

信邦制药 (002390.SZ)

依托省内领先医疗资源，打造全产业链盈

利能力

评级：**增持**

前次：

目标价（元）：

12.35

分析师

联系人

孙建

毛元江

S0740515080002

021-20315160

sunjian@r.qlzq.com.cn

maoyj@r.qlzq.com.cn

2016年01月14日

基本状况

总股本(百万股)	1,483
流通股本(百万股)	1,483
市价(元)	10.25
市值(百万元)	15,204
流通市值(百万元)	15,204

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	569.49	2,476.1	4,312.0	5,628.0	7,168.0
营业收入增速	27.24%	334.81	74.14%	30.52%	27.36%
净利润增长率	-15.87%	259.79	34.70%	69.24%	25.00%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.29	0.16	0.19	0.24
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	119.03	69.90	64.06	53.95	42.71
PEG	—	0.27	2.65	1.08	2.38
每股净资产(元)	5.96	4.79	2.61	2.37	2.61
每股现金流量(元)	-0.12	-0.40	-1.31	-0.18	-0.19
净资产收益率	3.89%	6.04%	5.97%	8.13%	9.22%
市净率	4.63	4.22	5.49	6.06	5.50
总股本(百万元)	173.60	500.45	1,251.1	1,713.3	1,713.3

投资要点

- **信邦制药拥有贵州省内领先的综合医疗和肿瘤医疗资源，能够保障核心医院持续发展以及分级诊疗网络的建设。**信邦制药下属贵州医科大学附属白云医院和贵州医科大学附属乌当医院同贵州省内领先的贵州医科大学附属医院的医生团队实现无缝对接，信邦下属贵州省肿瘤医院无论是医生团队、设备条件、规模、收入都处于贵州省内肿瘤专科领先水平。同时这三家核心医院在教学和科研上同贵州医科大学紧密合作，从产学研三个方面搭建了贵州省内领先的医疗服务平台。依托在贵州省内领先的综合医疗和肿瘤医疗资源，公司正在建设从股权层面紧密联系的分级诊疗网络。基于核心医院和紧密的分级诊疗网络，信邦制药能够在医疗服务领域实现持续的增长。
- **依托自有优质医疗服务资源，医药商业业务在快速扩张的同时维持较高净利率。**随着药品招标价格下降，中小医药商业企业的空间不断被压缩，大型医药商业企业兼并扩张加速。信邦制药下属的科开医药为贵州省内领先的医药商业企业，为贵州医科大学附属医院系统的所有医院提供药品和医疗器械，2015年预计能够实现60%以上的收入增速，同时实现4%以上的净利率，远高于行业1%左右的净利率水平。未来信邦旗下医药商业依托自有医院，代理品种会逐渐丰富，在收入规模扩大，调拨业务占比提高的情况下，能够将净利率维持在3%以上。
- **信邦制药现有中成药业务平稳发展。**各级政府目前纷纷出台辅助用药目录，对于公司的中成药业务形成了一定的压力。但公司的品种有相当一部分进入基药目录，同时单品种销售总额较小，预计受冲击较小。我们预计2015年收入小幅增加，净利润同2014年大致持平，实现5000万左右规模。我们认为未来中成药业务的收入会小幅增长，由于价格下降，净利润大致维持现有水平
- **在医药制造业布局的中肽生化立足多肽类药物和体外诊断业务，现有产品均通过FDA和欧盟认证，成长**

空间大。中肽生化开展的多肽业务的具体形式是为客户提供多肽类药物定制研发及生产服务，具备很高的客户粘性。体外诊断业务主要是美国 FDA 和欧盟 CE 认证的毒品和早孕检测试剂，绝大多数产品是在美国地区通过经销商渠道进行销售。未来体外诊断产品可以嫁接信邦制药覆盖全国的渠道，在国内实现快速的扩张。

- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2015-2017 年收入 41.6、57.0、71.25 亿元，同比增长 68.0%、37.02%、24.99%；归属上市公司股东净利润 1.95、3.30、4.13 亿元，同比增长 34.7%、69.25%、25.01%，2015-2017 年对应 EPS 为 0.16、0.19、0.24 元。我们认为到 2018 年，核心医院的改扩建基本完成，储备的医疗团队将发挥，医疗服务业务的营业收入和利润率会有较大的提升，加上分级医疗网络的基层医院不断成熟，我们预计 2020 年医疗服务业务的能够实现 40 亿左右的营业收入。医疗服务行业有一个非常稀缺的特点就是壁垒自我强化性，医院的“产学研”综合能力越强，能够吸引和培养更多优质的医生团队，强大的医疗能力能够吸引更多的患者和开展难度较大的新技术，为“产学研”的发展提供物质基础，随着时间的积累，形成强者恒强的竞争格局。综合考虑，我们给予 65X2016PE，目标价 12.35 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**现有核心医疗机构发展不达预期；分级诊疗网络建设不达预期；医药商业扩张不达预期。

