

业绩高速增长，持续看好医疗服务龙头

——信邦制药（002390）2016年中报点评

2016年08月19日

推荐/维持

信邦制药

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
孙谊	联系人	
	sunyi@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司于8月18日晚发布中报，上半年实现营业收入24.69亿元，同比增长38.36%；归属于上市公司股东净利润1.30亿元，同比增长59.64%；扣非后归属于上市公司股东净利润1.16亿元，同比增长44.12%，EPS为0.08元。

公司2016年Q2实现营业收入13.08亿元，同比增长40.45%；归属于上市公司股东的净利润8636.50万元，同比增长78.56%；扣费后归属于上市公司股东净利润6931.38万元，同比增长43.10%，EPS为0.05元。

观点：

1. 公司上半年业绩高速增长，主要受中肽生化并表影响

营业利润，利润总额与净利润分别为1.37亿，1.54亿和1.20亿，较同期增长36.39%、41.49%和42.68%。净利润主要受中肽生化并表影响（贡献4226.48万）。公司公告预计1-9月归母净利润为1.70亿至2.10亿，变动幅度30%-60%，业绩增速有望继续维持。

■ 三大业务拆分来看：

- ◆ **医药流通**营业收入14.85亿(+24.97%)，毛利率为10.79%，净利润约5800万，净利率同比提高0.28个百分点。其中，科开营业收入7.10亿，同比增加16.94%，净利润2349.92万。
- ◆ **医疗服务**收入3.78亿(+90.24%)，剔除白云医院、道真医院并表因素后，收入增长约20%，毛利率为14.25%(同比减少8.05个百分点)，毛利率增速下降主要由于肿瘤医院二期开业，人员成本的增加。预计医院步入正轨后盈利能力有所改善，为公司带来稳定业绩。
- ◆ **医药制造**业收入3.98亿(+37.45%)，毛利率为63.89%(同比增加2.89个百分点)，除去中肽生化并表因素，公司原医药制造营业收入3.19亿，增速10.23%，同比增加4.86个百分点。

■ 财务指标方面：

2016 上半年公司销售费率、管理费用率以及财务费用率分别为 6.39%、5.77% 和 1.99%。同比下降 1.38、下降 1.41、下降 0.70 个百分点。其中, 管理费用为 1.38 亿元, 同比增长 85.18%, 主要由于白云医院与中肽生化纳入合并范围, 肿瘤医院二院开业人员成本的增加。

2. 管理层更替, 安怀略掌舵利于公司医疗服务方向长远发展

公司 2016 年 8 月 6 日发布公告, 公司原董事长张观福先生辞去公司董事、董事长等职务, 将不再担任公司任何职务, 原公司总经理安怀略先生任公司第六届董事会董事长。7 月, 张观福先生减持股票, 目前持股比例 21.05%, 第二大股东安怀略先生通过本人及金域投资合计持股比例 13.24%。安怀略先生曾就职于贵州医科大学附属医院, 为贵州科开医药有限公司董事长、总经理。安先生拥有专业的医疗服务行业背景与丰富的管理经验, 掌舵利于未来公司的良性发展。

3. 线下线上同时布局, 打造全省医疗服务龙头

公司正在搭建基于核心医院的分级诊疗网络。贵州省肿瘤医院为贵州省内唯一的三甲肿瘤专科医院, 2015 年营业收入 5.96 亿, 净利润 3218.33 万。2016 年上半年营业收入为 3.33 亿 (+19.56%), 净利润为 1534.82 万。白云医院与乌当医院两家三级医院紧密依托贵医附院的医生资源, 发挥龙头作用。同时, 另有 6 家二级医院 (其中 1 家正在筹建), 1 家精神专科医院正在筹建。目前约 4000 张床位, 肿瘤医院、白云医院等仍有扩建计划。一方面, 信邦旗下医院已经在贵州省内建立良好的品牌口碑, 同时拥有自己的专家队伍; 另一方面, 目前贵州省内尤其是地、县级地区对于优质医疗资源相对匮乏, 预计未来信邦制药在医疗服务领域前景广阔。

线上互联网医疗布局方面, 继 2015 年在贵阳地区建立“贵医云”平台后, 8 月 16 日公司宣布, 将携手贵州辰春药业连锁有限公司, 在毕节地区开设乡村药店 (药柜), 信邦制药提供“贵医云”远程医学、药学平台软件服务。同时, 公司还将在遵义地区有打造“遵医云医院”, 建立网络门诊室, 同时实现线上挂号、交费、取报告等功能应用。目前, 公司互联网医疗布局已下三城。线上线下配合, 打造全省医疗服务龙头。

结论:

公司为贵州地区医疗服务龙头企业, 线下医院分级诊疗式覆盖全省, 线上互联网医疗平台大力发展, 管理层更替, 安怀略先生掌舵利于公司在医疗服务方向上的长远发展。我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 3.27 亿元、4.25 亿元、5.58 亿元, EPS 分别为 0.19 元、0.25 元、0.32 元, 对应 PE 分别为 57X、44X、33X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	3324	3827	4964	5920	7313	营业收入	2476	4180	5599	7387	9809		
货币资金	659	603	1120	1330	1569	营业成本	1838	3319	4479	5910	7847		
应收账款	1058	1471	1534	1619	1881	营业税金及附加	12	22	28	37	49		
其他应收款	405	432	579	764	1014	营业费用	272	308	434	573	761		
预付款项	426	500	601	733	909	管理费用	113	226	274	362	481		
存货	545	615	822	1085	1440	财务费用	65	110	0	0	0		
其他流动资产	100	61	62	64	66	资产减值损失	6.38	14.13	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	1899	2677	4735	4672	4579	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.52	2.79	0.00	0.00	0.00		
固定资产	722	1364	1753	1813	1808	营业利润	175	184	383	505	671		
无形资产	144	166	258	232	209	营业外收入	25.34	49.68	29.95	29.95	29.95		
其他非流动资产	216	36	36	36	36	营业外支出	1.36	5.90	3.92	3.92	3.92		
资产总计	5223	6505	9699	10592	11892	利润总额	199	228	409	531	697		
流动负债合计	2709	3772	6317	6954	7917	所得税	45	60	82	106	139		
短期借款	1730	2341	4379	4488	4738	净利润	154	168	327	425	558		
应付账款	591	982	1363	1799	2389	少数股东损益	9	-6	0	2	4		
预收款项	48	44	44	44	44	归属母公司净利润	145	174	327	423	554		
一年内到期的非流	77	0	0	0	0	EBITDA	290	421	565	714	888		
非流动负债合计	57	64	63	63	63	BPS (元)	0.32	0.14	0.19	0.25	0.32		
长期借款	0	17	17	17	17	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	2765	3836	6380	7017	7981	成长能力							
少数股东权益	61	127	127	129	133	营业收入增长	334.81	68.80%	33.95%	31.95%	32.78%		
实收资本(或股本)	500	1251	1705	1705	1705	营业利润增长	366.96	5.35%	107.66	31.95%	32.78%		
资本公积	1485	734	734	734	734	归属于母公司净利润	87.62%	29.31%	87.62%	29.31%	30.85%		
未分配利润	367	507	605	732	898	获利能力							
归属母公司股东权益	2397	2542	3192	3446	3778	毛利率(%)	25.78%	20.60%	20.00%	20.00%	20.00%		
负债和所有者权益	5223	6505	9699	10592	11892	净利率(%)	6.21%	4.03%	5.84%	5.75%	5.68%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)							
						6.04%	6.86%	10.25%	12.28%	14.65%			
经营活动现金流	-199	217	396	414	335	偿债能力							
净利润	154	168	327	425	558	资产负债率(%)	53%	59%	66%	66%	67%		
折旧摊销	50	127	182	208	217	流动比率	1.23	1.01	0.79	0.85	0.92		
财务费用	65	110	0	0	0	速动比率	1.03	0.85	0.66	0.70	0.74		
应收账款减少	0	-412	-63	-85	-262	营运能力							
预收账款增加	0	-4	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.71	0.69	0.73	0.87		
投资活动现金流	-373	-452	-2240	-145	-124	应收账款周转率	4	3	4	5	6		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.55	5.32	4.77	4.67	4.68		
长期股权投资减少	0	-20	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	6	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.14	0.19	0.25	0.32		
筹资活动现金流	927	172	2360	-59	28	每股净现金流(最新)	0.71	-0.05	0.30	0.12	0.14		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.79	2.03	1.87	2.02	2.22		
长期借款增加	0	17	0	0	0	估值比率							
普通股增加	327	751	454	0	0	P/E	34.31	78.77	57.22	44.25	33.82		
资本公积增加	905	-751	0	0	0	P/B	2.29	5.40	5.86	5.43	4.96		
现金净增加额	355	-63	517	210	240	EV/EBITDA	22.90	36.80	38.93	30.68	24.67		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

孙谊

北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士。曾就职于强生(上海)医疗器材有限公司。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。