



买入

25% ↑

目标价格: 人民币 11.18

002390 CH

价格: 人民币 8.93

目标价格基础: 2.8 倍 17 年市净率

板块评级: 未有评级

信邦制药

稀缺的医疗服务龙头，床位扩张带动持续增长

信邦自收购科开医药起开始业务转型，现已成为贵州省医疗服务和医药流通领域龙头。医疗服务方面，公司通过增加病床和运营管理实现了营收、利润率双重增长，远期布局全省 3 万床位。医药流通业务受益于两票制的实施，公司通过“信邦、科开、卓大”三大体系有望进一步实现行业内整合，有望获得贵州省 60% 以上市场份额。预计未来三年公司保持 30% 以上利润增速，目标价格 11.18，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司是极少能成熟运营医院的团队，医学院+医院+供应链铁三角无可模仿。信邦进军医疗服务领域，通过与贵州医科大学合作的方式，完美克服了民营医院规模小，水平低，社会认可度不高等缺陷，打破了民营资本进军医疗服务领域的人才瓶颈。
- 新病床带动医疗服务板块增长。公司旗下肿瘤医院 III 期、白云医院 II 期、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼预计在 2017 年底至 2018 年初陆续投入营运，带来新增床位约 1,800 张。公司 2016 年开始对旗下医疗服务机构进行运营管理的优化，今年以来已经体现出较好的成果，利润率明显上升。预计业绩增长、利润率增长将共同推动公司在医疗服务板块的利润水平。
- 两票制下信邦推动贵州医疗流通市场进一步整合。获益于两票制的实施，公司有望通过“信邦、科开、卓大”三大系统进一步整合贵州省内的医药流通行业。在产业上游依托自有医院和托管医院的强大优势，下游凭借低融资成本不断进行整合，拓宽渠道。未来有望在现有贵州省 30-40% 市场份额的基础上更进一步，将这一比例提高到 60% 以上。

评级面临的主要风险

- 医院扩张带来业绩增长低于预期，医疗流通行业整合低于预期

估值

- 预计公司 2017-19 年净利润分别为 3.23、4.42、5.95 亿元，对应每股收益分别为 0.19、0.26、0.35 元，我们根据市场上医疗服务行业平均市盈率情况给予 18 年 43 倍 PE，目标价格 11.18 元，给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	4,180	5,157	5,831	7,122	8,724
变动(%)	69	23	13	22	22
净利润(人民币 百万)	174	246	323	442	595
全面摊薄每股收益(人民币)	0.139	0.144	0.190	0.259	0.349
变动(%)	(51.8)	3.5	31.4	36.7	34.7
全面摊薄市盈率(倍)	64.1	61.9	47.1	34.4	25.6
价格/每股现金流量(倍)	70.0	(76.7)	21.8	43.2	43.4
每股现金流量(人民币)	0.13	(0.12)	0.41	0.21	0.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	78.1	(82.3)	23.4	47.2	48.3
每股股息(人民币)	0.041	0.030	0.045	0.064	0.080
股息率(%)	0.5	0.3	0.5	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(12.1)	6.2	9.2	(11.1)
相对深证成指	(24.6)	3.6	(0.4)	(19.1)

发行股数(百万)	1,705
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	9,113
3 个月日均交易额(人民币 百万)	57
净负债比率(%) (2012E)	17
主要股东(%)	
西藏誉曦创业投资有限公司	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 11 月 9 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

生物医药

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

张威亚

(8610) 66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

高睿婷

(8621) 20328514

ruting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

目录

信邦制药，中药制剂巨头转型医疗服务/流通.....	5
新增病床带动业绩增长，打造医疗服务龙头.....	6
完成整合梳理，依托多终端完善医药流通网络.....	18
整合中肽生化，完善医药制造体系.....	21
盈利预测及估值.....	26
风险提示.....	29
研究报告中所提及的有关上市公司.....	31

图表目录

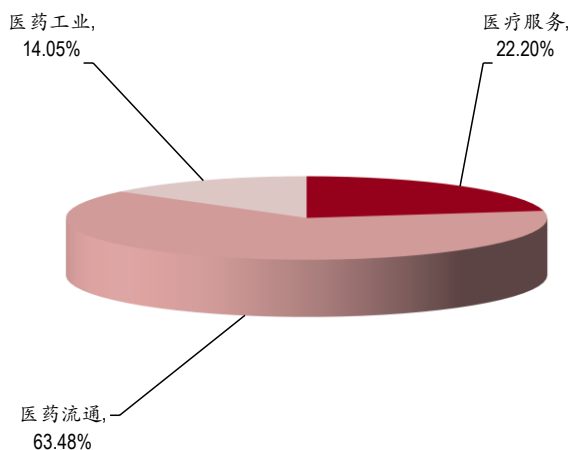
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司各项主营业务占比.....	5
图表 2. 各项主营业务营收规模和毛利率.....	5
图表 3. 公司股权结构.....	5
图表 4. 信邦制药公司构架.....	5
图表 5. 城乡居民人均医疗保健支出.....	6
图表 6. 民营医院数量不断上升.....	7
图表 7. 过去三年贵州民营医院增长量全国第一.....	7
图表 8. 民营、营利性医院数量较多，病床较少.....	7
图表 9. 民营、营利性医院单体规模小，院均病床少.....	7
图表 10. 近年来国家关于发展民办医疗的相关政策.....	8
图表 11. 民营资本进军医疗服务领域的主要上市公司.....	8
图表 12. 信邦旗下医院分布.....	9
图表 13. 信邦旗下医院情况.....	9
图表 14. 肿瘤科就诊量增速高于床位增速.....	10
图表 15. 肿瘤医院数量、年均诊疗数逐年上升.....	10
图表 16. 省肿瘤医院营收规模持续增长.....	11
图表 17. 优化运营管理带来肿瘤医院利润率提升.....	11
图表 18. 省肿瘤大幅扩床伴随单床收入下滑.....	12
图表 19. 健宫医院 2012 年达到营收增速峰值.....	12
图表 20. 温州康宁医院 2014 年年达到营收增速峰值.....	12
图表 21. 省肿瘤预计 2018-2019 年达到营收增速峰值.....	13
图表 22. 省肿瘤医院增长周期长，增长潜力大.....	13
图表 23. 贵医附属白云医院门诊大楼.....	14
图表 24. 长庚医疗旗下主要医疗服务机构分布.....	15
图表 25. 长庚医院单床收入高于信邦.....	15
图表 26. 贵州、中国大陆与台湾的人均 GDP/GNP 比较.....	15
图表 27. 长庚旗下医院病床规模.....	16
图表 28. 信邦旗下医院病床规模.....	16
图表 29. 贵州与台湾人均病床数比较.....	16
图表 30. 信邦远期 3 万张床位，贵州最大民营医疗.....	16

图表 31. 药品流通业销售额及同比增速.....	18
图表 32. 药品流通业行业集中度不断上升.....	18
图表 33. 信邦“三大体系，两家专业化公司”的医药流通布局.....	19
图表 34. 信邦“医学院-医院-医药流通供应链”铁三角.....	19
图表 35. “贵医云” app 平台.....	20
图表 36. 公司纳入基本医保的主要中药制剂.....	21
图表 37. 公司纳入国家基药目录的主要中药制剂.....	22
图表 38. 中肽生化主营业务范围.....	23
图表 39. 2008-2020 年原研药专利到期药数量.....	24
图表 40. 2007-2017 全球仿制药市场规模及预测.....	24
图表 41. 信邦制药内生增长预测.....	27
图表 42. 公司未来三年净利润增长情况预测.....	27
损益表(人民币 百万).....	30
资产负债表(人民币 百万).....	30
现金流量表(人民币 百万).....	30
主要比率(%).....	30

信邦制药，中药制剂巨头转型医疗服务/流通

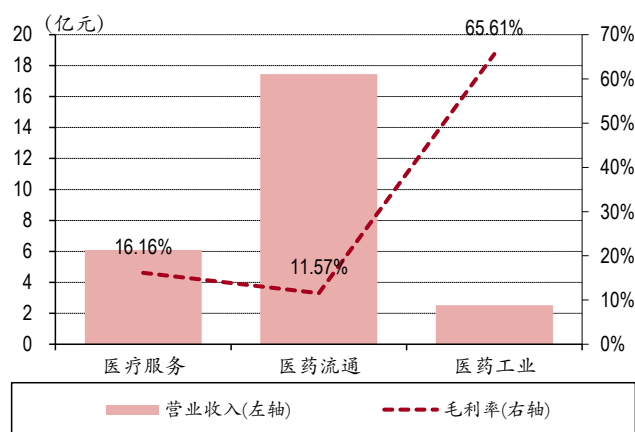
公司成立于1995年，前身为贵州信邦制药有限责任公司，2010年在深圳中小板上市，2013年完成对科开公司的收购后，形成公司的现有三大业务板块：医药制造、医药流通、医疗服务。据2017年上半年的财报披露，医疗服务、医药流通、医药制造的营收规模分别占总收入的22.20%、63.48%、14.05%，毛利率分别为16.16%、11.57%和65.61%。占比最大的医药流通板块的毛利率较低；医药工业板块毛利率较高，达到65.61%。

图表 1. 公司各项主营业务占比



资料来源：公司公告，中银证券

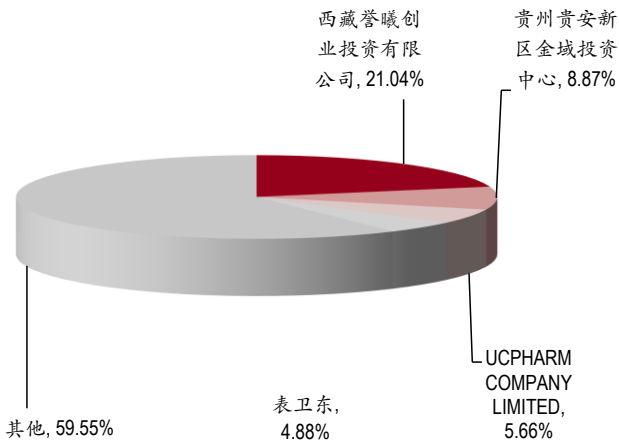
图表 2. 各项主营业务营收规模和毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

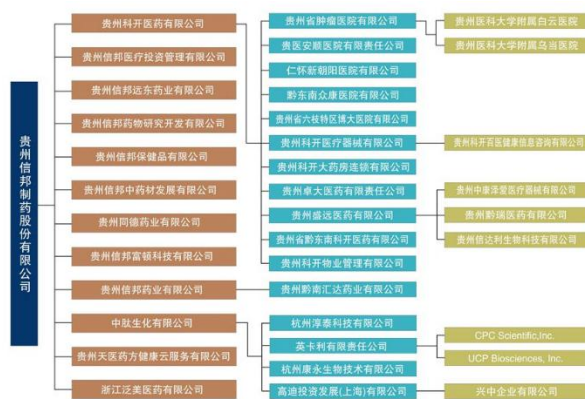
公司现有总股本17.05亿股，其中流通股10.21亿股，占总股本的59.86%。2017年8月，原公司控股股东及原实际控制人张观福先生与西藏誉曦创业投资有限公司完成了全部股份转让手续，西藏誉曦持有公司股份21.04%，为公司第一大股东，朱吉满、白莉惠夫妇成为公司实际控制人。目前公司的主要股东包括西藏誉曦创业投资有限公司、贵州贵安新区金域投资中心、UCPHARM COMPANY LIMITED和表卫东先生。