内容目录

依托优质医疗服务资源，形成医疗服务、医药商业和医药工业三块业务的协同发展	- 5 -
2015 年 12 月底完成对中肽生化 100%收购，股权结构发生变化	- 5 -
信邦制药握有最为稀缺的优质医疗资源，发展空间巨大	- 6 -
目前在我国，优质医疗资源仍然为稀缺资源，医疗能力是竞争的核心	- 6 -
在综合医疗方面，贵州医科大学附属医院拥有贵州省内最优质的医疗资源	- 7 -
信邦制药下属核心综合类医院同贵医附院的医生团队实现无缝对接	- 7 -
贵医附属白云医院，贵医附属乌当医院发展情况	- 8 -
信邦医药下属贵州省肿瘤医院在贵州省居于绝对领先地位	- 9 -
在不断强化核心医院医疗能力的同时，信邦制药正在构建分级诊疗网络	- 11 -
依托自有优质医疗服务资源，医药商业业务在快速扩张的同时维持较高净利率	- 12 -
随着药品招标价格下降，大型医药商业企业兼并扩张加速	- 12 -
现有中成药业务平稳发展	- 14 -
中肽生化立足多肽类药物和体外诊断业务，成长空间大	- 14 -
盈利预测、估值和投资建议	- 15 -
盈利预测	- 15 -
行业相对估值中枢在 60X 2016PE	- 16 -
投资建议（评级）：目标价 12.35 元，“增持”评级	- 17 -
风险提示	- 17 -
现有核心医疗结构发展不达预期	- 17 -
分级诊疗网络建设不达预期	- 17 -
医药商业扩张不达预期	- 18 -

图表目录

图表 1: 主要子公司所属行业及直接持股比例.....	- 5 -
图表 2: 2014 年主营业务构成 单位 万元.....	- 5 -
图表 3: 收购中肽生化后股本结构变化情况.....	- 5 -
图表 4: 2014 年公立三级医院与二级医院收入规模对比.....	- 6 -
图表 5: 2014 年公立三级医院与二级医院人均医药费和医务人员人均年业务收入对比.....	- 6 -
图表 6: 2011-2014 各等级医院门诊人次及增速 (亿人次).....	- 6 -
图表 7: 2011-2014 各等级医院住院人次变化 (万人次).....	- 7 -
图表 8: 2011-2014 年各等级医院病床使用率(%).....	- 7 -
图表 9: 2014 年贵州省内三家综合实力最强的综合性医疗机构比较.....	- 7 -
图表 10: 白云医院二期大楼.....	- 8 -
图表 11: 白云医院三期用地.....	- 8 -
图表 12: 2015-2020 贵医附属白云医院收入和床位预测.....	- 9 -
图表 13: 2015-2020 贵医附属乌当医院收入和床位预测.....	- 9 -
图表 14: 2014 年贵州省内三家实力最强肿瘤医院比较.....	- 9 -
图表 15: 2015-2020 贵州省肿瘤医院收入和床位预测.....	- 10 -
图表 16: 全国眼科医院平均结余 (净利润) 和结余率 (净利润率) 水平.....	- 10 -
图表 17: 2014 年爱尔眼科成熟医院净利润率水平, 为平均水平 200%左右.....	- 11 -
图表 18: 肿瘤医院拥有最高的床位使用率和病人住院天数.....	- 11 -
图表 19: 信邦制药已运营、已建设和规划中的分级医疗支点.....	- 11 -
图表 20: 安顺医院的发展情况及盈利预测.....	- 12 -
图表 21: 科开医药旗下主要医药企业收入及净利润水平.....	- 13 -
图表 22: 科开医药以及非科开医药系统的信邦药业盈利预测.....	- 13 -
图表 23: 信邦制药主要中成药品种, 及其 2013 年收入.....	- 14 -
图表 24: 中成药业务盈利预测.....	- 14 -
图表 25: 全球主要多肽类药品情况.....	- 14 -
图表 26: 中肽生化收入构成 单位: 万元、 %.....	- 15 -
图表 27: 中肽生化盈利预测 单位: 万元、 %.....	- 15 -
图表 28: 2015-2017 主要子公司收入预测汇总.....	- 16 -
图表 29: 2015-2017 信邦制药营业收入、成本、以及三项费用预测.....	- 16 -
图表 30: 2015-2017 信邦制药净利润、总股本及 EPS 预测.....	- 16 -
图表 31: 可比公司 2015-2017 估值情况.....	- 17 -
图表 32: 信邦制药财务报表摘要.....	- 19 -

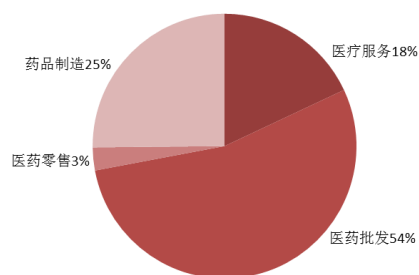
依托优质医疗服务资源，形成医疗服务、医药商业和医药工业三块业务的协同发展

- 信邦制药成立于 1995 年，2010 年 4 月上市，上市至 2014 年 3 月主营业务以中成药生产和销售为主。2014 年 3 月并购科开医药，将业务延伸到医疗服务和商业流通。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，2015 年 12 月 16 日，中肽生化 100% 股权已过户至信邦制药名下。

图表 1：主要子公司所属行业及直接持股比例

公司名称	所属行业	直接持股比例
贵州省肿瘤医院	医疗服务	77.91%
贵医附属白云医院	医疗服务	77.91%
贵医附属乌当医院	医疗服务	35.06%
贵州科开医药有限公司	医药批发	100%
贵州信邦药业有限公司	医药批发	100%
贵州科开大药房	医药零售	100%
信邦制药（母公司）	药品制造	100%
中肽生化	药品制造	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：2014 年主营业务构成 单位 万元


来源：公司公告，中泰证券研究所

2015 年 12 月底完成对中肽生化 100% 收购，股权结构发生变化

- 信邦制药董事长张观福是信邦制药实际控制人，发行股份后持股 25%，为公司第一大股东。
- 信邦制药总经理安怀略直接持股 3%，并通过金域投资间接持股 10%，为公司第二大股东。

