



买入

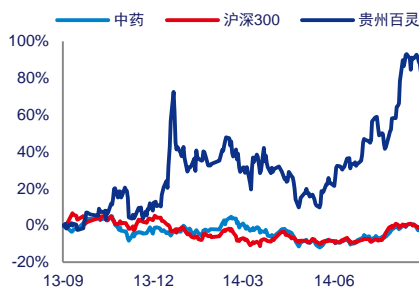
当前价：33.66 元

目标价：54.47 元

基础数据

所属行业	医药制造业
流通股本	20630 万股
总股本	47040 万股
近 12 月最高价	36.20 元
近 12 月最低价	17.32 元
今年以来涨跌幅	33.98%
近 1 个月涨幅	16.55%
近 1 个月换手率	43.03%

近一年股价走势



分析师

徐伟

执业证书编号：S1330514080001

电话：028-86199181

邮箱：xuw@hxzb.cn

阮明成

执业证书编号：S1330512070004

电话：028-86199481

邮箱：ruanmc@hxzb.cn

联系人：何悠

从业证书编号：S1330113120002

电话：028-86199822

邮箱：hey@hxzb.cn

糖尿病专科医院开业在即，药+医想象空间大

投资要点：

事项：2014.9.1 公司网站公布《关于糖尿病专科医院开业的通知》，《通知》称：鉴于百灵企业集团制药贵州股份有限公司（以下简称：“公司”）于 2014 年 8 月 27 日收到关于“糖宁通络胶囊”的《医疗机构制剂注册批件》，需进行包装审核备案、印制及生产，故公司糖尿病专科医院定于 2014 年 9 月 19 日开业。

◇ **点评：**随着《医疗机构制剂注册批件》的获批和糖尿病专科医院开业，糖宁通络胶囊的市场化之路正式开启。同时，公司利用自己上市公司的独特优势用免费用药和折扣用药的优惠活动来进行新药宣传，一方面表明公司对自己新药的信心，另一方面也起到了新药推广的作用。

未来一旦糖尿病专科医院稳定盈利，可实现药+医院模式的迅速复制，想象空间巨大。糖宁通络胶囊的情况详见我们的报告《贵州百灵(002424)深度研究报告——源于妙药、高于苗药，明星产品与新药探索值得期待》中相关内容，下面将就公司民营医院进行介绍作为上一篇报告的补充。重点内容如下：

- 1, 民营医院政策扶植力度强；
- 2, 民营医院增长迅速，民营医院就诊人数快速增长；
- 3, 贵州百灵凭借新药研发进入民营医院领域，空间巨大。

◇ **盈利预测与投资建议。**鉴于目前糖尿病专科医院开业还未贡献利润，我们维持之前的盈利预测。预计公司 14—16 年的营业收入分别为 16.49 亿元、20.88 亿元、26.13 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3.38 亿元、4.34 亿元、5.52 亿元，同比增长率分别为 25.30%、28.56%、27.06%。2014-2016 年的 EPS 分别为 0.72、0.94、1.19 元，对应的 PE 分别为 47、36、28。根据宏信证券 FCFE 模型计算出的公司每股价格为 54.47 元。鉴于公司目前由苗药 OTC 向处方药的跨越及新药的实质进展，我们看好公司的长期价值，给予“买入”评级。

◇ **风险提示：**

1. 银丹心脑通的市场推广进展缓慢；
2. 新药研究进程缓慢或证实效果不佳。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,368	1,405	1,649	2,088	2,613
(+/-%)	20.1%	2.8%	17.4%	26.6%	25.1%
净利润(百万元)	222	270	340	440	560
(+/-%)	6.4%	21.6%	26.1%	29.4%	27.2%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.72	0.94	1.19
市盈率(P/E)	71.4	58.7	46.6	36.0	28.3
市净率(P/B)	7.8	7.5	7.4	7.2	7.0
EV/EBITDA	50.8	40.9	34.9	27.9	22.8
息率(%)	1.0%	1.6%	1.9%	2.4%	3.1%