图表 3. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 信邦制药公司构架



资料来源：公司网站，中银证券

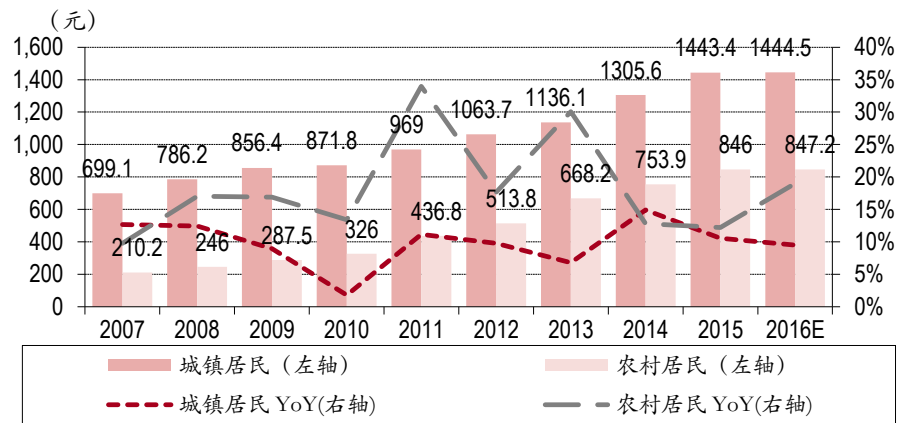
新增病床带动业绩增长，打造医疗服务龙头

国民医疗水平不断提升，民营医疗发展迅速

中国第六次人口普查数据显示，我国 65 岁及以上人口 1.19 亿，占总数的 8.87%。按照国际“65 岁以上的老人占 7%”的标准，中国已经开始进入老龄化社会。这个比例预计还会继续上升。2015 年，国务院总理李克强在十二届全国人大三次会议上所作的政府工作报告首次提出“健康中国”概念。同年 10 月 25 日，中共中央、国务院印发《“健康中国 2030”规划纲要》，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。预计到 2020 年大健康产业市场空间超过 8 万亿。

据中国统计年鉴数据，我国居民对于疾病医疗的偿付能力在过去的 10 年内不断提升，城镇居民人均医疗保健支出在过去 8 年 CAGR 9.49%，农村居民的增长速度则更为迅速，8 年内平均 CAGR 达到 19.01%。随着人们收入水平的提高，城镇医疗保险覆盖面的不断扩大和农村新型合作医疗制度的建立，我国的医疗保障措施日趋完善，城乡居民的医疗保障水平不断提高。

图表 5. 城乡居民人均医疗保健支出

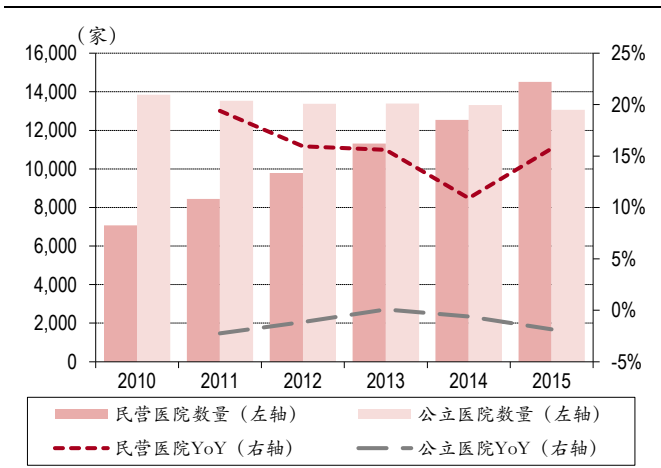


资料来源：中国卫生与计划生育统计年鉴，中银证券

近年来，我国由民营资本进入医疗行业发展势头强劲，民营医院数量呈现逐年上升的趋势。据卫生统计年鉴数据，2015 年全国民营医院数量首次超过了公立医院，达到了 1.45 万个，2010-2015 年间增长一倍以上，CAGR 15%。与此相反的是，公立医院数量不升反降，从 2010-2015 年间减少了约 800 家，表现出整合性发展、集团化发展等特点。从地区来看，2013-2015 三年内，全国各省级行政区中新增民营医院数量最多的分别是贵州、山东、四川、河南、湖南、河北等地区。其中贵州省在三年内新增民营医院 411 家，位于全国之首。贵州省地处祖国西南，近年来经济增长迅速，民营医疗在贵州呈现出强劲的发展势头。

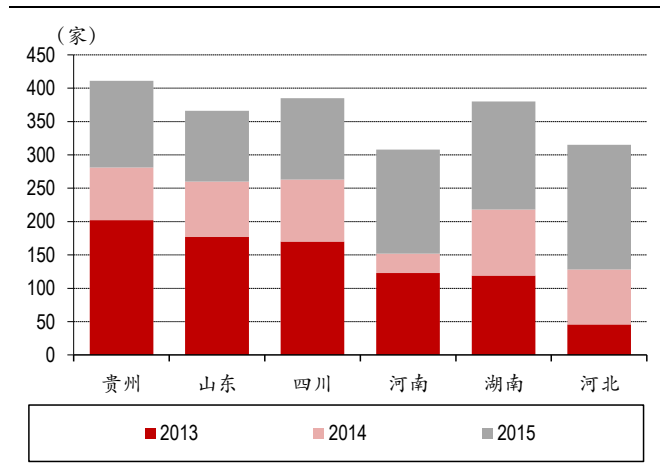
从医院的登记注册类型以及管理类别分析，2015 年民营医院和营利性医院已经分别在数量上超过了公立医院和非营利性医院，然而在病床数量上仍然有比较明显的差距。民营医院数量占医院总数的 53%，但是只拥有病床总数的 19%，院均病床数 71，仅仅达到公立医院院均病床数（329）的五分之一左右，单体规模普遍小于公立医院。此类情况同样出现在营利性和非营利性医院的比较中，全国范围内营利性医院的数量占到医院总数的三分之二，却只贡献了总病床数的 10%，院均病床数仅为 29，较之非营利性医院（院均病床 528）有着近 20 倍差距。这一系列比较显示出我国民营医院、营利性医院在病床数量、单体规模上仍然与公立医院存在着较大差距。

图表 6. 民营医院数量不断上升



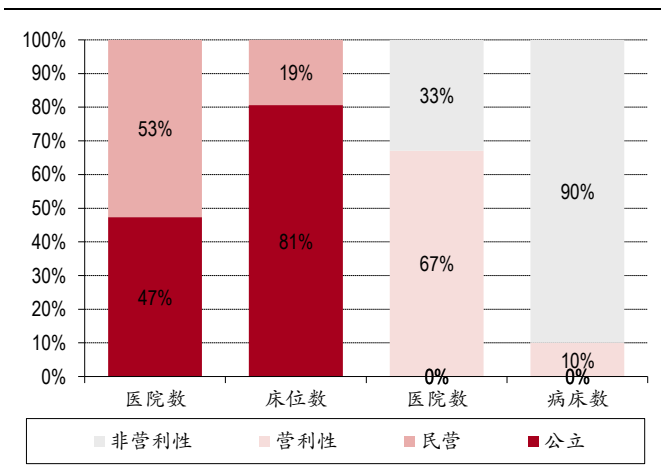
资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中银证券

图表 7. 过去三年贵州民营医院增长量全国第一



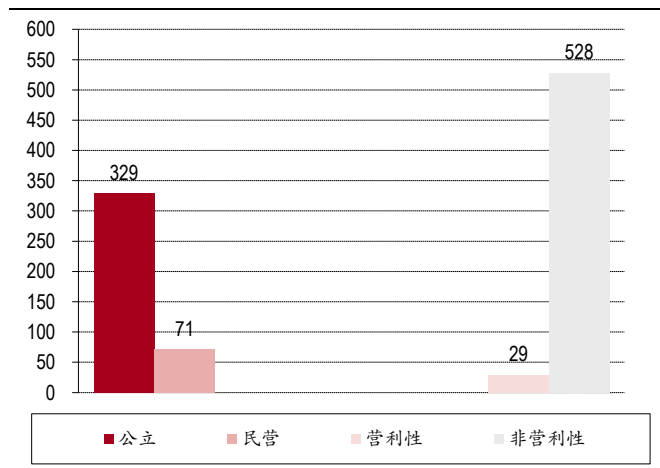
资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中银证券

图表 8. 民营、营利性医院数量较多，病床较少



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中银证券

图表 9. 民营、营利性医院单体规模小，院均病床少



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中银证券

近年来，国家通过政策支持，鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。放宽了社会资本进入医疗卫生事业的准入门槛、解决和规范了民营资本举办医疗机构的一系列问题。应该承认，民营资本在医疗服务中越来越大的作用与国家的政策倾斜密不可分。这些政策支持主要包括：鼓励多元化办医；推进医师多点执业，解决民营医院人才短缺问题；减少民营资本举办医疗机构审批限制；开放外资进入医疗领域等。

图表 10. 近年来国家关于发展民办医疗的相关政策

发布时间	发布机构	政策文件	与发展民办医疗相关内容
2009/03	国务院	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 加快形成多元化办医格局 • 鼓励民营资本举办非营利性医院
2009/09	卫生部	《关于医师多点执业有关问题的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 规范、推进医师多点执业以解决民营医疗人才短缺问题
2010/12	卫生部	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 放宽民营资本举办医疗机构的准入条件
2013/10	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 支持社会资本举办非营利性医疗机构
2015/06	国务院	《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 规范医疗机构设立审批 • 减少民营资本举办医疗机构审批限制
2017/05	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院 • 积极发展个性化就医服务
2017/08	卫计委	《关于深化“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 激发医疗领域投资活力 • 放宽外方投资股权比例的限制

资料来源：中银证券

目前涉足医疗服务行业的上市公司主要有信邦制药、华润凤凰医疗、复星医药、恒康医药、北大医药等，其管理方式和发展模式各有不同。除通过新建、收购等方式获得的自营医院以外，还存在有 IOT 等针对非控股医院的通过获得经营权而收取管理费用的托管经营模式。在营收规模方面，复星医药的医疗服务板块在 2016 年实现收入 16.8 亿元，在体量上位于各上市公司首位，信邦以 12.0 亿元营收排名次席。从业务结构的角，康宁医院作为国内最大的民营精神专科医院集团，公司收入几乎全部来自于医院的运营，医疗服务收入占其总收入的 98.8%。其它上市公司在医疗服务和医院经营领域以外还涉足医药制造、医疗器械、医药流通等其他医药业务板块。恒康、凤凰医疗的医疗服务营收占比 50% 左右，信邦的医疗服务占比 23%，北大医药最低，经营医疗机构的收入仅占总收入的 1% 左右。

