和医生、医院有望形成良性互动。互联网医疗也将联络公司各子医院数据库，形成资源合力，有望打造贵州互联网医疗龙头。

（一）人员优势：丰富的医生资源

信邦旗下掌握着贵州省内最优质的医生资源，包括贵阳医学院附属医院、贵阳医学院第二附属医院、肿瘤医院、白云医院等医生超2000人，可以随时调动医生保证远程问诊的治疗和及时性。这些医师资源是别的医疗信息服务公司、医药商业公司不具备的。

（二）渠道优势：拥有10家实体医院，具备天然O2O基因

信邦旗下10家实体医院，辐射整个贵州省，具备O2O天然优势。一方面，旗下医院的医生可以将患者流量从线下吸引到线上，通过医生渠道推广互联网医疗。一方面，医生也可以通过互联网吸引患者到实体医院进行就诊，扩大医院门诊量。在信邦的互联网闭环里，患者、医生、医院形成良性互动，线上和线下形成完美结合。

（三）变现优势：辐射贵州省的医药流通网络

互联网医疗中，医院、网络平台、药店获得收入不同，医院获得患者流量，平台公司获得分成，药店获得销售订单。一般来说，绝大多数收入属于药品销售环节。信邦拥有全产业链的布局，特别是辐射贵州省的医药流通平台，为公司获取药品销售部分收入提供有力保障。

（四）政策优势：贵州省系首批获远程医疗试点省份

2014年，卫计委发布《关于推进医疗机构远程医疗服务意见》，明确了服务内容，并要求积极推动远程医疗服务发展。2015年，国家发改委、国家卫生计生委发文批准贵州开展远程医疗政策试点。贵州省远程医疗试点包含三部分内容：(1) 解放军总医院对贵州省三级医院提供远程医疗服务；(2) 贵州省三级医院对省内县级医院和中心乡卫生院及社区卫生服务中心提供远程医疗服务；(3) 各级各类医疗机构为城乡居民提供健康教育服务。

五、制药工业：收购中肽生化，拓展生物药领域

公司在2015年之前以中药生产销售为主，拥有17个国家基药目录品种，拥有3个国家优质优价品种，拥有全国独家剂型品种益心舒胶囊。

2015年5月，公司发行股份收购主要研发生产多肽及诊断试剂的中肽生化100%的股权，对应中肽生化估值20亿，填补了公司在生物药领域的空白。同时，公司向金域投资等非公开增发募资6.6亿元用于中肽生化多肽产能扩建、诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目。公司拥有成熟的营销网络和稳定的销售队伍，公司销售人员800余人，为中肽生化诊断试剂的国内市场开拓铺平道路。

(一) 生物药板块：收购中肽生化，拓展生物药领域

1、拥有前沿技术水平和稳定的产品质量，发展空间较大

中肽生化于2001年成立，主要产品为多肽和诊断试剂，主要市场集中在美国，是亚洲首家通过FDA认证的多肽供应商。董事长李湘系国家级千人计划专家，研发团队中2人为国家级千人计划，4人为浙江省千人计划专家。多年来，中肽生化与客户建立了长期紧密的黏性关系。随着客户的多肽类新药研发逐步从临床前的药物发现和筛选阶段进入临床试验阶段，中肽生化提供的多肽产品也由非GMP级向GMP级别延伸。