资料来源：宏信证券研究发展部

事项:

2014.9.1 公司网站公布《关于糖尿病专科医院开业的通知》，具体内容如下：

鉴于百灵企业集团制药贵州股份有限公司（以下简称：“公司”）于 2014 年 8 月 27 日收到关于“糖宁通络胶囊”的《医疗机构制剂注册批件》，需进行包装审核备案、印制及生产，故公司糖尿病专科医院定于 2014 年 9 月 19 日开业。

公司为回报广大投资者和关注股东健康，拟在糖尿病专科医院开业时实施股东优惠活动。具体内容如下：

一、截止 2014 年 8 月 31 日，凡持有公司股票的股东糖尿病患者就诊可享受 2 个月“糖宁通络胶囊”用药免费。本活动期满后公司股东将享受用药 9 折优惠。

二、活动实施期限：2014 年 9 月 19 日——2014 年 11 月 18 日。

三、登记时间：符合上述条件者请于 2014 年 9 月 1 日——2014 年 9 月 18 日进行登记报名。

点评:

随着《医疗机构制剂注册批件》的获批和糖尿病专科医院开业，糖宁通络胶囊的市场化之路正式开启。同时，公司利用自己上市公司的独特优势用免费用药和折扣用药的优惠活动来进行新药宣传，一方面表明公司对自己新药的信心，另一方面也起到了新药推广的作用。

未来一旦糖尿病专科医院稳定盈利，可实现药+医院模式的迅速复制，想象空间巨大。

糖宁通络胶囊的情况详见我们的报告《贵州百灵（002424）深度研究报告——源于妙药、高于苗药，明星产品与新药探索值得期待》中相关内容，下面将就公司民营医院的发展潜力进行介绍作为上一篇报告的补充。

1. 民营医院政策扶植力度强

民营医院政策的出台是中央深化医改的重要举措，有利于打破公立医院垄断，引入民间资本，使得社会资本加快进入医疗服务行业，形成社会办医机制。同时，现有公立医疗机构的整体收购托管或部分职能外包将成为目前社会资本参与医疗服务行业的主要出口。

《关于促进健康服务业发展的若干意见》中明确提出“2020 年健康服务业总规模达到 8 万亿元以上”，以 2013 年 2 万亿元为基数计算，未来 6 年民营医院存在 3 倍以上增长空间，年均增长率 26%。民营医院将迎来重大发展机遇。

表 1：民营医院部分相关扶植政策

时间	政策	内容
1994	《医疗机构管理条例》	国家鼓励多种形式兴办医疗机构
1997	《中共中央、国务院关于卫生改革与发展的决定》	明确提出“医疗机构举办以国家、集体为主，其他社会力量和个人为补充”
2000	《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》	提出“把医疗机构分为营利和非营利性两类进行管理”，同年国家有关部委联合下发了 13 个配套文件，为民营资本及外资进入医疗市场创造了政策条件。
2010	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	提出“放宽社会资本举办医疗机构的准入范围、进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境、促进非公立医疗机构持续健康发展”。
2013.10.14	国务院印发《关于促进健康服务业发展的若干意见》	首次提出了“健康服务业”的概念。其中鼓励社会开办医院，对非公立医疗机构和公立医疗机构同等对待。健康服务业可享受高新技术企业税收优惠政策。

