

信邦制药 (002390.SZ)

中药行业

评级: 增持 首次评级

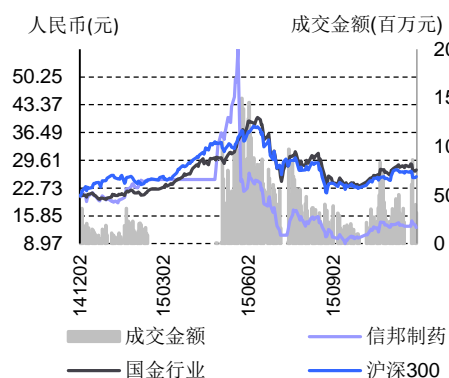
公司研究

市场价格(人民币): 12.97元  
 目标价格(人民币): 15.00-15.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	733.86
总市值(百万元)	16,227.24
年内股价最高最低(元)	57.10/8.97
沪深 300 指数	3591.70
深证成指	12081.17



## 民营医院集团龙头，布局医药医疗全产业链；

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.232	0.289	0.160	0.200	0.251
每股净资产(元)	5.96	4.79	5.13	5.75	6.55
每股经营性现金流(元)	-0.12	-0.40	-0.49	-0.43	-0.63
市盈率(倍)	119.03	69.90	107.61	86.16	68.41
行业优化市盈率(倍)	40.26	43.45	70.22	70.22	70.22
净利润增长率(%)	-15.87%	259.79%	38.05%	71.04%	25.94%
净资产收益率(%)	3.89%	6.04%	7.79%	11.87%	13.13%
总股本(百万股)	173.60	500.45	1,251.14	1,713.34	1,713.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 信邦制药是国内民营医疗集团中的龙头公司: 自 2014 年并购重组以来, 公司依托贵医附院的平台, 以贵州省肿瘤医院、白云医院为中心, 形成以大医院带动小医院协同发展的良好格局, 是国内为数不多的已形成民营医院集团的上市公司之一。
- 医药商业与医疗服务协同发展: 在将医疗服务做大的同时, 公司医药商业在上游谈判中拥有更多的话语权, 有利于商业子公司争取到更多的终端总代理权。
- 公司积极探索医联体、贵医云等“互联网+”医疗模式: 公司依托丰富的线上医生资源、线下流通网络, 结合远程服务, 将“贵医云”平台打造成集医生、患者、数据、服务为一体的 O2O 平台, 并为旗下医院提供临床医学、临床药学等科研大数据支持。

## 投资建议

- 我们看好公司未来在医疗服务领域的延伸拓展, 预计公司 2015~2017 年的净利润分别为 2 亿、3.4 亿、4.3 亿, 对应 EPS 0.16 元、0.20 元、0.25 元(考虑收购中肽生化增发和募集配套资金股本摊薄, 从明年开始计算中肽生化业绩)。考虑到公司医疗板块布局的复制扩张属性, 未来业绩有超预期的可能。

## 估值

- 公司作为最具代表性的民营医院集团, 综合考虑同类公司的估值水平(通策医疗、爱尔眼科、恒康医疗)和医院类资产的资源价值, 我们首次覆盖给予公司“增持”评级, 目标价 15 元, 对应 2016 年 75x PE。

## 风险

- 医疗服务扩张速度不达预期的风险; 医疗服务需求量不达预期的风险; 互联网医疗服务模式发展的风险; 招标降价的风险。

孙笑悦 联系人  
 (8621)60230233  
 sunxy@gjzq.com.cn

彭婷 分析师 SAC 执业编号: S1130515090003  
 (8621)60230249  
 pengt@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
 (8621)60230221  
 lijingl@gjzq.com.cn

## 内容目录

并购重组打造医药+医疗全产业链发展 .....	5
公司发展历程 .....	5
管理层控股 .....	5
资产重组带来业绩高增长 .....	5
收购科开医药，夯实医药流通板块，进军医疗服务产业 .....	8
公司合作医院介绍 .....	8
合作方式 .....	9
公司自有医院介绍 .....	9
信邦制药旗下其他医院概览 .....	12
民营医院投资面临行业性发展机遇 .....	13
我国上市公司投资医院领域的主要模式 .....	14
I: 收购/新建民营医院 .....	17
II: 公立医院改制、与公立医院合作建设新项目 .....	20
III: 公立医院托管 .....	21
顺应“互联网+”，布局医疗互联网领域 .....	23
网络医院可行性模式探讨 .....	23
“贵医云”——打造依托线上医生资源、线下流通网络的“互联网+”医疗服务 .....	24
依托旗下医院销售渠道，做大医药流通规模 .....	27
重组打通医院销售渠道，带来业绩增长 .....	27
收购盛远医药、卓大医药，加强医药商业实力 .....	29
收购中肽生化，进军生物医药领域 .....	30
中肽生化：多肽与体外诊断检测试剂领域的 CRO .....	30
财务概况 .....	31
传统中药业务增长稳定 .....	32
投资建议 .....	33

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程—重组打造工业、商业、医疗服务全产业链.....	5
图表 2: 2014 年公司板块业绩表现(百万) .....	6
图表 3: 2014 年公司各版块业务收入占比 .....	6
图表 4: 2014 年公司各版块业务毛利润占比.....	6
图表 5: 2014 年重组后各版块业务增长情况.....	7
图表 6: 公司历年业绩增长情况 .....	7
图表 7: 公司历年毛利率、净利率增长情况 .....	7
图表 8: 科开医药旗下医院及股权结构一览 .....	9
图表 9: 科开医药旗下医院运营情况 .....	10
图表 10: 贵州省肿瘤医院利润率逐年提升 .....	11
图表 11: 白云医院外景 .....	11
图表 12: 白云医院二期大楼即将竣工 .....	11
图表 13: 信邦制药旗下其他医院介绍 .....	12
图表 14: 上市公司参与医院领域的几种模式 .....	14
图表 15: 上市公司投资办医一览.....	15
图表 16: 上市公司采用自建/并购方式进行区域性深耕或全国性布局.....	18
图表 17: 信邦制药立足贵阳, 深耕贵州.....	19
图表 18: 信邦制药旗下医院地域布局 .....	19
图表 19: 复星医药医院介绍.....	20
图表 20: 凤凰医疗盈利模式.....	22
图表 21: 凤凰医疗三大板块收入占比.....	22
图表 22: 网络医院的参与方(要素).....	23
图表 23: 网络医院的切入方 .....	24
图表 24: 信邦制药“贵医云”功能 .....	24
图表 25: “贵医云”APP .....	25
图表 26: 政策鼓励民营医院发展.....	26
图表 27: 信邦药业历史业绩.....	27
图表 28: 2014 年对合作/下属医院药品批发金额(万元).....	27
图表 29: 科开医药旗下医药流通企业 .....	28
图表 30: 科开医疗器械历史业绩(万元).....	28
图表 31: 科开大药房历史业绩 .....	29
图表 32: 盛远医药历史业绩(14 年预估) .....	29
图表 33: 卓大医药历史业绩.....	30
图表 34: 客户定制多肽、药物多肽业务特点.....	31
图表 35: 中肽生化历史业绩(分版块) .....	32
图表 36: 中肽生化毛利率水平较高.....	32
图表 37: 中肽生化历史业绩 .....	32

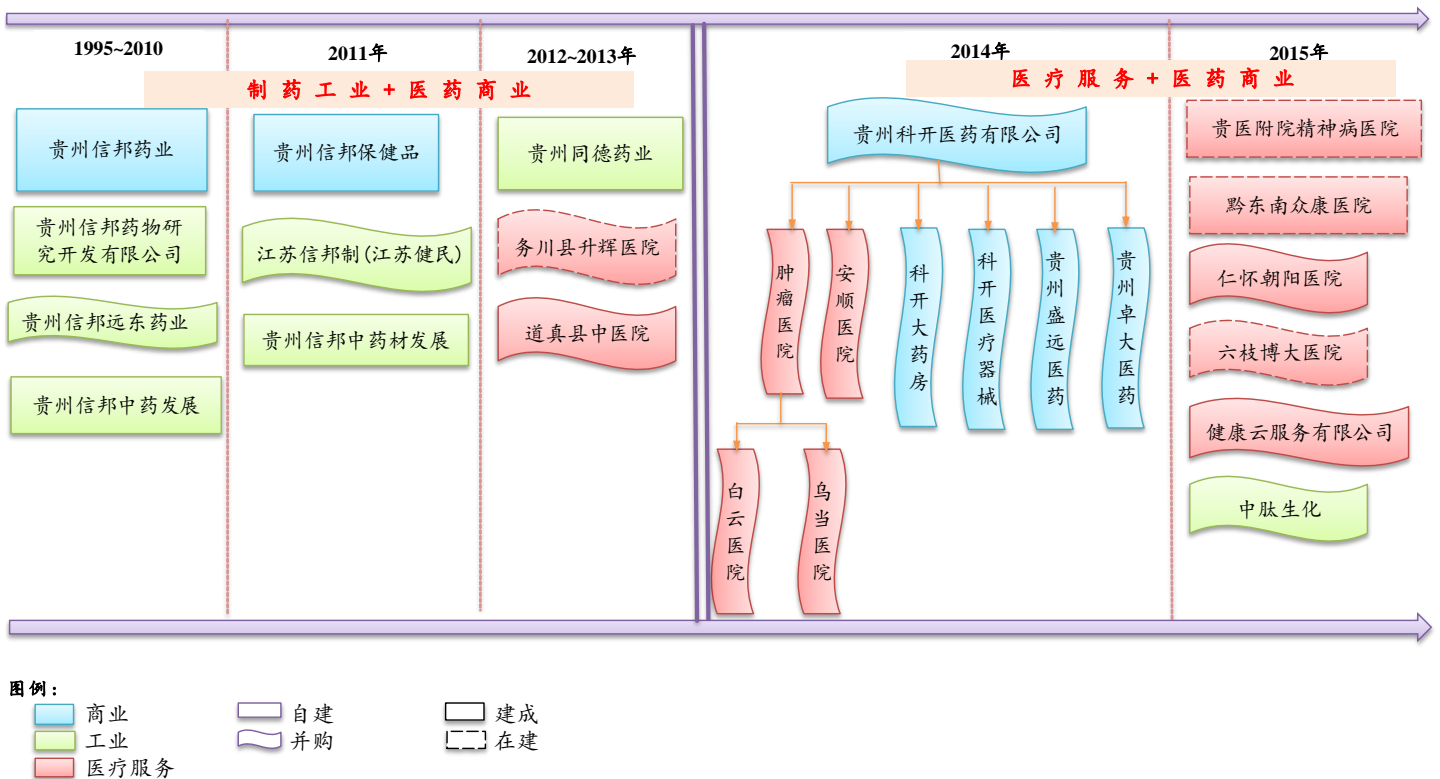
图表 38: 主要中药品种 .....	32
图表 39: 盈利预测同业对比.....	33
图表 40: 信邦制药分版块盈利预测.....	34

## 并购重组打造医药+医疗全产业链发展

### 公司发展历程

- 信邦制药成立于 1995 年，2010 年 4 月上市，在并购科开医药之前主营业务是中成药生产和销售。
- 2014 年 3 月并购科开医药，科开医药专注医院管理和商业流通，公司开始全面布局医药、医疗、流通三大板块。
- 2015 年 6 月公司与贵医附院、联科卫信合作，探索互联网医疗领域。
- 2015 年 4 月，拟全资收购中肽生化，进入多肽、诊断试剂领域。
- 2015 年 11 月，与中肽生化重大资产重组经证监会重组委会议审核通过。

图表 1：公司发展历程—重组打造工业、商业、医疗服务全产业链



来源：国金证券研究所

### 管理层控股

- 信邦制药董事长张观福是信邦制药实际控制人，发行股份购买中肽生化并完成募集配套资金后，董事长持股 25%，为公司第一大股东。张观福曾任职于贵州省中药研究所、贵州省医药管理局，于 1995 年 1 月创立信邦制药，任职董事长，并兼任贵州省肿瘤医院董事、贵州信邦药物研究开发有限公司董事，亦是原科开医药董事，持有原科开医药 49% 的股权。
- 公司总经理安怀略直接持股 3%，并通过贵州贵安新区金域投资中心间接持股 10.2%，是公司第二大股东，安怀略是原科开医药董事长。