表4：中肽生化提供的多肽服务类型

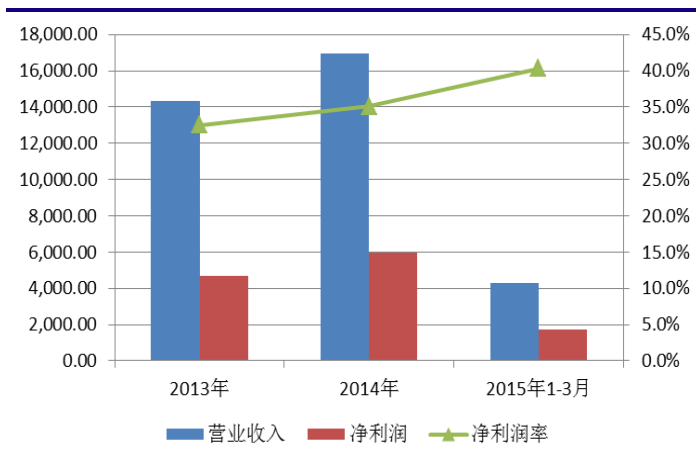
产品类别	主要研发阶段	用途	生产环境标准	需求特点
客户定制多肽	临床前阶段	主要用于临床前药物筛选，不作用于人体	非GMP标准	项目数量多，单个客户的需求量小
药物多肽	临床试验、新药申报和新药获批 上市后的商业化	主要用于在人体上进行测试试验	GMP标准	项目数量较少，单个订单需求量大

资料来源：银河证券研究部

2005年，中肽生化开始进入体外诊断试剂领域，开发出多款通过美国FDA和欧盟CE认证的毒品和早孕检测试剂，并以设立在美国境内本土化运营的UCP公司为支点，迅速打开了美国市场。体外诊断试剂成为中肽生化的另一大主营业务和利润增长点。

目前，中肽生化多肽类业务占主营业务收入的比例约40%左右，体外诊断试剂业务占主营业务收入的比例约60%左右。

图 20：中肽生化收入利润情况



资料来源：银河证券研究部

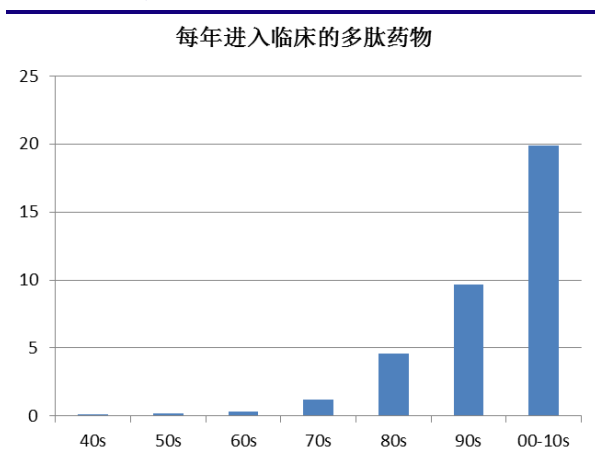
2、多肽业务客户黏性大，公司已与全球几百家制药公司保持长期合作，多肽业务将持续成为公司利润重要来源

中肽生化的高端多肽定制服务的客户包括全球几百家制药公司、生物医药公司及生物诊断公司，这些公司所进行的研发多为一类全新药物的开发，在技术质量和知识产权保护方面要求非常严格。中肽生化自身领先的技术实力和完善的保密制度是与上述客户保持长期合作的坚实基础。

(1) 多肽药物是未来全球药物研发重点发展方向

多肽药物大小介于小分子与蛋白药物之间，具备“毒性小、副作用低、药效学显著”等优点，已成为国际新药研究的热点。在最近二十年，随着给药技术的发展和生产成本的降低，制约多肽药物发展的两大缺点逐步得到改善，每年进入临床开发的多肽药物数量呈现出快速上升的趋势。

图 21：近十年进入临床的多肽药物爆发式增长



资料来源：银河证券研究部

(2) “专利悬崖效应”催生庞大的非专利药市场

在我国，国外品牌占据了多肽药物大部分市场份额，而国产多肽药物则以仿制国外已过专利保护期或未在我国申请专利的多肽药物为主。从全球看，多肽类药物多个重磅级产品预计将于 2014 至 2021 年专利到期，催生出庞大的非专利药市场。

3、诊断试剂有望借助信邦的医药销售渠道和医疗服务资源在国内快速发展

中肽生化的体外诊断试剂产品属于免疫类诊断试剂，主要用于毒品（药物滥用）检测，多款产品通过美国 FDA 和欧盟 CE 认证，是全球拥有毒品检测种类全球最为齐全的厂商之一。产品具有快速、使用和携带方便、准确率高等特点，广泛适用于戒毒所、医院、军队征兵、海关边检和公路交通安全中高危人群普查、特种行业和招工体检的筛检工作。此外，中肽生化还取得了妊娠、心肌、肿瘤、传染病检测等非毒品类检测产品的欧盟 CE 认证，为下一步产品线的丰富与完善做好了充分的准备。