图表 3：收购中肽生化后股本结构变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
张观福	42941.43	34.32%	42941.43	25.06%
金域投资	9474.33	7.57%	17517.59	10.22%
安怀略	5055.04	4.04%	5055.04	2.95%
Ucpharm（香港）			9646.09	5.63%
琪康国际			6406.99	3.74%
新晖投资			5546.59	3.24%
嘉兴海东清			3952.1	2.31%
杭州海东清			2748.18	1.60%
丰信投资			2118.08	1.24%
Healthy Angel			1753.75	1.02%
其他	67642.83	54.07%	73653.86	42.99%
合计	125113.63	100.00%	171327.9	100.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

信邦制药握有最为稀缺的优质医疗资源，发展空间巨大

目前在我国，优质医疗资源仍然为稀缺资源，医疗能力是竞争的核心

- 目前在我国，三级医院无论从整体规模上、人均收入上以及门诊病人，住院病人的增速上相较于较低等级的一级、二级医院都占有明显的优势。其本质是由于三级医院占有了最好的医疗资源，即形成了更高层次的“产学研”平台，即使费用更高，就医难度更大，大多数患者还是愿意选择三级医院就诊，即意味医疗能力决定了更好的收入能力，更好的利润率，以及更好的发展前景，是医疗服务行业竞争的核心。

图表 4：2014 年公立三级医院与二级医院收入规模对比

公立三级医院		公立二级医院		二级医院占三级医院比例
总收入(万元)	66,383	总收入(万元)	10,153	15.29%
门诊收入	20,157	门诊收入	3,249	16.12%
住院收入	40,501	住院收入	5,723	14.13%

来源：卫计委，中泰证券研究所

图表 5：2014 年公立三级医院与二级医院人均医药费和医务人员人均年业务收入对比

公立三级医院		公立二级医院		二级医院占三级医院比例
门诊病人次均医药费(元)	270	门诊病人次均医药费(元)	176	65.23%
住院病人人均医药费(元)	12,100	住院病人人均医药费(元)	5,115	42.27%
医师人均年业务收入(万元)	174	医师人均年业务收入(万元)	91	51.92%

来源：卫计委，中泰证券研究所

图表 6：2011-2014 各等级医院门诊人次数及增速 (亿人次)

	2011	2012	2013	2014
三级医院	9	10.9	12.4	14
增速		21.11%	13.76%	12.90%
二级医院	9.9	10.5	10.9	11.5
增速		6.06%	3.81%	5.50%
一级医院	1.5	1.7	1.8	1.9
增速		13.33%	5.88%	5.56%

来源：卫计委，中泰证券研究所

图表 7: 2011-2014 各等级医院住院人次变化 (万人次)

	2011	2012	2013	2014
三级医院	3717	4,726	5450	6291
增速		27.15%	15.32%	15.43%
二级医院	5,567	6,242	6,621	7,006
增速		12.13%	6.07%	5.81%
一级医院	536	649	729	798
增速		21.08%	12.33%	9.47%

来源: 卫计委, 中泰证券研究所

图表 8: 2011-2014 年各等级医院病床使用率(%)

	2011	2012	2013	2014
三级医院	104.2	104.5	102.9	101.8
二级医院	88.7	90.7	89.5	87.9
一级医院	58.9	60.4	60.9	60.1

来源: 卫计委, 中泰证券研究所

在综合医疗方面, 贵州医科大学附属医院拥有贵州省内最优质的医疗资源

- 贵州省内有三家规模较大的三级甲等医院, 分别是贵阳医科大学附属医院、贵州省人民医院、遵义医学院附属医院。从医生团队的角度, 贵医附院具备最强的医生团队和教学、科研平台。遵义医学院附属医院是贵州第二大城市遵义唯一的特大医院, 同时辐射黔北地区、毕节市及铜仁市大部分地区, 从业务量角度, 居省内单体医院之首。随着 2015 年 12 月新外科大楼投入使用, 贵医附院在业务体量上也将迎头赶上。

图表 9: 2014 年贵州省内三家综合实力最强的综合性医疗机构比较

医院名称	等级	医生团队	床位数	服务人次	收入
贵州医科大学附属医院	三级甲等	高级技术职称798人, 博士120人、硕士560人, 博士生导师400余人。	医院编制床位2035张, 实际开放床位2000至2300张。	医院年门急诊量157万余人次, 年平均住院手术3.8万多台次,	16.5亿
贵州省人民医院	三级甲等	高级职称620人, 博士130人, 博士和硕士生导师140人,	贵州省人民医院现有编制床位2300张, 其中院本部编制床位2000张。	门急诊量大约180万余人次	19亿
遵义医学院附属医院	三级甲等	高级技术人才596人, 博士70人, 博士后4人, 硕士生导师178人,	医院开放床位2800张	门急诊量280万余人次	21亿

来源: 中泰证券研究所调研整理

信邦制药下属核心综合类医院同贵医附院的医生团队实现无缝对接

- 信邦制药下属贵州医科大学附属白云医院, 贵州医科大学附属乌当医院同贵州医科大学附属医院拥有非常好的医生交流体系。原贵医附属白云医院院长目前为贵医附院正院长, 现任贵医附属白云医院院长为贵医附院院长助理, 乌当医院院长原为贵医附院乳腺外科主任。白云和乌当两家医院的多位科室主任同时担任贵医附院的科室正主任。同贵医附院医生团队的无缝对接为两家医院的发展提供了强大的支持。