### 资产重组带来业绩高增长

- 2014年，公司实现营业收入24.8亿元、归属于上市公司股东净利润1.5亿元，同比增长335%、260%，主要由于公司于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17.7亿元、归属于上市公司股东净利润0.97亿元，并表带来公司业绩大幅增长。

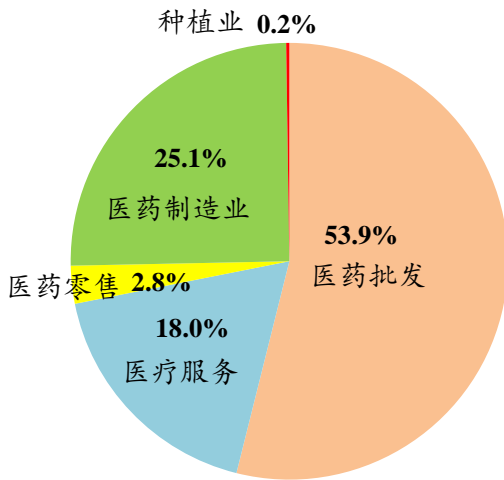
图表2：2014年公司板块业绩表现(百万)

百万	收入	收入占比	毛利润	毛利润占比	毛利率
医药批发	1,330	53.9%	134	21.1%	10.1%
医疗服务	444	18.0%	107	16.9%	24.2%
医药零售	69	2.8%	13	2.1%	19.3%
医药制造业	619	25.1%	379	59.6%	61.1%
种植业	6	0.2%	2	0.3%	33.8%
合计	2,467	100%	635	100%	25.8%

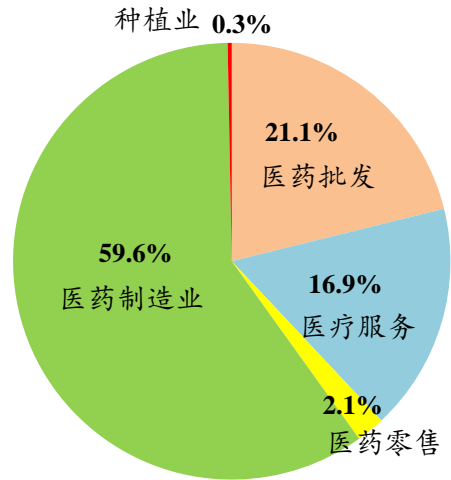
来源：公司公告，国金证券研究所

- 在信邦制药2014年的收入占比中，份额最大的是医药批发板块(54%)，传统医药制造业和新增医疗服务占收入的比重分别为25%、18%。
- 近年来，信邦制药制造业的毛利率维持在60%左右，新增医药批发、医疗服务、医药零售业务的毛利率分别为10%、24%、19%，占比最小的种植业毛利率为34%。
- 毛利润占比中，份额最大的是毛利率最高的制造业，其次是医药批发、医疗服务、医药零售。

图表3：2014年公司各版块业务收入占比



图表4：2014年公司各版块业务毛利润占比

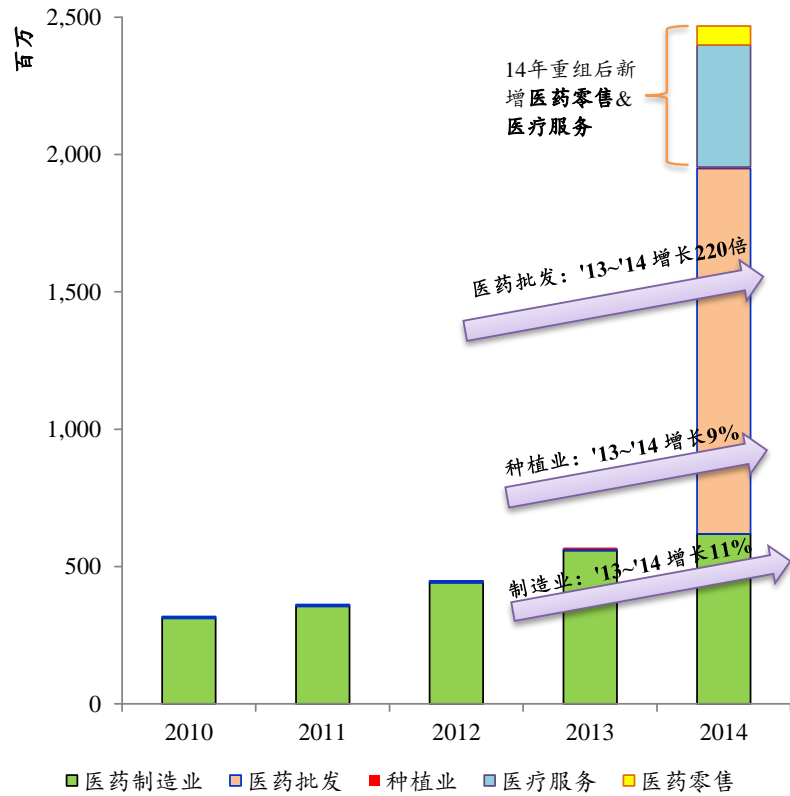


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014年，公司完成重组后，传统制造业、种植业保持稳定增长，2014年同比增长近10%，医药批发收入由2013年的600万增长到2014年的13亿，新增医药零售业务收入6,900万，医疗服务收入4.4亿。

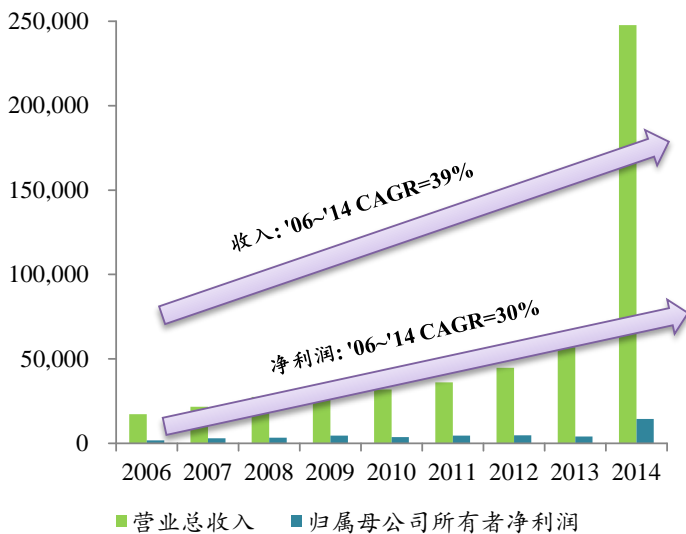
图表5：2014年重组后各板块业务增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

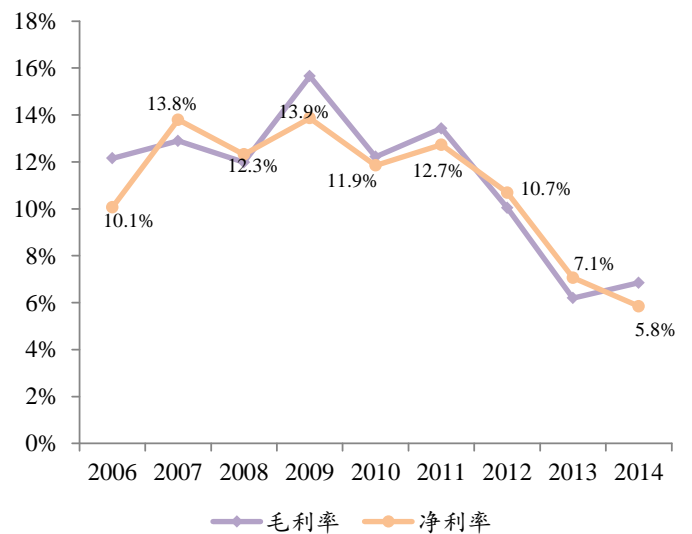
- 公司营业收入从2006年的1.7亿增长到2014年的24.8亿，归属母公司净利润从1,745万元增长到1.4亿。利润率从2012年呈现下滑趋势，主要因为：1) 传统制造业受到招标降价的影响，毛利率有所降低；2) 医药流通、医疗服务毛利率(10%、24%)相较制药行业毛利率(60%)低，而业务占比逐年上升。

图表6：公司历年业绩增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司历年毛利率、净利率增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

## 收购科开医药，夯实医药流通板块，进军医疗服务产业

- 2013年3月，证监会核准信邦制药收购科开医药股份，公司借助此次收购进一步巩固其在贵州的医药流通行业地位，并借此进入医疗服务领域。
- 科开医药主营业务为医药流通和医疗服务，主要从事医药、医疗器械批发、零售和医疗服务业务，是贵州省内实力较强的地区性医药流通和医疗服务企业。
- 科开医药旗下医院与享誉贵州省的贵阳医学院附属医院、贵阳医学院第二附属医院保持多层面的合作。

### 公司合作医院介绍

#### ■ 贵阳医学院附属医院

- 贵阳医学院附属医院(贵医附院)是公司控股孙公司贵州省肿瘤医院的股东，持有其22%的股权。
- 贵医附院建于1941年，经过70余年的发展，已成为贵州省规模最大的集医疗、教学、科研、急救、康复、预防、保健为一体的三甲大型综合性医院。
- 医院拥有编制床位2,035张,实际开放床位2,300张。医院拥有省管专家、享受政府特殊津贴、卫生部突出贡献中青年专家、全国杰出专业技术人才、国家百千万人才、贵州省跨世纪人才等高端人才54人，是全省具有最优质医生资源的医院。
- 医院占地面积12.8万m<sup>2</sup>，建筑面积13.4万m<sup>2</sup>，医院编制床位2035张，实际开放床位2,000至2,300张。有52个临床学科、67个病区、11个医技科室，在职职工3,200余人。
- 贵医附院目前是CFDA在贵州省唯一的西药临床试验机构及16个学科的药物临床试验基地，并承担了国家“十二五”、“863”、“973”计划重大科技课题、国家自然科学基金项目及省、部级科研项目等200余项；发表SCI及中华系列文章500余篇；主编、参编专著48部；49人任中华医学会委员和省医学会主委。
- 贵阳医学院附属医院先后开办了贵医安顺医院、贵州省肿瘤医院、贵医白云分院、贵医乌当医院，直接持有肿瘤医院22%的股份，并间接持股白云医院、乌当医院。
- 2014年公司对贵医附属医院的销售额达到5.5亿，占总收入的22%。

#### ■ 贵阳医学院第二附属医院

- 贵阳医学院第二附属医院建立于1966年，1970年开诊，原名电子工业部四一八医院，属部事业单位。2005年8月挂牌为贵阳医学院第二附属医院，由贵阳医学院直管。是一所集医疗、教学、科研、急救、预防、康复和保健于一体的三甲综合医院。
- 医院位于黔东南苗族侗族自治州凯里市，建筑总面积187,575 m<sup>2</sup>，医院职工1,866人，目前编制床位1,000张，开放床位2,000张。下辖凯里经济开发区人民医院、贵阳新天振华医院，1所卫生职业技术学校（在校生1,200余人），1所法医学司法鉴定所，1所肿瘤生物及细胞治疗中心。
- 除了为科开医药旗下医院提供专业和技术上的支持，贵阳医学院第二附属医院还为黔东南众康医院、贵医附院精神病医院有偿提供房屋及相应的土地使用权，两家医院通过租赁经营场所，很大程度上缩短了建设周期。



