

董事长 15.12 亿元参与定增，贵州省优质医疗服务标的迎来新发展

买入 (维持)

2020 年 09 月 08 日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证书: S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,655	7,154	9,336	11,750
同比 (%)	1.1%	7.5%	30.5%	25.9%
归母净利润 (百万元)	236	176	283	365
同比 (%)	118.2%	-25.3%	60.6%	29.0%
每股收益 (元/股)	0.14	0.11	0.17	0.22
P/E (倍)	40.29	53.94	33.60	26.05

投资要点

■ **事件:** 公司于 2020 年 9 月 8 日公告, 拟非公开发行股票 3.6 亿股 (不超过本次发行前总股本的 30%), 全部由金域实业认购。金域实业为公司董事长安怀略及其一致行动人安吉控制的企业, 在本次非公开发行完成后, 金域实业投资直接持有公司 17.76% 的股份, 将成为公司控股股东; 安怀略、安吉直接持有及通过金域实业间接持有信邦制药合计 25.05% 的股份, 将成为公司的实际控制人。

■ **公司董事长成为实控人, 股权结构更加清晰:** 至 2020 年半年报披露, 公司第一大股东为西藏誉曦创业投资有限公司, 持股比例 21.52%。实际控制人及其一致行动人为朱吉满、白莉惠, 通过 100% 控股西藏誉曦创业投资有限公司从而控制公司。此次非公开发行股票完成后, 公司董事长安怀略及其一致行动人对公司的持股比例合计上升至 25.05%, 董事长成为公司的实际控制人, 对公司的控制权加强。公司治理结构理顺, 股权结构更加清晰, 将更加利于公司及股价发展。

■ **公司战略核心聚焦医疗服务, 优质医院网络在贵州省形成品牌效应。** 2019 年, 公司实现收入 66.55 亿元, 其中医疗服务板块实现收入 19.43 亿元, 占比 29.20%; 2020H1 医疗服务收入占比 33.02%, 相较于 2014 年的收入占比 17.92%, 提升了 15.1 个百分点。公司旗下拥有 7 家医院, 其中 3 家三级医院, 拥有床位数近 6000 张; 各医疗机构拥有各自的特色学科, 专家团队与管理队伍稳定; 具备药物临床试验机构资格, 医教研一体化协同发展; “互联网+医疗” 形成一体化云端医疗联合体。公司旗下优质医院网络在贵州省已形成一定品牌效应, 未来公司战略仍聚焦医疗服务, 将推动医疗服务板块稳步发展。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.76 亿和 2.83 亿元、3.65 亿元, 2020-2022 年 EPS 分别为 0.11 元、0.17 元、0.22 元。当前股价对应估值分别为 54 倍、34 倍、26 倍。考虑到公司优质医院网络在贵州省形成品牌效应, 作为医疗服务优质标的, 治理结构理顺将利于公司经营发展。维持 “买入” 评级。

■ **风险提示:** 医院盈利能力提升不达预期; 医院建设项目进度不达预期; 医药行业政策变化风险; 医疗事故风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.71
一年最低/最高价	4.23/6.75
市净率(倍)	1.99
流通 A 股市值(百万元)	8898.87

基础数据

每股净资产(元)	2.87
资产负债率(%)	49.22
总股本(百万股)	1667.23
流通 A 股(百万股)	1558.47

相关研究

1. 事件

公司于 2020 年 9 月 8 日公告，拟非公开发行股票 360,000,000 股（不超过本次发行前总股本的 30%），全部由金域实业认购，认购方式为现金认购。本次非公开发行募集资金总额为 15.12 亿元，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。

金域实业为公司董事长安怀略及其一致行动人安吉控制的企业，在本次非公开发行完成后，金域实业投资直接持有公司 17.76% 的股份，将成为公司控股股东；安怀略、安吉直接持有及通过金域实业间接持有信邦制药合计 25.05% 的股份，将成为公司的实际控制人。