- 在依托贵医附院医疗团队的基础上，白云和乌当两家医院也在努力提高自身高质量医生团队的产出能力。1、两家医院有多名硕士导师，每年能够培养十几名毕业生。2、社会招聘，目前硕士研究生已经非常踊跃，2015 年招收 1 名博士研究生。3、国内名牌医学院校招。以贵州本地生源为主。4、成熟专家引进，2015 年有 4 名贵阳市内副高以上专家加入。贵州省 2015 年底把编制人员的养老保险补齐，扫清了养老障碍，未来专家的加入会更加踊跃。
- 拥有高水平的医生团队，贵医附属白云医院，附属乌当医院完全具备发展成为高规格三甲医院的能力，同时具备向公司下属二级医院输入人才技术的能力。

贵医附属白云医院，贵医附属乌当医院发展情况

- 贵医附属白云医院 2011 年开业，发展目标是一所拥有 2500 张床位的高标准三级甲等医院，将白云医院打造成为信邦药业旗下综合性医院的人才培养和储备基地。二期大楼已经封顶，2016 年投入使用，将增加 600 张床位，三期 1200-1500 张床位。

图表 10：白云医院二期大楼



来源：中泰证券研究所

图表 11：白云医院三期用地



来源：中泰证券研究所

- 贵医附属乌当医院 2013 年 10 月开业，发展目标是一所拥有 1000-1200 张床位的高标准三级甲等医院，打造成为以乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、肝胆疾病中心为特色的综合医院。目前开放床位 500 张。
- 白云医院和乌当医院目前都处于建设发展期，在基建，设备以及医生储

备上都有较大投入，所以净利润率较低。同时两家医院目前都为非盈利性质，上市公司主要通过药品销售实现盈利。

图表 12：2015-2020 贵医附属白云医院收入和床位预测

贵阳医学院附属白云医院	三级医院	非营利性	2011年开业，未来发展为高标准的三级甲等医院				
单位 万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2020E
营业收入	19,914	28,677	34,735	41,682	54,187	70,443	150,000
营业收入增速			21%	20%	30%	30%	
净利润	-975	42	259	500	1,000	1,500	15,000
床位数	600	600	600	600	600+600	600+600	600+600+1200
公司对白云医院销售额			12,133	14,600	18,927	24,606	55,000

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：2015-2020 贵医附属乌当医院收入和床位预测

贵阳医学院附属乌当医院	三级医院	非营利性	2013年10月开业，未来发展为高标准的三级甲等医院				
单位 万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2020E
营业收入		978	12,497	15,621	20,307	26,399	60,000
营业收入增速			27.8%	25.0%	30.0%	30.0%	
净利润		-423	-1,303	-800	0	800	6,000
床位数		500	500	500	500	500	1,200
公司对乌当医院销售额			4,626	5,782	7,517	9,772	20,000

来源：公司公告，中泰证券研究所

信邦医药下属贵州省肿瘤医院在贵州省居于绝对领先地位

- 贵州省肿瘤医院成立于 2007 年，目前从医生团队，规模，硬件条件，以及营业收入等多个角度都是贵州省内领先的肿瘤医院。

图表 14：2014 年贵州省内三家实力最强肿瘤医院比较

医院名称	等级	发展渊源	医生团队	床位数和病种分科	收入
贵州省肿瘤医院	三级甲等	贵州省肿瘤医院由原贵阳医科大学附属医院肿瘤科、贵州省肿瘤医院研究所整建制搬迁组建而成，成立于 2007 年。目前贵医附院已没有肿瘤科，省肿瘤在贵医附院设立门诊，起到导流的作用。	高级技术职称 95 人，院长卢冰是贵州省医学会肿瘤学会主委，贵州省医学会肿瘤学会学组的组长 60% 是贵州省肿瘤科的医生。	医院编制床位 820 张。肿瘤内科：头颈、胸部、腹部、乳腺、妇科、血液、淋巴瘤。肿瘤外科：头颈甲状腺、肝胆、妇科、泌尿系统等。还有心内科、内分泌科形成支持。	5.2 亿
贵州省人民医院肿瘤科	三级甲等		肿瘤科有 12 名主任医师，2 名副主任医师，3 个硕士。科主任李杭是贵州省医学会肿瘤学会的副主委。	编制床位 200 张床位，5 层楼。妇科 2 层，头颈 1 层，胸部 1 层，腹部 1 层。	约 1.1 亿
遵义医学院附属肿瘤医院	三级甲等	成立于 2006 年，其前身是遵医附院肿瘤科。	科室现有主任医师 7 人，副主任医师 8 人。	约 200 张床位，下设三个临床专科。胸部肿瘤科住院病床 60 张，头颈肿瘤科住院病床 57 张，腹部肿瘤科科室设置床位 72 张。	约 1.1 亿

来源：中泰证券研究所调研整理

- 相对于标准化的化疗方案，放射治疗具备较高的设备壁垒和病人个体化诊疗难度。贵州省肿瘤医院引入美国瓦里安 Edge 四维影像引导高能医用电子直线加速器系统，成为全国首家引入该系统的医院。2015 年 11 月，在综合院区安装，预计 2016 年 3 月 1 日投入使用。
- 贵州省肿瘤医院 2013 年兼并中国水利水电第九工程局有限公司中心医院，设立综合院区，目前肿瘤病区 520 张床位，综合病区 300 张床位。省肿瘤医院三期 580 张床位 2017 年初投入使用，未来综合院区的将重建，规划为 1500 张床位。

图表 15: 2015-2020 贵州省肿瘤医院收入和床位预测

贵州省肿瘤医院	三级甲等		营利性				
单位 万元	2012	2013 (1-9月)	2014	2015E	2016E	2017E	2020E
营业收入	38,701	34,531	51,925	65,000	81,250	101,563	160,000
营业收入增速				25%	25%	25%	
净利润	752	1,470	3,214	3,900	4,875	6,094	32,000
利润率	1.94%	4.26%	6.19%	6%	6%	6%	20%
床位数				520+300	520+300	520+580+300	520+580+1500