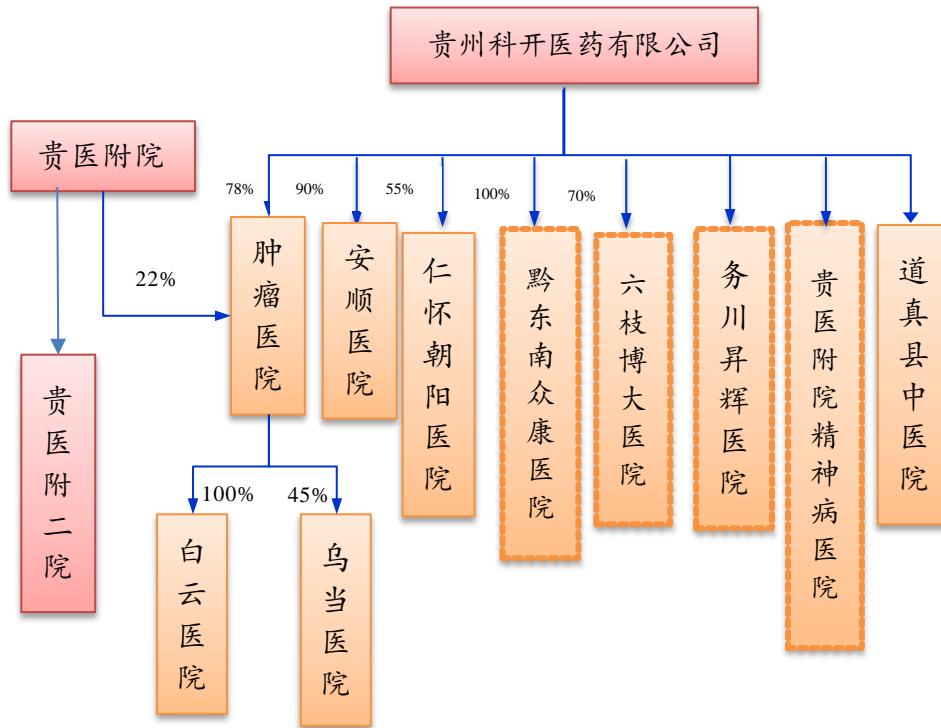
### 合作方式

- 贵阳医学院附属医院直接持有科开医药控股子公司贵州省肿瘤医院 22% 的股份，并间接持有科开医药控股公司白云医院、科开医药附属公司乌当医院的股份；
- 贵阳医学院第二附属医院为科开医药全资子公司黔东南众康医院、贵医附院精神病医院有偿提供房屋及相应的土地使用权；
- 对科开医药旗下医院予以技术、专业支持；
- 科开医药对贵阳医学院附属医院、贵阳医学院第二附属医院销售药品、耗材，提供劳务。

### 公司自有医院介绍

- 科开医药通过自建或并购的方式，目前旗下拥有贵州省肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀朝阳医院、安顺医院；建设中的黔东南众康医院、六枝博大医院；筹备中的务川昇辉医院、贵医附院精神病医院；并持有道真县中医院经营权至 2058 年。其中营利性、非营利性医院各占一半。

图表 8：科开医药旗下医院及股权结构一览



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 9：科开医药旗下医院运营情况**

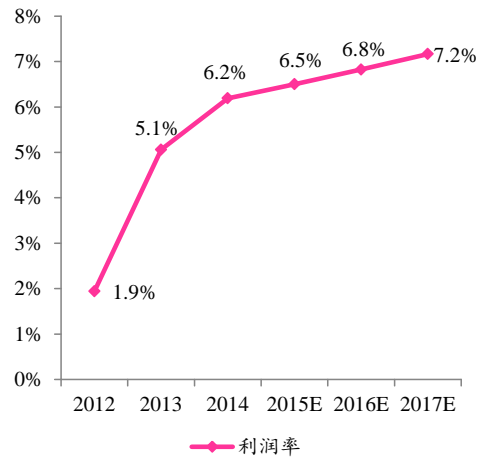
医院名称	等级	性质	建成/建设中	科开自建/并购	持股比例	综合/专科	成立/开业时间	当前床位	是否扩张	扩张后床位
贵州省肿瘤医院	三甲	营利性	建成	自建	78%	肿瘤专科医院	2007	1000	二期、三期	1800
白云医院	三级	非营利	建成	自建	78%	综合医院	2011	700	二期、三期	2200
乌当医院	三级	非营利	建成	自建	35%	综合医院	2013	500		1200
道真县中医院	二甲	非营利	建成	并购	100%	综合医院	2008	267		
仁怀朝阳医院	一级	营利性	建成	并购	55%	综合医院	2006	220	一期	500
安顺医院	二甲	营利性	建成	并购	90%	综合医院	2005	300		
务川昇辉医院	二甲	非营利	建设中	并购	100%	综合医院	2013	350		
黔东南众康医院	二级	营利性	建设中	自建	100%	综合医院	2014	260		
贵医附院精神病医院		非营利	建设中	自建	100%	精神病专科医院	2015			
博大医院	二级	营利性	建设中	并购	70%	综合医院	2011	500		
当前医院床位合计	2987									
部分医院扩张后床位合计	7377									

来源：公司公告，调研资料，国金证券研究所

### ■ 贵州省肿瘤医院

- 贵州省肿瘤医院(贵阳医学院附属肿瘤医院)是科开医药控股子公司，前身是中铁五局中心医院(公立医院)，2005年由贵医附院、科开医药进行改制(股份制非营利)并组建肿瘤专科医院，2013年6月转为营利性三甲医院。
- 贵州省肿瘤医院是贵州省目前唯一的三级甲等肿瘤专科医院，医院占地面积 35,013 m<sup>2</sup>，医用建筑面积 42,000 m<sup>2</sup>。现有职工 1,102 人，其中医师 299 人、护士 460 人。医院设有 32 个临床科室，开设尖端肿瘤治疗室 5 个、重点学科 3 个，开放床位 755 张，实际使用床位约 900 多张。床位难以满足日益增长的住院病人需求，医院正在进行扩建。
- (二期)2013 年 11 月，收购中国水利水电第九工程局有限公司中心医院，拥有 300 张床位，已投入运营，是一家综合性医院。
- (三期)正在建设的三期外科大楼主体楼高 18 层(地下三层)，建筑面积 28,200 m<sup>2</sup>，医院建筑面积将达 68,330 m<sup>2</sup>。预计将新增床位~600 张。
- 贵州省肿瘤医院 2014 年实现 5.2 亿收入，3,214 万净利润，'12~'14 年收入、净利润的年复合增长速度分别达到 16%、107%。
- **未来有望从三个方面提升盈利能力：**
  - 2014 年单床收入约 50 万元，参考三甲肿瘤医院平均单床收入>80 万元，贵州省肿瘤医院的单床收入存在提升空间；
  - 今年、明年床位数大幅增加，2014 年实际使用床位约 900 张；2015 年在使用床位约 1200 张；预计 2016 年三院投入使用，有望增加 500~600 张床位。2016 年床位数较 2014 年有望实现翻倍。
  - 肿瘤医院 2014 年净利率 6.2%，同类肿瘤医院(南洋肿瘤医院)约 20%。公司在肿瘤医院储备大量医护人才，以备未来发展。我们认为未来业绩提升空间较大。

图表 10：贵州省肿瘤医院利润率逐年提升



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 贵医附属白云医院

- 贵医白云医院是科开医药收购原贵州铝厂职工医院创办而成的非营利性三甲医院。科开医药通过肿瘤医院持有其 78% 的股份。医院占地 38,129 平米，拥有 18 个临床科室，约 700 张床位。
- 公司投资 3 亿元新建二期住院综合楼，预计将新增 600 张床位，预计将于 2016 年下半年投入使用。建成二期工程后，公司还将启动三期建设工程，打造拥有 2500 张床位的三级甲等综合医院。
- 白云医院 2014 年取得收入 3.5 亿，净利润 260 万，由于白云医院属于非营利性医院，不合并报表，科开医药主要通过供应链服务获得盈利。2014 年，科开医药为白云医院提供药品、器械、耗材配送，实现收入 1.2 亿元。

图表 11：白云医院外景



来源：调研资料，国金证券研究所

图表 12：白云医院二期大楼即将竣工



来源：调研资料，国金证券研究所

### 信邦制药旗下其他医院概览

- 信邦制药注重医护人员队伍储备，以贵州省肿瘤医院、白云医院为人才培养与输出基地，形成以大医院带动小医院协同发展的局面。

图表 13：信邦制药旗下其他医院介绍

#### 贵医附属乌当医院

2013年7月，贵州省肿瘤医院出资1350万元建立，占开办资金的45%。贵医附属乌当医院是非营利性三级综合医院，科开医药通过肿瘤医院持有其35%的股权。乌当医院是城镇居民省、市医保定点医院，新型农村合作省级医疗机构定点医院及重大疾病定点医院，乌当区新农合定点医院。乌当医院于2013年9月开业，占地16,667平米，建筑面积25,000平米，规划床位1,000~1,200张，首批开放床位500张。医院现有员工600人，设有临床科室31个。乌当医院属于非营利性医院，不合并报表，科开医药2014年，通过为乌当医院提供药械配送实现收入4,596万元。随着白云医院、乌当医院进一步发展，科开医药将凭借对白云医院、乌当医院的出资通过供应链服务获得长期稳定收益。

#### 道真县中医院

科开医药于2014年9月以1.2亿的收购价购买原道真县中医院所有者名下土地、房产，并将其有偿提供给道真县中医院，同时获得该医院自2008年起的50年经营权。道真县中医院是一所集医疗、科研、教学、预防保健为一体的非营利性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，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。当前开放床位267张，现有员工241人。科开医药通过房屋租赁、收入经营管理费的方式从道真县中医院获得回报。道真县中医院2012年、2013年、2014年1~8月分别实现医疗收入3,173万、3,694万、2,965万。

#### 务川县昇辉医院

务川县昇辉医院是2013年务川县人民政府的招商引资项目，是集医疗、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。昇辉医院是科开医药2014年10月购买资产获得，当前医院仍在建设中。该医院位于务川自治县新城新区，与重庆武隆市、铜仁德江县、沿河县、遵义正安县、道真县、凤冈县毗邻。占地面积92,667平米，总建筑面积105,493平米。住院大楼规划19层，门诊大楼9层，辅检大楼9层，医院预设科室30个。截止2015年2月，完成了门急诊大楼主体建设，住院大楼完成主体第八层建设，后勤综合大楼完成主体第七层建设，预计医院所有主体工程建设将在2015年4月全面完成；已经完成了电梯、消防、污水处理、环境绿化、空调、装饰装修等附属工程招投标工作，部分附属工程已经开始进行实质性施工阶段，医院项目建设目前已经完成投资2亿元人民币，预计今年年底前建成开业。

#### 仁怀朝阳医院

仁怀朝阳医院始建于2006年5月，前身为仁怀市酒都红十字医院，是目前仁怀境内规模最大一家的综合性一级民营医院，是社保、新农合定点医疗机构。科开医药2015年2月参与朝阳医院改制并以5,500万对其增资扩股，增资扩股后科开医药将持有朝阳医院55%的股权。改制后的朝阳医院拟按二级综合营利性民营医院报批。朝阳医院现有员工170人，开放床位100余张。朝阳医院于2012年12月开工修建了28,000多平方米医疗业务用房，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220张。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。朝阳医院2014年实现营业收入1,166万，净利润175万，净利率为15%。

### 黔东南众康医院

科开医药2014年9月投资2亿建设黔东南众康医院。黔东南众康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、贵阳医学院第二附属医院提供技术和专业支持，科开医药提供资金支持，拟将黔东南众康医院建成以肿瘤疾病治疗为核心的综合性医院。

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元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众康医院的经营场所，黔东南众康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，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。

黔东南众康医院一期设置床位260张，正在筹备中，医院将按照二级综合医院设置的相关标准进行配备。

### 贵医附院精神病医院

贵医附院精神病医院位于黔东南凯里市，是非营利性医院，注册资本为1,000万元，全部由公司出资。

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。

### 贵医安顺医院

贵医安顺医院于2005年成立，是贵医附院与安顺红十字医院共同创办的二甲营利性综合医院，现为科开医药控股子公司，编制床位300张。

### 六枝特区博大医院

2015年2月出资4,731万对贵州省六枝特区博大医院有限公司进行增资扩股，增资扩股后公司将持有六枝博大医院70%的股权。博大医院是二级综合营利性民营股份制医院，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。