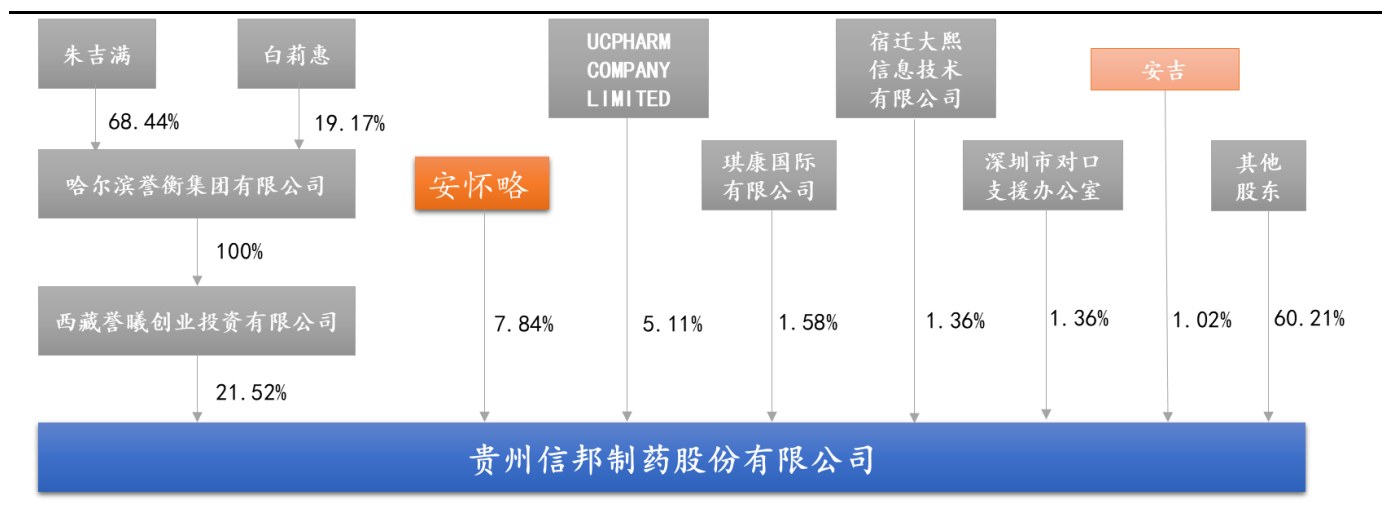
2. 我们的观点

2.1. 董事长成为公司实控人，利于公司长期稳健发展

至 2020 年半年报披露，公司第一大股东为西藏誉曦创业投资有限公司，持股比例 21.52%。实际控制人及其一致行动人为朱吉满、白莉惠，通过 100% 控股西藏誉曦创业投资有限公司从而实控公司，朱吉满为信邦制药的董事、誉衡药业的董事长。信邦制药董事长为安怀略，持股比例 7.84%，安怀略和安吉为一致行动人。

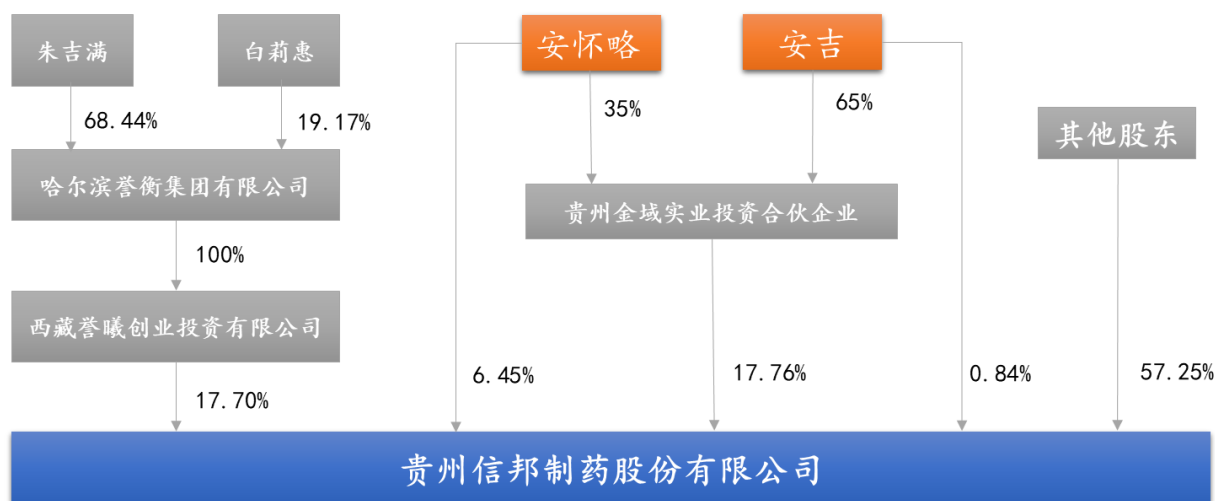
此次非公开发行股票完成后，公司董事长安怀略及董事长之女安吉的合计持股比例达 25.05%，变更为公司的大股东和实际控制人。公司治理结构理顺，股权结构更加清晰，管理层利益与公司利益高度一致，将更加利于公司经营发展。