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 省肿瘤医院由于目前新大楼建设、新设备采购以及医生团队储备上的影响，净利润率较低。我们通过比较全国眼科医院与爱尔眼科成熟医院发现，比较成熟的非公有医院能够实现全国平均水平 2 倍左右的盈利能力。省肿瘤为非公有医疗服务机构，加之所处的肿瘤科这个细分领域是目前床位最为紧张，住院天数最长的专科，同时肿瘤病患呈现持续增加的趋势，贵州省肿瘤医院从投入期步入成熟期后，依靠在省内的绝对领先地位，能够取得 20% 以上的净利润率。

图表 16: 全国眼科医院平均结余（净利润）和结余率（净利润率）水平

眼科医院（万元）	2012	2013	2014
总收入	742,716	920,153	1,117,808
财政补助收入	21,481	21,419	33,772
医疗收入	678,930	841,979	1,023,718
总费用	619,950	783,658	961,024
医疗业务成本	434,315	554,634	676,952
财政项目补助支出	12,386	13,259	19,849
结余（总收入-总费用）	122,766	136,495	156,784
结余率	16.53%	14.83%	14.03%

来源：卫计委，中泰证券研究所

图表 17: 2014 年爱尔眼科成熟医院净利润率水平, 为平均水平 200%左右

长沙爱尔眼科医院	2014
营业收入	17,704.68
净利润	5,596.04
净利润率	31.61%
衡阳爱尔眼科医院有限公司	2014
营业收入	7,638.16
净利润	1,952.65
净利润率	25.56%
株洲三三一爱尔眼科医院有限公司	2014
营业收入	5,830.00
净利润	1,467.23
净利润率	25.17%

来源: 爱尔眼科公告, 中泰证券研究所

图表 18: 肿瘤医院拥有最高的床位使用率和病人住院天数

机构分类	2012		2013		2014	
	病床使用率(%)	平均住院日	病床使用率(%)	平均住院日	病床使用率(%)	平均住院日
医院	90.1	10	89	9.8	88	9.6
综合医院	91	9.4	89.8	9.2	88.8	9
中医医院	88.6	10.2	88.6	10.1	87.3	10
口腔医院	48.9	10.3	43.3	9.4	41.1	9.3
眼科医院	62.2	5.5	61.6	5.2	60.6	4.8
肿瘤医院	106.8	13.7	107.5	13	106.7	12.1
妇产(科)医院	66.6	6.1	63.9	6.1	62.9	5.9

来源: 卫计委, 中泰证券研究所

在不断强化核心医院医疗能力的同时, 信邦制药正在构建分级诊疗网络

- 国家目前正在大力推行分级诊疗, 从产业角度, 这样有利于医疗资源的合理分配, 各级医院各司其职。从资本的角度, 只有在优质医疗资源还比较缺乏的地市级和县级扩张, 才能维持业绩长期的较快增长。

图表 19: 信邦制药已运营、已建设和规划中的分级医疗支点

已运营, 已建设5家医院			
安顺医院 100%	二级	营利性	运营300张
黔东南众康医院 100%	二级	营利性	目标床位260张
仁怀新朝阳医院 55%	一级	营利性	目标500张
六枝博大医院 70%	二级	营利性	目标450张
道真县中医院 50年经营权	二级甲等	非营利性	运营267张
规划中 2 家医院			
贵医附院精神病医院		非营利性	
务川昇辉医院 100%	二级甲等	非营利性	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 其中贵医安顺医院于 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。目前已经逐渐成熟，收入规模和盈利能力能够实现平稳增长，未来这样的下级成熟支点逐渐增多，能够同白云医院，省肿瘤以及乌当医院形成良好的协同效应。

图表 20：安顺医院的发展情况及盈利预测

安顺医院 100%	二级	营利性	2005年成立			
单位 万元	2012	2013 (1-9月)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,885	3,432	5,030	5,533	6,086	6,695
营业收入增速				10%	10%	10%
净利润	-17	80	495	500	548	603
利润率	-0.89%	2.32%	9.84%	9.03%	9.00%	9.00%
床位数				300		

来源：公司公告，中泰证券研究所

依托自有优质医疗服务资源，医药商业业务在快速扩张的同时维持较高净利率

随着药品招标价格下降，大型医药商业企业兼并扩张加速

- 随着药品招标价格的普遍下降，医药流通环节的简化和规范，中小医药商业企业的空间不断被压缩，以科开医药为代表的大型医药商业公司的营业收入快速增长。
- 2014 年收购的卓大医药主要为省人民医院以及遵义附院新院区提供药品和器械，同期收购的盛远医药主要在贵州省各地州做调拨业务，两者的净利率水平较低。但是依托信邦自有的省肿瘤、白云、乌当等，以及存在关联关系的贵州医科大学附院，贵州医科大学二附院等贵医系医院，能够掌握一定的议价权。未来信邦制药在贵州省内建立完整的分级网络之后，代理品种必将加大，纯销业务的比重也会加大，在医药商业收入快速扩张的同时，能够将净利率维持在 3% 以上，高于行业平均的 1% 左右。