(1) 诊断试剂发展前景广阔，全球 500 亿美金，国内 200 亿人民币市场

根据美国联合市场研究（Allied Market Research）机构发布的报告显示，2013 年全球体外诊断（IVD）市场规模为 533.2 亿美元，到 2020 年，全球 IVD 市场将达 746.5 亿美元。根据前瞻产业研究院发布的《2014-2018 年中国体外诊断行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》显示，2013 年我国体外诊断市场规模已经接近 200 亿元。

(2) 诊断试剂有望借助信邦现有的医药流通渠道和医疗服务资源在国内快速发展

中肽生化的体外诊断试剂质量可靠，近年来销售额快速发展，过去两年保持 60% 以上的增长。信邦现有 800 人销售团队，重组完成后，有望借助信邦现有的医药流通渠道和医疗服务资源，为中肽生化诊断试剂的国内市场开拓铺平道路，同时带动公司医药流通业务及医疗服务业务的发展。

(二) 中药板块：品种有潜力，继续保持平稳增长

公司拥有 17 个国家基药目录品种，益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊等 5 大主力品种首次入选。拥有 3 个国家优质优价品种，分别是银杏叶片、护肝宁片、贞芪扶正胶囊。拥有全国独家剂型品种益心舒胶囊。

表 5：中药板块重点产品情况

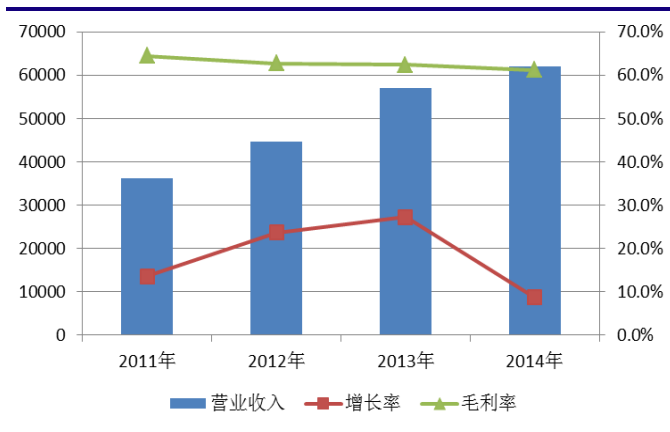
重点品种	适应症	主要优势
益心舒胶囊	冠心病、心绞痛	独家剂型品种、国家医保乙类、新版基药目录
脉血康胶囊	中风、半身不遂	国内 1 家竞争，国家医保乙类，新版基药目录
六味安消胶囊	消化不良、胃痛胀满	国内 2 家竞争，新版基药目录
银杏叶片	冠心病、心绞痛	厂家众多，国家医保乙类，新版基药目录
贞芪扶正胶囊	抗肿瘤辅助产品	国内 2 家竞争，国内医保乙类，新版基药目录

资料来源：银河证券研究部

2014 年，公司围绕重点品种益心舒和脉血康进行了市场推广活动，在以自营队伍销售为主的基础上增加了省级推广合作和终端外包的营销模式，最大限度地发挥各种市场资源的作

