

信邦制药 (002390.SZ)

中肽生化整合提升工业盈利能力 三大业务覆全产业链协同发展

买入 (维持)

2017 年 4 月 5 日

投资要点

一、事件：公司发布 2016 年年报和分红预案。

2016 年公司实现营业收入 51.57 亿元，同比增长 23.08%；归属于上市公司所有者的净利润为 2.46 亿元，同比增长 41.08%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.86 亿元，同比增长 17.82%。

二、我们的观点：

1、中肽生化整合带动公司医药制造板块快速增长

2016 年公司医药制造板块营收 9.03 亿元，同比增长 41.20%，毛利率达 65.65%，比上年同期增长 5.48%，主要由于中肽生化并表不仅大幅增厚公司业绩，同时也提升制药业务整体盈利水平。公司收购中肽生化 100% 股权，并于 2015 年 12 月完成资产交割。根据重组业绩承诺，中肽生化 2016 年需实现 1.05 亿净利润。2016 年中肽生化营收 2.31 亿元，净利润 1.38 亿元，达到业绩承诺要求。

2、医疗服务板块稳健增长，新增病床带来持续增量业绩，医院运行稳定保证盈利能力

公司医疗服务板块营收 11.97 亿元，同比增长 14.20%，毛利率 16.10%，比上年同期降低 2.61%。公司下属医院拥有床位数逾 5,000 张，其中，贵州省肿瘤医院实现收入 6.87 亿元，同比增长 15.12%。实现净利润 3721 万元，同比增长 15.62%，净利润率与去年持平，达到 5.42%，运营保持平稳，增长主要是综合二病区新增 300 张床位所带来的增量。仁怀新朝阳医院于 2016 年 3 月通过二级综合医院评审，逐步稳定运行。肿瘤医院三期工程、白云医院二期工程、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼全面进入设备的安装调试阶段，预计 2017 年投入营运，新增床位 1800 张。

3、“两票制”推进及终端布局优势保障公司医药流通板块持续增长

公司积累了丰富的渠道资源并建立起覆盖省内多家知名医院和医药流通公司的流通网络。2016 年公司医药流通板块实现营收 30.30 亿元，同比增长 21.88%，毛利率为 10.42%，同比降低 0.73%。

2016 年，公司控股了中康泽爱和信达利两家专业公司，形成了以科开系列商业公司、信邦药业、卓大医药为主的三大配送体系和中康泽爱、信达利两个专业化公司的良好格局，配送网络覆盖了贵阳、遵义、黔东南、黔南、铜仁、毕节等区域。2016 年 2 月，公司与遵义市人民政府签订战略合作协议，通过卓达医药，将进一步扩大遵义地区的医药配送。随着国家公立医院药品集中采购以及“两票制”的推行，作为贵州省本土实力雄厚的医药企业，公司医药流通板块有望获得快速发展。

证券分析师 全铭

执业资格证书号码：S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573567

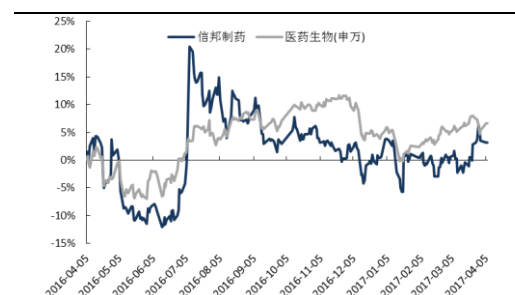
证券分析师 焦德智

执业资格证书号码：S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

xuwy@dwzq.com.cn



市场数据

收盘价(元)	10.14
一年最低价/最高价(元)	8.73/25.56
市净率	2.72
流通 A 股市值(亿元)	74.34

基础数据

每股净资产(元)	3.73
资产负债率(%)	39.94
总股本(亿股)	17.05
流通 A 股(亿股)	17.05

相关报告

信邦制药 (002390): 中肽生化整合效益显现，医疗服务、医药流通实现稳健增长 2016.8.19

一、事件：公司发布 2016 年年报和分红预案。

2016 年公司实现营业收入 51.57 亿元，同比上升 23.08%；归属于上市公司所有者的净利润为 2.46 亿元，同比增长 41.08%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.86 亿元，同比增长 17.82%。