图 1：公司股权结构（本次非公开发行股票前）



数据来源：公司半年报，东吴证券研究所

图 2：公司股权结构（本次非公开发行股票后）

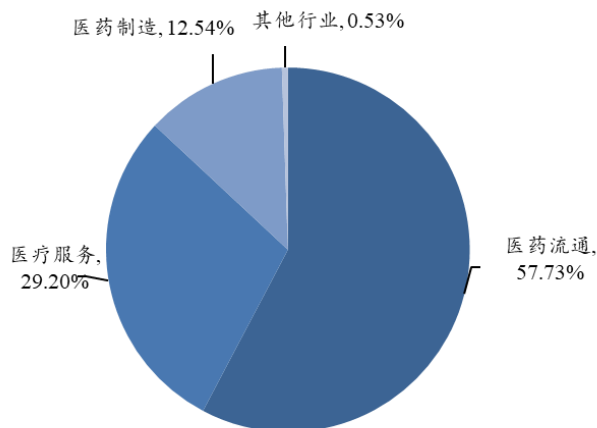


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 公司战略核心聚焦医疗服务，优质医院网络形成品牌效应

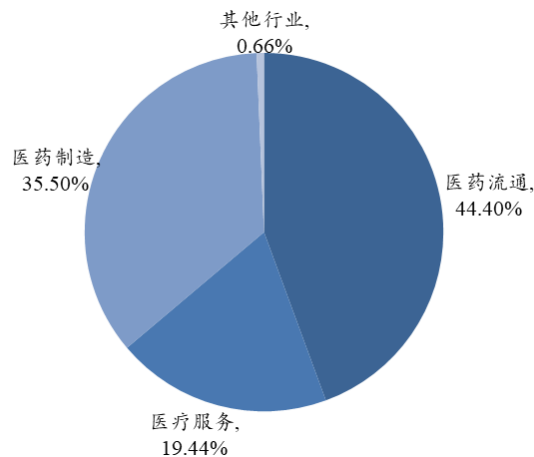
公司主营业务包括医疗服务、医药流通、医药工业三大板块。2019 年，公司实现收入 66.55 亿元，其中，医药流通、医疗服务、医药制造的收入占比分别为 57.73%、29.20%、12.54%，毛利占比分别为 44.40%、19.44%、35.50%。

图 3：2019 年公司营业收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

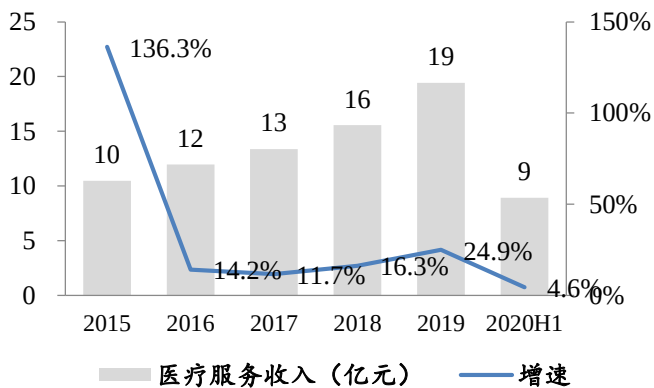
图 4：2019 年公司毛利结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

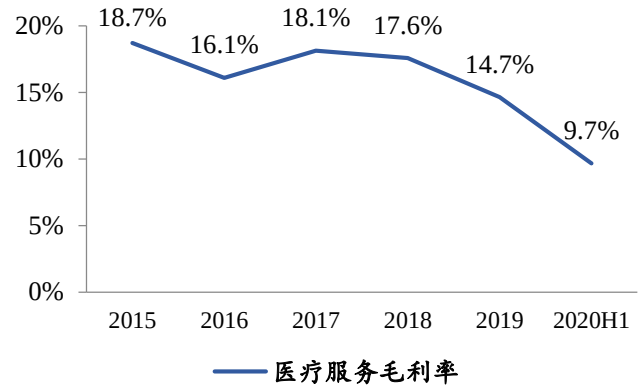
公司医疗服务板块稳定较快增长。2019 年，医疗服务实现收入 19.43 亿元，同比增长 24.94%；2020H1 实现收入 8.92 亿元，同比增长 4.56%。随着公司旗下的医院陆续进入稳定运营，新增优质标的医院逐步增厚业绩，医疗服务板块收入有望持续稳定增长。2020H1，受疫情等因素影响，收入增速有所下降，我们预计随着国内疫情改善，医疗服务板块将得到明显恢复。

图 5：医疗服务板块历年收入情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：医疗服务板块历年毛利率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

至 2020 半年报披露，公司旗下拥有 7 家医院，其中 3 家三级医院，4 家二级医院；规划拥有床位数近 6000 张，其中肿瘤医院、白云医院、乌当医院的床位数大约 1500 张、900 张、500 张（调研数据），仁怀新朝阳医院设置床位 500 张（现开放 420 张）、贵医安顺医院现编制床位 200 余张（医院官网数据），六盘水安居医院现开放床位 200 余张、六枝特区博大医院设计床位 400 余张（丁香园数据）。肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院、乌当医院是有较高知名度三级综合医院。各医疗机构拥有特色学科，建立起优质医院网络，在贵州省已形成了一定品牌效应。