用,推动公司销售迈向新台阶。益心舒销售收入完成过2亿元,脉血康胶囊销售完成近2亿元,中药板块实现平稳增长。

图 22: 公司中药板块收入情况

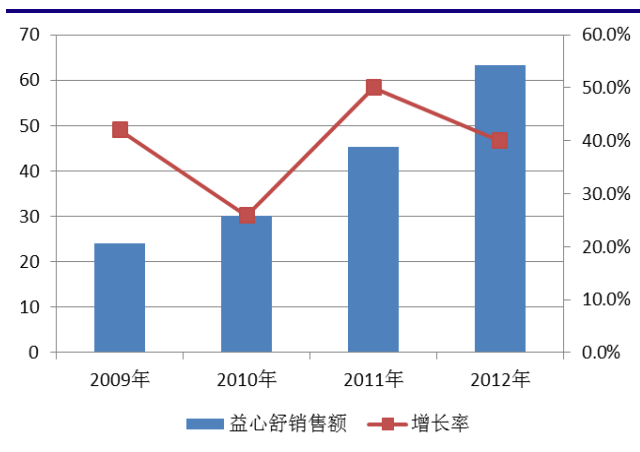


资料来源: 银河证券研究部

1、益心舒胶囊

益心舒胶囊是信邦制药独家剂型和国家医保乙类产品,广泛用于冠心病、心绞痛、心律失常、心力衰竭等。益心舒胶囊源自宋代李杲著《内外伤辨惑论》的生脉饮,在此基础上又加了黄芪、丹参、川芎和山楂四味药而成,由于其疗效过硬,价格合理,已经在临床终端建立起一定的知名度。2008年,益心舒胶囊治疗冠心病的多中心临床研究和推广项目获得科技部颁发的“华夏创新奖一等奖”。2014年,益心舒胶囊实现销售收入超2亿元。

图 23: 样本医院益心舒胶囊销售情况



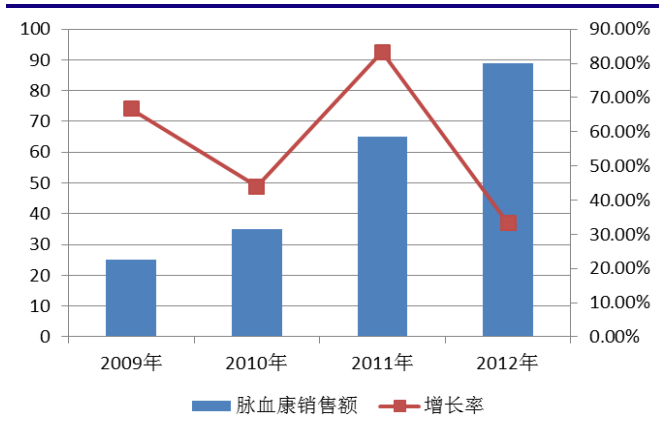
资料来源: 银河证券研究部

2、脉血康胶囊

脉血康是国家医保乙类产品,目前国内竞争对手为重庆时珍阁普生药业。脉血康适应症广泛,在心内科、骨科、神经内科均可推广使用。2012年9月脉血康胶囊治疗 Alzheimer 氏病的

疗效观察发表于国际医学杂志上，取得国际认可。2014 年，脉血康胶囊实现销售收入近 2 亿元。

图 24：样本医院脉血康胶囊销售情况



资料来源：银河证券研究部

六. 公司估值与投资建议

（一）公司估值

假设中肤 4 季度顺利并表，按交易后股本 6.35 亿计算，预计公司 15-17 年净利润为 2.7 亿、4.3 亿、5.9 亿，对应摊薄后 EPS 为 0.43、0.68、0.94 元。当前股价为 36.57 元，对应 PE 为 85、54、39 倍。给予“推荐”评级。

表 6：可比上市公司估值（2015/05/08）

证券名称	证券代码	总市值（亿元）	PE			
			TTM	2015E	2016E	2017E
爱尔眼科	300015	262.35	81.29	65.42	49.97	38.84
通策医疗	600763	134.70	115.44	91.74	69.32	52.66
运盛实业	600767	88.05	313.78	174.08	104.42	70.81
恒康医疗	002219	226.44	95.87	45.82	34.99	28.01
平均			151.59	94.26	64.68	47.58