图表 21: 科开医药旗下主要医药企业收入及净利润水平

贵州科开医药有限公司 100%	2012	2013 (1-9月)	2014 (4-12月)
营业收入	134,375	124,064	177,127
收入增速			
净利润单位 (万元)	5,592	5,397	10,624
净利率	4.16%	4.35%	6.00%
科开医药数据为合并口径			
贵州科开医疗器械有限公司 100%	2012	2013 (1-9月)	2014 (4-12)
营业收入单位 (万元)	17,161	17,911	32,445
净利润单位 (万元)	874	867	1,442
净利率	5.09%	4.84%	4.44%
贵州盛远医药有限公司 100%	2012	2013	2014 (10-12月)
营业收入	25,400	29,749	10,423
净利润	-202	-112	197
净利率	-0.80%	-0.38%	1.89%
贵州卓大医药有限责任公司 70%	2012	2013	2014 (5-12月)
营业收入			16,565
净利润			275
净利率			1.66%
贵州科开大药房 100%	2012	2013 (1-9月)	2014 (4-12)
营业收入	6,711	5,892	8,828
净利润	585	426	509
净利率	8.71%	7.24%	5.77%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

贵州信邦药业有限公司为专营医药商业的子公司, 2014 年整合了贵阳市的一些医药商业渠道, 收入快速增加, 同时由于纯销比例加大, 净利率水平提高。

图表 22: 科开医药以及非科开医药系统的信邦药业盈利预测

贵州科开医药有限公司 100%	2012	2013 (1-9月)	2014 (4-12月)	2015E	2016E	2017E
营业收入	134,375	124,064	177,127	290,000	377,000	490,100
收入增速					30%	30%
净利润单位 (万元)	5,592	5,397	10,624	12,528	14,326	17,889
净利率	4.16%	4.35%	6.00%	4.32%	3.80%	3.65%
科开医药数据为合并口径						
贵州信邦药业有限公司 100%	2012	2013 (1-9月)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	591	599	18,218	60,000	78,000	93,600
净利润	-12	12	268	1,920	2,418	2,902
净利率	-2.08%	2.00%	1.47%	3.20%	3.10%	3.10%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

现有中成药业务平稳发展

- 各级政府目前纷纷出台辅助用药目录，对于公司的中成药业务形成了一定的压力。但公司的品种有相当一部分进入基药目录同时单品种总额较小，预计受冲击较小。我们预计 2015 年收入小幅增加，利润维持 2014 年 5000 万左右规模。

图表 23：信邦制药主要中成药品种，及其 2013 年收入

主要品种	产品属性	2013
益心舒胶囊	国家基药,全国独家产品	2亿元
脉血康胶囊	国家基药	1.6亿
银杏叶片	国家基药,国家优质优价品种	1.3亿
六味安消胶囊	国家基药	
贞芪扶正胶囊	国家基药,国家优质优价品种	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 24：中成药业务盈利预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	44,166	55,829	61,917	66,251	69,564	73,042
营业收入增速		26%	11%	7%	5%	5%
净利润（万元）			5,000	5,000	5,000	5,000

来源：公司公告，中泰证券研究所

中肽生化立足多肽类药物和体外诊断业务，成长空间大

- 多肽类药物是一类由若干个氨基酸通过肽键连接而成的化合物，广泛存在于生物体内，在各种细胞中发挥重要的生物活性作用。罕见病、肿瘤和糖尿病是拉动多肽市场的三个主要领域。

图表 25：全球主要多肽类药物情况

商品名	研发厂家	适应症	2014年收入（亿美元）
格拉替雷	梯瓦	多发性硬化症	42.4
利拉鲁肽	诺和诺德	2型糖尿病	23.9
奥曲肽	诺华	肢端肥大症	16.5
亮丙瑞林	雅培	前列腺癌等	15.9
特立帕肽	礼来	骨质疏松症	15.6
戈舍瑞林	阿斯利康	前列腺癌等	9.3
艾塞那肽	阿斯利康	2型糖尿病	7.7
比伐卢定	Medicines	抗凝血	6.4
依替巴肽	默沙东	抗血小板	

来源：中泰证券研究所收集整理

- 中肽生化多肽业务的具体开展形式为替国内外医药企业、科研机构的多肽创新药和多肽仿制药提供定制研发及生产服务，具有良好的客户粘性。
- 中肽生化的体外诊断业务主要是美国 FDA 和欧盟 CE 认证的毒品和早孕检测试剂，中肽生化的体外诊断试剂产品除国内的少量订单外，绝大多数是在美国地区通过经销商渠道进行销售。未来可以嫁接信邦的渠道，能够在国内实现快速的扩张。

图表 26：中肽生化收入构成 单位：万元、%

项目	2013 年度		2014 年度		2015 年 1-6 月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
客户定制多肽	4,985.04	35.02	4,087.35	24.68	2,128.16	21.7
药物多肽	2,537.83	17.83	1,742.75	10.52	1,392.02	14.2
体外诊断试剂	6,700.98	47.07	10,730.24	64.79	6,249.65	63.74
咨询服务	12.00	0.08			35.85	0.37
总收入	14,235.85	100%	16,560.34	100%	9,805.68	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 27：中肽生化盈利预测 单位：万元、%

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2020E
收入	14,236	16,560	21,000	26,880	34,675	61,429
增速		16.33%	26.81%	28%	29%	3年21%CAGR
净利润	4,253	5,507	8,182	10,700	14,001	25,000
增速		29.46%	48.59%	30.77%	30.84%	3年21%CAGR

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测

- 信邦制药的业务大致可以划归几个口径不重叠的板块：科开医药包含医疗服务和大部分的医药商业；贵州信邦药业有限公司有一部分医药商业业务，信邦母公司的中成药业务以及中肽生化的多肽和体外检测业务。根据各个子版块大致推算出公司 2015-2017 年的收入规模。
- 我们预计公司 2015-2017 年收入 41.6、57.0、71.25 亿元，同比增长 68.0%、37.02%、24.99%；归属上市公司股东净利润 1.95、3.30、4.13 亿元，同比增长 34.7%、69.25%、25.01%，2015-2017 年对应 EPS 为 0.16、0.19、0.24 元。我们认为信邦制药目前的医疗服务正处于投入期，在新医院建设、新设备采购以及医生团队的储备上都有较大的投入，我们认为 2018 年开始，医疗服务的利润率会有较大的提升。我们认为到 2020 年，信邦在医疗服务上能够实现 40 个亿的收入。

