



发展模式契合国家战略, 员工增持彰显信心

投资要点

- **事件:** 1) 国务院常务会议确定“互联网+”医疗健康措施; 要求5月1日起对进口抗癌药实施进口零关税。2) 公司公告2018年2-3月共有249名员工增持公司股票, 共计增持982万股, 增持均价8.97元/股, 增持总金额为8815万元。
- **国务院常务会议决议将有助于互联网医疗发展, 对肿瘤消费形成利好。** 1) 公司旗下有“贵医云”和“遵医云”两个互联网医疗平台, 契合国务院确定的“互联网+”医疗健康战略。可将优质的医疗服务辐射至周边城市, 有望打造成“区域医联体”模式。2) 常务会议中要求从5月1日起对进口抗癌药实施进口零关税, 将增强肿瘤科患者购买能力, 进一步提升肿瘤消费景气度。公司优势科室为肿瘤科, 将受益于抗癌药零关税的执行。
- **医疗服务: 行业景气度高, 公司拥有贵州省最优质医疗资源, 将打造省内医院集群。** 1) 2016年贵州省医疗机构收入规模为624亿元, 受经济发展、外流人口回流的影响, 近年增速保持15%左右, 为全国领先。随着公立医院控费推进, 未来公立医院医疗费用增长幅度将控制在10%以下。下游需求持续增长与公立医院供给收缩背景下, 民营医疗服务将迎来发展机遇。2) 公司旗下8家医院(三级以上3家, 占贵州省三级医院总数7.5%)运营情况良好, 与贵阳医学院有紧密的学术合作关系, 在人才与技术方面优势显著。其中省肿瘤医院代表贵州省肿瘤科顶级学术水平, 具备较强的技术输出能力。3) 公司2016年在贵州医疗服务市占率2%, 扩展空间广阔。白云二期已投入使用, 肿瘤三期预计2018年6-7月投入使用, 随着新设床位利用率提升, 净利率有望提升。2018年加快医院布局步伐, 已收购六盘水安居医院, 进一步布局医疗服务的预期强烈。
- **医药商业: 紧握终端, 借“两票制”整合行业。** 公司对终端把握能力强, 除自有医院外, 与贵医系、遵医系医院均建立了紧密的供应链关系。随着“两票制”推进, 公司加强在商业领域布局, 2018年2月公告收购6家流通企业, 对应全年收入规模约10亿元, 后续进一步整合行业的预期强烈。此外, 遵义协议进入第二年执行期, 新标切换将带来放量契机。
- **医药工业: 制药业务平稳运行, 推进CRO等新业务。** 贵州省肿瘤医院已于2017年5月获得临床基地资质, 中肽生化为海外客户提供定制多肽, 具备临床试验经验, 二者将在CRO领域产生业务协同, 预计2018年将贡献业绩增量; 除原有IVD业务外, 中肽生化正在积极研发临床试剂, 加强国内检验市场布局。
- **盈利预测与评级。** 我们预测公司2017-2019年EPS分别为0.19元、0.25元、0.32元, 对应PE分别为51倍、39倍、30倍。我们采取分部估值对公司进行价值评估: 1) 医疗服务利润体现为服务、商业, 2018年医疗服务可比公司平均PE60倍, 由于公司所处高壁垒的肿瘤科, 应给予估值溢价, 给予2018年65倍PE; 2) 工业领域给予医药制造业平均PE35倍。2018年两部分业务利润占比均约50%, 目标PE50倍, 目标价12.5元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 医院扩张不及预期风险, 工业业务增长不及预期风险, 并购企业业绩实现不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5157.03	6018.48	7451.27	9033.19
增长率	23.38%	16.70%	23.81%	21.23%
归属母公司净利润(百万元)	246.01	320.32	420.39	542.86
增长率	41.08%	30.21%	31.24%	29.13%
每股收益EPS(元)	0.14	0.19	0.25	0.32
净资产收益率ROE	3.74%	4.69%	5.88%	7.17%
PE	66	51	39	30
PB	2.50	2.41	2.30	2.17

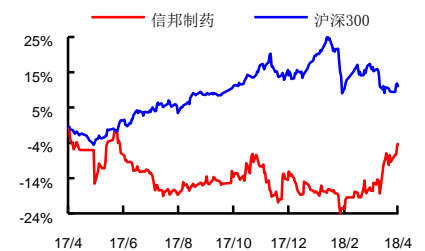
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

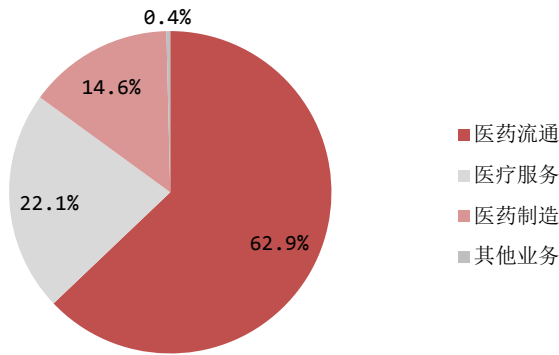
总股本(亿股)	17.05
流通A股(亿股)	11.65
52周内股价区间(元)	7.57-9.99
总市值(亿元)	162.31
总资产(亿元)	116.55
每股净资产(元)	3.84