六枝博大医院成立于2011年9月，是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，设计床位数415张。2013年9月，六枝博大医院取得了六盘水市《设置医疗机构批准书》。目前该医院处于工程项目建设中，尚未开展经营活动。

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17,680元，农村人口在5,400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。

来源：公司资料，国金证券研究所

- 信邦制药通过与贵医附院、贵医二附院合作取得专业、技术、土地支持和供应链收入，以贵州省肿瘤医院、贵医附属白云医院为人才储备与输出基地，形成以大医院带动小医院协同发展的格局，是国内为数不多的已形成民营医院集团的上市公司之一。

### 民营医院投资面临行业性发展机遇

- 截止到2014年，中国共有约12,000家民营医院，同比增长11%，占到全国医院总数量的47%（2008年占比27%）。虽然民营医院的数量占比将近一半，其床位数占比仅有16%（70万张床位），诊疗人次和住院人次仅为全国服务

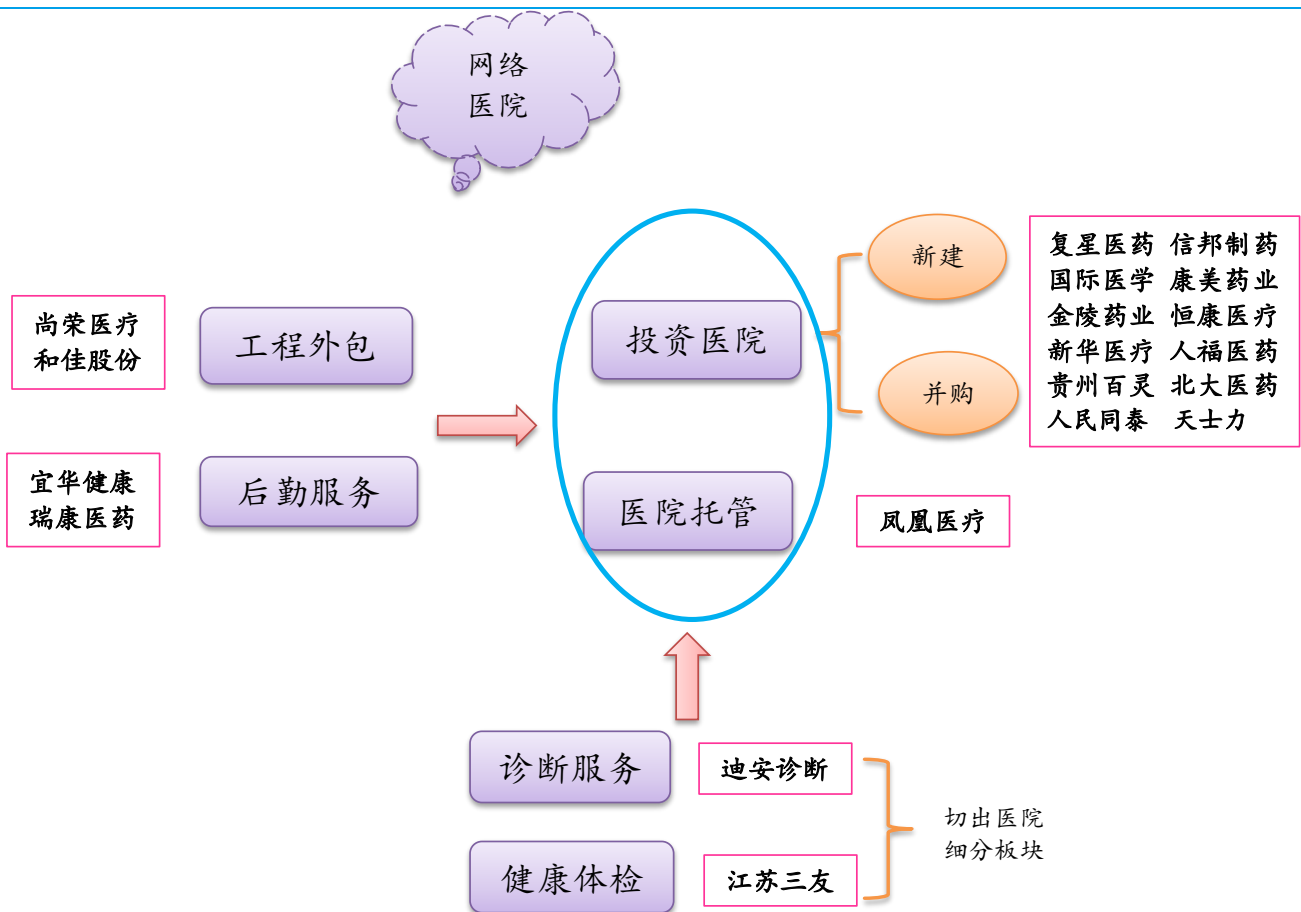
量的 10% 左右，反映出当前我国民营医院数量多、规模小、服务能力偏弱的特点。

- 随着相关政策的出台，我国民营医院从 2012 年开始迎来发展的高峰，上市公司通过各种方式进入民营医院。其中的代表公司有信邦制药、复星医药、凤凰医疗等。

### 我国上市公司投资医院领域的主要模式

- 收购/新建民营医院：以复星医药、信邦制药为代表
- 改制公立医院：以金陵药业、信邦制药为代表
- 与公立医院合作共建医院：以复星医药为代表
- 托管公立医院：以凤凰医疗为代表
- 医院工程建设：以尚荣医疗、和佳股份为代表
- 医院后勤服务：以宜华健康、瑞康医药为代表
- 医院细分领域：以迪安诊断、江苏三友为代表
- 网络医院：随着“互联网+”的兴起，2014 年以来陆续出现了网络医院、互联网医疗模式，以宜华健康、康美药业为代表

图表 14：上市公司参与医院领域的几种模式



来源：国金证券研究所

- 医院属于重资产产业，建设和运营成本高、培育周期长，无论哪种参与形式，都存在一定的投资风险。医院价值的增长取决于管理体制(医院管理团队能力)、人才(医生)、成本控制、集团化的运营模式。

图表 15：上市公司投资办医一览

投资公司	被投资医院	医院等级	投资年份	投资(百万)	股权占比
恒康医疗	成都平安医院	二甲	2013	120	85%
	蓬溪中医院	二甲	2013	80	100%
	资阳医院	n/a	2013	25	100%
	德阳医院	n/a	2013	15	100%
	盱眙县中医院	二甲	n/a	n/a	100%
	大连辽渔医院	二甲	n/a	n/a	n/a
	萍乡市赣西医院	二甲	n/a	n/a	n/a
	瓦三医院				
	四川邛崃福利医院		2014		100%
信邦制药	贵州省肿瘤医院	三甲	n/a	n/a	n/a
	贵医附属白云医院	三级	2011	n/a	n/a
	贵医附属乌当医院	三级	n/a	n/a	n/a
	贵医安顺医院	二甲	n/a	n/a	n/a
	黔东南众康医院	二级		400	%
	仁怀朝阳医院	一级			
	道真中医院	二甲	2014	120	
	务川昇辉医院	二甲	2014	7.7	
华润三九	广东三九脑科医院	三甲	1994	n/a	n/a
	徐州矿山医院	二甲	2011	n/a	100%
	昆明市儿童医院	二甲	2012	n/a	66%
	武钢总医院	三甲	2013	n/a	51%
	高州人民医院	n/a	2013	n/a	49%
	深圳市三九医院	n/a	n/a	84	17%
康美药业	普宁市康美医院	n/a	2007	300	n/a
	梅河口市妇幼保健院	n/a	2013	n/a	n/a
	梅河口市友谊医院	二甲	2013	n/a	n/a
	梅河口市中医院	n/a	2013	n/a	n/a
	通化县人民医院	n/a	2014	n/a	n/a
	通化县中医院	n/a	2014	n/a	n/a
天士力	云南普洱市中心医院	三甲	2011	n/a	n/a
	湖南博爱湘雅医院	三甲	2012	n/a	51%
	天津天士力北门医院		2012		

复星医药	安徽济民肿瘤医院	二甲	2011	7	70%
	岳阳广济医院	二甲	2011	31	55%
	和睦家	n/a	2010	286	48%
	宿迁钟吾医院	二甲	2012	n/a	55%
	佛山禅城中心医院	三甲	2013	693	60%
	广州南洋肿瘤医院	n/a	2013	n/a	50%
	上海医诚医院投资管理有限公司			10	100%
	安徽新安中西医结合医院	二级	2013		
金陵药业	宿迁市人民医院	三乙	2003	70	70%
	南京医科大学第三服务医院	二甲	2012	n/a	60%
	鼓楼仪征医院	二乙	2012	123	68%
	安庆医院	二甲	2014	137	88%
三精制药/人民同泰	三精女子医院	民营一级	2005	30	100%
	三精肾脏病专科医院	n/a	2008	n/a	100%
	哈药集团三精医院投资管理有限公司			20	100%
千红制药	常州千红医院	n/a	2012	80	n/a
益佰制药	江苏灌南县人民医院	二甲	2005	n/a	90%
双鹭药业	新乡市中新医院	n/a	2011	160	80%
武汉健民	武汉健民消化病医院	n/a	2012	133	65%
长春高新	上海童欣医院管理公司		2015	100	
	长沙贝诺医院	n/a	2011	4.5	n/a
福瑞股份	内蒙古乌兰察布福瑞医院	n/a	2012	300	100%
中国生物	邵阳正骨医院	n/a	2011	65	52%
九洲通	武汉市九洲通医院	n/a	n/a	n/a	n/a
白云山	广州白云山医院	一甲	2015	46.5	51%
	白云山维医专科医院	n/a	2012	n/a	n/a
佐力药业	德清县第三人民医院	二乙	2015	190	75%
	凯欣医药		2014	24	65%
中源协和					
誉衡药业	射阳振阳医院	二级综合	2015		首期30%
阳普医疗	宜章县中医医院	二甲	2015	公司200+宜章政府100	
亚宝药业	运城市第一医院	二甲	2015	836	80%
	运城市黄河金三角第一医院	三甲	2015	800	80%
新华医疗	合肥东南手外科医院	一级	2014	3.48	
	合肥东南骨科医院	二乙	2014	46.01	55%
	淄博昌国医院	二甲	2012		
	高青县中医医院	二乙		19.74	70%
	济南新华医院投资管理有限公司			37.78	65%
	山东省文登整骨烟台医院有限公司			6	100%
	淄博淄川区医院西院有限公司			3.5	70%
	平阴县中医医院	二甲	2012	81.9	65%
香雪制药	中国人民解放军第458医院	三甲	2014		
维力医疗	上海韦士泰医院投资管理有限公司		2014		86%
同仁堂	北京同仁堂唐山中医院			2	100%
	北京同仁堂鞍山中医医院有限公司				51%
	北京同仁堂王府井中医医院有限公司				50%