图表 11. 民营资本进军医疗服务领域的主要上市公司

上市公司	股票代码	交易所	医疗服务营收规模 (百万元, 2016)	医疗服务占比 (%)	医院情况	代表性医院
信邦制药	002390.CH	深交所	1,197.5	23.2	控股 8 家	贵州省肿瘤医院
华润凤凰医疗	1515.HK	港交所	717.3	46.8	控股 1 家, IOT 模式运营 11 家	北京健宫医院
康宁医院	2120.HK	港交所	410.4	98.8	新建营自建为主要形式, 现有 17 家医院在营	温州康宁医院
复星医药	600196.CH	上交所	1,677.6	11.5	控股 5 家, 参股 1 家	禅城医院
恒康医疗	002219.CH	深交所	1,193.5	54.9	控股+获取经营权, 共 8 家	盱眙中医院
北大医药	000788.CH	深交所	21.3	1.0	新建+收购, 共 8 家	北京大学国际医院

资料来源：公司公告，中银证券

信邦模式打破民营资本进军医疗服务领域的人才瓶颈

2013 年，信邦制药启动对同时涉足医药流通和医疗服务业务的贵州科开医药的股权收购交易，公司于 2014 年 3 月完成该重大资产重组并将科开医药纳入合并报表范围。通过这项并购，公司成功转型为覆盖医药制造、医药流通和医疗服务三大板块的全产业链医疗集团，医疗服务、医药流通业务开始接棒传统中药制剂业务成为公司新的业绩增长点。

科开医药是由原贵阳医学院下属的药品采购销售机构经股份制改革而成立的，科开医药不仅拥有贵医集团的品牌和人才优势，而且具备成熟的公立医院改制、运营经验。信邦通过对科开的收购进军医疗服务领域，将自身的资本运作优势与贵医的品牌效应、专家人才输送、运营经验等一系列优势相结合，完美克服了民营资本在进军医疗服务领域过程中常见的人才匮乏、社会认可度不高等困境。

公司目前在贵州布局有7家自有医院。从位置上看，其中的3家位于省会贵阳市，剩余4家分别布局在六盘水、安顺及遵义。信邦旗下医疗机构正在逐渐形成了以省会贵阳为中心，面向全省范围拓展覆盖的布局。

图表 12. 信邦旗下医院分布



资料来源：中银证券

从医院种类来分析，贵州省肿瘤医院是全省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院、乌当医院是全省有影响力的综合性三级医院，道真中医院是一所集医疗、科研、保健为一体的中医医院，安顺医院、仁怀新朝阳医院、六枝博大医院是区域性综合性医院。

图表 13. 信邦旗下医院情况

名称	位置	投入运营	类型	营利性	等级	病床数	员工数	科室设置	扩建计划
贵州省肿瘤医院	贵阳	2007	专科	营利	三甲	1,000	1,368	临床科室 32 个 医技科室 11 个	2018 年 III 期扩建完成后，增加床位约 500-800 张
白云医院	贵阳	2011	综合	非营利	三甲	1,000	891	临床科室 26 个 医技科室 13 个	II 期扩建综合楼，预计增加床位约 500 张
乌当医院	贵阳	2013	综合	非营利	三级	500	508	临床科室 31 个 医技科室 12 个 临床功能检查室 8 个	
道真中医院 (持有经营权)	遵义	2002	专科	非营利	二甲	400	240	外科、妇产科、内儿科、检验科、影像科等	近期完成了门诊大楼的升级改造
安顺医院	安顺	2005	综合	营利	二甲	300	428	大内科、大外科、核医学科、妇科、儿科等	
仁怀新朝阳医院	遵义	2014	综合	营利	二级	500	242	临床科室 16 个、医技科室 8 个	II 期主楼扩建完成，已经增加床位 (含在统计中)
六枝博大医院	六盘水	调试期	综合	营利		415	400		

资料来源：公司网站，中银证券

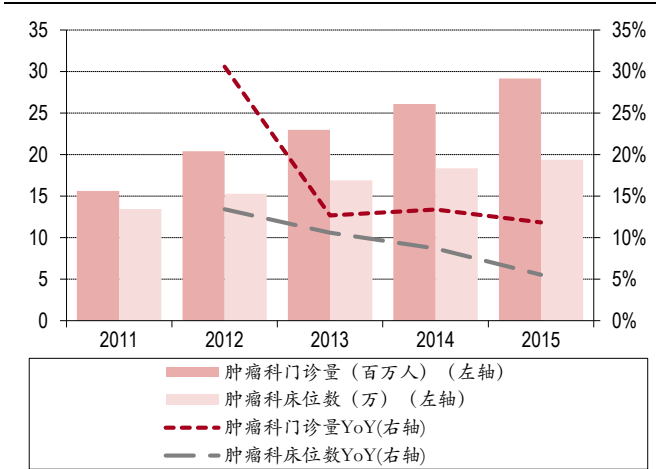
信邦旗下的两大核心医院之一的肿瘤医院是贵医附院和科开医药共同出资设立，由原贵医附院肿瘤科改制而来的全省唯一三甲肿瘤医院，在办医规模和临床水平上出于全省绝对领先。白云医院是一所定位“国内知名，省内一流”的非营利性三甲综合医院，是贵医“十二五”教学实习基地重点建设对象之一。信邦体系现有床位总计约5,000张，白云二期工程已于2017年5月投入试运营，肿瘤医院三期工程、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼尚在设备的安装调试阶段，预计将在2017年底至2018年初陆续投入运营，带来新增床位约1,800张。从更长远的规划来看，我们随着公司现有医院的扩建以及持续的外延并购，公司有望在远期突破3万张床位。

省肿瘤医院：规模扩大伴随盈利能力提升

肿瘤医院行业不断扩张，需求将不断增长。在过去的很长一段时间内，肿瘤医院在业务开展方面受到综合医院的挤压，主要是就医者观念上认为综合医院在设施、医师配备方面较好，未来随着肿瘤医院自身的不断发展，硬件设施不断完善，技术水平不断提高，其在肿瘤专科的竞争优势将进一步显现，发展前景看好。

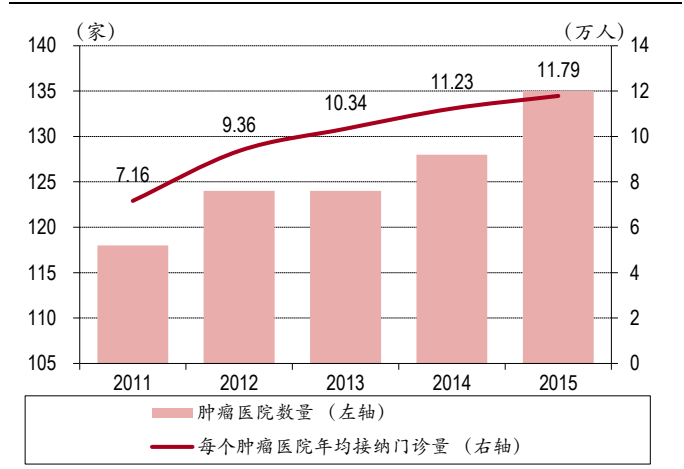
中国卫生统计年鉴数据显示，2015年我国肿瘤科门诊量达到2917万人，5年CAGR 16.88%。然而，与此相对应的肿瘤科床位数最近5年CAGR仅为9.53%，其增长速度显著低于诊疗人数的上升。这一“供不应求”的现象也从一个侧面凸显了肿瘤医院有利的发展前景。在最近五年中，全国肿瘤医院的个数平均以每年4家的速度增长，2015年全国肿瘤医院的数量为135家。相比于癌症近年来的高发趋势以及就诊人数的快速增长，肿瘤医院的发展依然还没有到达一个成熟的阶段。2011-2015年间，以全国现有的肿瘤医院为基数做统计，平均每院每年接待肿瘤患者人数由7.16万人/年上升至11.79万人/年。从这一现状出发进行分析，肿瘤医院在未来的很长一段时间内仍将处于一个需求大于供给的市场中，床位、医疗人才、器械等因素将成为现有肿瘤医院业绩增长的决定性因素。

图表 14. 肿瘤科就诊量增速高于床位增速



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中银证券

图表 15. 肿瘤医院数量、年均诊疗数逐年上升

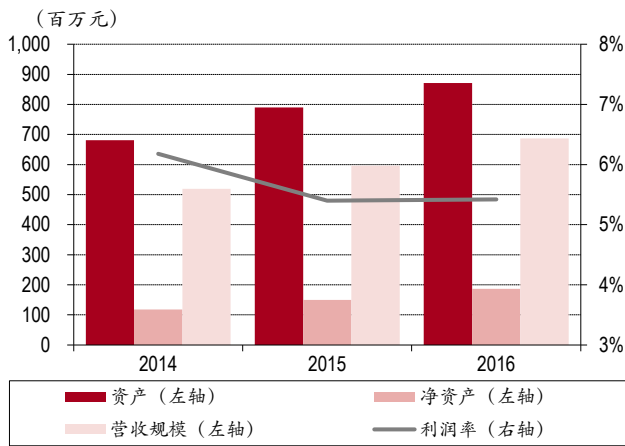


资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中银证券

公司于 2007 年与贵州医科大学合作成立贵州省肿瘤医院并占有 78% 股权，贵州医科大学代表政府持有 22% 股权。医院成立初期拥有床位 300 张，信邦制药接手后启动了扩建工程。经过近 10 年的发展，肿瘤医院已经发展成为拥有 1,000 张床位，专业人才、技术和设备全省领先的肿瘤治疗第一品牌。贵州省肿瘤医院目前是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院。

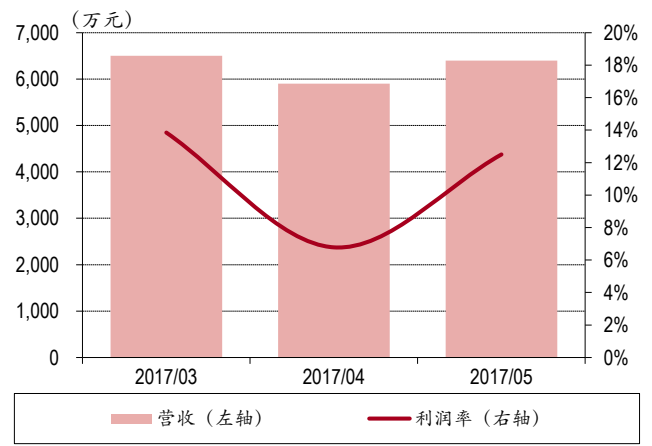
优化运营管理带来利润率提升。肿瘤医院在近年来保持着资产规模、营收规模持续扩张的趋势。2016 年营收规模达到了 6.9 亿元，两年 CAGR 15%，与此同时利润率略有下降，维持在 5% 以上。进入 2017 年以后，公司管理层对于肿瘤医院的运营进行了改革，开始按月实施的成本控制和人力管控，取得了利润水平的显著改善。根据前期调研资料，2017 上半年月均营收约 6,000 万元，利润率明显改善，预计 2017 全年利润水平有望实现同比显著增长。据公司披露，肿瘤医院在未来的发展过程中将继续优化运营，有望进一步提高利润率，从目前的 10% 左右的净利率提升到 20% 的成熟期合理利润率水平。