二、我们的观点：

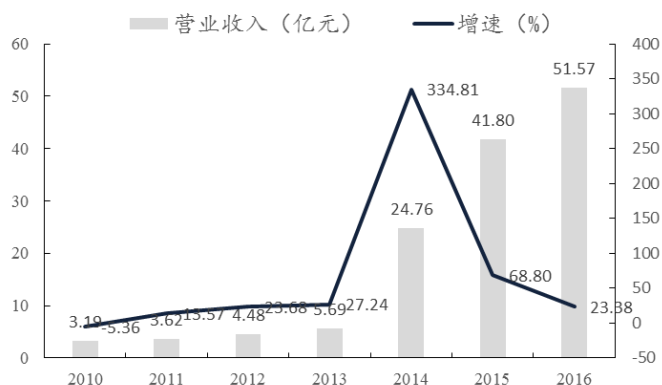
1、中肽生化整合带动公司医药制造板块快速增长

2016 年公司医药制造板块营收 9.03 亿元，同比增长 41.20%，毛利率达 65.65%，比上年同期增长 5.48%，主要由于中肽生化并表不仅大幅增厚公司业绩，同时也提升制药业务整体盈利水平。三大业务板块中，医药工业占比 18%。公司整体营收及净利润增长有一大原因因为中肽生化并表，而公司非经常性损益主要由于当期计入 7300 万元的政府补助所致。

中肽生化体外诊断试剂，基于前沿技术水平和稳定产品质量，取得美国 FDA 和欧盟 CE 认证，近年来销售额快速增长。2016 年，中肽生化完成了多肽 GMP 生产大楼基础设施建设及装修工作，该生产大楼全部投产后，将大幅提高企业多肽产能。第 4 次零缺陷通过美国 FDA 现场检查。

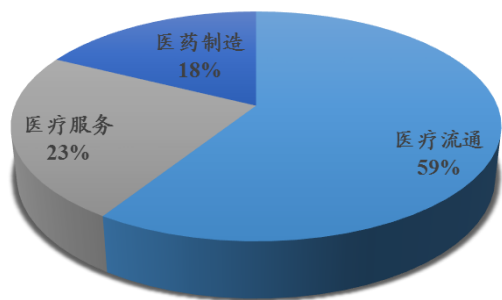
公司收购中肽生化 100% 股权，并于 2015 年 12 月完成资产交割。根据重组业绩承诺，中肽生化 2016 年需实现 1.05 亿净利润。2016 年中肽生化营收 2.31 亿元，净利润 1.38 亿元，达到业绩承诺要求。收购中肽生化后，公司加大研发投入，这也使得公司管理费用大幅上升。

图表 1：销售收入增速放缓



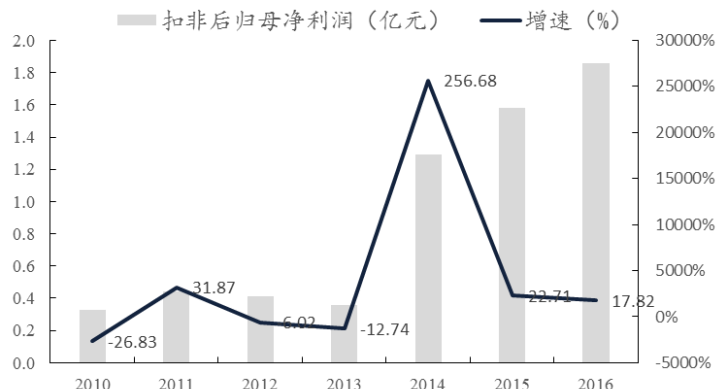
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：各业务营收占比情况



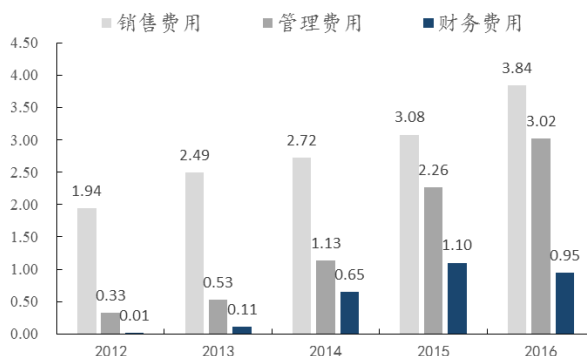
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：归母净利润恢复性增长



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：公司三费情况 (亿元)



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

2、医疗服务板块稳健增长，新增病床带来持续增量业绩，医院运行稳健保证盈利能力

公司医疗服务板块营收 11.97 亿元，同比增长 14.20%，毛利率 16.10%，比上年同期降低 2.61%。其中，贵州省肿瘤医院实现收入 6.87 亿元，同比增长 15.12%。实现净利润 3721 万元，同比增长 15.62%，净利润率与去年持平，达到 5.42%，运营保持平稳，增长主要是综合二病区新增 300 张床位所带来的增量。

公司拥有肿瘤医院、白云医院、安顺医院等医疗机构，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院是有较高知名度三级综合医院，医院拥有床位数逾 5000 张。

公司旗下仁怀新朝阳医院于 2016 年 3 月通过二级综合医院评审，逐步稳定运行。肿瘤医院三期工程、白云医院二期工程、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼全面进入设备的安装调试阶段，预计 2017 年投入营运，新增床位 1800 张。公司将继续加大投入，通过多元化投资方式在省内布局不同层次的医疗机构，推动优质医疗资源下沉，最终建成 3 万张床位的医疗服务规模新增病床将不断形成规模效应，带动医疗服务板块甚至工业及流通两个板块协同发展。