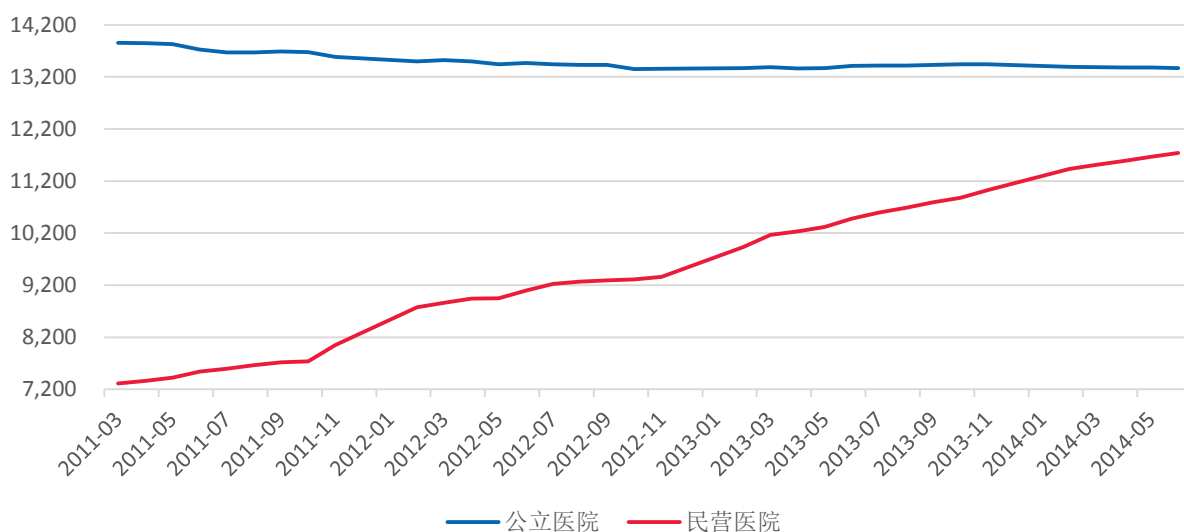
2013.11.15	中共十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	《决定》明确提出，深化医药卫生体制改革，统筹推进医疗保障、医疗服务、公共卫生、药品供应、监管体制综合改革。其中鼓励社会办医，优先支持举办非营利性医疗机构。社会资金可直接投向资源稀缺及满足多元需求服务领域，多种形式参与公立医院改制重组。允许医师多点执业，允许民办医疗机构纳入医保定点范围。
------------	---------------------------------------	---

资料来源：宏信证券研究发展部整理

2. 民营医院增长迅速，民营医院就诊人数快速增长

受政策扶持，我国民营医院经历了一轮快速的发展期，由 11 年的 7000 多家迅速增长到 14 年的 10000 家以上。相较公立医院与民营医院，我国民营专科医院刚刚起步，2012 年底有 4665 家，未来成长空间巨大。