图表 16. 省肿瘤医院营收规模持续增长



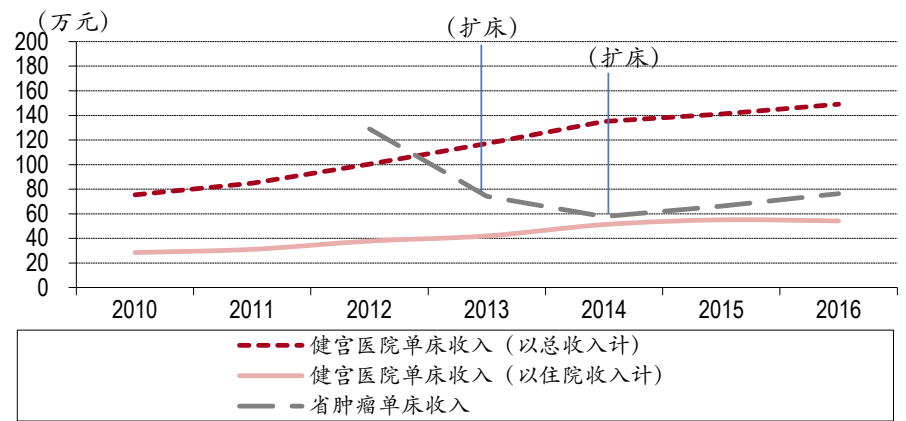
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 优化运营管理带来肿瘤医院利润率提升



资料来源：调研数据，中银证券

信邦接管肿瘤医院后，启动了肿瘤医院 II、III 期的扩建工程，新楼落成带来了病床数量 3 倍以上的增长，医院接收病患容量显著提高。肿瘤医院的病床数在三年内由最初的 300 张大幅提高到了 1,000 张，实际可容纳病人水平达到了 1,200 人。另一方面，床位扩展也使得医院整体的单床收入下降。通过与国内民营医疗龙头——凤凰医疗旗下的北京健宫医院进行比较，省肿瘤医院的整体单床收入水平基本与健宫医院以住院费用计算的单床收入接近，低于健宫医院以总收入计算的单床收入，这一结果的出现是由扩床带来的对检测、门诊等非住院费用的稀释效应所带来的。

图表 18. 省肿瘤大幅扩床伴随单床收入下滑


资料来源: 中国卫生与计划生育统计年鉴, 中银证券

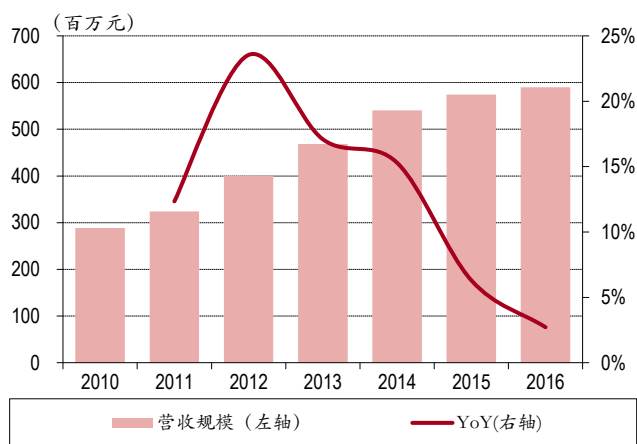
新病区落成有望推动肿瘤医院 2018-2020 年业绩持续高速增长。2014 年公司已经启动了肿瘤医院的第三期建设, 预计 2017 年底可以投入使用。新病区将提供 500 张床位, 将医院总床位数提升到 1,500 张。预计 2017 年收入 7-8 亿元, 2018 年新病区投入使用以后将带来两到三年的业绩高速增长, 2019 年营收规模有望达到 15 亿元以上。

从信邦、凤凰医疗、康宁医院代表性医院看“院龄-收入”的关系:

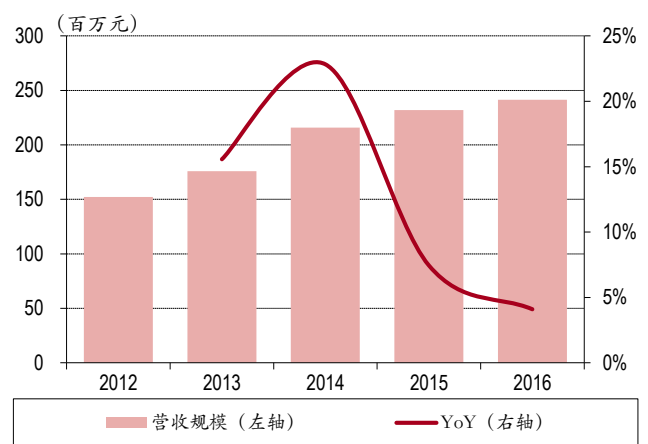
北京健宫医院是一所地处北京二环内宣武门繁华地段二级甲等综合性医院, 医院开放床位约 400 张, 临床、医技科室 33 个, 是北京市首批纳入医疗保险 A 类定点的医院之一。华润凤凰医疗 (1515.HK) 自 2007 年取得北京健宫医院的控股权起, 至今已有 10 年的时间。健宫医院在此期间营收规模不断扩大, 在 2011-2012 年达到了 23.5% 的增速峰值, 随后开始放缓, 2016 年降至 5% 以下。

温州康宁医院是是目前中国唯一一家民营三级甲等精神病专科医院, 国家临床重点专科 (精神科) 建设单位, 开放床位 1,400 张。以其核心组建的温州康宁医院股份有限公司 (2120.HK), 目前运营 11 家自建精神专科医院和 8 家托管医疗机构, 总计床位约 4,000 张。温州康宁医院在 2013-2014 年达到了收入规模的增长峰值 (22.8%), 此后收入增速逐渐下降, 2016 年增速降至 4%。

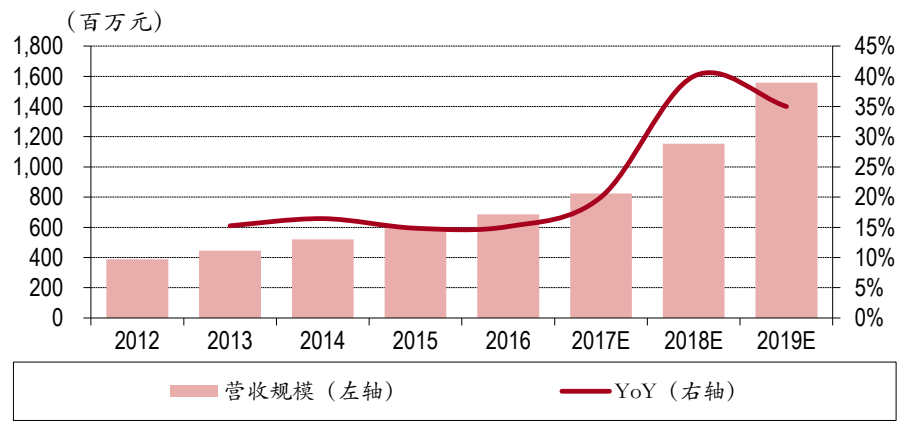
省肿瘤医院自 2007 年纳入信邦系统, 一直保持着约 15% 的收入年增长率, 预计 2018 年新增 500 张床位并达到收入增长高点。

图表 19. 健宫医院 2012 年达到营收增速峰值


资料来源: 公司公告, 中银证券

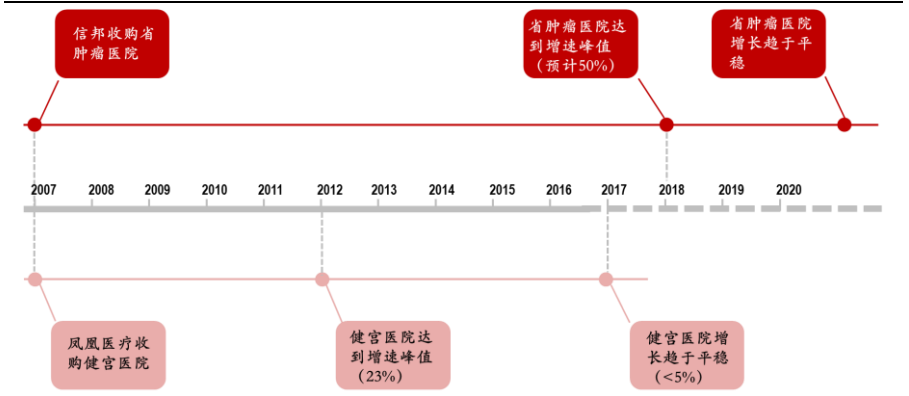
图表 20. 温州康宁医院 2014 年达到营收增速峰值


资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 21. 省肿瘤预计 2018-2019 年达到营收增速峰值


资料来源：公司公告，中银证券

三家医院自收购完成后表现出了相似的收入增速变化（平稳-高速-平稳）趋势，健宫医院在 2012 年（凤凰医疗接手 5 年）达到收入增长峰值，此后又经过 5 年进入稳定发展阶段。温州康宁医院 2014 年（建院 17 年）后达到收入增长峰值，达到峰值 3 年以后进入稳定阶段。省肿瘤医院同康宁医院相似，表现出了较长的增长周期，预计在 2018 年（信邦接手 11 年）达到增速峰值，并且有望 2018 年后的 3-5 年内持续较快增长，显示出较长的增长周期和增长的可持续性。

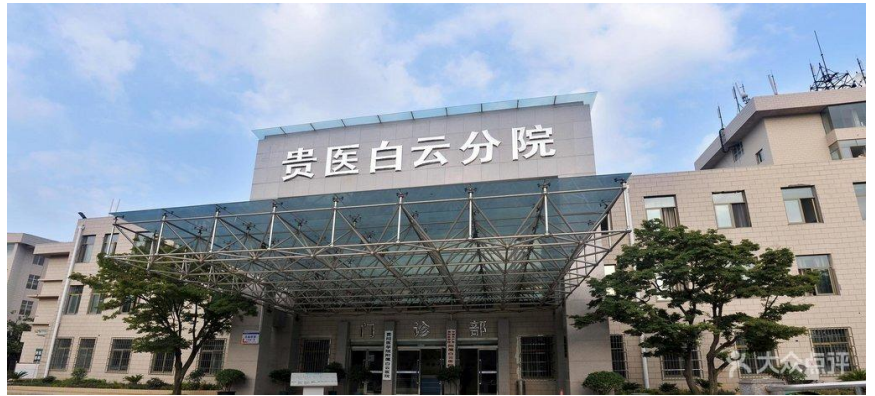
图表 22. 省肿瘤医院增长周期长，增长潜力大


资料来源：公司公告，中银证券

白云医院：打造国家级三级非营利医院，建设人才培养基地

贵州医科大学附属白云医院是一所集医疗、教学、科研、急救、保健、康复为一体的三级非营利性综合医院，2011 年 1 月成立，同年 7 月正式开放就诊。医院目前占地面积 66,101 平方米，建筑面积 95,764 平方米；设住院床位 1,000 张，已经达到日门诊量 1,600 人次以上、日在院病人 700 人次以上，日手术 30 台次以上的规模。

图表 23. 贵医附属白云医院门诊大楼



资料来源：公司公告，中银证券

白云医院现有临床科室 26 个、医技科室 13 个、病区 10 个；现有职工 891 人，拥有正高职称 48 人、副高职称 85 人、中级职称 143 人、博士生学历 14 人、研究生学历 87 人、大学本科以上学历 578 人；现有中华医学会各专业委员会常委 10 人、委员 20 余人、贵州省医学会各专业委员会主任及副主任委员 20 人。医院拥有包括神经外科、神经内科、骨科、肝胆外科、消化科、肾病风湿科、泌尿外科、呼吸内科、心内科、疼痛科、介入科、妇产科、眼科等在内的一大批重点专科，其诊疗技术水平、科研能力和综合实力处于省内一流、全国领先地位。

