

## 昆药集团 (600422)

# 布局康复医疗迈出坚实一步，完善心脑血管产业生态

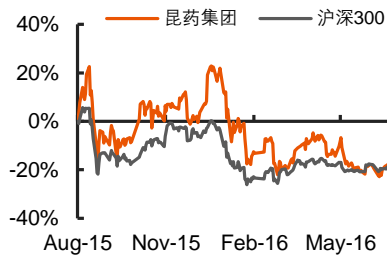
### 强烈推荐（维持）

现价：14.18 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华方医药科技/29.79%
实际控制人/持股	汪力成/%
总股本(百万股)	789
流通 A 股(百万股)	681
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	111.84
流通 A 股市值(亿元)	96.60
每股净资产(元)	8.62
资产负债率(%)	33.40

#### 行情走势图



#### 证券分析师

<b>魏巍</b>	投资咨询资格编号 S1060514110001 021-20632019 WEIWEI093@PINGAN.COM.CN
<b>叶寅</b>	投资咨询资格编号 S1060514100001 021-22662299 YEYIN757@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

<b>倪亦道</b>	一般从业资格编号 S1060116040040 021-38640502 NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN
------------	--

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项：

公司8月4日公告，全资公司昆药商业与韩洪韬、江苏弘景、南京弘景签署《合作框架协议》，以南京弘景为平台，在开展药品商业的基础上，合作设立康复医院拓展医疗服务业务。昆药商业拟出资2,550万元，持有南京弘景51%的股权。承诺2017-19年营收为8亿、10亿、12亿，其中医疗服务收入占比不低于30%，净利润为2640万元、3168万元、3801万元，复合增速20%。

#### 平安观点：

- **布局康复医疗迈出坚实一步，与代理商、合作方医院绑定模式复制性强。**
  - 1、与三甲医院深度合作保证医患来源，高壁垒铸就高成长性。公司借助合作方医院终端优势，在南京设立术后护理、康复医疗机构，以医疗联合体或技术指导的方式与当地大型三甲医院合作，规划将其建成二级康复医院，我们预计床位至少在 100 张以上；
  - 2、给予代理商充分激励，与合作医院共享资源，将加快复制整合。在新一轮药品流通整顿背景下，代理商有充足的动力将医院资源变现，同时公立医院改革的深入以及康复医疗政策鼓励的加大，三甲医院也有积极性与民营资本共同解决术后护理、康复服务供给不足的问题，我们认为，药企、代理商、医院这种三方绑定的模式具有极强的复制性，未来有望发展成连锁康复医疗。
- **强化大病、慢病精准治疗战略，完善心脑血管产业生态。**
  - 1、实施国际化大品种战略，不断丰富心脑血管产品梯队；三七（血塞通软胶囊有望 FDA 认证）、天麻等创新植物药将成为重点品种；
  - 2、心脑血管产业链向医疗服务下游延伸，我们认为布局康复医疗，有利于加强心脑血管产品销售终端覆盖，有效提升慢病领域药品供应的综合实力；
  - 3、线上线下医疗布局同时推进：1）已快速切入至互联网医疗：参股专注于“医+患”的橙医生和专注于“医+医”的“医学 V 直播”，将牢固医生社群，丰富慢病管理生态圈；2）术后护理、康复等特色医疗已在南京落地，未来有望加快推进步伐。
- **投资建议：专注打造慢病管理体系，着力布局特色医疗领域，维持“强烈**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4120.5	4915.7	5841.4	6886.4	8157.7
YoY(%)	15.0	19.3	18.8	17.9	18.5
净利润(百万元)	292.2	420.9	552.5	693.1	856.3
YoY(%)	26.2	44.0	31.3	25.4	23.5
毛利率(%)	29.9	34.5	33.8	33.9	34.1
净利率(%)	7.1	8.6	9.5	10.1	10.5
ROE(%)	15.0	12.9	14.7	15.6	16.1
EPS(摊薄/元)	0.37	0.71	0.70	0.88	1.09
P/E(倍)	38.3	19.9	20.2	16.1	13.1
P/B(倍)	5.8	3.4	2.9	2.5	2.1