相关研究

公司概况

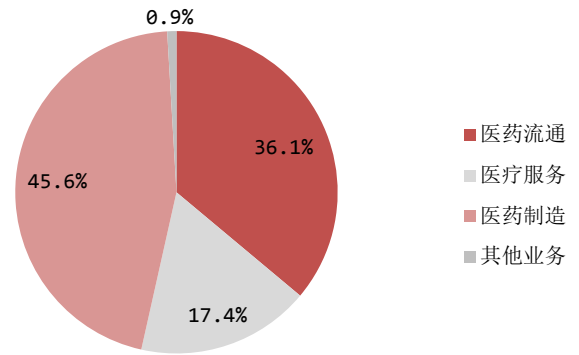
公司主营业务为医药流通、医疗服务、医药制造。其中，部分医疗服务业务的利润以供应链模式实现，体现为商业利润。

图 1: 公司 2017Q1-Q3 收入构成



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

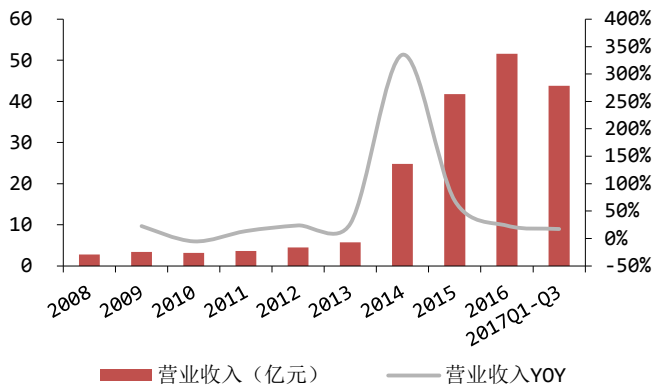
图 2: 公司 2017Q1-Q3 毛利构成



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

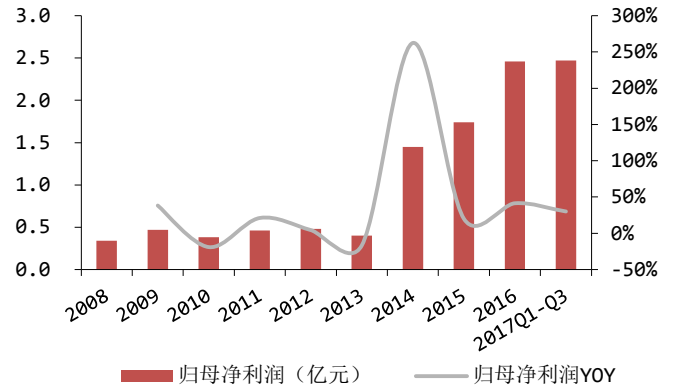
公司近年来收入及利润增速表现平稳, 2014 年收入及规模净利润规模扩大的原因在于科开医药并表。2017 年前三季度收入 17.2%, 归母净利润增速 23%。

图 3: 公司收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盈利预测关键假设

医疗服务：省肿瘤医院占公司医疗服务收入比例约 70%，预计 III 期新扩建的床位将于 2018 年 6-7 月投入使用，2018-2019 服务客流量增速达到 25%。其他医院客流量增速保持 12-15% 的行业增长水平。

医药商业：原有商业公司增速略高于行业（贵州省医药商业行业增速约 15%），2018 年新收购的 6 家商业公司于 2018Q2 开始并表，全年贡献收入约 7 亿元。

医药制造：维持低速增长，毛利率随着中肽化学占比提升而呈现结构性提升。

表 1：公司收入成本拆分表

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	2476	4180	5157	6018	7451	9033
yoy		68.8%	23.4%	16.7%	23.8%	21.2%
营业成本	1838	3319	4049	4720	5859	7091
毛利率		20.6%	21.5%	21.6%	21.4%	21.5%
医药商业						
收入	1399	2486	3030	3727	4845	6056
yoy		77.7%	21.9%	23.0%	30.0%	25.0%
成本	1251	2209	2714	3298	4249	5257
毛利率		11.2%	10.4%	11.5%	12.3%	13.2%
医疗服务						
收入	444	1049	1197	1341	1609	1931
yoy		136.3%	14.2%	12.0%	20.0%	20.0%
成本	337	852	1005	1100	1288	1506
毛利率		18.7%	16.1%	18.0%	20.0%	22.0%
医药制造						
收入	619	640	903	931	977	1026
yoy		3.3%	41.2%	3.0%	5.0%	5.0%
成本	241	255	310	312	313	318
毛利率		60.2%	65.6%	66.5%	68.0%	69.0%
其他						
收入	14	5	26	20	20	20
成本	9	3	20	10	10	10