科开接手以来，白云医院月收入已经由 200 万逐步提升到 3,000 万左右，实现了 15 倍的增长。医院目前还是非盈利医院，公司近年来不断加大投入以加快医院建设，白云医院新建大楼已于 2017 年中投入使用，使得医院编制床位达 700-800 张，实际可容纳人数上升到 1,000 人左右。公司预计 2017 年的营收规模将达到 4 亿左右，未来有望实现每年 1 亿的营收增长速度。白云医院若转为营利性医院，结合省肿瘤医院现有利润水平估计，将实现至少 7-8% 的利润率，即每年贡献近 3,000 万利润。远期公司有望通过运营管理达到盈利能力的进一步提升，实现 15%-20% 的净利率目标，进一步提高利润贡献。

与省肿瘤相似，白云医院也拥有贵医附院品牌冠名，医院管理人才和坐诊专家规模大，水平高。白云医院在信邦的医疗布局中定位为人才培养中心，公司正在规划建设能容纳 1,000 名以上实习生、规培生以及研究生的大楼作为未来人才培养基地。

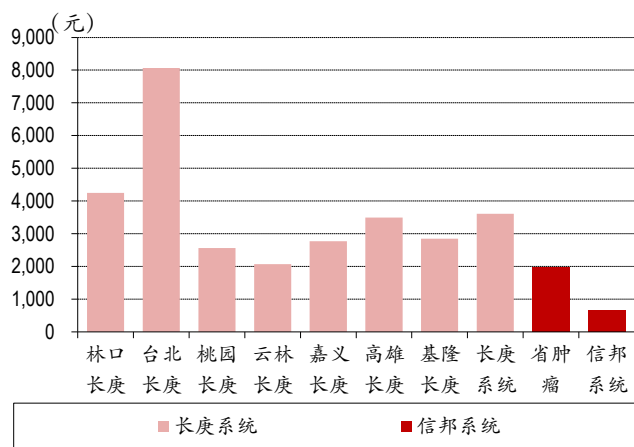
借鉴长庚模式，远期目标 3 万床位

长庚医疗财团法人，简称长庚医院，是台塑集团创办人王永庆于 1973 年设立的财团法人医院，现在是为台湾地区规模最大的财团法人医疗机构。长庚医院旗下在台湾省内设有 7 间医院、2 间护理之家，基本实现了覆盖北、中、南全岛的医疗服务体系。在地理位置方面，信邦与长庚的布局模式有一定的相似之处，即针对政治经济中心（贵阳、台北）进行重点布局，同时兼顾全省范围内的渗透，打造地区综合性的医疗服务网络。

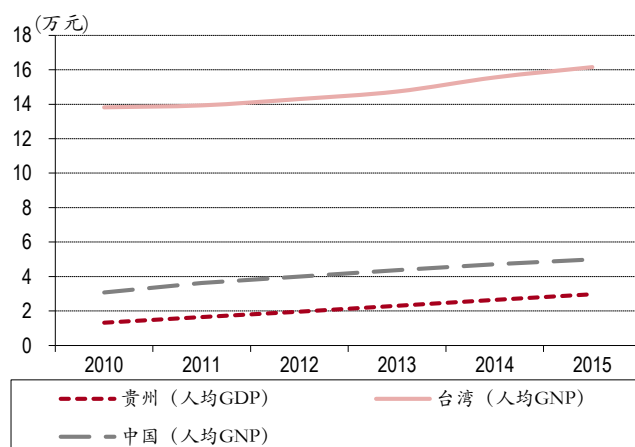
图表 24. 长庚医疗旗下主要医疗服务机构分布


资料来源：公司资料，中银证券

营利能力方面，从单床收入的比较来看，信邦的整体水平还显著低于长庚，仅有近 700 元/日的水平。相较之下，2016 年长庚医院平均实现了 3,600 元/日的单床收入，位于经济发达地区的台北长庚纪念医院，单床收入甚至达到了 8,000 元/天，是信邦系统医院平均水平的 10 倍以上。造成这一状态的原因有三，一是信邦旗下的贵医乌当医院、道真中医院等非营利医院尚未并表；二是地区之间经济水平的差异，2015 年台湾地区的人均生产总值水平相当于贵州的 5 倍以上，导致整体消费水平同样高出贵州；最后是信邦旗下的医院整体院龄较小，仍然需要一些时间进行规模扩张、品牌打造、口碑积累等以吸引更多病源，进而提高总体收入水平。我们预计信邦的医疗服务板块营利能力将持续提升。信邦在贵州经济持续增长的大环境下，配合自身内部运营管理，不断提高自身盈利能力，接近长庚的单床收入水平。

图表 25. 长庚医院单床收入高于信邦


资料来源：长庚官网，中银证券

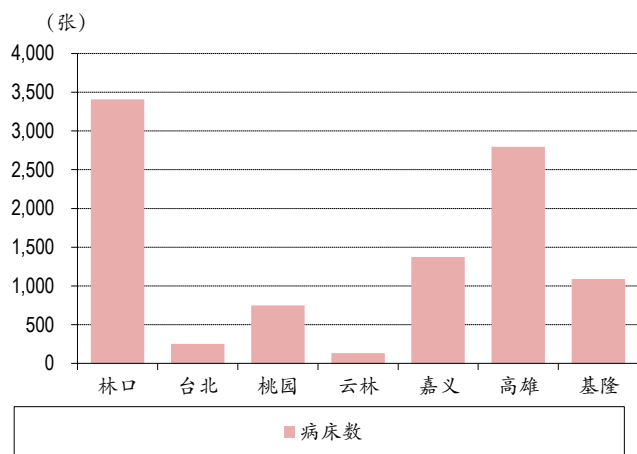
图表 26. 贵州、中国大陆与台湾的人均 GDP/GNP 比较


资料来源：公司公告，中银证券

从医院规模上看，长庚医疗体系下现有总病床数约1万张，旗下医院中病床规模最大的两家医院位于桃园和高雄，分别拥有3,400和2,800张床位，千张床位级别的医院有5家。信邦旗下医疗机构现已投入使用的床位约4,000张，2017年预计新增床位1,300张，千张床位规模的医院有两家，总体体量上看还有较大的发展空间。

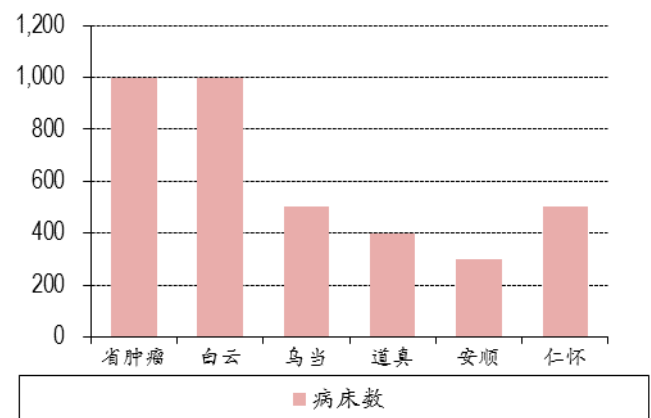
地处贵州医疗发展潜力巨大，全省3万张病床布局。2015年的统计数据显示，贵州地区现有人口3,529万人，病床19.65万张，每千人口平均病床数为5.57，台湾地区现有人口2,356万人，病床16.31万张，每千人口病床数为6.93。从人均病床数来看，贵州地区与经济相对更为发达的台湾地区相比，医疗服务水平仍存在着一定差距，发展潜力可观。根据调研资料，公司计划在贵州每县布局300-500床位规模的医疗服务机构，最后在整个贵州形成3万张床位的布局，医疗服务板块预计综合利润贡献率将达到15%-20%。从人均病床数对这一规划进行分析，在信邦扩展自身床位至3万张后，贵州地区的总体床位将达到22万张，每千人口病床数上升至6.03（假定人口按照现有增长率，其它条件不变），依然低于台湾地区的现有数量（6.93），证明医疗服务在贵州的发展仍然具备相当的潜力。公司有望凭借在贵州地区对“信邦模式”的复制和推广继续推进在各县市的覆盖，实现远期3万张以上的病床数以及“县县覆盖”的完整医疗服务布局。

图表 27. 长庚旗下医院病床规模



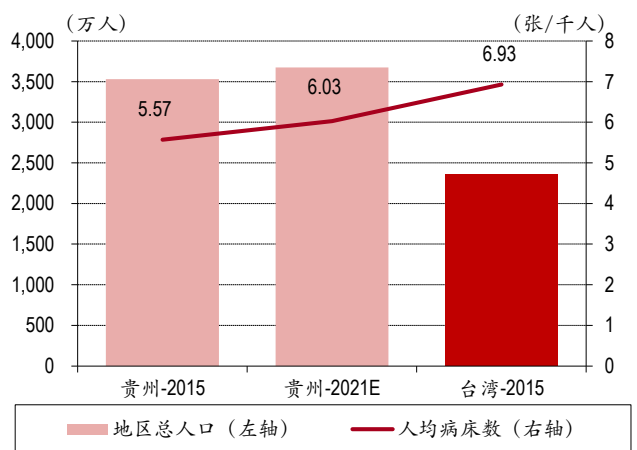
资料来源：长庚官网，中银证券

图表 28. 信邦旗下医院病床规模



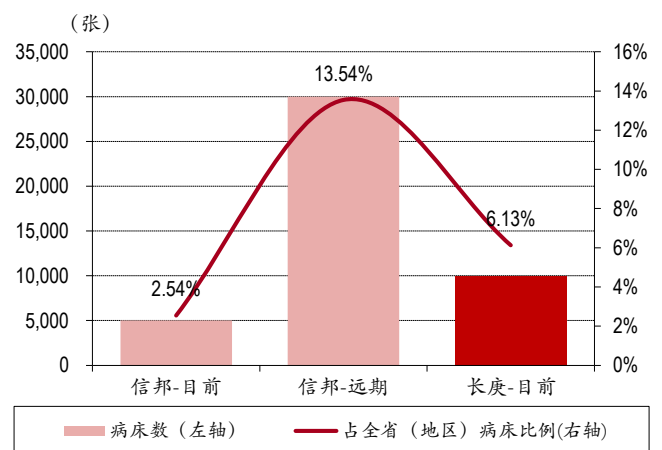
资料来源：公司公告，中银证券

图表 29. 贵州与台湾人均病床数比较



资料来源：贵州统计年鉴，长庚官网，中银证券

图表 30. 信邦远期3万张床位，贵州最大民营医疗



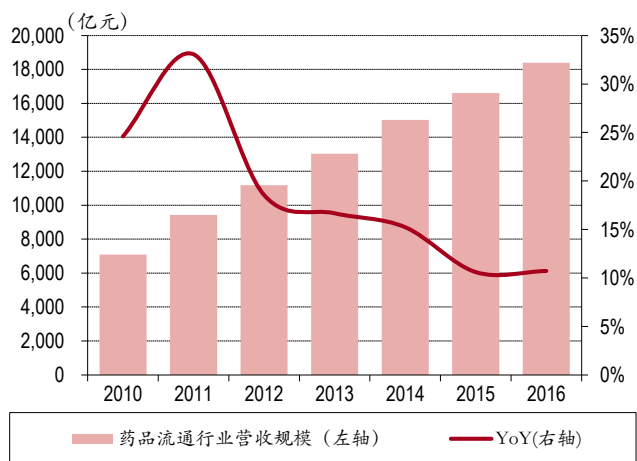
资料来源：公司公告，中银证券

据统计数据，2015年贵州省内医疗机构共有病床19.65万张，以信邦现有床位5,000张计算，约占有全省医疗机构总床位数的2.54%。台湾地区2016年共有医疗床位16.31万张，其中长庚医院占约1万张，占比6.13%。从远期发展战略分析，信邦将以县为单位逐渐铺开业务，逐步实现在全省范围内拥有病床3万张，完成后信邦将占据全省医疗机构床位总数的13.54%，超越目前长庚医院在台湾地区所占有的行业体量（以病床计）。