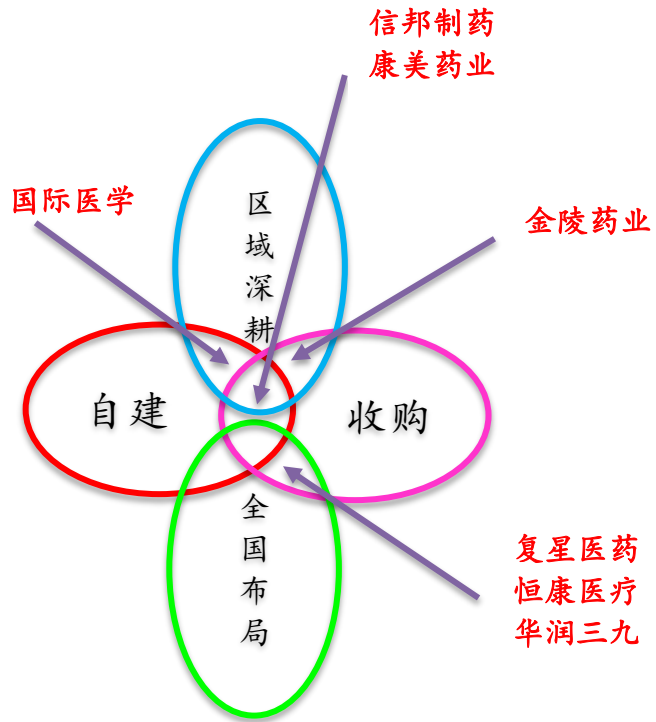
太龙药业	河南中医院	三甲	2015	0.5	
太安堂	汕头太安医院	二级骨科	2015	200	
上海医药	中国人民解放军第二军医大学	三甲	2014		
三诺生物	北京三诺健恒糖尿病医院		2014	29	80%
人福医药	同济医学院附属协和医院	三甲			
	华中科技大学同济医学院附属同济医院	三甲			
	武汉宏昇生殖健康中医医院有限公司			5	100%
	钟祥市人民医院新院	三甲	2015	549	
奇正藏药	临洮县奇正藏医医院有限责任公司				
普洛药业	文荣医院	二甲			
	横店集团医院	二乙			
柳州医药	玉林市中医院	综合	2015	1035	
力生制药	天津市北辰中医医院	二甲		0.6	
丽珠集团	第三军医大学第一附属医院	三甲			
乐普医疗	北京协和医院	三甲			
昆药集团	云南昆药生活服务有限公司职工医院		2012		
康芝药业	投资儿童医院				
九安医疗	天津三潭医院	二乙			
济民制药	台州黄岩中医院	二甲	2014		
华邦颖泰	莱茵医院		2015	800万欧元	100%
海南海药	湖南金圣达空中医院(拟)	二甲	2015	10	25%
哈药股份	三精女子医院综合楼			120	
国药一致	梅州人民医院	三甲			
贵州百灵	贵州天源医院		2013	26.48	100%
	贵州百灵中医糖尿病(长沙)医院		2015	25	70%
迪安诊断	武汉兰青肿瘤医院		2012	30	100%
达安基因	中山大学医院投资管理集团		2014	3.99	19.99%
诚志股份	丹东诚志医院投资管理有限公司		2006	25.5	60%
北大医药	洛阳东方医院	二甲	2015		
	齐鲁石化中心医院	三乙	2015		
	北京新里程肿瘤医院		2014	4122万美元	65%
安科生物	北京惠民中医儿童医院		2014	27.5	55%

来源：公司公告，国金证券研究所

### I: 收购/新建民营医院

- 收购或新建民营医院是上市公司当前参与医院投资的最主要方式。
  - 新建医院：新建医院没有历史遗留问题，投资者拥有决定控制权；但新建民营医院面临较长的审批和建设流程、重资产投入、盈利周期长、运营风险高。
  - 收购民营医院：收购的民营医院培育期短、医疗机构人员配备到位；但被收购的民营医院多存在运营方面的问题，且近两年资本市场上对医院收购的热度不减，标的估值较高。
- 投资战略上有的选择主要针对某一省份进行区域性深耕，以信邦制药为代表，有的选择全国性布局、主要看重医院的资质，以复星医药为代表。

图表 16：上市公司采用自建/并购方式进行区域性深耕或全国性布局

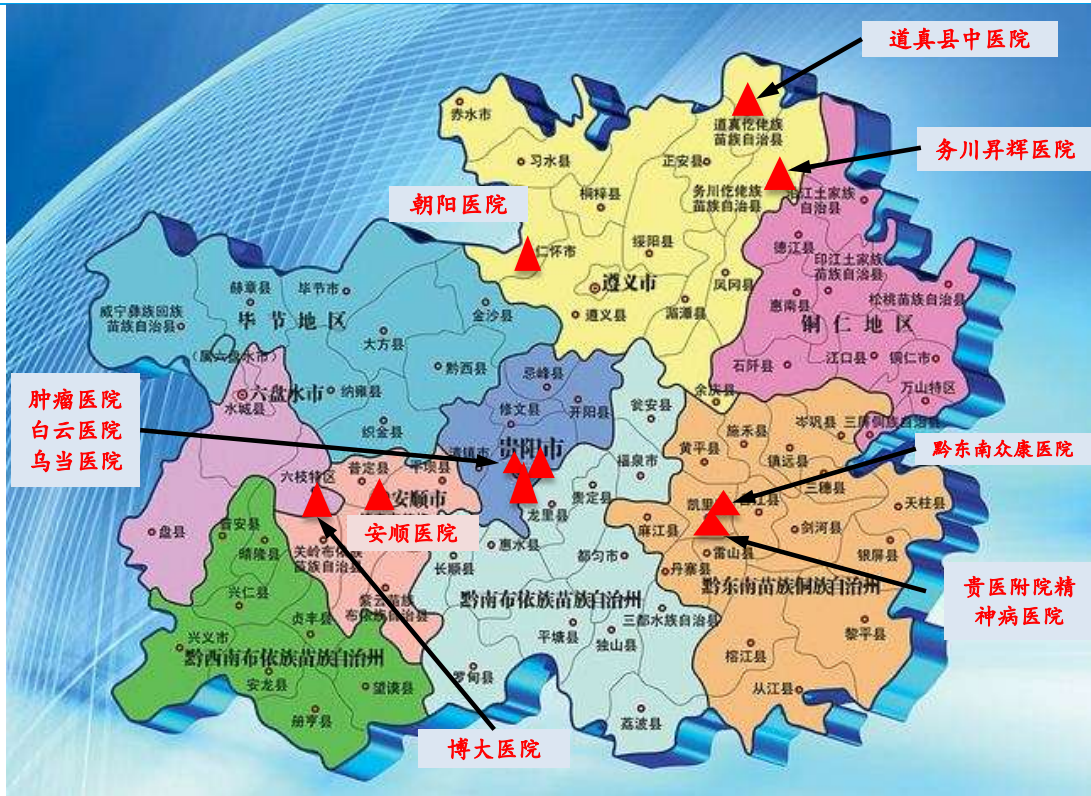


投资模式	自建	收购
区域深耕	信邦制药、国际医学、康美药业	信邦制药、金陵药业、康美药业
全国布局	*	复星医药、华润三九、恒康医疗

来源：国金证券研究所

- 信邦制药立足贵阳，深耕贵州：

图表 17：信邦制药立足贵阳，深耕贵州



来源：公司公告，国金证券研究所

- 深耕本省将带来医疗资源上的协同效应、供应链上的规模效应：
- 医院具有很强的属地化特点，立足贵州、深耕全省，不仅有利于充分利用旗下各医院的医疗资源，产生协同效应，还将为信邦制药带来供应链上的规模效应。
- 2012 年贵州省医疗卫生机构每千人拥有的床位数仅有 3.05 张，而全国的平均水平是每千人拥有 4.24 张床位。如果按照全省四千万人计算，贵州省比全国的平均水平相差近四万张床，贵州省医疗服务需求空间大。随着全民医保的推进，尤其是新农合政策的实施，医院用药可报销的范围、比例增大，医疗服务需求将不断释放。
- 从信邦制药旗下医院的地域布局来看，网络布点仍有待下沉；且贵州省的 9 个区中仍有 5 个区尚未进入。
- 可见信邦制药在贵州省仍有很大扩张空间。

图表 18：信邦制药旗下医院地域布局

贵阳	贵州省肿瘤医院、白云医院、乌当医院
遵义	道真县中医院、务川昇辉医院、仁怀朝阳医院
铜仁	*
黔东南	黔东南众康医院、贵医附院精神病医院
黔南	*
黔西南	*
安顺	安顺医院
六盘水	六枝博大医院
毕节	*

(\* 表示该地科开医药尚无医院布局)

来源：国金证券研究所

■ 复星医药依靠并购扩张，放眼全国：

- 复星医药旗下医院包括：济民肿瘤医院(安徽合肥)、岳阳广济医院(湖南岳阳)、宿迁钟吾医院(江苏宿迁)、南洋肿瘤医院(广州)、佛山禅城医院(广东佛山)、和睦家医院(高端医疗服务)。截止 2014 年底，复星医药的核定床位达到 2,800 张。

图表 19：复星医药医院介绍



来源：公司公告，国金证券研究所

II: 公立医院改制、与公立医院合作建设新项目

■ 与公立医院合作新建项目：复星医药

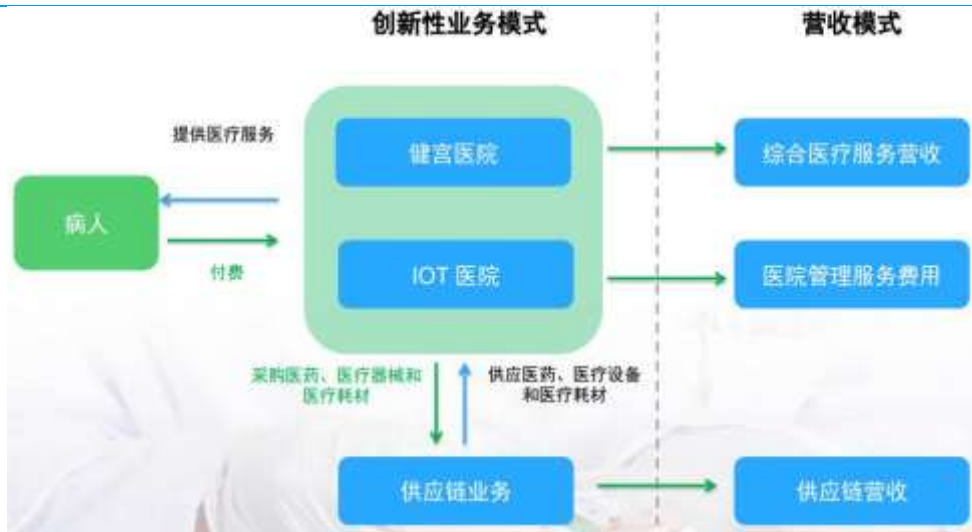
- 2014年8月，复星医药与台州市立医院共同出资6.8亿设立台州市赞扬医养投资管理有限公司，这是复星医药首次与公立医院合作。2015年以来，复星医药陆续与温州市中医院、齐齐哈尔第一医院、玉林市医疗集团三家公立医院达成协议，建设新的医疗机构。
- 台州、温州项目完成后，复星医药旗下医疗机构将增加2,500张床位。

- 公立医院的社会认可度高、医生资源、医疗服务资源丰富，与公立医院合作新建项目对双方来说有望获得共赢的局面。但民营医疗机构从中只获得了新建项目，即“增量”的部分运营权。
- **公立医院改制：信邦制药**
- 参与公立医院改制使民营医疗机构获得较高的社会认可度和医疗服务资源，但改制的过程中存在很多问题，对民营医疗机构提出较多挑战：
  - 公立医院都是非营利性医院，如果不改制，其利润只能用于做大医院、无法体现在上市公司财务报表上，而转为营利性医院将失去现有的政策补助和税收优惠，也将面临来自医院内部人员的阻力。
  - 公有资本退出的医院多面临经营不善的问题，历史问题较多。
  - 公立医院改为民营医院，对于医生权益的保障和人才挽留方面提出挑战。
  - 谈判周期较长，谈判失败风险较高。
- 随着医改步入深水区，我们认为未来会有越来越多的公立医院面临被改制。拥有改制经验的医疗集团更容易实现公立医院改制、以及非营利性改为营利性的过渡，信邦制药曾成功地改制过贵州省肿瘤医院、白云医院、朝阳医院等公立医院/企业医院，我们看好公司在未来公立医院改制浪潮中的资源整合能力。

### III: 公立医院托管

- 凤凰医疗(1515.HK)自2000年开始参与公立医院改革，2015年上半年公司收入为6亿人民币，同比增长19%，归属上市公司净利润1亿人民币，同比上升23%。运营病床数共计3,659张，同比增长9%。主业分为三部分：
  - 以控股投资拥有的北京市健宫医院(80%股权)；
  - 以PPP-ROT(重组-运营-移交)模式管理的北京燕化医院、北京市门头沟区医院、北京京煤集团总医院、北京市门头沟区中医医院以及北京市门头沟区妇幼保健院，在医院的产权性质不变、非营利性不变、人员隶属关系不变的情况下，公司通过对医院的全权管理，从而享有对医院的经营收益权以及通过管理医院所带来的供应商折扣等收益；
  - 集团成员医疗机构还包括7家一级医院和28家社区医疗机构，形成了从社区卫生、基本预防保健到重症诊疗等服务为一体的综合医疗服务体系。