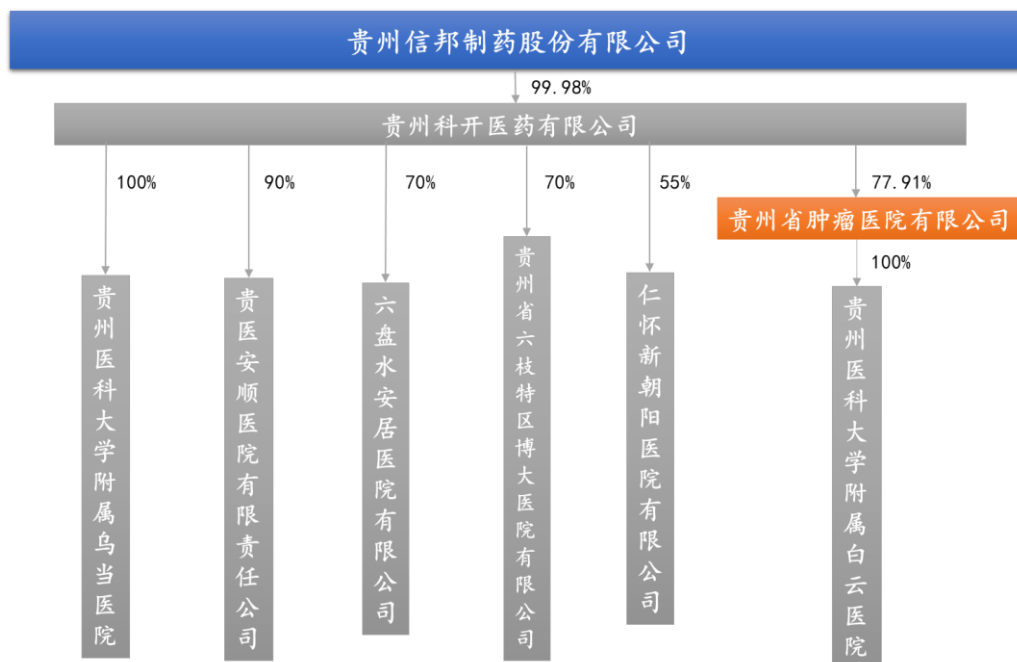
表 1：公司旗下医院病床数量情况

医院	床位数量情况
贵州省肿瘤医院	现开放约 1500 张
贵州医科大学附属白云医院	规划 2000 张，现开放约 900 张
贵州医科大学附属乌当医院	现开放约 500 张
仁怀新朝阳医院	设置床位 500 张，现开放 420 张
贵医安顺医院	现编制床位 200 余张
六盘水安居医院	现开放床位 200 余张
贵州省六枝特区博大医院有限公司	设计床位 400 余张
其他县级医院	——

数据来源：公司调研、医院官网、丁香园，东吴证券研究所

集团医院拥有稳定的专家骨干团队和管理队伍，并形成完善的医疗卫生人才培养体系和成熟的医疗运营模式；依托专业学院的支持，形成医教研一体化协同发展；具备药物临床试验机构资格，及实施各类 I、II、III 期临床试验条件；拥有“互联网+医疗”平台，形成集医生、药师、患者、数据、服务为一体的云端医疗联合体。我们认为，肿瘤专科医院具备一定稀缺性，公司在医疗服务板块发展前景广阔。

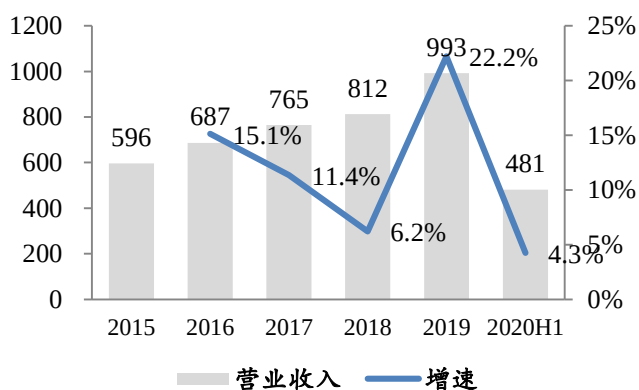
图 7: 公司旗下医疗机构 (至 2020 半年报)



数据来源: 公司半年报, 东吴证券研究所

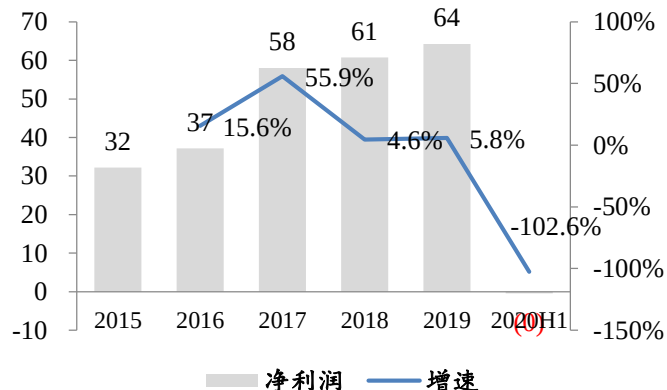
其中, 贵州省肿瘤医院成立于 2007 年 8 月, 是集医疗、教学、科研、预防、保健、康复、宁养于一体的贵州省三级甲等肿瘤专科医院, 由原贵阳医学院附属医院肿瘤科、贵州省肿瘤研究所、原贵阳医学院肿瘤学教研室整建制搬迁组建而成。根据贵州省肿瘤医院官网, 该医院建筑面积 59013 平方米, 现有职工 1658 人, 规划能力可覆盖片区周边逾二十万人口的医疗保健工作。展望未来, 贵州省肿瘤医院有望以其特色肿瘤专科资源, 助力公司医疗体系的发展壮大。

图 8: 贵州省肿瘤医院收入及增速 (百万元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 9: 贵州省肿瘤医院净利润及增速 (百万元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

我们预计 2020-2022 年,公司营业收入分别为 71.54 亿元、93.36 亿元、117.50 亿元,归母净利润分别为 1.76 亿和 2.83 亿元、3.65 亿元, EPS 分别为 0.11 元、0.17 元、0.22 元。当前股价对应估值分别为 54 倍、34 倍、26 倍。考虑到公司优质医院网络在贵州省形成品牌效应,作为医疗服务优质标的,治理结构理顺将利于公司经营发展。维持“买入”评级。

4. 风险提示

医院盈利能力提升不达预期;医院建设项目进度不达预期;医药行业政策变化风险;医疗事故风险。

信邦制药三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,175	7,343	7,844	9,156	营业收入	6,655	7,154	9,336	11,750
现金	1,236	2,242	8	834	减:营业成本	5,191	5,831	7,579	9,557
应收账款	2,803	2,883	4,537	4,801	营业税金及附加	27	29	38	48
存货	994	1,296	1,681	2,073	营业费用	432	479	631	803
其他流动资产	1,143	923	1,618	1,448	管理费用	461	496	653	830
非流动资产	4,244	4,075	4,076	4,081	财务费用	148	108	98	86
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	2,387	2,304	2,316	2,333	加:投资净收益	3	0	0	0
在建工程	363	319	356	394	其他收益	0	0	0	0
无形资产	308	271	234	196	营业利润	345	212	337	425
其他非流动资产	1,186	1,181	1,170	1,159	加:营业外净收支	-14	0	0	0
资产总计	10,419	11,418	11,920	13,237	利润总额	331	212	337	425
流动负债	5,009	5,893	6,159	7,156	减:所得税费用	68	31	42	44
短期借款	3,435	3,435	3,435	3,435	少数股东损益	27	5	12	15
应付账款	835	1,806	1,627	2,702	归属母公司净利润	236	176	283	365
其他流动负债	739	652	1,097	1,019	EBIT	522	377	518	625
非流动负债	362	295	235	176	EBITDA	797	637	799	933
长期借款	299	232	172	113					
其他非流动负债	63	63	63	63					
负债合计	5,371	6,188	6,395	7,331	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	211	217	228	244	每股收益(元)	0.14	0.11	0.17	0.22
					每股净资产(元)	2.90	3.01	3.18	3.40
归属母公司股东权益	4,837	5,014	5,297	5,662	发行在外股份(百万 股)	1667	1667	1667	1667
负债和股东权益	10,419	11,418	11,920	13,237	ROIC(%)	4.8%	3.7%	5.0%	6.0%
					ROE(%)	5.2%	3.5%	5.3%	6.4%
					毛利率(%)	22.0%	18.5%	18.8%	18.7%
					销售净利率(%)	3.6%	2.5%	3.0%	3.1%
					资产负债率(%)	51.5%	54.2%	53.6%	55.4%
					收入增长率(%)	1.1%	7.5%	30.5%	25.9%
					净利润增长率(%)	118.2%	-25.3%	60.6%	29.0%
					P/E	40.29	53.94	33.60	26.05
					P/B	1.97	1.90	1.80	1.68
					EV/EBITDA	15.46	17.72	16.86	13.50
现金流量表 (百万 元)									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	886	1,237	-1,794	1,285					
投资活动现金流	-253	-91	-282	-313					
筹资活动现金流	-983	-140	-158	-145					
现金净增加额	-349	1,006	-2,234	826					
折旧和摊销	275	260	281	308					
资本开支	208	-169	1	5					
营运资本变动	161	688	-2,468	510					

数据来源: 贝格数据, 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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>