完成整合梳理，依托多终端完善医药流通网络

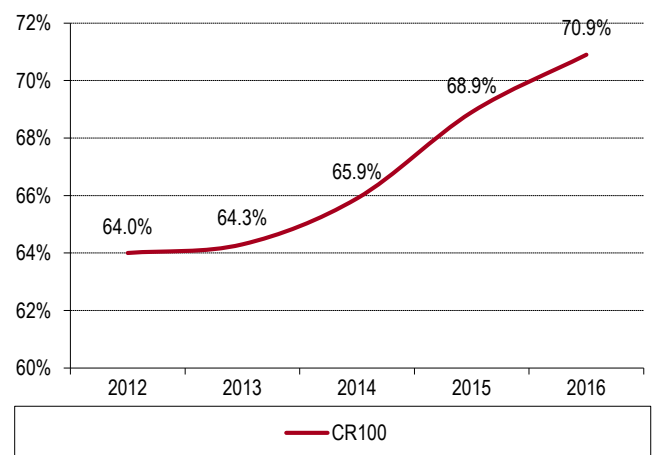
根据商务部发布的 2016 年药品流通统计分析报告，2016 年全国药品流通行业销售额达到 18,393 亿元，同比增长 10.4%。药品流通业行业集中度进一步提高，药品批发企业主营业务收入前 100 名占全行业总规模的 70.9%，同比上升两个百分点。近年来，在两票制和营改增的推动下，药品流通行业的并购整合事件频繁，行业集中度持续提升。

图表 31. 药品流通业销售额及同比增速



资料来源：商务部，中银证券

图表 32. 药品流通业行业集中度不断上升



资料来源：商务部，中银证券

“三大体系，两家专业化公司”的医药流通领域布局。公司自 2014 年完成收购科开公司以来，逐渐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医药流通销售网络，形成了三大特色配送体系和两个专业化公司的格局。三个大特色配送体系中：一是信邦体系，以信邦医药为主体，覆盖贵阳及黔南地区；二是科开系，包括科开医药、科开器件、科开大药房等，主要覆盖贵阳地区的物流。科开大药房旗下拥有 12 家医药零售门店，已初步形成了覆盖公司下属医院和主要合作医院的医药零售网络。三是卓大体系，以遵义为中心开展医药流通服务。卓大医药通过搬迁至遵义市，与遵义市政府就药品集中统一配送、药品物流配送基地建设等方面签订了一系列战略合作协议。信邦通过控股中康泽爱与信达利等两家专业化公司，在六盘水、铜仁、毕节等地开展并购等方式进一步扩展物流渠道，并在托管院建立独立的社会药房，加强和上游厂家的关系。

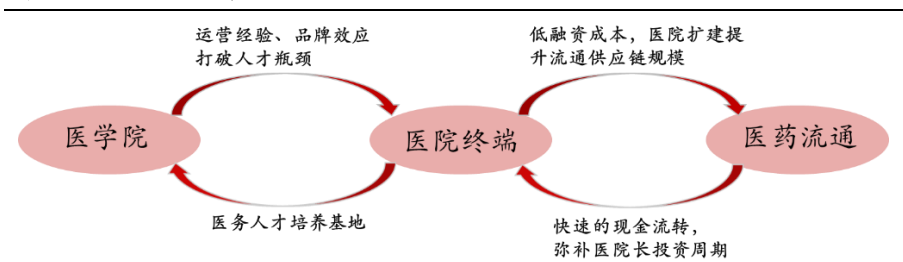
公司经营药品、器械、耗材等 7,000 余品种，全省总代理品种 4,000 余个，取得首批首家“为其他医疗器械生产经营企业提供贮存配送服务”试点企业资格，现已发展成为省内医药流通的企业龙头。

图表 33. 信邦“三大体系，两家专业化公司”的医药流通布局

	主要组成部分		主要覆盖地区
配送体系	信邦体系	信邦医药	贵阳、黔南地区
	科开体系	科开医药、科开器件、科开大药房	黔东南地区
	卓大体系	卓达医药	遵义及周边
主营业务			
专业化公司	中康泽爱	医疗器械配送	
	信达利	体外诊断、医学实验室综合服务商	

资料来源：公司公告，中银证券

医药流通是公司“医学院-医院-医药流通供应链”铁三角的核心环节和利润体现，当前拥有绝佳发展机遇。医药流通业务相较于医院经营属于轻资产，其特点是投资回收期短，现金流周转快，盈利稳定，这些优势将很好地弥补公司重投资布局医院过程中存在的投资周期长等不足。同时，随着信邦医院终端的不断扩张，将为医药流通业务的供应链规模带来提升。医药流通、医药服务两大板块分别提供为公司提供了稳定的短期和长期现金流支持，使公司得以获得低于行业内其他公司的融资成本，利好公司未来的整合扩张。

图表 34. 信邦“医学院-医院-医药流通供应链”铁三角


资料来源：公司公告，中银证券

当前，两票制的实行造就了医药流通领域的大整形时代。信邦与单一业务的医药流通公司的不同之处在于其拥有自营医院和托管医院，并有十几家医院作为唯一的供应商。在医药流通产业上游，信邦有自己的医院，与贵阳医学院有紧密合作关系，资源强大；在产业下游，信邦通过收购整合，不断拓宽渠道，正逐渐掌握着越来越多的话语权，对上游供应商议价能力不断提升。公司重视行业内的并购整合，不断扩大和延伸自身配送网络，丰富代理种类，从而实现了规模和盈利增长。公司旗下科开大药房已具备连锁资质，已经初步形成了覆盖公司既有医院和主要合作医院的医药零售网络，还将在贵阳、遵义进一步增加门店数量，打造有品牌影响力的连锁药店。2016年，公司占据了全省医药流通领域30-40%的市场，预计未来这一比例有望达到60-70%。

“贵医云”实现医疗服务+医药配送一体化串联

“贵医云”互联网医疗平台是以知名三甲医院——贵州医科大学附属医院为中心，结合全省范围的县、乡镇和社区医院以及大型药店，形成的集医生、药师、患者、数据、服务为一体的云端医疗联合体。贵医云用户可以通过手机，随时联系后台的执业药师和医生，对如何科学用药、小病的自我治疗以及慢性病的科学护理等方面进行视频咨询。由后台专家进行一对一的专业指导，保证用户安全的用药。

自运营以来，加盟“贵医云”的线上医院、药房数量不断增加，已取得一定的客户群和社会效益。公司将以之为纽带，实现各级医院的上下联动，更大范围提升基层医院服务能力，为患者提供优质、便捷的医疗服务。

图表 35. “贵医云” app 平台



资料来源：公司网站，中银证券

“遵医云医院”是由信邦富顿和遵义医学院附属医院合作，利用互联网、大数据、云计算、物联网等信息技术，共同建立的互联网医院。2016年12月正式上线运行。首期推出的在线问诊，上线服务医生达135人，全是主任医师和副主任医师级别，涵盖了18个科室。

整合中肽生化，完善医药制造体系

医药制造是信邦的传统业务板块，在公司收购科开进行业务结构转型后，现在是公司的三大业务板块之一。根据 2017 半年报数据披露，医药制药业务营收规模占总营收的 14%，低于医疗服务、医疗流通业务，但毛利率高达 65.61%，板块盈利能力潜力巨大。

中药制剂：从原料、生产、销售、应用形成完整生态闭环

公司医药制造板块主要分为中药制剂和生物制剂两部分。在中药制剂业务中，信邦制药在贵州罗甸的生产基地拥有 12 条 GMP 生产线，拥有国药准字品种 67 个。主导产品包括：益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、贞芪扶正胶囊、尿感宁颗粒、维血宁颗粒、参苏胶囊、肾骨胶囊、花芪胶囊、关节克痹丸、布洛芬咀嚼片、调经养颜片、头孢羟氨苄甲氧苄啶、灯盏花素滴丸、妇乐颗粒、布洛芬缓释胶囊、小儿清热宁颗粒等。

其中，被纳入国家基本医疗保险的品种有 21 个，主要有：护肝宁片、参苏胶囊和维血宁颗粒。同时拥有 17 个国家基药目录品种，主要有：益心舒胶囊、益心舒片、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊和贞芪扶正胶囊。

其中六味安消胶囊是目前国内首家进行多中心临床研究的全天然胃肠动力药，主治胃痛胀满，消化不良，是畅销的消食剂，具有一定得市场号召力。益心舒胶囊主治气阴两虚，具有养阴生津之功效，属于公司主打产品之一，一直保持 100% 的市场占有率，竞争格局优势明显。银杏叶片主治瘀血阻络所致的胸痹心痛，中风，半身不遂，该产品是全国军队系统医院范围内独家中标品种，具有渠道上的独特优势。

图表 36. 公司纳入基本医保的部分中药制剂（不完全统计）

产品	规格	功能主治
护肝宁片	0.35g×100片/盒	清热利湿，益肝化瘀，舒肝止痛；退黄，降低丙氨酸转氨酶。用于温热中阻、瘀血阻络所致的脘胁胀痛、口苦、黄疸、胸闷、纳呆；急、慢性肝炎见上述症候者。
参苏胶囊	0.5g×36粒/盒	疏风散寒，祛痰止咳。主治体弱风寒感冒，恶寒发热，头痛鼻塞，咳嗽痰多，胸闷呕逆。
维血宁颗粒	8g×12/袋	滋补养血，清热凉血。用于阴虚血热所致的出血；血小板减少症见上述症候者。

资料来源：公司网站，中银证券

图表 37. 公司纳入国家基药目录的部分中药制剂（不完全统计）

产品	规格	功能主治
益心舒胶囊	0.4g×36粒/盒	益气复脉，活血化瘀，养阴生津。用于气阴两虚，淤血阻脉所致的胸痹，症见胸痛胸闷，心悸气短、脉结代；冠心病心绞痛见上述证候者。
益心舒片	0.6g×36片/盒	益气复脉，活血化瘀，养阴生津。用于气阴两虚，淤血阻脉所致的胸痹，症见胸痛胸闷，心悸气短、脉结代；冠心病心绞痛见上述证候者。
脉血康胶囊	0.25g×36/48粒/盒	破血逐瘀，通脉止痛。用于中风，半身不遂，微痕痞块，血瘀经闭，跌扑损伤。
六味安消胶囊	0.5g×48粒/盒	健脾和胃，导滞消积，行血止痛。主治胃痛胀满，消化不良，大便秘结，痛经。
贞芪扶正胶囊	0.35g×48/60粒/瓶	补气养阴。用于久病虚损，气阴不足，配合手术、放射治疗、化学治疗，促进正常功能的恢复。
银杏叶片	19.2mg×36/48片/盒	活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死见上述证候者。