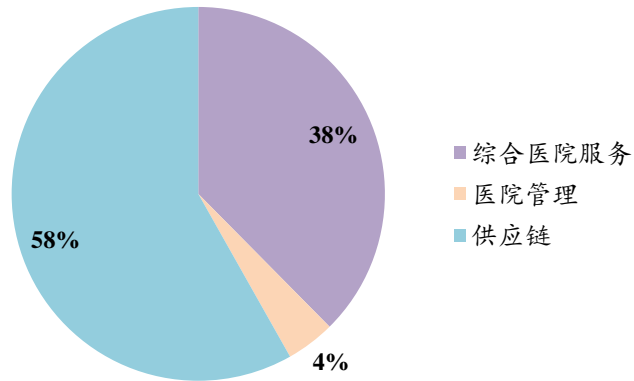
图表 20：凤凰医疗盈利模式



来源：公司公告，国金证券研究所

- 凤凰医疗的收入主要来自以上三个板块：
  - 综合医院服务：北京健宫医院的医疗服务收益(38%)
  - 供应链业务：药、械、耗材的供应链，即运用二次议价从供货商获得大额购买的优惠，再以当地政府设定的招标价格出售给医院，两者差价即为供应链业务收入(58%)
  - 医院管理业务：公司对公立医院进行带资托管所获得的托管费用(4%)

图表 21：凤凰医疗三大板块收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在凤凰医疗集团的运作方式中，PPP 模式从政府的融资模式转换为企业的商业模式。凤凰医疗通过对医院进行固定投资承诺，改善医院的医疗设施和诊疗设备，以交换在若干年期限内管理和营运相关医院，并收取医院的管理费。
  - 模式优势：被托管医院基本都是医保定点医院，又拥有医生资源，相对于新建医院而言，培育期短，经营风险小；

- 模式风险：但被托管医院多是经营不善且医疗技术相对薄弱的医院，因而对托管方的管理能力、技术输出能力提出较高的要求，而且托管合同具有期限性，存在合同不续约，托管方失去托管医院的风险。

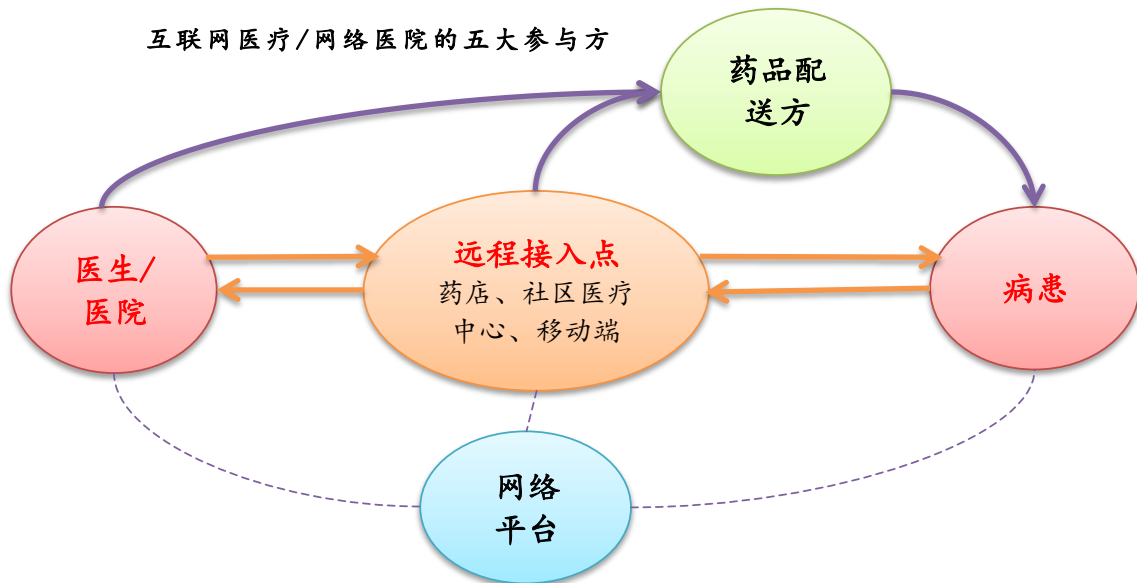
### 顺应“互联网+”，布局医疗互联网领域

- 2015年5月，信邦制药与贵医附院签署协议共建“贵医云”平台，即运用互联网和云计算技术建立的以贵医附院及公司下属医院为核心的互联网医院平台，进入互联网+大健康时代。
- 2015年6月，公司与贵州联科卫信科技有限公司(科联卫信)合作，共同建设“贵医云”平台，第三方服务平台加入，公司有望与该平台下的基层医院合作，打通双向转诊的通路。

### 网络医院可行性模式探讨

- 网络医院的参与方：医院(医生)、第三方平台(系统搭建)、远程接入点(药店、社区医疗中心、移动端)、药品配送方、患者。我们认为，网络医院的核心是医生，医生资源的多少决定了网络医院的扩张速度。

图表 22：网络医院的参与方(要素)



来源：国金证券研究所

- 在信邦制药介入互联网医疗领域之前，国内已有上市公司通过不同的切入点(宜华健康—第三方平台、瑞康医药—商业流通、实体医院—康美药业)涉足网络医院。

图表 23：网络医院的切入方

切入方优势	第三方平台	药品配送	实体医院(康美医院)
案例	宜华健康网络医院	瑞康医药网络医院	康美药业网络医院
网络医院期望提供的服务	远程会诊、患者个人远程咨询系统		
	远程预约就诊系统、双向转诊的评估平台		
	建立医疗健康档案		
	健康信息服务、临床学科的健康服务		
	网络医院远程控制中心、网络药房及物流配送体系		

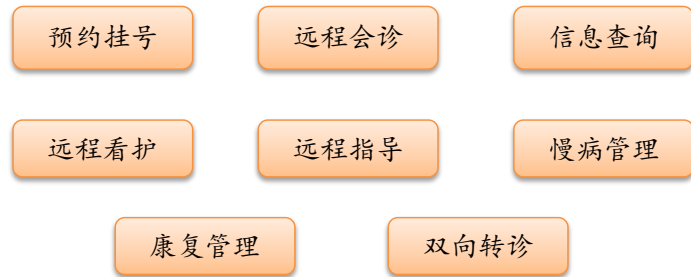
来源：国金证券研究所

- 通过对不同切入方的分析，我们认为最靠谱的模式是既拥有丰富的医生(医院)资源、又拥有强大的药品配送能力的药企，配合上第三方平台的支持，最有可能实现网络医院/互联网医疗的落地。

“贵医云”——打造依托线上医生资源、线下流通网络的“互联网+”医疗服务

- 信邦制药拟通过“贵医云”平台逐步在全省范围内将县乡镇级和社区医院以及省内大型药店接入“贵医云”平台，从而形成以贵医附院为核心，覆盖公司旗下医院及贵州省全境的云端医疗联合体；
- 以“贵医云”平台为核心的互联网医疗服务，将开放各种实体及远程服务，让“贵医云”平台成为医生、患者、数据、服务的集中平台，并为贵医附院临床医学、临床药学等科研提供大数据支持。

图表 24：信邦制药“贵医云”功能



来源：国金证券研究所

- 目前“贵医云”已整合包括贵医附院等覆盖贵州省的医疗资源，实现了最基本的网络视频在线问诊服务。另外，“贵医云”还整合了药店、诊所等地面服务机构，允诺在半小时之内将用户所需要的药品送达，线上挂号、慢病管理、私人医生将会是下一步推出的深层服务。
- “贵医云”上线运行后，每天将有 100 名医生值班，有 10 多名医生实时视频连线。“贵医云”还开发了触摸式平板数码终端设备，这种设备将安装在各大药店、社区医疗机构、县乡村医疗机构及公共服务机构。
- 当前贵医云平台在白云医院上线，预计未来将在肿瘤医院、朝阳医院陆续推出。



图表 25：“贵医云”APP



来源：国金证券研究所

- 我们认为信邦制药的“贵医云”有望探索出网络医院的盈利模式，理由是：
  - **医生资源：**合作的实体医院实力雄厚、医生资源丰富：不同于由第三方平台、医药配送企业、药店发起的互联网医疗模式，信邦制药自身拥有强大的医生资源(旗下运营医院+贵医附院>2000 医生)、医院资源。
  - **网络平台：**联科卫信是一家专注于基层医疗服务机构信息化平台建设的企业,自 2010 年起一直承担基于云计算的基层医疗机构信息化应用平台的开发、推广实施和运行维护工作,客户覆盖贵州省 9 个地市近 1000 家基层医疗机构。信邦制药拥有 10 家医院(3 家三级医院,6 家二级医院,1 家一级医院),未来有望与联科卫信布局的 1000 家基层医疗机构合作,打通双向转诊通路。
  - **医药流通企业：**在医疗互联网中，医院获得患者流量、第三方平台公司获得收入分成、药店获得销售订单变现。信邦制药自身在贵州省拥有强大的医药流通、配送能力，拥有医药全产业链布局，有能力打造 O2O 闭环，至少从药品销售收入环节已拥有确切的变现能力。
  - **政策鼓励：**2015 年，发改委、卫计委批准贵州开展远程医疗政策试点，内容主要包括：(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。贵州省计划在 2020 年前实现所有县级以上医院及 30% 中心乡卫生院接入远程医疗。贵州省肿瘤医院是唯一一家进入贵州省远程医疗试点的民营医院。在学校解放军总医院先进诊疗技术的同时，未来还将在政策的鼓励下，吸收县级医院的重症患者，向基层医疗机构转移轻症患者，实现双向转诊。
- 在国家鼓励社会办医的政策背景下，我们看好民营医院未来的发展。
  - 自 2013 年 9 月国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》至今，政府持续发布相关政策及配套措施鼓励社会办医。此次政策分别从审批流程、资源配置、融资渠道、税收政策、医保政策等方面强化了政府对社会办医的鼓励。
  - 2015 年 6 月，国务院办公厅印发《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》，继续鼓励社会办医发展。

**图表 26：政策鼓励民营医院发展**

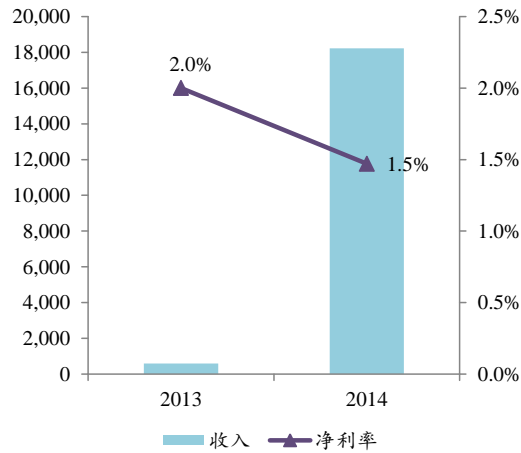
政府部门	政策文件	发布时间	政策核心内容
国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》	2010年	坚持公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展，加快形成多元化办医格局，是医药卫生体制改革的基本原则和方向
卫生部	《卫生部关于做好区域卫生规划和医疗机构设置规划促进非公立医疗机构发展的通知》	2012年	到2015年，非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右，实现非公立医疗机构与公立医疗机构协调发展的发展目标
国务院	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	2013年9月	到2020年健康服务业总规模达到8万亿元以上；发展医疗服务、健康养老、健康保险、中医药保健、支撑产业(医疗器械、创新药、第三方医学检验中心、影像中心、药学研究、临床试验等生物医药研发服务外包)、健康服务信息化(HIS、网上预约挂号、远程会诊)
国务院	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013年11月	鼓励社会办医，优先支持举办非营利性医疗机构
卫计委	《关于加快发展社会办医的若干意见》	2014年1月	提出4个方面16项政策措施，以加快形成多元办医格局
国务院	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	2014年	重点解决社会办医在准入、人才、土地、投融资、服务能力等方面政策落实不到位和支持不足的问题。优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，努力形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。
卫计委	《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》	2014年6月	政府首次以下发文件的形式来控制公立医院规模过快扩张
卫计委 商务部	《关于开展设立外资独资医院试点工作的通知》	2014年7月	允许境外投资者通过新设或并购的方式在北京市、天津市、上海市、江苏省、福建省、广东、海南省设立外资独资医院
国务院	国务院常务会议	2014年8月	将营利性医疗机构设置审批、养老机构设立许可等90项工商登记前置审批事项改为后置审批，实行先照后证，强化事中事后监管
卫计委 发改委	《关于印发推进和规范医师多点执业的若干意见的通知》	2014年11月	取消了征求意见稿中医师申请多点执业，应当征得其第一执业地点医疗机构的书面同意的内容