图表 28: 2015-2017 主要子公司收入预测汇总

贵州科开医药有限公司	2012	2013 (1-9月)	2014 (4-12月)	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,343.75	1,240.64	1,771.27	2,900.00	3,770.00	4,901.00
贵州信邦药业有限公司	2012	2013 (1-9月)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5.91	5.99	182.18	600.00	780.00	936.00
信邦母公司中成药业务	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	441.66	558.29	619.17	662.51	695.64	730.42
中肽生化有限公司		2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)		142.36	165.60	210.00	268.80	346.75

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 29: 2015-2017 信邦制药营业收入、成本、以及三项费用预测

单位(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	447.57	569.49	2476.18	4312.00	5628.00	7168.00
营业成本	166.98	213.94	1837.85	3505.66	4643.10	5943.71
毛利率	62.68%	62.56%	25.81%	18.70%	17.50%	17.08%
销售费用	194.27	248.51	272.04	290.00	310.00	330.00
销售费用占收入比	43.41%	43.64%	10.99%	6.73%	5.51%	4.60%
管理费用	33.36	52.61	113.46	140.00	168.00	201.60
管理费用占收入比	7.45%	9.24%	4.58%	3.25%	2.99%	2.81%
财务费用	0.77	11.44	64.96	100.00	50.00	100.00
财务费用占收入比	0.17%	2.01%	2.62%	2.32%	0.89%	1.40%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 营业收入中医药商业占比逐渐加大, 所以销售费用占比逐年下降。2016 年将完成 19.2 亿的配套增发, 短期财务压力减轻, 但医药商业扩张、核心医院的扩建以及分级医疗网络的建设需要较大资金, 2017 年开始财务费用会回升到原来的水平。

图表 30: 2015-2017 信邦制药净利润、总股本及 EPS 预测

单位(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	47.56	39.68	153.86	208.89	346.09	432.59
减: 少数股东损益	-0.27	-0.56	9.09	13.89	16.07	20.06
归属于母公司所有者的净利润	47.83	40.24	144.77	195.00	330.00	412.50
总股本(百万股)	173.60	173.60	500.45	1,251.14	1,713.34	1,713.34
股本变化				750.69	462.20	0.00
每股收益	0.28	0.23	0.32	0.16	0.19	0.24

来源: 公司公告、中泰证券研究所

行业相对估值中枢在 60X 2016PE

- 目前公司所处的医疗服务行业的领先企业, 爱尔眼科、通策医疗、迪安诊断估值水平基本处 60X2016PE 左右。考虑到信邦制药在贵州省内拥有领先的医疗资源, 已经形成具备“产学研”综合能力的强大平台, 同时拥有完善的医药商业网络, 具备优于行业的自我壁垒强化能力, 能够在未来长期保持中高速的成长, 综合考虑, 我们给予 65X2016PE。

图表 31：可比公司 2015-2017 估值情况

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE		
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
600763.SH	通策医疗	34.21	156.00	0.46	0.61	0.82	74.37	56.08	41.72
300015.SZ	爱尔眼科	28.99	314.00	0.43	0.58	0.71	67.42	49.98	40.83
300244.sz	迪安诊断	56.73	189.00	0.65	0.93	1.24	87.28	61.00	45.75

来源：wind，中泰证券研究所 取 20160113 收盘价

投资建议（评级）：目标价 12.35 元，“增持”评级

- 基于 65X2016PE，给予公司目标价 12.35 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 医疗服务行业有一个非常稀缺的特点就是壁垒自我强化性，医院的“产学研”综合能力越强，能够吸引和培养更多优质的医生团队，强大的医疗能力能够吸引更多的患者和开展难度较大的新技术，为“产学研”的发展提供物质基础，随着时间的积累，形成强者恒强的竞争格局。
- 信邦制药在未来还可能多个利好因素：1、目前贵医附属白云、贵医附属乌当医院为非营利性，在盈利预测时只考虑了在供应链管理上的价值，没有考虑未来管理费收入，甚至不排除未来改变为营利性医院，实现利润的并表。2、盈利预测中对于未来在地市以及县级医院的进一步扩张没有预期，但这已经是公司明确的经营策略。3、医药商业企业目前的医院拖欠账款问题严重，因此产生了大量的财务费用，随着行业的规范以及国家监督力度的加强，未来必定会有所改善。

风险提示

现有核心医疗结构发展不达预期

- 贵州省肿瘤医院、贵医附属白云医院，贵医附属乌当医院等核心医院提供现有医疗服务业务绝大部分的收入和利润，也是未来分级诊疗网络中基层医院的技术和管理支撑，如果发展不及预期将对公司医疗服务业务的增长产生较大影响。

分级诊疗网络建设不达预期

- 目前大部分县级和部分地市级区划还缺乏优质医疗资源，而且建立分级诊疗网络也符合国家政策，这是一块空间较大的新市场。如果信邦在基层医院的新建和并购不达预期，将对于分级诊疗网络的建设产生较大影响。

医药商业扩张不达预期

- 目前医药商业行业，政策趋于严格和规范，对于信邦制药下属的大型医药商业企业较为有利。如果政策推进速度慢于预期，使得行业的并购整合慢于预期，将使得医药商业业务的扩张不达预期。