资料来源：公司网站，中银证券

为保证中药原材料来源的可靠与稳定，公司所生产的中药制剂所需的何首乌、太子参、银杏、半夏等 50 多个中药材品种，均产自公司自建的中药材种植基地，各种植基地（铜仁、都匀、毕节等）合共种植中药材累计超过 20 万亩。不但保证了原材料的质量，也同时为种植基地当地带来了就业机会和促进当地经济发展。

另外，公司还与江苏省中医院在铜仁携手建设了中药饮片生产基地，拥有年产中药饮片 2 万吨的 GMP 生产线，目前可炮制、加工地道中药材品种 50 余个，真正实现了中药材种植、中药饮片生产和医院临床应用的无缝连接。

原料方面，信邦制药拥有自己的种植园；生产方面，公司主要集中在本部进行生产；销售方面，信邦制药的医药流通在贵州有成熟的销售网络，分销渠道，和一系列连锁的药店；另外公司自有的医院体系为中药制剂的终端应用提供了独特的优势；从原料、生产、销售、应用形成了完整的生态闭环，形成良性循环。大大降低了企业成本，又可以此为依托增强自身的行业竞争力和影响力。

生物制剂：中肽生化填补了信邦制药在生物制药上的空白

2015 年对中肽生化的收购为公司加入了生物制药业务。作为国内较早从事多肽研究开发的生产企业，中肽生化是一家致力于多肽类新药和仿制药的原料药研发、申报及大规模商业化生产的高新技术企业，拥有扎实的研究实力和良好品牌口碑。作为亚洲首家通过美国 FDA 认证的多肽供应商，中肽生化自 2011 年以来已经四次零缺陷通过 FDA 现场审查。

中肽生化的主要业务包括客户定制多肽、药物多肽和体外诊断试剂。其中，体外诊断试剂作为中肽生化的主营业务之一，收入比重超过 60%，多个产品处于世界领先水平并取得美国 FDA 和欧盟 CE 认证。

图表 38. 中肽生化主营业务范围

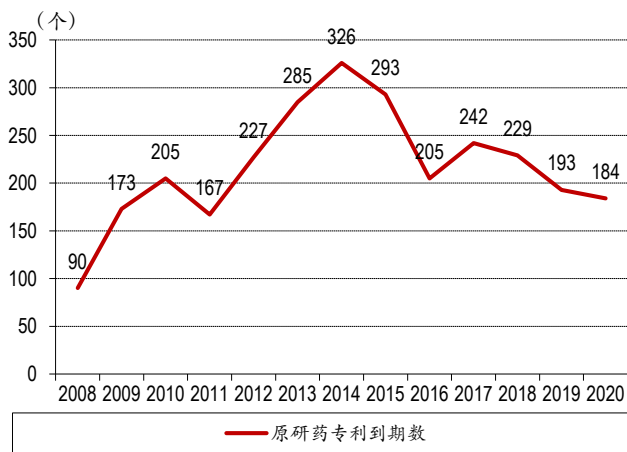
客户定制多肽业务	GMP 多肽合成服务 多肽修饰标记服务 多肽检测分析服务
药物多肽业务	GMP 多肽产品 目录肽多肽产品 客户肽定制多肽产品
体外诊断试剂业务	妇女健康系列 传染病系列 肿瘤标志物系列 心肌标志物系列 药物滥用系列

资料来源：公司公告，公司网站，中银证券

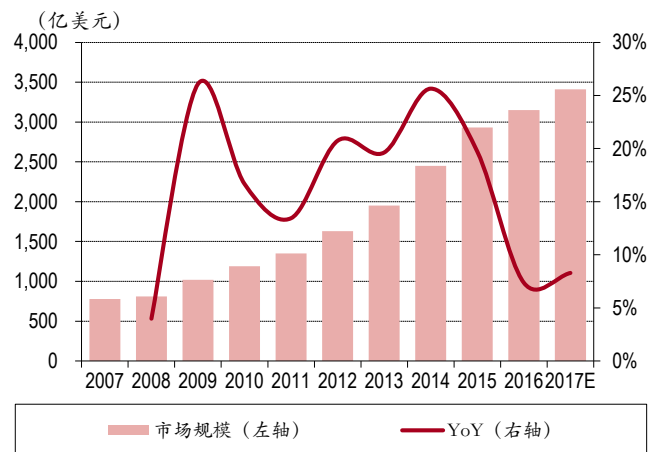
中肽生化提供的客户定制服务包括 GMP 多肽合成、多肽修饰标记服务、多肽检测分析服务。中肽生化提供的药物多肽服务包括 GMP 多肽产品、catalog 目录肽多肽产品、客户肽(custom peptide)定制多肽产品。而中肽生化提供的体外诊断试剂则包括妇女健康、传染病、肿瘤标志物、心肌标志物和药物滥用五个系列。中肽生化凭借其高灵敏度、高准确率和批间高稳定性的优势，生产基地率先通过美国 FDA 认证，在国内甚至世界均处于领先地位。

信邦通过对中肽生化的收购将生物制剂纳入了医药制造业务范围，并且大大增强了自身的研发实力。中肽生化原股东承诺，在 2015 年度、2016 年度、2017 年度扣非归母净利润分别不低于 0.82 亿元、1.06 亿元及 1.38 亿元。公司已经两年连续实现重组业绩承诺，2017 年在业绩预计不低于上年的情况下仍将顺利完成业绩承诺。

药物多肽目前在国内市场的运营模式都是仿制国外药物制剂为主，很多国外专利药到期之后，国内就能通过仿制药的方式申请审批，尤其是 10 月 FDA 新出台的政策建议合成肽类药物可以按照 ANDA 途径申报，大大促进了肽类制剂的市场景气度，未来多款肽类药物有望持续繁荣。信邦制药收购中肽生化后加大了对新药开发的投入，积累研发成果，在未来专利药到期的一段时间内，将会成为中肽生化利润爆发期。我们的团队在之前的报告（《翰宇药业：多肽龙头再起航，海外业务助推业绩增长》）中就提到过，近年来，“专利悬崖”现象持续性出现，医药行业进入了全球专利药到期的密集期。在过去的 5 年中，每年有超过 250 个原研药迎来专利期的结束，2017 年 242 项药物基本化合物的专利期将满，2020 年以前仍将保持年均 200 个左右的专利药到期。根据 EvaluatePharm 的预测，2014-2020 年间将有 2590 亿美元的药品专利期将满，专利到期后约 70% 的市场份额将被仿制药占有。在这些即将到期的专利药中，有很大一部分就是多肽类的药物。作为国内为数不多被 FDA 认证的多肽供应商，中肽生物有着极其成熟的生产流程，并凭借已获国家发明专利的 PeptidEx 合成技术，建立了容量超过 50,000 个的组合肽库，加上在不久的将来，在中肽生化 15,000 平方米的新建 GMP 生产大楼投产后，将进一步增强其多肽生产能力。随着专利到期，仿制药增多，必然导致价格下降。下游仿制药市场的繁荣，将会为肽类原料药市场带来高景气度，中肽生化的多肽产品必将成为信邦制药未来业绩主要增长点。

图表 39. 2008-2020 年原研药专利到期药数量


资料来源: FDA, 中银证券

图表 40. 2007-2017 全球仿制药市场规模及预测


资料来源: 前瞻产业研究院, 中银证券

体外诊断, 即 IVD(In Vitro Diagnosis), 是指在人体之外, 通过对人体样本(血液、体液、组织等)进行检测而获取临床诊断信息, 进而判断疾病或机体功能的产品和服务。根据我国国家食品药品监督管理局 (SFDA) 的《医疗器械分类目录》标准, 体外诊断试剂属于 6840 临床检验分析仪器类。体外诊断具有检测快速、携带方便、结果准确等特点, 广泛适用于医院、戒毒所、海关、检疫、公路排查和征兵体等场景的筛查工作。

而体外诊断试剂业务作为中肽生化的主营业务之一, 收入比重占主营业务收入的比例约 60% 左右。中肽生化的体外诊断试剂主要有妇女健康、传染病、肿瘤标志物、心肌标志物、药物滥用这几个系列。其中, 药物滥用 (毒品) 系列的多个产品已获得美国 FDA 和欧盟 CE 认证, 其他系列 (妇女健康、传染病、肿瘤标志物和心肌标志物) 的多款产品亦得到了欧盟的 CE 认证, 在海外市场有一定的积累。事实上, 目前中肽生化的体外诊断试剂产品绝大多数的订单是来自美国地区, 是其主要收入来源, 该业务由中肽生化全资孙公司 UCP Biosciences 负责, 包括美国地区所有经销商的维护和市场信息搜集。

我国的体外诊断市场起步落后于欧美国家, 但是随着国家经济发展, 人们生活水平不断提高, 体外诊断行业的一直在迅猛发展。根据业内专家分析, 过去几年中国体外诊断市场一直保持 15% 左右的增长速度, 是全世界体外诊断增长最快国家。

中肽生化在体外诊断试剂业务方面一直处于国际领先地位, 业务中心此前也在欧美地区。展望未来, 除了国外诊断试剂市场的持续发展趋势之外, 国内体外诊断试剂业务也有望会成为中肽生化的新重心。得益于经济发展, 国内对体外诊断试剂的需求将会逐渐放量, 中肽生化凭借其出色的产品品质和海外市场的丰富经验, 国内的体外诊断试剂业务有望成为信邦制药的利润增长点。

医药制造业务未来发展趋势

此次的收购, 信邦制药拥有了中肽生化 100% 的股份, 大大增强了医药制造整体的研发实力, 收购完成后, 信邦制药积极对中肽生化的进行扩建, 技术升级改造, 不难看出新邦制药对中肽生化寄予厚望。合并报表后信邦制药的医药制造板块毛利率高达 65.61% 也大大增强了公司对中肽生化的信心。相信未来在信邦制药原有的流通销售网络和医疗机构的基础上, 中肽生化并将迎来良好局面。发过来又能促进医药流通和医疗服务的业绩, 形成良性循环。

虽然 2017 上半年的医药制造收入轻微低于预期（收入 3.86 亿元，同比轻微下跌 3 个百分点），我们仍持乐观看法。主要观点有以下几点：1. 中药制剂方面，公司新建的丸剂生产线符合国家《药品生产质量管理规范》要求，通过了 GMP 认证，获得《药品 GMP 证书》。产品正式投产后逐步放量，有望成为中药制剂业务新的业绩增长点。2. 生物制药的主力是中肽生化，收购后连续两年完成了收购时签署的业绩承诺，预计今年也会成功履行承诺。3. 中肽生化在 2016 年投资建设的 GMP 大楼工程基本完成（工程投入占预算比例已达 100%）。年内有望投入使用，届时，将大大提高中肽化生的生产能力。4. 多重政策利好，下游多肽药物制剂公司迎来良好局面，带动药物多肽供应商放量。2017 年 6 月，CFDA 正式加入 International Council for Harmonization (ICH)，承认国际临床数据，大大缩短临床审评周期。FDA 在 2017 年 10 月 2 日发布了《ANDAs for Certain Highly Purified Synthetic Peptide Drug Products That Refer to Listed Drugs of rDNA Origin》，建议合成肽类药物可以按照 ANDA 途径申报。多款多肽类重磅药专利即将到期，多肽仿制药将呈井喷式发展。在这些利好因素的驱动下，作为全国领先的多肽供应商，中肽生化必将在这波红利中获利丰厚。