来源：政策梳理，国金证券研究所

### 依托旗下医院销售渠道，做大医药流通规模

- 公司在收购科开医药之前，主营业务以中药生产销售为主，医药商业只占到总收入的 1%~2%。
- 重组之前，公司的商业流通业务主要由贵州信邦药业经营。信邦药业 2014 年实现收入 1.8 亿，净利润 268 万。

图表 27：信邦药业历史业绩



来源：公司公告，国金证券研究所

### 重组打通医院销售渠道，带来业绩增长

- 2014 年资产重组以后，医药批发收入由 2013 年的~600 万元增至 2014 年的 13.3 亿元，占总收入的 54%。
- 科开医药成立于 2002 年 10 月，其前身药品销售部设立于 1995 年，后经贵州省卫生厅和贵州省政府批准，药品销售部改制设立科开医药。
  - 科开医药目前下属包括贵州省肿瘤医院在内的多家贵州省内医院，并和贵医附院成为合作伙伴，已经建立起具有明显竞争优势的下游优质医院网络。科开医药从事多年的医药流通业务，积累了丰富的渠道资源并建立了覆盖省内多家知名医院和医药流通公司的医药流通销售网络。
- 科开医药以下游医院为终端依托、以医药流通销售网络为渠道的业务发展模式已经成为其在医药流通行业发展的核心竞争力。2014 年，科开医药对贵医附院实现药品批发销售 5.4 亿，占信邦制药去年总收入的 22%，对白云医院、乌当医院分别实现供应链收入 1.2 亿、4,596 万元。

图表 28：2014 年对合作/下属医院药品批发金额(万元)

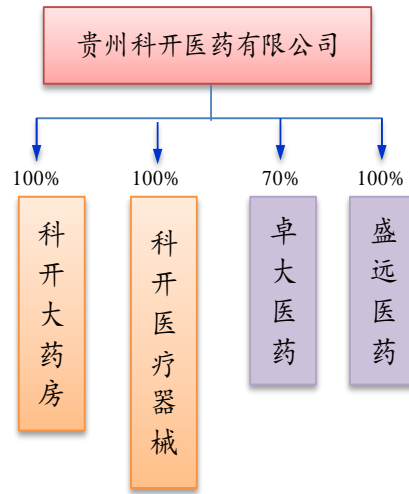
关联方	药品批发金额
贵医附院	54,877
白云医院	12,043
乌当医院	4,596

来源：公司公告，国金证券研究所

- 科开医药 2014 年药品批发实现营业收入 12.2 亿，净利润 9,262 万，净利率由 2013 年的 4.2% 提高到 7.6%。

- 科开医药原有医疗器械流通子公司科开医疗器械和零售连锁药店科开大药房，并于去年收购了卓大医药和盛远医药，进一步加强其在医药流通领域的地位。

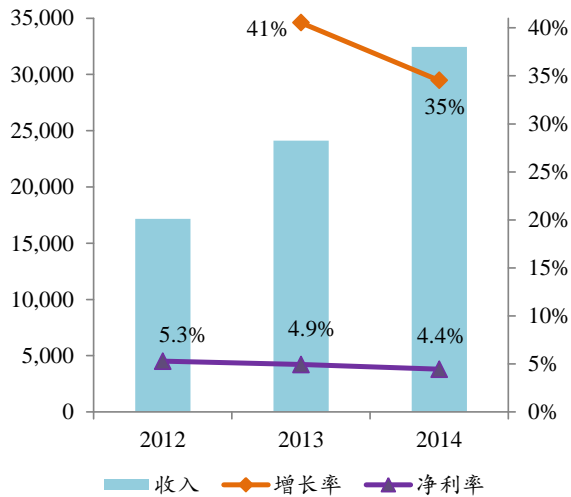
图表 29: 科开医药旗下医药流通企业



来源：公司公告，国金证券研究所

- 科开医疗器械成立于 2011 年 9 月，负责医疗器械及耗材的配送，是科开医药的全资子公司。2014 年实现收入 3.2 亿，同比增长 35%，净利润 1,441 万，同比增长 21%。

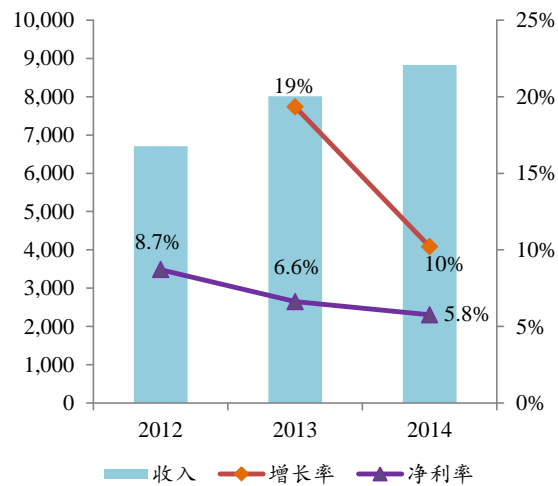
图表 30: 科开医疗器械历史业绩(万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 科开大药房成立于 2009 年 7 月，是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（以分公司的形式开设），均位于贵阳市境内。
- 科开大药房 2014 年实现收入 8,828 万，同比增长 10%，净利润 509 万。

图表 31: 科开大药房历史业绩

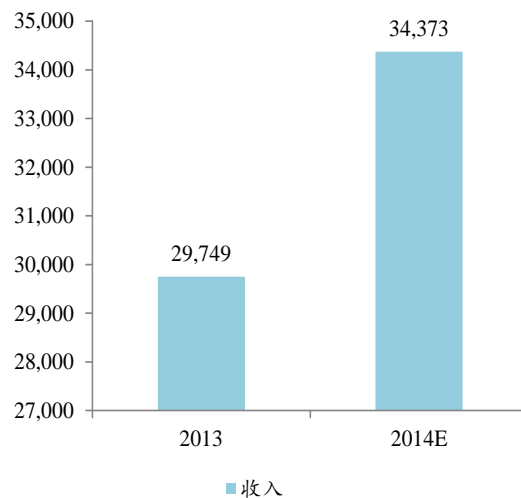


来源: 公司公告, 国金证券研究所

收购盛远医药、卓大医药, 加强医药商业实力

- 科开医药于 2014 年 9 月收购贵州盛远医药有限公司。盛远医药有限公司成立于 2009 年 3 月, 现有职工 150 人, 负责药品快批服务。
- 盛远医药 10~12 月并表, 并表贡献 1.04 亿收入, 净利润 197 万。我们预计盛远医药去年全年收入 3.4 亿左右, 同比增长 16%。

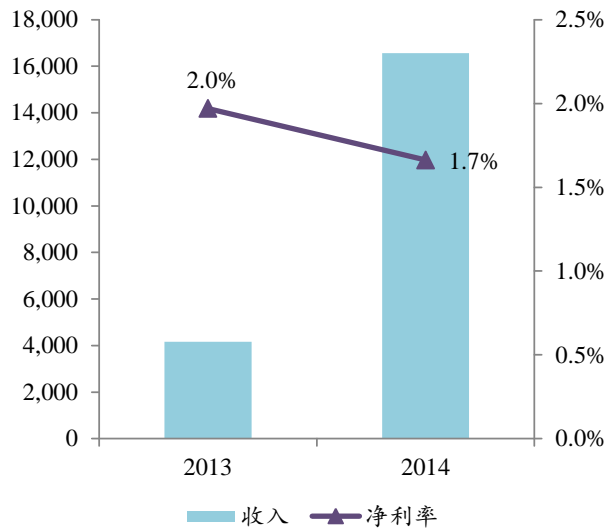
图表 32: 盛远医药历史业绩(14 年预估)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司去年还收购了卓大医药, 卓大医药 2014 年实现收入 1.66 亿, 同比增长 3 倍, 净利润 275 万, 同比增长 2.3 倍。

图表 33：卓大医药历史业绩



来源：公司公告，国金证券研究所

- 当前信邦制药的商业流通板块中，科开医药主要负责公司自有医院以及贵医系医院的销售，信邦药业负责黔南州医院的销售，卓大医药负责遵义地区医院的销售，盛远医药主要做快批业务，科开医疗器械负责器械和耗材的销售，科开大药房负责零售药店的终端销售。

### 收购中肽生化，进军生物医药领域

- 2015年5月，信邦制药向 Ucpharm 等发行股份购买中肽生化(估值 20 亿)，锁定三年，并拟向包括金域投资(信邦制药股东)在内的机构募集配套资金不超过 19.2 亿用于中肽生化多肽产能扩建技术改造、诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造、仁怀新朝阳医院建设、健康云服务平台、贵州科开医药有限公司现代医药物流项目、补充流动资金等。
- 2015年11月25日，公司公告此次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，经证监会上市公司并购重组委员会审核通过。

### 中肽生化：多肽与体外诊断检测试剂领域的 CRO

- 中肽生化于 2001 年 7 月由美国 UCPharm 和 APC 共同出资设立，主要产品包括客户定制多肽、药物多肽、体外诊断试剂三个系列。
  - 定制多肽：主要是根据客户给出的多肽序列，在满足客户对于纯度的要求基础上开展定制合成、修饰，多用于研发的临床前阶段。根据纯度、肽链复杂度、修饰难度等不同，不同客户、不同订单之间的价格差异很大。中肽生化主要为多肽类新药研发机构提供多肽定制服务，主要客户集中在国外，包括全球几百家制药公司、生物医药公司高等科研机构等。
  - 药物多肽：多用于研发的临床试验阶段以及新药上市后的商业化生产阶段。由于新药研发的不确定性和周期性波动，对于单一制药企业来说，自行投建研发用多肽生产厂房和设施，并持续保持满负荷生产存在一定困难，为了降低固定资产投资风险，大量制药企业将此项业务外包给专门的多肽制造服务商。

**图表 34：客户定制多肽、药物多肽业务特点**

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，单个订单的需求量小
药物多肽	临床试验、新药申报、新药获批上市后的商业化	主要用于临床试验和应用	GMP标准	项目数量较少，单个订单需求量大

来源：公司公告，国金证券研究所

- 体外诊断试剂：中肽生化的体外诊断试剂产品属于免疫类诊断试剂，主要用于毒品检测，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，早孕检测试剂通过了美国 FDA510k 认证，为下一步产品线的丰富与完善做好了充分的准备。中肽生化的体外诊断试剂产品根据客户对于检测毒品的种类、单支产品检测毒品的数量、检测精准度等要求进行生产，产品种类和型号繁多，不同种类和型号之间的价格差异很大。
- 多肽的特点：多肽的生物特性取决于组成多肽的氨基酸数量、氨基酸种类和其在肽链中的不同位置排列。
- 多肽的用途：由于多样化的生物特性，多肽应用领域广泛，如具备诊断功能的 BNP 多肽，能够运用于高端个人护肤品的美容类肽；可作为甜味剂制作营养品；可被应用于众多疾病的治疗，如肿瘤、糖尿病、心血管、神经退化性疾病、肾衰竭等疾病及一些罕见病。
- 多肽市场：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。
- 体外诊断试剂市场：根据美国 Allied Market Research 机构发布的报告，2013 年全球体外诊断市场规模为 533 亿美元。根据前瞻产业研究院发布的报告，2013 年我国体外诊断市场规模已经接近 200 亿元。在我们之前发布的报告《体外诊断行业报告之一：产品创新驱动行业成长》中，我们认为我国体外诊断行业经历了伴随医药行业的高增长后进入稳定增长期，预计未来年增速将保持 15% 左右。