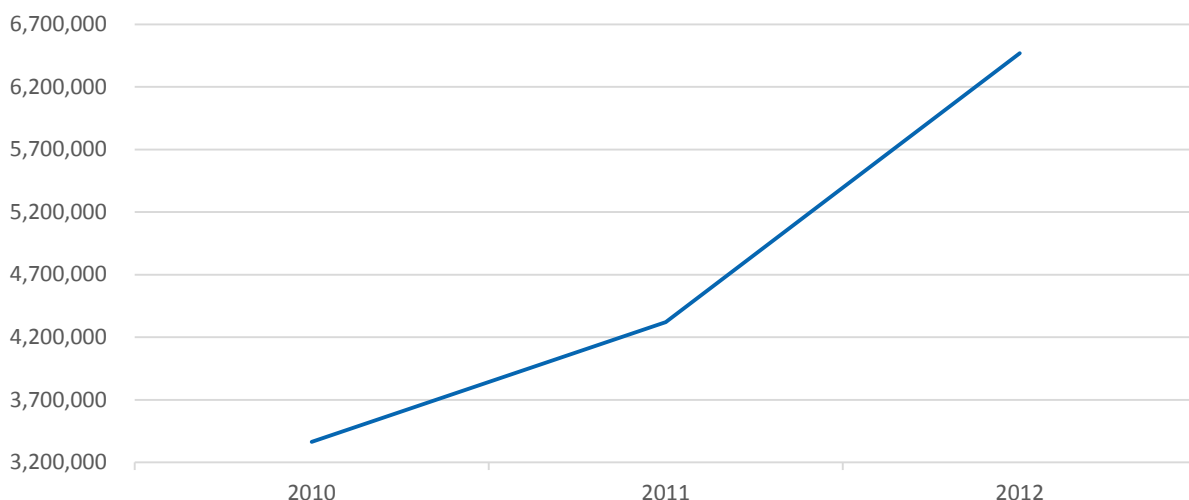
图 1：2011-2014 年公立、民营医院数量情况



资料来源：Wind、宏信证券研究发展部

随着民营医院的快速增长以及医保制度的放宽等，民营医院的就诊人数呈现爆发式增长。就贵州百灵所在的贵州省而言，2010-2012 贵州省民营医院就诊人次由 320 万快速增长到 640 万，翻了一番，增多态势惊人。

图 2：2010-2012 贵州省民营医院就诊人数情况



资料来源: Wind、宏信证券研究发展部

3. 贵州百灵凭借新药研发进入民营医院领域，空间巨大

贵州百灵公告显示为适应公司战略发展，使用超募资金收购贵阳市南明区天源医院有限责任公司100%股权后以超募资金2500万元对天源医院进行增资。

之前，公司的贵州百灵糖尿病医院因楼层规划影响，建设进度受到一定延误，预计2014年6月底前试营业的糖尿病专科医院将推迟到8月底。此次《通知》中提到由于“糖宁通络胶囊”的《医疗机构制剂注册批件》，需进行包装审核备案、印制及生产，故公司糖尿病专科医院定于2014年9月19日开业。

公司建立民营专科医院的目的一方面为了糖宁通络胶囊的研发，实施与临床2、3期深度结合，扩大服药人群基数，在医生的监督与科学的跟踪下，搜集患者在药物介入后更准确的临床数据，为日后产品推向市场提供更多科研价值；另一方面是为了将糖宁通络胶囊迅速推向市场实现盈利。

综上，虽然公司糖尿病专科医院尚未对公司贡献利润，但由于行业的强力扶植和公司自己的资金实力和融资平台，未来一旦稳定盈利，可实现全国的快速复制，空间十分巨大。我们看好公司药+医的新模式，预计未来糖尿病专科医院将成为公司新的利润增长点。

盈利预测与投资建议

鉴于目前糖尿病专科医院开业还未贡献利润，我们维持之前的盈利预测，预计公司14—16年的营业收入分别为16.49亿元、20.88亿元、26.13亿元，归属于母公司的净利润分别为3.38亿元、4.34亿元、5.52亿元，同比增长率分别为25.30%、28.56%、27.06%。2014-2016年的EPS分别为0.72、0.94、1.19元，对应的PE分别为47、36、28。

根据宏信证券FCFE模型计算出的公司每股价格为54.47元。鉴于公司目前由苗药OTC向处方药的跨越及新药的实质进展，我们看好公司的长期价值，给予“买入”评级。

表 1：财务预测简表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,368	1,405	1,649	2,088	2,613
(+/-%)	20.1%	2.8%	17.4%	26.6%	25.1%
净利润(百万元)	222	270	340	440	560
(+/-%)	6.4%	21.6%	26.1%	29.4%	27.2%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.72	0.94	1.19

市盈率 (P/E)	71.4	58.7	46.6	36.0	28.3
市净率 (P/B)	7.8	7.5	7.4	7.2	7.0
EV/EBITDA	50.8	40.9	34.9	27.9	22.8
息率 (%)	1.0%	1.6%	1.9%	2.4%	3.1%