3、“两票制”推进及终端布局优势保障公司医药流通板块持续增长

公司积累了丰富的渠道资源并建立起覆盖省内多家知名医院和医药流通公司的流通网络。2016 年公司医药流通板块实现营收 30.30 亿元，同比增长 21.88%，毛利率为 10.42%，同比降低 0.73%。

2016 年，公司控股了中康泽爱和信达利两家专业公司，形成了以科开系列商业公司、信邦药业、卓大医药为主的三大配送体系和中康泽爱、信达利两个专业化公司的良好格局，配送网络覆盖了贵阳、遵义、黔东南、黔南、铜仁、毕节等区域。公司配送网络不断扩大和延伸，代理的种类和品种也不断增加，从而实现规模和盈利增长。同时，公司以公司拥有的医院为终端依托，具有很强的议价能力。截止 9 月份，公司科开大药房连锁有限公司门店已达 10 家，与医院端一起形成完整的终端网络构建。

2016 年 2 月，公司与遵义市人民政府签订战略合作协议，通过卓达医药，将进一步扩大遵义地区的医药配送。随着国家公立医院药品集中采购以及“两票制”的推行，作为贵州省本土实力雄厚的医药企业，公司医药流通板块有望获得快速发展。

三、盈利预测与投资建议：

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 64.92 亿元、78.19 亿元和 93.92 亿元，归属母公司净利润为 3.68 亿元、4.86 亿元和 6.18 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.22 元、0.29 元和 0.36 元。我们认为，公司重点发展医疗服务，同时重视医药工业板块发展，具备丰富的产品结构，公司覆盖上游医药工业、中游医药流通以及下游医疗服务终端，形成强有力的协同作用。因此，我们维持给予“买入”评级。

四、风险提示：

医院项目建设低于预期；中肽生化生产低于预期；“两票制”推广低于预期。

信邦制药 (002390) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5566	5178	5823	7317	营业收入	5157	6492	7819	9392
现金	1599	65	78	94	营业成本	4049	5075	6085	7287
应收账款	2362	2646	3386	3859	营业税金及附加	26	32	39	47
其它应收款	392	646	604	897	营业费用	384	474	594	714
预付账款	313	706	516	948	管理费用	302	364	438	526
存货	744	959	1084	1363	财务费用	95	93	71	74
其他	156	156	156	156	资产减值损失	75	75	75	75
非流动资产	5129	4950	4772	4611	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	1498	2199	2039	1878	营业利润	231	380	517	670
无形资产	349	349	349	349	营业外损益	81	47	47	47
其他	3282	2402	2385	2385	利润总额	312	427	564	717
资产总计	10694	10128	10595	11928	所得税	69	64	85	108
流动负债	4209	3313	3345	4124	净利润	243	363	480	609
短期借款	2792	1335	1321	1424	少数股东损益	-3	-5	-7	-8
应付账款	1196	1736	1779	2430	归属母公司净利润	246	368	486	618
其他	222	243	245	271	EBITDA	571	621	737	874
非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.22	0.29	0.36
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
其他	0	0	0	0					
负债合计	4209	3314	3345	4125	营业收入	23.4%	25.9%	20.4%	20.1%
少数股东权益	133	128	121	113	营业利润	25.4%	64.2%	36.2%	29.4%
归属母公司股东权益	6352	6686	7129	7690	归属母公司净利润	41.1%	49.5%	32.2%	27.0%
负债和股东权益	10694	10128	10595	11928	毛利率	21.5%	21.8%	22.2%	22.4%
现金流量表					净利率	4.7%	5.6%	6.1%	6.5%
经营活动现金流	-205	7	101	0	ROE	3.9%	5.5%	6.8%	8.0%
净利润	243	363	480	609	ROIC	5.7%	5.2%	6.1%	7.4%
折旧摊销	158	104	104	86	资产负债率	39.4%	32.7%	31.6%	34.6%
财务费用	130	91	69	71	净负债比率	43.0%	19.6%	18.2%	18.2%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.3	1.6	1.7	1.8
营运资金变动	1691	-949	599	817	速动比率	1.1	1.2	1.4	1.4
其它	-2426	398	-1151	-1584	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
投资活动现金流	-600	40	40	40	应收帐款周转率	2.2	2.5	2.3	2.4
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.1	0.2	0.3	0.4
其他	-600	40	40	40	每股经营现金	-0.1	0.0	0.1	0.0
筹资活动现金流	1823	-1581	-128	-24	每股净资产	3.8	4.0	4.3	4.6
短期借款	0	-1457	-14	103	P/E	70	47	36	28
长期借款	0	-124	-113	-127	P/B	2.7	2.6	2.4	2.2
其他	1823	0	0	0	EV/EBITDA	32.7	30.1	25.4	21.5
现金净增加额	1018	-1534	13	16					

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>