数据来源：wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5157.03	6018.48	7451.27	9033.19	净利润	242.70	316.01	414.74	535.56
营业成本	4048.84	4719.66	5859.05	7091.01	折旧与摊销	157.96	241.99	281.56	295.43
营业税金及附加	25.66	29.95	37.08	44.95	财务费用	94.66	101.49	106.35	123.31
销售费用	384.15	448.38	543.94	641.36	资产减值损失	74.59	12.00	12.00	12.00
管理费用	302.41	352.68	417.27	487.79	经营营运资本变动	-685.58	-517.95	-657.75	-801.68
财务费用	94.66	101.49	106.35	123.31	其他	-82.92	-12.00	-12.00	-12.00
资产减值损失	74.59	12.00	12.00	12.00	经营活动现金流净额	-198.59	141.55	144.90	152.63
投资收益	4.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2298.67	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1698.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-600.27	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	231.18	354.31	475.57	632.76	短期借款	450.69	-117.47	445.06	521.40
其他非经营损益	80.83	59.01	63.74	65.01	长期借款	-16.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	312.01	413.32	539.32	697.77	股权融资	3627.11	0.00	0.00	0.00
所得税	69.31	97.31	124.58	162.21	支付股利	-51.95	-73.29	-95.42	-125.23
净利润	242.70	316.01	414.74	535.56	其他	-2186.51	-90.51	-106.35	-123.31
少数股东损益	-3.31	-4.31	-5.65	-7.30	筹资活动现金流净额	1822.85	-281.26	243.29	272.85
归属母公司股东净利润	246.01	320.32	420.39	542.86	现金流量净额	1032.46	-169.72	358.20	395.48
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1674.34	1504.62	1862.82	2258.30	成长能力				
应收和预付款项	3066.64	3836.83	4649.67	5652.23	销售收入增长率	23.38%	16.70%	23.81%	21.23%
存货	744.43	867.77	1077.26	1303.78	营业利润增长率	25.36%	53.26%	34.22%	33.05%
其他流动资产	156.07	182.14	225.50	273.37	净利润增长率	44.12%	30.21%	31.24%	29.13%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.14%	44.23%	23.74%	21.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2360.20	2159.43	1919.09	1664.88	毛利率	21.49%	21.58%	21.37%	21.50%
无形资产和开发支出	2667.53	2659.80	2652.06	2644.33	三费率	15.15%	15.00%	14.33%	13.87%
其他非流动资产	127.87	124.39	120.90	117.41	净利率	4.71%	5.25%	5.57%	5.93%
资产总计	10797.08	11334.98	12507.30	13914.29	ROE	3.74%	4.69%	5.88%	7.17%
短期借款	2791.55	2674.08	3119.15	3640.55	ROA	2.25%	2.79%	3.32%	3.85%
应付和预收款项	1316.27	1688.76	2047.16	2468.86	ROIC	3.57%	3.85%	4.61%	5.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.38%	11.59%	11.59%	11.64%
其他负债	204.25	233.42	282.96	336.52	营运能力				
负债合计	4312.07	4596.26	5449.26	6445.93	总资产周转率	0.60	0.54	0.63	0.68
股本	1704.90	1704.90	1704.90	1704.90	固定资产周转率	3.60	3.55	4.00	5.22
资本公积	3907.42	3907.42	3907.42	3907.42	应收账款周转率	2.81	2.52	2.59	2.57
留存收益	750.73	997.77	1322.74	1740.37	存货周转率	5.96	5.85	6.02	5.96
归属母公司股东权益	6352.06	6610.08	6935.05	7352.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.07%	—	—	—
少数股东权益	132.94	128.64	122.98	115.68	资本结构				
股东权益合计	6485.01	6738.72	7058.03	7468.36	资产负债率	39.94%	40.55%	43.57%	46.33%
负债和股东权益合计	10797.08	11334.98	12507.30	13914.29	带息债务/总负债	64.74%	58.18%	57.24%	56.48%
					流动比率	1.32	1.40	1.44	1.48
					速动比率	1.14	1.21	1.24	1.28
					股利支付率	21.12%	22.88%	22.70%	23.07%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.19	0.25	0.32
					每股净资产	3.80	3.95	4.14	4.38
					每股经营现金	-0.12	0.08	0.08	0.09
					每股股利	0.03	0.04	0.06	0.07
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	483.81	697.80	863.49	1051.51					
PE	65.97	50.67	38.61	29.90					
PB	2.50	2.41	2.30	2.17					
PS	3.15	2.70	2.18	1.80					
EV/EBITDA	35.66	24.80	20.14	16.66					
股息率	0.32%	0.45%	0.59%	0.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn