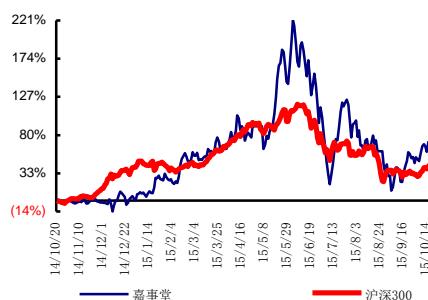




医药生物 医药商业 II

2015年三季报点评: PBM业务顺应形势, 公司处于高成长快车道

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	240/196
总市值/流通(百万元)	10,063/8,227
12个月最高/最低(元)	79.60/21.45

相关研究报告:

《2015年中报点评: 公司率先进入PBM领域》--2015/08/28

证券分析师: 景莹

电话: 010-88321902

E-MAIL: jingying@tpyzq.com

执业资格证书编码: S0070513070001

业务快速增长: 公司近日公告 2015 年中报, 实现营业收入 58.02 亿元, 同比增 51.34%, 扣非归母净利润 1.3 亿元, 同比增 46.87%, EPS 为 0.55 元。三季度单季度收入 21.17 亿元, 同比增长 46.27%, 增长略有放缓, 考虑为正常性波动, 全年业绩预期不变。

器械配送维持公司快速增长: 公司于 2013 年开始进军高值耗材业务, 共投资控股了 14 家企业, 业务涉及全国 800 多家三甲医院。高质耗材领域专业性强, 单体较小, 非常分散, 公司以低 PE 对这一领域中小企业进行低成本收购, 保持单体管理人员不变, 也同时完整接受了单体企业的资源优势, 收效良好, 业务增长迅速。公司在获取了这一领域的渠道和平台优势后, 未来将增强了医院的耗材配送业务, 该板块正在成为公司业绩增长的主要驱动。

PBM 业务顺兴行业形势, 成为公司的核心竞争力。各地医保压力巨大, 经费紧张, 如何有效的进行医保控费成为迫切需求。今年 8 月, 公司携手中国人寿与蚌埠市人民政府、鄂州市人民政府签署了医保服务合作协议实现带量采购。公司在 GPO 领域耕耘 2 年, 14 年规模为 6.55 亿, 具有成熟的 GPO 项目管理团队和完善的药品议价系统。可以有效实现整体费用降低 10%-20%。未来随着签约的地方政府增多, 公司的能力不断得到政府认可合作更加深入, 业务量将带来爆发式增长。

投资建议及评级: 由于政策的不确定性及流通各环节协调上存在一定难度, 公司+中国人寿+地方医保模式为首个较为完整的 PBM 模式, 未来长远有望拓展到诊疗体系监管以实现全方位的医保控费。我们看好该模式的易复制性以及可以快速实现整体费用控制。公司的耗材板块 GPO 板块均保持快速增长, 药品配送受益于北京招标规则改变, 有望扩大市场份额。我们维持之前的预测, 给予 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.79 元、1.13 元和 1.47 元, 维持“买入”的投资评级。

风险提示: 新业务推广慢于预期。

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
会计年度		2013年	2014年	2015E	2016E	2017E	会计年度		2013年	2014年	2015E	2016E	2017E
流动资产		2,173	3,614	4,669	8,368	9,454	营业收入		3,544	5,572	8,715	12,809	17,886
现金		303	449	1,047	1,465	1,464	营业成本		3,207	4,854	7,679	11,317	15,847
应收账款		1,321	2,324	2,524	5,036	5,479	营业税金及附加		8	14	22	32	45
其它应收款		9	26	31	48	68	营业费用		149	312	488	717	1,002
预付账款		59	91	-	224	211	管理费用		40	78	121	178	249
存货		450	671	1,067	1,570	2,199	财务费用		(1)	34	88	102	145
其他		31	53	1	26	33	资产减值损失		8	14	0	1	1
非流动资产		615	933	866	4,722	4,753	公允价值变动收益		-	-	-	-	-
长期投资		2	2	2	1,700	1,700	投资净收益		30	140	-	-	-
固定资产		320	321	98	103	106	营业利润		165	407	316	462	598
无形资产		33	35	46	45	45	营业外收入		30	4	-	-	-
其他		261	575	721	2,874	2,903	营业外支出		0	0	0	0	0
资产总计		2,788	4,547	5,536	13,090	14,207	利润总额		194	411	316	461	598
流动负债		1,454	2,873	8,516	15,755	16,465	所得税		48	104	79	115	150
短期借款		113	1,055	5,902	12,065	11,465	净利润		147	306	237	346	449
应付账款		1,015	1,287	2,180	3,203	4,443	少数股东损益		16	78	49	77	98
其他		326	531	434	487	557	归属母公司净利润		130	228	189	270	353
非流动负债		31	-	31	42	55	EBITDA		179	457	419	580	762
长期借款		-	-	13	26	39	EPS (元)		0.54	0.95	0.79	1.13	1.47
其他		31	-	18	16	16	主要财务比率						
负债合计		1,485	2,873	8,548	15,797	16,520	会计年度		2013年	2014年	2015E	2016E	2017E
少数股东权益		117	81	130	207	305	成长能力						
股本		240	240	240	240	240	营业收入		38.8%	57.2%	56.4%	47.0%	39.6%
资本公积		450	358	-	-	-	营业利润		79.5%	146.9%	-22.2%	46.0%	29.6%
留存收益		497	689	849	1,076	1,374	归属于母公司净利润		99.6%	75.2%	-17.2%	43.0%	30.5%
归属母公司股东权益		1,287	1,287	1,089	1,316	1,614	盈利能力						
负债和股东权益		2,788	4,241	9,766	17,320	18,438	毛利率		9.5%	12.9%	11.9%	11.6%	11.4%
							期间费用率		7.6%	8.0%	7.8%	7.8%	7.0%
							净利率		3.7%	4.1%	2.2%	2.1%	2.0%
现金流量表		单位:百万元											
会计年度		2013年	2014年	2015E	2016E	2017E	ROE		10.1%	17.7%	17.3%	20.5%	21.9%
经营活动现金流		(476)	(1,213)	249	(1,752)	827	ROIC		17.4%	24.1%	21.5%	9.0%	12.3%
净利润		147	306	237	346	449	偿债能力						
折旧摊销		15	16	15	16	19	资产负债率		53.3%	67.7%	87.5%	91.2%	89.6%
财务费用		(1)	34	88	102	145	净负债比率		7.61%	36.73%	69.20%	76.54%	69.64%
投资损失		(30)	(140)	-	-	-	流动比率		1.49	1.26	0.55	0.53	0.57
营运资金变动		340	(2,213)	340	(2,213)	215	速动比率		1.18	1.02	0.42	0.43	0.44
其它		(946)	784	(431)	(3)	0	营运能力						
投资活动现金流		347	(3,721)	316	(3,861)	(40)	总资产周转率		1.51	1.52	1.73	1.38	1.31
资本支出		22	19	22	19	39	应收账款周转率		3.43	3.06	3.59	3.39	3.40
长期投资		6	1,698	6	1,698	-	应付账款周转率		3.87	4.22	4.43	4.20	4.14
其他		374	(2,004)	344	(2,144)	(1)	每股指标 (元)						
筹资活动现金流		92	760	393	6,031	(788)	EPS		0.54	0.95	0.79	1.13	1.47
短期借款		50	994	4,847	6,163	(600)	每股经营现金流		-1.30	0.00	0.00	-0.27	0.23
长期借款		-	(13)	13	13	13	每股净资产		5.36	5.36	4.54	5.48	6.72
普通股增加		-	-	-	-	-	估值比率						
资本公积增加		(9)	(92)	(358)	-	-	P/E		60.8	34.7	41.9	29.3	22.4
其他		51	(130)	(4,108)	(145)	(201)	P/B		6.15	6.15	7.27	6.01	4.90
现金净增加额		(37)	(4,174)	959	418	(1)	EV/EBITDA		42.5	16.6	18.1	13.1	10.0

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。