资料来源：宏信证券研究发展部

风险提示：

- 1.银丹心脑血管的市场推广进展缓慢；
- 2.新药研究进程缓慢或证实效果不佳。

附表 1: 财务预测表

资产负债表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	941	720	600	520	490	营业收入	1368	1405	1649	2088	2613
应收款项	671	938	1127	1434	1807	营业成本	622	559	658	824	1021
存货净额	658	734	858	1080	1353	营业税金及附加	12	17	14	17	21
其他流动资产	107	180	165	209	261	销售费用	354	363	425	532	658
流动资产合计	2376	2573	2750	3243	3911	管理费用	93	102	109	134	164
固定资产总额	547	624	697	751	793	财务费用	27	41	52	68	94
无形资产	158	149	144	139	134	投资收益	0	5	5	5	5
长期股权投资	9	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	5	8	8	8	8
其他长期资产	150	125	125	125	125	其他收入	(9)	(15)	0	0	0
资产总计	3240	3479	3724	4266	4972	营业利润	254	320	404	524	667
短期借款	889	1011	1159	1554	2071	营业外净收支	10	6	6	6	6
应付款项	107	141	165	210	263	利润总额	263	326	411	530	673
其他流动负债	91	157	184	229	289	所得税费用	35	53	66	85	106
流动负债合计	1087	1308	1509	1992	2624	少数股东损益	7	3	4	6	7
长期借款及应付债券	70	0	0	0	0	归属于母公司净利润	222	270	340	440	560
其他长期负债	40	43	43	43	43	现金流量表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
长期负债合计	110	43	43	43	43	净利润	222	270	340	440	560
负债合计	1197	1352	1552	2035	2667	资产减值准备	0	3	(8)	0	0
少数股东权益	18	22	26	31	38	折旧摊销	45	48	47	52	57
股东权益	2024	2106	2147	2199	2267	公允价值变动损失	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
负债和股东权益总计	3240	3479	3724	4266	4972	财务费用	27	41	52	68	94
关键财务与估值指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(274)	(285)	(254)	(484)	(584)
每股收益	0.47	0.57	0.72	0.94	1.19	其它	7	0	12	6	7
每股红利	0.33	0.53	0.64	0.82	1.05	经营活动现金流	(5)	29	130	6	31
每股净资产	4.30	4.48	4.56	4.68	4.82	资本开支	(229)	(124)	(99)	(93)	(86)
ROS	16%	19%	21%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	11%	13%	16%	20%	25%	投资活动现金流	(229)	(124)	(99)	(93)	(86)
毛利率	56%	62%	62%	62%	62%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	26%	27%	28%	29%	负债净变化	(130)	(70)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	30%	30%	31%	31%	支付股利、利息	(157)	(248)	(299)	(387)	(492)
收入增长	20%	3%	17%	27%	25%	其它融资现金流	652	510	149	395	517
净利润增长	6%	22%	26%	29%	27%	融资活动现金流	77	(125)	(150)	7	25
资产负债率	38%	39%	42%	48%	54%	现金净变动	(158)	(221)	(120)	(80)	(30)
息率	1%	2%	2%	2%	3%	货币资金期初余额	1099	941	720	600	520
P/E	71.2	58.5	46.4	35.9	28.2	货币资金期末余额	941	720	600	520	490
P/B	7.8	7.5	7.4	7.2	7.0	企业自由现金流	0	8	73	(31)	23
EV/EBITDA	50.7	40.8	34.8	27.9	22.7	权益自由现金流	0	448	178	306	461

资料来源: 宏信证券研究发展部

附表 2：FCFE 模型估值的核心假设和结果输出

核心假设		结果输出	
行业平均资产 Beta	0.01	核心企业价值	25625
无风险利率	4.50%	加：短期投资	0
风险溢价	8.50%	减：债务	1054
Kd	6.00%	股票市值	26679
T	16.15%	每股价值（人民币）	54.47
永续增长率	2.25%	Ke (%)	4.50%

资料来源：宏信证券研究发展部

评级说明：

买入（Buy）：预期未来 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上。

持有（Hold）：预期未来 6 个月内，股价相对沪深 300 指数的变动幅度介于+5%~+20%。

中性（Neutral）：预期未来 6 个月内，股价相对沪深 300 指数的变动幅度介于-5%~+5%

卖出（Sell）：预期未来 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明：

宏信证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供本公司客户使用。报告中的信息来源于已公开的资料，本公司对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本公司及与本公司有关联的任何个人，均不会承担因阅读和使用本报告所造成的任何损失及其产生的法律责任。本报告的版权为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或者引用。