图表 32：信邦制药财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	448	569	2,476	4,312	5,628	7,168
增长率	23.68%	27.2%	334.8%	74.1%	30.5%	27.4%
营业成本	-167	-214	-1,838	-3,506	-4,643	-5,944
% 销售收入	37.3%	37.6%	74.2%	81.3%	82.5%	82.9%
毛利	281	356	638	806	985	1,224
% 销售收入	62.7%	62.4%	25.8%	18.7%	17.5%	17.1%
营业税金及附加	-5	-7	-12	-16	-12	-35
% 销售收入	1.1%	1.2%	0.5%	0.4%	0.2%	0.5%
营业费用	-194	-249	-272	-290	-310	-330
% 销售收入	43.4%	43.6%	11.0%	6.7%	5.5%	4.6%
管理费用	-33	-53	-113	-140	-168	-202
% 销售收入	7.5%	9.2%	4.6%	3.2%	3.0%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	48	48	241	361	495	658
% 销售收入	10.8%	8.4%	9.7%	8.4%	8.8%	9.2%
财务费用	-1	-11	-65	-100	-50	-100
% 销售收入	0.2%	2.0%	2.6%	2.3%	0.9%	1.4%
资产减值损失	-2	-1	-6	-2	-4	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	6	0	0	0
% 税前利润	1.6%	4.6%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	46	37	175	259	441	551
营业利润率	10.2%	6.6%	7.1%	6.0%	7.8%	7.7%
营业外收支	11	10	24	12	1	1
税前利润	57	48	199	271	442	552
利润率	12.8%	8.4%	8.0%	6.3%	7.9%	7.7%
所得税	-10	-8	-45	-62	-96	-119
所得税率	17.1%	17.0%	22.7%	22.9%	21.7%	21.6%
净利润	48	40	154	209	346	433
少数股东损益	0	-1	9	14	16	20
归属于母公司的净利润	48	40	145	195	330	413
净利率	10.7%	7.1%	5.8%	4.5%	5.9%	5.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	360	254	659	255	-1,532	1,417
应收款项	304	310	1,595	1,763	2,192	2,754
存货	176	327	545	2,343	2,827	3,368
其他流动资产	106	164	526	275	332	397
流动资产	946	1,054	3,324	4,636	3,819	7,937
% 总资产	70.9%	70.9%	63.6%	78.7%	75.1%	86.1%
长期投资	10	26	10	10	10	10
固定资产	314	335	866	819	771	724
% 总资产	23.5%	22.5%	16.6%	13.9%	15.2%	7.9%
无形资产	62	69	797	198	258	321
非流动资产	389	432	1,899	1,252	1,265	1,281
% 总资产	29.1%	29.1%	36.4%	21.3%	24.9%	13.9%
资产总计	1,335	1,487	5,223	5,888	5,084	9,217
短期借款	235	322	1,807	1,807	77	3,540
应付款项	49	99	876	535	711	927
其他流动负债	7	6	25	146	89	110
流动负债	291	427	2,709	2,489	877	4,577
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	24	14	14	14	14
负债	312	451	2,723	2,503	891	4,591
普通股股东权益	1,018	1,035	2,439	3,311	4,102	4,515
少数股东权益	5	1	61	75	91	111
负债股东权益合计	1,335	1,487	5,223	5,888	5,084	9,217

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.276	0.232	0.289	0.156	0.193	0.241
每股净资产(元)	5.862	5.961	4.789	2.612	2.369	2.610
每股经营现金净流(元)	-0.210	-0.123	-0.397	-1.312	-0.178	-0.186
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.70%	3.89%	6.04%	5.97%	8.13%	9.22%
总资产收益率	3.58%	2.71%	2.79%	3.34%	6.55%	4.50%
投入资本收益率	4.50%	3.68%	5.18%	5.69%	6.74%	7.70%
增长率						
营业总收入增长率	23.68%	27.24%	334.81%	74.14%	30.52%	27.36%
EBIT增长率	12.79%	-0.75%	404.00%	49.80%	37.19%	32.90%
净利润增长率	3.80%	-15.87%	259.79%	34.70%	69.24%	25.00%
总资产增长率	7.32%	11.39%	248.48%	12.72%	-13.64%	81.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	111.0	108.4	91.8	100.5	98.9	98.3
存货周转天数	347.5	428.4	86.5	244.0	222.2	206.8
应付账款周转天数	90.9	87.4	65.1	32.0	31.5	33.0
固定资产周转天数	75.7	123.4	74.2	59.1	42.2	30.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.22%	6.51%	46.72%	46.46%	38.75%	46.31%
EBIT利息保障倍数	62.1	4.2	3.7	3.6	9.9	6.6
资产负债率	23.38%	30.32%	52.55%	42.82%	17.67%	50.04%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	48	40	154	209	346	433
少数股东损益	0	0	0	14	16	20
非现金支出	10	21	62	72	76	80
非经营收益	11	16	67	88	49	99
营运资金变动	-105	-98	-482	-2,011	-776	-931
经营活动现金净流	-36	-21	-199	-1,628	-289	-299
资本开支	53	45	267	-587	87	95
投资	-76	-94	-42	0	0	0
其他	1	2	-64	0	0	0
投资活动现金净流	-128	-137	-373	587	-87	-95
股权募资	0	2	310	751	462	0
债权募资	33	87	722	0	-1,730	3,463
其他	-21	-36	-105	-100	-125	-100
筹资活动现金净流	11	53	927	651	-1,393	3,363
现金净流量	-153	-106	355	-391	-1,770	2,969

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。