资料来源：银河证券研究部

表 7：公司主营业务预测表（万元）

		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
医药批发	收入	599	132974	365542	465927	664102
	增长率		22096.8%	174.9%	27.5%	42.5%
	毛利率		10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
医疗服务	收入		44372	69362	85267	112636
	增长率			56.3%	22.9%	32.1%
	毛利率		24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
医药零售	收入		6912	11059	13823	18661
	增长率			60.0%	25.0%	35.0%
	毛利率		19.3%	19.3%	19.3%	19.3%
医药制造业	收入	55829	61917	68109	74919	82411
	增长率		10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率		61.1%	61.1%	61.1%	61.1%
种植业	收入	521	569	625	688	757
	增长率		9.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率		33.8%	33.8%	33.8%	33.8%
中肽生化	收入			7286	30000	39000
	增长率				311.8%	30.0%
	毛利率		75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	56949	246743	521982	670625	917568
	增长率		333.3%	111.5%	28.5%	36.8%
	毛利率		25.7%	19.8%	20.7%	19.4%

资料来源：银河证券研究部

（二）投资建议

我们看好公司在医疗服务、医药流通及生物药方面的布局。我们看好公司在医疗服务板块的龙头地位，公司医院质地优秀，床位数量领先，未来几年增长明确。我们看好公司依托于现有医院涉足互联网医疗，是当前医疗服务布局的有效延伸。公司有望依托强大的线下医院布局及医生资源，实现线上线下完美对接，成为互联网医疗龙头企业。我们首次覆盖，给予“推荐”评级。

七. 风险提示

- 1、互联网医疗发展低于预期；
- 2、医院扩张速度低于预期

八、附录：

附表 1：公司财务报表（百万元）

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2476.18	5219.82	6706.25	9175.68	收益率				
营业成本	1837.85	4188.59	5317.67	7397.96	毛利率	25.78%	19.76%	20.71%	19.37%
营业税金及附加	11.96	25.22	32.40	44.33	三费/销售收入	18.19%	12.70%	12.20%	10.77%
营业费用	272.04	365.39	462.73	596.42	EBIT/销售收入	10.62%	8.47%	9.49%	9.45%
管理费用	113.46	198.35	248.13	275.27	EBITDA/销售收入	12.88%	11.05%	11.50%	10.89%
财务费用	64.96	99.10	107.49	116.91	销售净利率	6.21%	5.59%	6.82%	6.90%
资产减值损失	6.38	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
投资收益	5.52	0.00	0.00	0.00	ROE	6.04%	9.97%	13.88%	16.64%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.10%	6.92%	10.46%	9.43%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	16.87%	10.43%	10.63%	15.71%
营业利润	175.05	343.17	537.84	744.79	增长率				
其他非经营损益	23.98	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	334.81%	110.80%	28.48%	36.82%
利润总额	199.04	343.17	537.84	744.79	EBIT 增长率	351.82%	68.02%	43.99%	36.20%
所得税	45.18	51.48	80.68	111.72	EBITDA 增长率	307.89%	80.94%	33.70%	29.54%
净利润	153.86	291.70	457.16	633.07	净利润增长率	287.79%	89.59%	56.72%	38.48%
少数股东损益	9.09	17.23	27.00	37.39	总资产增长率	248.32%	23.94%	-4.84%	51.09%
归属母公司股东净利润	144.77	274.47	430.16	595.69	股东权益增长率	131.61%	14.85%	12.60%	15.50%
资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E	经营营运资本增长率	145.66%	85.48%	-8.13%	78.39%
货币资金	600.82	52.20	67.06	91.76	资本结构				
应收和预付款项	2020.81	3042.47	3214.38	5082.07	资产负债率	52.33%	57.80%	49.50%	60.94%
存货	544.59	1440.72	1079.75	2426.74	投资资本/总资产	69.87%	79.60%	77.12%	74.85%
其他流动资产	100.00	100.00	100.00	100.00	带息债务/总负债	64.14%	61.34%	49.65%	56.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.22	1.26	1.49	1.38
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.98	0.84	1.10	0.93
固定资产和在建工程	866.48	750.30	634.12	517.93	股利支付率	10.37%	19.34%	19.34%	19.34%
无形资产和开发支出	791.95	775.64	759.33	743.02	收益留存率	89.63%	80.66%	80.66%	80.66%
其他非流动资产	231.04	228.54	226.05	226.05	资产管理效率				
资产总计	5155.70	6389.87	6080.69	9187.56	总资产周转率	0.48	0.82	1.10	1.00
短期借款	1730.46	2265.42	1494.60	3164.36	固定资产周转率	3.43	6.96	10.58	17.72
应付和预收款项	876.33	1336.94	1424.64	2343.91	应收账款周转率	2.08	2.74	3.24	2.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	3.37	2.91	4.92	3.05
其他负债	91.00	91.00	91.00	91.00	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	2697.80	3693.36	3010.24	5599.27	EBIT	263.01	441.92	636.32	866.70
股本	500.45	634.92	634.92	634.92	EBITDA	318.83	576.91	771.31	999.20
资本公积	1484.75	1484.75	1484.75	1484.75	NOPLAT	187.85	375.63	540.87	736.70
留存收益	411.72	633.09	980.04	1460.49	净利润	144.77	274.47	430.16	595.69
归属母公司股东权益	2396.92	2752.76	3099.71	3580.16	EPS	0.228	0.432	0.678	0.938