**推荐”评级。**企业家二代走到前台将确保公司慢病管理以及特色医疗战略落地，新任总裁将深化核心管理团队的国际化构建，同时海内外并购有望加快步伐。我们预计公司未来三年将保持 25%以上的增长，2016-18 年 EPS 分别为 0.70、0.88、1.09 元，对应 16 年 PE 仅为 20 倍，具有较强的安全边际，同时兼具进攻性。

- **风险提示：**药品市场推广低于预期和降价风险，新药研发进度低于预期，外延扩张进度低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	3000	3495	4245	5081
现金	747	1656	2042	2553
应收账款	635	728	879	1024
其他应收款	137	174	193	242
预付账款	108	107	146	153
存货	616	695	849	973
其他流动资产	1373	831	985	1109
<b>非流动资产</b>	1948	1655	1783	1892
长期投资	37	67	97	127
固定资产	621	705	777	836
无形资产	335	372	407	441
其他非流动资产	954	511	501	489
<b>资产总计</b>	4948	5150	6028	6974
<b>流动负债</b>	1163	997	1215	1383
短期借款	183	0	0	0
应付账款	314	373	436	520
其他流动负债	667	623	779	864
<b>非流动负债</b>	449	270	220	120
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	449	270	220	120
<b>负债合计</b>	1612	1267	1435	1503
少数股东权益	24	41	63	89
股本	394	789	789	789
资本公积	1809	1394	1389	1384
留存收益	1106	1659	2352	3208
<b>归属母公司股东权益</b>	3312	3842	4530	5381
<b>负债和股东权益</b>	4948	5150	6028	6974

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	477	1034	655	825
净利润	431	553	693	856
折旧摊销	81	90	112	136
财务费用	20	3	-16	-21
投资损失	-14	-15	-15	-15
营运资金变动	-529	386	-141	-158
其他经营现金流	487	17	21	26
<b>投资活动现金流</b>	-1821	180	-230	-230
资本支出	-71	-250	-250	-250
长期投资	-39	0	0	0
其他投资现金流	-1712	430	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	1398	-306	-39	-84
短期借款	78	-183	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	53	394	0	0
资本公积增加	962	-417	-5	-5
其他筹资现金流	305	-101	-34	-79
<b>现金净增加额</b>	54	908	386	511

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	4916	5841	6886	8158
营业成本	3220	3867	4555	5378
营业税金及附加	36	39	47	57
营业费用	882	957	1121	1325
管理费用	294	316	351	394
财务费用	18	3	-16	-21
资产减值损失	14	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	15	15	15
<b>营业利润</b>	465	664	833	1030
营业外收入	46	15	15	15
营业外支出	6	2	2	2
<b>利润总额</b>	506	677	846	1043
所得税	75	107	131	160
<b>净利润</b>	431	570	715	883
少数股东损益	10	17	21	26
<b>归属母公司净利润</b>	421	553	693	856
EBITDA	560	757	929	1145
EPS (元)	0.71	0.70	0.88	1.09

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	19.3	18.8	17.9	18.5
营业利润(%)	37.1	42.7	25.4	23.7
归属于母公司净利润(%)	44.0	31.3	25.4	23.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	34.5	33.8	33.9	34.1
净利率(%)	8.6	9.5	10.1	10.5
ROE(%)	12.9	14.7	15.6	16.1
ROIC(%)	31.5	24.1	32.3	35.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	32.6	24.6	23.8	21.6
净负债比率(%)	8.5	9.9	-12.8	-13.8
流动比率	2.6	3.5	3.5	3.7
速动比率	2.0	2.8	2.8	3.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	8.8	8.6	8.6	8.6
应付账款周转率	16.7	17.0	17.0	17.1
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.70	0.88	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.31	0.83	1.05
每股净资产(最新摊薄)	4.2	4.9	5.7	6.8
<b>估值比率</b>				
P/E	19.9	20.2	16.1	13.1
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	26.3	12.5	9.8	7.4

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033