盈利预测及估值

医疗服务: 肿瘤医院 III 期工程预计 2018 年完工, 将带动 2018-2020 年间业绩高度增长, 白云 II 期工程已于 2017 年 5 月投入试运营, 肿瘤医院 III 期工程、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼尚在设备的安装调试阶段, 预计将在 2017 年底至 2018 年初陆续投入营运, 带来新增床位约 1,800 张。信邦 2017 年开始对旗下医疗服务机构进行运营管理的优化, 已经体现出较好的成果, 利润率明显上升。预计未来医疗服务的业绩增长、利润率增长将共同推动公司在该板块的利润水平。

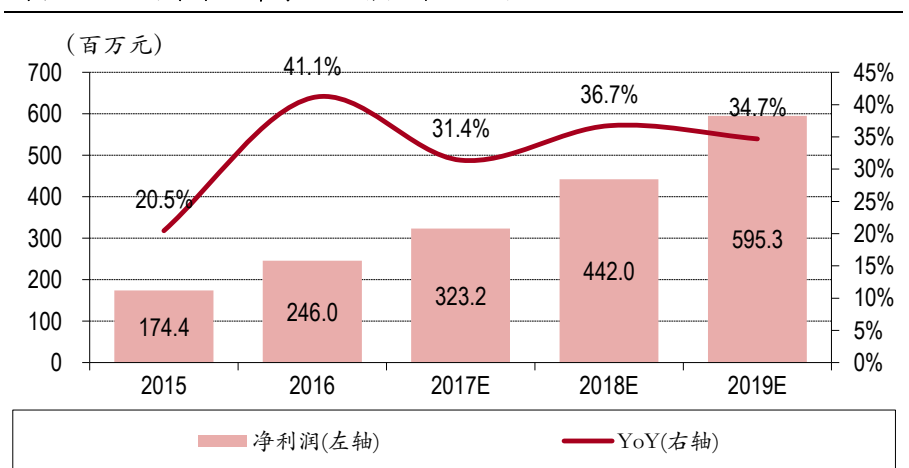
医药流通: 公司获益于两票制的实施, 有望通过“信邦、科开、卓大”三大体系进一步整合贵州省内的医药流通行业。在产业上游依托自有医院和托管医院的强大优势, 下游凭借低融资成本不断进行收购整合, 扩宽渠道。未来有望在现有 30-40% 市场份额的基础上更进一步, 将这一比例提高到 60% 以上。

医药制造: 2017H 贡献营收 3.86 亿元, 同比下跌 3%, 我们预计 2017 年将基本维持平稳的收入水平。生物药方面, 中肽生化在 2016 年投资建设的 GMP 大楼工程基本完成, 年内有望投入使用。中肽化生的生产能力将得到改善, 多肽产品有望逐步增加放量。中药制剂方面, 公司新建的丸剂生产线已经通过 GMP 认证。产品正式投产后逐步放量, 有望成为中药制剂业务新的业绩增长点。

图表 41. 信邦制药内生增长预测

报告期	2015	2016	2017E	2018E	2019E
医疗服务					
收入 (百万元)	1,048.5	1,197.5	1,411.5	1,976.0	2,708.8
收入增速(%)	136.30	21.28	17.87	40.00	37.08
毛利润 (百万元)	196.2	192.8	254.1	395.2	595.9
毛利率(%)	18.71	16.10	18.00	20.00	22.00
省肿瘤医院					
收入 (百万元)	596.4	686.6	823.9	1,153.5	1,557.2
收入增速(%)	14.85	15.12	20.00	40.00	35.00
其它医院					
收入 (百万元)	452.1	510.9	587.5	822.5	1151.6
收入增速(%)	1.89	13.01	15.00	40.00	40.00
医疗流通					
收入 (百万元)	2,486.0	3,029.9	3,484.4	4,181.3	5,017.5
收入增速(%)	77.72	21.88	15.00	20.00	20.00
毛利润 (百万元)	277.2	315.7	418.1	564.5	727.5
毛利率(%)	11.15	10.42	12.00	13.50	14.50
医药制造					
收入 (百万元)	639.9	903.5	903.5	926.6	952.1
收入增速(%)	3.34	41.20	0.00	2.56	2.74
毛利润 (百万元)	385.0	593.1	596.3	611.6	628.4
毛利率(%)	60.17	65.65	66.00	66.00	66.00
中肽生化					
收入 (百万元)	82.5	231.2	231.2	254.3	279.8
收入增速(%)		180.24	0.00	10.00	10.00
其它制剂					
收入 (百万元)	557.4	672.3	672.3	672.3	672.3
收入增速(%)	(9.98)	20.61	0.00	0.00	0.00
其它业务					
收入 (百万元)	5.4	26.2	31.4	37.7	45.3
收入增速(%)	(62.50)	385.19	20.00	20.00	20.00
毛利润 (百万元)	1.1	5.2	6.3	7.5	9.1
毛利率(%)	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
总计					
收入 (百万元)	4,179.8	5,157.1	5,830.8	7,121.6	8,723.6
收入增速(%)	68.80	23.38	13.06	22.14	22.49
毛利润 (百万元)	859.5	1,106.9	1,274.8	1,578.8	1,960.9
综合毛利率(%)	20.56	21.46	21.86	22.17	22.48

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 42. 公司未来三年净利润增长情况预测


资料来源: 公司公告, 中银证券预测

预计公司 2017-19 年净利润分别为 3.23、4.42、5.95 亿元，对应每股收益分别为 0.19、0.26、0.35 元，我们根据市场上医疗服务行业平均市盈率情况给予 18 年 43 倍 PE，目标价格 11.18 元，给予**买入**评级。

风险提示

医院扩张带来业绩增长低于预期，
医疗流通行业整合低于预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	4,180	5,157	5,831	7,122	8,724
销售成本	(3,340)	(4,075)	(4,585)	(5,578)	(6,806)
经营费用	(421)	(611)	(514)	(599)	(715)
息税折旧前利润	418	471	731	945	1,203
折旧及摊销	(127)	(150)	(226)	(290)	(356)
经营利润(息税前利润)	292	321	505	655	847
净利息收入/(费用)	(110)	(95)	(105)	(103)	(101)
其他收益/(损失)	47	85	10	9	9
税前利润	228	312	410	561	755
所得税	(60)	(69)	(91)	(125)	(168)
少数股东权益	(6)	(3)	(4)	(6)	(8)
净利润	174	246	323	442	595
核心净利润	174	257	316	431	580
每股收益(人民币)	0.139	0.144	0.190	0.259	0.349
核心每股收益(人民币)	0.139	0.151	0.185	0.253	0.340
每股股息(人民币)	0.041	0.030	0.045	0.064	0.080
收入增长(%)	69	23	13	22	22
息税前利润增长(%)	24	10	57	30	29
息税折旧前利润增长(%)	47	13	55	29	27
每股收益增长(%)	(52)	4	31	37	35
核心每股收益增长(%)	(59)	9	23	37	35

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	228	312	410	561	755
折旧与摊销	127	150	226	290	356
净利息费用	110	95	105	103	101
运营资本变动	(144)	(698)	53	(306)	(487)
税金	(66)	(73)	(91)	(125)	(168)
其他经营现金流	(37)	16	(4)	(170)	(206)
经营活动产生的现金流	217	(199)	699	353	351
购买固定资产净值	0	204	728	769	748
投资减少/增加	3	(1,667)	4	4	4
其他投资现金流	(455)	863	(1,449)	(1,542)	(1,495)
投资活动产生的现金流	(452)	(600)	(717)	(769)	(743)
净增权益	(51)	(51)	(76)	(109)	(137)
净增债务	550	434	33	451	412
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(327)	1,413	7	137	15
融资活动产生的现金流	172	1,823	16	582	512
现金变动	(63)	1,024	(1)	166	120
期初现金	659	603	1,674	1,722	2,208
公司自由现金流	(234)	(799)	(17)	(417)	(392)
权益自由现金流	425	(270)	120	138	121

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	664	1,830	1,879	2,364	2,797
应收帐款	2,048	2,754	2,834	3,462	4,241
库存	615	744	759	924	1,127
其他流动资产	500	313	458	557	679
流动资产总计	3,827	5,641	5,930	7,306	8,844
固定资产	1,755	2,360	2,740	3,087	3,371
无形资产	144	349	471	602	710
其他长期资产	70	63	69	75	81
长期资产总计	1,969	2,772	3,279	3,764	4,162
总资产	6,505	10,797	11,580	13,438	15,363
应付帐款	1,143	1,196	1,436	1,766	2,140
短期债务	2,341	2,792	2,841	3,160	3,473
其他流动负债	288	297	334	425	464
流动负债总计	3,772	4,284	4,611	5,351	6,078
长期借款	17	0	33	484	896
其他长期负债	47	28	44	40	37
股本	1,251	1,705	1,705	1,705	1,705
储备	1,291	4,658	5,063	5,740	6,538
股东权益	2,542	6,363	6,768	7,445	8,243
少数股东权益	127	133	129	123	115
总负债及权益	6,505	10,797	11,580	13,438	15,363
每股帐面价值(人民币)	2.03	3.73	3.97	4.37	4.83
每股有形资产(人民币)	1.92	3.53	3.69	4.01	4.42
每股净负债/(现金)(人民币)	1.40	0.66	0.68	0.84	1.01

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.0	9.1	12.5	13.3	13.8
息税前利润率(%)	7.0	6.2	8.7	9.2	9.7
税前利润率(%)	5.5	6.1	7.0	7.9	8.7
净利率(%)	3.9	4.6	5.4	6.0	6.6
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.3	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	64.1	61.9	47.1	34.4	25.6
核心业务市盈率(倍)	64.2	59.2	48.2	35.3	26.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	80.4	74.1	60.4	44.2	32.8
市净率(倍)	4.4	2.4	2.2	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	70.0	(76.7)	21.8	43.2	43.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	78.1	(82.3)	23.4	47.2	48.3
周转率					
存货周转天数	63.3	60.9	59.9	55.1	55.0
应收帐款周转天数	159.1	169.9	174.9	161.4	161.1
应付帐款周转天数	82.1	82.8	82.4	82.0	81.7
回报率					
股息支付率(%)	31.5	21.4	24.3	25.3	23.6
净资产收益率(%)	6.6	5.4	4.8	6.1	7.4
资产收益率(%)	3.7	2.9	3.5	4.1	4.6
已运用资本收益率(%)	0.9	0.9	0.8	1.1	1.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

华润凤凰医疗 (1515.HK/港币 10.10, 未有评级)

康宁医院(2120.HK/港币 37.55, 未有评级)

复星医药(600196.CH/人民币 43.81, 未有评级)

恒康医疗(002219.CH/人民币 11.72, 未有评级)

北大医药(000788.CH/人民币 9.22, 未有评级)

以 2017 年 11 月 10 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371