少数股东权益	60.98	78.21	105.21	142.60	BPS	3.775	4.336	4.882	5.639
股东权益合计	2457.90	2830.97	3204.92	3722.76	PE	160.39	84.60	53.98	38.98
负债和股东权益合计	5155.70	6524.34	6215.16	9322.03	PEG	2.66	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	PB	9.69	8.43	7.49	6.49
经营性现金净流量	-197.61	-931.74	967.38	-1407.92	PS	9.38	4.45	3.46	2.53
投资性现金净流量	-373.12	0.00	0.00	0.00	PCF	-117.50	-24.92	24.00	-16.49
筹资性现金净流量	927.09	383.12	-952.52	1432.61	EV/EBIT	74.17	57.82	38.99	30.59
现金流量净额	356.36	-548.62	14.86	24.69	EV/EBITDA	61.18	44.29	32.16	26.54
					EV/NOPLAT	103.84	68.03	45.87	35.99
					EV/IC	5.42	5.02	5.29	3.86
					ROIC-WACC	16.87%	7.88%	8.27%	14.02%
					股息率	0.001	0.002	0.004	0.005

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司发展战略——打造医药医疗全产业链	3
图 2: 公司股权结构及子公司情况	4
图 3: 公司营业收入同比增长 335%	4
图 4: 公司归属母公司净利润增长 260%	4
图 5: 公司扣非后归属母公司净利润增长 257%	5
图 6: 公司主要板块销售量变化	6
图 7: 科开旗下医疗机构分布图	7
图 8: 肿瘤医院净利润率情况	7
图 9: 四川红十字肿瘤医院净利润率情况	8
图 10: 科开旗下贵阳市内医院分布图	9
图 11: 安顺医院收入利润情况	11
图 12: 朝阳医院收入利润情况	12
图 13: 道真县中医院收入利润情况	13
图 14: 科开医药流通业务净利润率	13
图 15: 凤凰医疗流通业务净利润率	14
图 16: 卓大医药收入利润情况	15
图 17: 盛远医药收入利润情况	16
图 18: 科开医疗器械收入利润情况	16
图 19: 科开大药房收入利润情况	17
图 20: 中肽生化收入利润情况	19
图 21: 近十年进入临床的多肽药物爆发式增长	19
图 22: 公司中药板块收入情况	21
图 23: 样本医院益心舒胶囊销售情况	21
图 24: 样本医院脉血康胶囊销售情况	22

表格目录

表 1: 公司近两年重大事项	3
表 2: 科开医药旗下医疗机构床位数一览	7
表 3: 贵阳医学院附属医院列表	9
表 4: 中肽生化提供的多肽服务类型	18
表 5: 中药板块重点产品情况	20
表 6: 可比上市公司估值 (2015/05/08)	22
表 7: 公司主营业务预测表 (万元)	23
附表 1: 公司财务报表 (百万元)	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn