



## 泉州肿瘤临床医学中心落地，布局福建肿瘤健康服务

2017.02.10

|       |                     |                         |                     |
|-------|---------------------|-------------------------|---------------------|
|       | 唐爱金(分析师)            | 陈家华(研究助理)               | 冯俊曦(研究助理)           |
| 电话:   | 020-88836115        | 020-88836115            | 020-88836115        |
| 邮箱:   | tangaj@gzghs.com.cn | Chenjiahua@gzghs.com.cn | Fengjx@gzghs.com.cn |
| 执业编号: | A131051610001       |                         |                     |

### 事件:

2017年2月9日,公司发布关于与泉州滨海医院签署项目合作协议的公告,公司控股子公司福州益佰医疗与泉州滨海医院在医院内共同组建肿瘤临床医学中心。

### 点评:

#### ● 共建肿瘤医学中心，逐步对肿瘤服务领域深耕细作:

本次合作共建的泉州滨海医院肿瘤临床医学中心的经营范围包括内科、外科、放射科、微创介入、生物治疗等诊疗和科研项目,肿瘤中心将纳入泉州滨海医院临床科室的统一管理。益佰制药借助此次合作(未来有望共建肿瘤医院),对肿瘤服务这一增速较快(近20%增速)、利润较高(终端医院约30%净利率)、治疗渗透率较低(约25%渗透率)的优质领域逐步进行深耕细作。

#### ● 积极布局肿瘤治疗服务，多模式多层次完善肿瘤治疗业务:

近年来公司对肿瘤治疗服务布局频频,除了本次合作共建的泉州滨海医院肿瘤临床医学中心之外,公司还通过投资灌南医院(约90%股权)、朝阳医院(约53%股权)、上海华睿(约54%股权)、南京睿科(约51%股权),和与广州中医药大学金沙洲医院合作等方式,对普通放疗治疗中心、质子治疗中心、细胞免疫治疗等肿瘤精准治疗进行全面的布局,至今公司已逐步完善肿瘤服务的布局。

#### ● 肿瘤服务项目利润逐步释放，推动业绩高增长态势:

在药品业务的业绩增速放缓的态势下,公司凭借着肿瘤服务项目利润的逐步释放,重新启动业绩高增长的态势。其中,2016年12月公司对上海华睿增资能极大改善其财务压力,逐步释放上海华睿的利润红利;南京睿科(情况与上海华睿类似,增资改善财务压力)按照承诺业绩,17-19年净利润分别为1200万元、1500万元、2000万元。加上之前一直稳定释放利润的灌南医院、朝阳医院、上海鸿飞等,肿瘤服务板块业绩有望高达40%以上。

● **盈利预测与估值:** 预计公司16-18年EPS分别为0.51、0.66、0.77元,对应PE分别为32.80、25.35、21.73倍,考虑公司肿瘤服务启动高增长态势及服务领域巨大前景,给予“强烈推荐”评级,目标价22.32元。

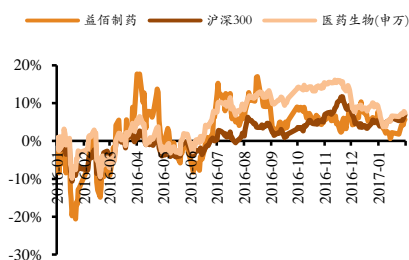
● **风险提示:** 药品销售不及预期;药品招标降价风险;肿瘤医院、肿瘤治疗中心的布局和运营不及预期;公司控费不及预期等。

| 主要财务指标    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 3302.52 | 3709.36 | 4340.44 | 4870.13 |
| 同比(%)     | 4.61%   | 12.32%  | 17.01%  | 12.20%  |
| 归属母公司净利润  | 189.38  | 401.77  | 521.52  | 611.31  |
| 同比(%)     | -60.42% | 112.15% | 29.80%  | 17.22%  |
| 每股收益(元)   | 0.24    | 0.51    | 0.66    | 0.77    |
| P/E       | 69.12   | 32.80   | 25.35   | 21.73   |
| P/B       | 3.66    | 3.31    | 3.25    | 3.11    |
| EV/EBITDA | 16.85   | 19.72   | 16.27   | 14.06   |

## 强烈推荐

|       |        |
|-------|--------|
| 现价:   | 16.73  |
| 目标价:  | 22.32  |
| 股价空间: | 33.41% |

### 行业指数走势



### 股价表现

| 涨跌(%) | 1M    | 3M    | 6M    |
|-------|-------|-------|-------|
| 益佰制药  | -2.05 | -0.83 | -1.82 |
| 医药生物  | -1.69 | -6.60 | -0.58 |
| 沪深300 | 0.76  | 0.06  | 5.24  |

### 行业估值走势



### 行业估值

|      |       |
|------|-------|
| 当期估值 | 43.03 |
| 平均估值 | 38.12 |
| 历史最高 | 74.37 |
| 历史最低 | 18.80 |

### 相关报告

广证恒生-益佰制药(600594)-点评报告-收购淮南朝阳医院,大肿瘤平台进一步完善-20160118

广证恒生-益佰制药(600594)-公司深度-药品销售触底反弹,肿瘤服务启动高增长态势-2016.12.29



附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表             | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        | 利润表           | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | 2579.97     | 3107.18      | 3225.23      | 3561.27      | <b>营业收入</b>   | 3302.52     | 3709.36      | 4340.44      | 4870.13      |
| 货币资金              | 1049.75     | 1248.23      | 1050.53      | 1050.92      | 减:营业成本        | 632.28      | 716.27       | 920.56       | 1056.44      |
| 应收帐款              | 236.27      | 277.02       | 317.34       | 359.89       | 营业税费          | 55.32       | 62.32        | 68.58        | 73.05        |
| 应收票据              | 51.21       | 82.77        | 82.08        | 100.39       | 销售费用          | 2044.68     | 2095.79      | 2387.24      | 2676.14      |
| 预付帐款              | 353.29      | 387.10       | 505.93       | 575.78       | 管理费用          | 312.38      | 326.42       | 325.53       | 316.56       |
| 存货                | 208.27      | 338.58       | 369.19       | 461.53       | 财务费用          | 52.80       | 38.78        | 36.71        | 39.82        |
| 其他流动资产            | 681.17      | 773.48       | 900.16       | 1012.77      | 资产减值损失        | 7.58        | 22.26        | 17.36        | 18.51        |
| <b>非流动资产</b>      | 3007.61     | 3042.25      | 3140.78      | 3184.72      | 投资和汇兑收益       | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期股权投资            | 0.00        | 5.68         | 2.84         | 4.26         | <b>营业利润</b>   | -2.93       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 固定资产              | 905.20      | 948.85       | 1026.57      | 1046.92      | 加:营业外净收支      | 194.54      | 447.52       | 584.45       | 689.62       |
| 在建工程              | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>利润总额</b>   | 40.76       | 41.71        | 41.23        | 41.47        |
| 无形资产              | 335.65      | 361.36       | 408.01       | 445.48       | 减:所得税         | 7.96        | 9.11         | 8.54         | 8.82         |
| 其他非流动资产           | 1766.76     | 1726.36      | 1703.36      | 1688.06      | <b>净利润</b>    | 227.33      | 480.12       | 617.15       | 722.26       |
| <b>资产总额</b>       | 5587.58     | 6149.43      | 6366.01      | 6745.99      | 减:少数股东损益      | 35.34       | 74.42        | 89.49        | 104.37       |
| <b>流动负债</b>       | 1702.10     | 1889.55      | 2019.73      | 2214.72      | 母公司所有者净利润     | 191.99      | 405.70       | 527.66       | 617.90       |
| 短期债务              | 801.55      | 655.54       | 732.67       | 709.54       | EPS           | 0.24        | 0.51         | 0.66         | 0.77         |
| 应付帐款              | 158.48      | 151.00       | 212.40       | 233.23       | <b>主要财务比例</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |
| 其他流动负债            | 742.06      | 1083.01      | 1074.65      | 1271.95      | <b>成长能力</b>   |             |              |              |              |
| <b>非流动负债</b>      | 299.94      | 284.48       | 294.62       | 293.31       | 营业收入增长率       | 4.61%       | 12.32%       | 17.01%       | 12.20%       |
| 长期借款              | 251.00      | 251.09       | 251.17       | 251.26       | 营业利润增长率       | -62.88%     | 130.04%      | 30.60%       | 17.99%       |
| 其他非流动负债           | 48.94       | 33.39        | 43.44        | 42.05        | 净利润增长率        | -60.42%     | 112.15%      | 29.80%       | 17.22%       |
| <b>负债总额</b>       | 2002.03     | 2174.03      | 2314.35      | 2508.03      | <b>获利能力</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益            | 13.43       | 17.35        | 23.50        | 30.09        | 毛利率           | 80.85%      | 80.69%       | 78.79%       | 78.31%       |
| 股本                | 791.93      | 791.93       | 791.93       | 791.93       | 净利率           | 5.81%       | 10.94%       | 12.16%       | 12.69%       |
| 留存收益              | 2011.80     | 2397.74      | 2863.82      | 3439.49      | ROE           | 5.39%       | 10.63%       | 12.99%       | 14.75%       |
| <b>股东权益</b>       | 3572.12     | 3958.05      | 4028.17      | 4207.88      | ROIC          | 4.97%       | 9.01%        | 11.15%       | 12.61%       |
| <b>负债与股东权益</b>    | 5587.58     | 6149.43      | 6366.01      | 6745.99      | <b>偿债能力</b>   |             |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | 资产负债率         | 35.83%      | 35.35%       | 36.35%       | 37.18%       |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 573.68      | 569.80       | 467.45       | 710.62       | 负债权益比         | 52.57%      | 41.70%       | 42.51%       | 38.31%       |
| 净利润               | 191.99      | 401.77       | 521.52       | 611.31       | 流动比率          | 151.58%     | 164.44%      | 159.69%      | 160.80%      |
| 加:折旧和摊销           | 100.40      | 128.61       | 148.06       | 164.39       | 速动比率          | 139.34%     | 146.52%      | 141.41%      | 139.96%      |
| 资产减值准备            |             |              |              |              | <b>营运能力</b>   |             |              |              |              |
| 财务费用              | 52.80       | 38.78        | 36.71        | 39.82        | 总资产周转率        | 59.59%      | 63.21%       | 69.36%       | 74.29%       |
| 投资收益              | 2.93        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 应收账款周转率       | 1370.48%    | 1445.32%     | 1460.55%     | 1438.26%     |
| 少数股东损益            | 5.43        | -12.49       | 16.63        | 4.97         | 应付账款周转率       | 493.66%     | 462.89%      | 506.64%      | 474.13%      |
| 营运资金的变动           | 220.12      | 13.14        | -255.47      | -109.86      | <b>估值比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -935.12     | -170.78      | -254.27      | -215.77      | PE(X)         | 69.12       | 32.80        | 25.35        | 21.73        |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 322.20      | -200.54      | -410.89      | -494.47      | PB(X)         | 3.66        | 3.31         | 3.25         | 3.11         |
| <b>现金流净增加额</b>    | -39.24      | 198.48       | -197.70      | 0.39         | EV/EBITDA     | 16.85       | 19.72        | 16.27        | 14.06        |

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 广证恒生



廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼  
电 话：020-88836132，020-88836133  
邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；  
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；  
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。