#### 财务概况

- 中肽生化 2015 年 1~3 月主营业务收入构成中，体外诊断试剂占比 65%、多肽业务占比 35% (客户定制多肽 26%、药物多肽 9%)。
- 中肽生化收入主要来自出口，出口约占 2015 年第一季度收入的 93%。

图表 35：中肽生化历史业绩(分版块)

主营业务收入构成(百万)	2013年		2014年		2015年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客户定制多肽	49.9	35%	40.9	25%	11.1	26%
出口	45.0	90%	34.9	85%	10.0	90%
国内	4.9	10%	5.9	15%	1.1	10%
药物多肽	25.4	18%	17.4	11%	3.8	9%
出口	22.9	90%	6.8	39%	2.0	51%
国内	2.5	10%	10.6	61%	1.9	49%
体外诊断试剂	67.0	47%	107.3	65%	27.2	65%
出口	66.9	100%	107.2	100%	27.1	100%
国内	0.1	0%	0.1	0%	0.0	0%
合计	142.4	100%	165.6	100%	42.1	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 中肽生化利润率水平较高：毛利率维持在 70%左右，净利率>30%，并表后将提升公司的利润率水平(信邦制药 2015 年 1 季度毛利率 18%)。

图表 36：中肽生化毛利率水平较高

毛利率	2013	2014	1Q15
总毛利率	69.8%	69.0%	70.2%
客户定制多肽	72.0%	76.0%	77.8%
药物多肽	70.0%	53.7%	70.5%
诊断试剂	68.0%	68.8%	67.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：中肽生化历史业绩

项目(百万)	2013	2014	1Q15
营业收入	143.3	169.5	43.1
增速		18%	
营业利润	47.5	63.9	20.4
营业利润率	33%	38%	47%
净利润	42.8	55.0	17.4
净利率	30%	32%	40%
扣非后净利润	35.7	45.5	12.7

来源：公司公告，国金证券研究所

- 中肽生化 2015 年、2016 年、2017 年盈利承诺分别为 8,182 万、10,642 万、13,825 万元。我们预计中肽生化明年并表。

### 传统中药业务增长稳定

- 公司在收购科开医药之前，主营业务以中药生产销售为主，拥有益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊六大核心品种，17 个国家基药目录品种，拥有全国独家剂型品种益心舒胶囊。

图表 38：主要中药品种

药品名称	适应症	基药	优质优价	中药保护	竞争格局
益心舒胶囊	冠心病、胸痛、心绞痛	✓		✓	独家剂型
参苏胶囊	疏风散寒，祛痰止咳			✓	独家剂型
脉血康胶囊	抗凝血、治疗中风	✓		✓	2家
六味安消胶囊	胃痛胀满、消化不良	✓	✓	✓	3家
贞芪扶正胶囊	抗肿瘤辅助产品	✓	✓		3家
银杏叶片	冠心病、脑栓塞、老年性痴呆	✓	✓		多家
护肝宁片	急慢性肝炎		✓		多家

来源：国金证券研究所



- 2014年,公司医药制造业实现收入6.2亿元,同比增长11%,毛利率61%。益心舒销售收入超过2亿元,脉血康胶囊近2亿元。
- 2012~2014年,公司医药制造业收入增速分别为24%、26%、11%。今年以来受药品行业招标降价因素的影响,我们预计公司中药板块承压,增长速度将有所放缓。

### 投资建议

- 信邦制药是国内民营医疗集团中的龙头公司:自2014年并购重组以来,公司依托贵医附院的平台,以贵州省肿瘤医院、白云医院为中心,形成以大医院带动小医院协同发展的良好格局,是国内为数不多的已形成民营医院集团的上市公司之一。
- 医药商业与医疗服务协同发展:在将医疗服务做大的同时,公司医药商业在上游谈判中拥有更多的话语权,有利于商业子公司争取到更多的终端总代理权。
- 公司积极探索医联体、贵医云等“互联网+”医疗模式:公司依托丰富的线上医生资源、线下流通网络,结合远程服务,将“贵医云”平台打造成集医生、患者、数据、服务为一体的O2O平台,并为旗下医院提供临床医学、临床药学等科研大数据支持。
- 我们看好公司未来在医疗服务领域的延伸拓展,预计公司2015~2017年的净利润分别为2亿、3.4亿、4.3亿,对应EPS 0.16元、0.2元、0.25元(考虑收购中肽生化增发和募集配套资金股本摊薄,从明年开始计算中肽生化业绩)。考虑到公司未来可能有并购的因素存在,业绩有超预期的可能。
- **风险提示:** 医疗服务扩张速度不达预期的风险; 医疗服务需求量不达预期的风险; 互联网医疗服务模式发展的风险; 招标降价的风险。

图表 39: 盈利预测同业对比

证券代码	证券简称	市盈率一致预测		
		2015年	2016年	2017年
002219.SZ	恒康医疗	50	56	47
300015.SZ	爱尔眼科	74	55	41
600763.SH	通策医疗	118	91	69
均值		81	67	52

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 信邦制药分版块盈利预测

板块(万元) 项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
医疗服务 收入		44,372	71,680	107,111	137,850
增长率			62%	49%	29%
毛利率		24%	24%	25%	25%
医药批发 收入		132,974	275,684	353,512	507,434
增长率			107%	28%	44%
毛利率		10%	9%	9%	11%
医药零售 收入		6,912	11,059	15,482	21,675
增长率			60%	40%	40%
毛利率		37%	37%	37%	37%
医药制造 收入	56,949	61,917	66,251	70,889	75,851
增长率		9%	7%	7%	7%
毛利率	63%	61%	60%	60%	60%
种植业 收入	521	569	620	676	738
增长率		9%	9%	9%	9%
毛利率	40%	34%	34%	34%	34%

来源: 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	448	569	2,476	4,253	5,787	7,839	货币资金	360	254	659	1,700	2,464	3,200
增长率		27.2%	334.8%	71.8%	36.1%	35.5%	应收账款	304	310	1,595	1,991	2,710	3,671
主营业务成本	-167	-214	-1,838	-3,391	-4,503	-6,114	存货	176	327	545	804	1,067	1,449
%销售收入	37.3%	37.6%	74.2%	79.7%	77.8%	78.0%	其他流动资产	106	164	526	788	1,046	1,419
毛利	281	356	638	862	1,284	1,725	流动资产	946	1,054	3,324	5,283	7,287	9,739
%销售收入	62.7%	62.4%	25.8%	20.3%	22.2%	22.0%	%总资产	70.9%	70.9%	63.6%	81.4%	84.2%	86.6%
营业税金及附加	-5	-7	-12	-21	-28	-38	长期投资	10	26	10	11	10	10
%销售收入	1.1%	1.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	314	335	866	1,044	1,202	1,342
营业费用	-194	-249	-272	-298	-405	-549	%总资产	23.5%	22.5%	16.6%	16.1%	13.9%	11.9%
%销售收入	43.4%	43.6%	11.0%	7.0%	7.0%	7.0%	无形资产	62	69	797	148	151	155
管理费用	-33	-53	-113	-179	-243	-329	非流动资产	389	432	1,899	1,204	1,365	1,509
%销售收入	7.5%	9.2%	4.6%	4.2%	4.2%	4.2%	%总资产	29.1%	29.1%	36.4%	18.6%	15.8%	13.4%
息税前利润 (EBIT)	48	48	241	365	608	809	<b>资产总计</b>	<b>1,335</b>	<b>1,487</b>	<b>5,223</b>	<b>6,488</b>	<b>8,652</b>	<b>11,247</b>
%销售收入	10.8%	8.4%	9.7%	8.6%	10.5%	10.3%	短期借款	235	322	1,807	2,662	4,121	5,755
财务费用	-1	-11	-65	-120	-180	-266	应付款项	49	99	876	1,116	1,485	2,016
%销售收入	0.2%	2.0%	2.6%	2.8%	3.1%	3.4%	其他流动负债	7	6	25	73	88	109
资产减值损失	-2	-1	-6	0	0	0	流动负债	291	427	2,709	3,851	5,694	7,880
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	6	6	6	6	其他长期负债	21	24	57	0	0	0
%税前利润	1.6%	4.6%	2.8%	2.0%	1.2%	1.0%	<b>负债</b>	<b>312</b>	<b>451</b>	<b>2,765</b>	<b>3,851</b>	<b>5,694</b>	<b>7,880</b>
营业利润	46	37	175	250	434	549	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,018</b>	<b>1,035</b>	<b>2,397</b>	<b>2,567</b>	<b>2,879</b>	<b>3,279</b>
营业利润率	10.2%	6.6%	7.1%	5.9%	7.5%	7.0%	少数股东权益	5	1	61	70	79	88
营业外收支	11	10	24	20	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,335</b>	<b>1,487</b>	<b>5,223</b>	<b>6,488</b>	<b>8,652</b>	<b>11,247</b>
税前利润	57	48	199	270	454	569	<b>比率分析</b>						
利润率	12.8%	8.4%	8.0%	6.4%	7.8%	7.3%		2012	2013	2014	2016E	2017E	
所得税	-10	-8	-45	-61	-103	-129	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.1%	17.0%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	每股收益	0.276	0.232	0.289	0.160	0.200	0.251
净利润	48	40	154	209	351	440	每股净资产	5.862	5.961	4.789	5.129	5.752	6.552
少数股东损益	0	-1	9	9	9	9	每股经营现金净流	-0.210	-0.123	-0.397	-0.494	-0.427	-0.628
归属于母公司的净利润	48	40	145	200	342	430	每股股利	0.060	0.060	0.060	0.060	0.060	0.060
净利率	10.7%	7.1%	5.8%	4.7%	5.9%	5.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	4.70%	3.89%	6.04%	7.79%	11.87%	13.13%
							总资产收益率	3.58%	2.71%	2.77%	3.08%	3.95%	3.83%
							投入资本收益率	3.17%	2.92%	4.37%	5.32%	6.64%	6.85%
							<b>增长率</b>						

非现金支出	10	21	62	75	93	112	主营业务收入增长率	23.68%	27.24%	334.81%	71.75%	36.08%	35.45%
非经营收益	11	16	67	127	197	299	EBIT 增长率	12.79%	-0.75%	404.00%	51.38%	66.78%	33.02%
营运资金变动	-105	-98	-482	-659	-855	-1,164	净利润增长率	3.80%	-15.87%	259.79%	38.05%	71.04%	25.94%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-36</b>	<b>-21</b>	<b>-199</b>	<b>-247</b>	<b>-214</b>	<b>-314</b>	总资产增长率	7.32%	11.39%	251.35%	24.20%	33.36%	30.00%
资本开支	-53	-45	-267	631	-234	-235	<b>资产管理能力</b>						
投资	-76	-94	-42	-1	0	0	应收账款周转天数	111.0	108.4	91.8	91.8	91.8	91.8
其他	1	2	-64	6	6	6	存货周转天数	347.5	428.4	86.5	86.5	86.5	86.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-128</b>	<b>-137</b>	<b>-373</b>	<b>635</b>	<b>-228</b>	<b>-229</b>	应付账款周转天数	90.9	87.4	65.1	65.1	65.1	65.1
股权募资	0	2	310	0	0	0	固定资产周转天数	81.7	182.6	106.4	72.8	60.3	48.7
债权募资	33	87	722	797	1,459	1,634	<b>偿债能力</b>						
其他	-21	-36	-105	-144	-253	-354	净负债/股东权益	-12.22%	6.51%	46.72%	36.47%	56.01%	75.87%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>11</b>	<b>53</b>	<b>927</b>	<b>653</b>	<b>1,206</b>	<b>1,280</b>	EBIT 利息保障倍数	62.1	4.2	3.7	3.0	3.4	3.0
<b>现金净流量</b>	<b>-153</b>	<b>-106</b>	<b>355</b>	<b>1,041</b>	<b>764</b>	<b>736</b>	资产负债率	23.38%	30.32%	52.94%	59.36%	65.81%	70.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD