

# 信邦制药 (002390.SZ)

## 具备资源稀缺性的贵州省非公医院龙头

### 投资观点:

我们认为,当前的信邦制药极具投资价值,重点推荐:

- 首先从赛道的角度来看,医疗服务是医药行业资产淘汰赛中最为优质的赛道。2015年药监局开启的供给侧改革以及2018年医保局开启的支付端变革,在资本市场上的体现就是可以选择的资产在逐渐减少,而医疗服务政策长期友好、维持长期高速增长,是这场资产淘汰赛过程中最为优质的赛道。目前爱尔、通策等一线医疗服务标的的估值依然在不断扩张,而信邦制药拥有贵州省顶级医疗资源以及覆盖贵州全省的医联体体系的远景空间,在机制理顺后有望成为医疗服务里新的二线可选标的。
- 从短期(1年维度)来看,公司的投资价值在于“管理人”和“所有人”一致后的优质资产价值重估。公司管理机制即将在定增完成后理顺:公司在2020年9月8日发布的非公开发行预案中(已于2020年11月6日获得证监会受理),公司董事长安怀略及其一致行动人安吉将在本次发行后,直接持有及间接持有合计25.05%的股份,成为公司的实际控制人。公司现控股股东西藏誉曦股份被法院冻结,短期内无法对公司发展做出有力支持的情况下,由公司董事长及其一致行动人作为公司实际控制人,有助于实现公司经营权和所有权的统一,理顺管理机制。而此前回购的股票也将逐步用于员工激励,进一步提高员工积极性。
- 从中期维度(3年维度)来看,公司的发展逻辑在于优质医疗资源的单床产出潜力释放与利润释放。公司拥有的医疗服务资源在贵州省首屈一指,机制理顺后有望带来利润率的持续提升。目前公司在贵州省拥有七家医疗机构、5000余张床位,其中位于贵阳市的三家医院都具备相当的知名度,贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院,白云医院和乌当医院也是三级医院,其余四家综合医院分别位于安顺市、仁怀市、六盘水市、六枝特区,已经形成了以贵阳市为中心辐射周边区域的体内医联体雏形。仅以公司目前7家医院及现有的5000张床位来看,3-4年后有望实现40-50亿的收入体量及整体15%左右的净利率(含供应链部分)。
- 从长期维度(3-10年)来看,公司的发展逻辑在于逐渐成立的贵州省最大的民营医联体体系。公司的优质医疗资源还远远没有将潜力释放出来,未来通过在贵州的不断深耕,床位数量有望达到2万张。从贵州省的优质医疗资源来看,2019年贵州省共有63家三级医院,其中31家是三甲医院,而公司拥有贵州省唯一的肿瘤专科医院和两家三级医院。但从整个贵州的市占率来看,贵州省2019年卫生机构的收入为1230亿元(且2010-2019的CAGR为22.29%),而公司医疗服务板块2019年仅有19.43亿元收入,不到1.6%的市占率。未来依托于肿瘤医院、白云医院、乌当医院为核心的医联体体系有望覆盖整个贵州,远期有望实现2万张床位的战略规划。

**盈利预测:** 我们预计公司2020-2022年归母净利润为1.72、2.81、3.63亿元,同比增长分别为-27.4%、63.8%、29.3%,对应PE为79x、48x、37x,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 扩张不及预期; 医疗事故风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,580	6,655	5,919	7,026	8,264
增长率 yoy (%)	9.6	1.1	-11.1	18.7	17.6
归母净利润(百万元)	-1,297	236	172	281	363
增长率 yoy (%)	-506.0	-118.2	-27.4	63.8	29.3
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.78	0.14	0.10	0.17	0.22
净资产收益率(%)	-24.8	5.2	3.4	5.3	6.5
P/E(倍)	-10.4	57.2	78.8	48.1	37.2
P/B(倍)	2.7	2.8	2.7	2.6	2.4

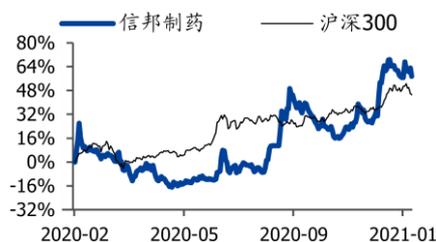
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	中药
前次评级	
最新收盘价	8.11
总市值(百万元)	13,521.22
总股本(百万股)	1,667.23
其中自由流通股(%)	93.48
30日日均成交量(百万股)	16.15

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 缪牧一

执业证书编号: S0680519010004

邮箱: miaomuyi@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6673	6175	6854	8083	8744
现金	1614	1236	2604	3091	3635
应收票据及应收账款	2872	2954	2227	2365	2371
其他应收款	732	421	604	613	819
预付账款	393	316	315	434	447
存货	1044	994	850	1326	1219
其他流动资产	18	254	254	254	254
<b>非流动资产</b>	4181	4244	3744	4042	4322
长期投资	0	0	-20	-20	-20
固定资产	2406	2387	2026	2284	2570
无形资产	328	308	316	325	304
其他非流动资产	1447	1549	1422	1453	1469
<b>资产总计</b>	10854	10419	10598	12125	13066
<b>流动负债</b>	5337	5009	5091	6398	7029
短期借款	3876	3435	3787	4325	5205
应付票据及应付账款	1060	1021	861	1359	1238
其他流动负债	401	553	442	715	586
<b>非流动负债</b>	349	362	282	234	184
长期借款	323	299	219	171	121
其他非流动负债	25	63	63	63	63
<b>负债合计</b>	5686	5371	5373	6632	7214
少数股东权益	201	211	216	228	243
股本	1667	1667	1667	1667	1667
资本公积	3624	3624	3624	3624	3624
留存收益	-309	-72	88	362	726
归属母公司股东权益	4967	4837	5009	5265	5609
<b>负债和股东权益</b>	10854	10419	10598	12125	13066

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-219	886	939	682	435
净利润	-1283	264	177	293	379
折旧摊销	241	275	243	270	314
财务费用	116	148	116	95	111
投资损失	6	-3	19	0	0
营运资金变动	-890	161	385	25	-369
其他经营现金流	1591	41	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-216	-253	238	-566	-595
资本支出	264	208	-480	297	281
长期投资	84	-59	20	0	0
其他投资现金流	132	-105	-222	-269	-314
<b>筹资活动现金流</b>	-97	-983	-161	-165	-176
短期借款	484	-441	0	0	0
长期借款	25	-25	-80	-48	-49
普通股增加	-38	0	0	0	0
资本公积增加	-283	0	0	0	0
其他筹资现金流	-285	-517	-81	-117	-126
<b>现金净增加额</b>	-519	-349	1016	-50	-336

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6580	6655	5919	7026	8264
营业成本	5147	5191	4694	5538	6478
营业税金及附加	31	27	27	32	37
营业费用	424	432	420	499	587
管理费用	454	461	431	499	587
研发费用	37	37	16	24	36
财务费用	116	148	116	95	111
资产减值损失	1577	0	0	0	0
其他收益	17	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	3	-19	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-1195	345	194	340	428
营业外收入	4	2	24	8	10
营业外支出	20	16	12	13	15
<b>利润总额</b>	-1211	331	206	334	422
所得税	72	68	30	42	44
<b>净利润</b>	-1283	264	177	293	379
少数股东损益	13	27	5	12	15
<b>归属母公司净利润</b>	-1297	236	172	281	363
EBITDA	-762	797	619	771	929
EPS (元)	-0.78	0.14	0.10	0.17	0.22

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.6	1.1	-11.1	18.7	17.6
营业利润(%)	-383.0	128.9	-43.6	74.6	26.1
归属于母公司净利润(%)	-506.0	-118.2	-27.4	63.8	29.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.8	22.0	20.7	21.2	21.6
净利率(%)	-19.7	3.6	2.9	4.0	4.4
ROE(%)	-24.8	5.2	3.4	5.3	6.5
ROIC(%)	-11.6	4.8	3.5	4.4	5.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.4	51.5	50.7	54.7	55.2
净负债比率(%)	50.5	51.2	29.2	27.8	31.1
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
速动比率	1.0	0.9	1.1	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	4.6	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.78	0.14	0.10	0.17	0.22
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	0.53	0.56	0.41	0.26
每股净资产(最新摊薄)	2.98	2.90	3.00	3.16	3.36
<b>估值比率</b>					
P/E	-11.1	60.7	83.7	51.1	39.5
P/B	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	-22.5	21.5	26.0	20.9	17.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

前言：选择信邦，投资的价值是什么？	4
一、历史沿革：管理权与所有权将一致，未来聚焦医疗服务主业	6
二、医疗服务：贵州省的民营龙头，医联体体系逐步成型	9
2.1 贵州省：增速极快的千亿医疗服务市场，大力鼓励社会化办医	9
2.2 公司掌握贵州省优质医疗资源，体内医联体雏形已现	11
2.2.1 肿瘤医院：全国顶尖的非公肿瘤医院，贵州省肿瘤市场远远未被满足	13
2.2.2 白云医院：未来贵州省潜在的领军三级综合医院	16
2.2.3 乌当医院：定位于偏郊区的三级综合医院	17
三、医药流通：依托于医疗服务业务发展的供应链管理	18
四、盈利预测与风险提示	19
4.1 关键假设	19
4.2 盈利预测与估值	19
4.3 风险提示	20

## 图表目录

图表 1: 公司董事长与实控人变化过程	4
图表 2: 部分民营医院成熟期的盈利能力对比(2019年)	5
图表 3: 公司历史沿革	6
图表 4: 公司目前的股权结构(定增完成前)	6
图表 5: 公司董事长与实控人变化过程	7
图表 6: 公司收入情况(百万元)	7
图表 7: 公司扣非后归母净利润情况(百万元)	7
图表 8: 公司收入占比情况(2014-2019)	8
图表 9: 公司毛利占比情况(2014-2019)	8
图表 10: 贵州省卫生机构总收入及同比增速	9
图表 11: 贵州省诊疗人次及同比增速	9
图表 12: 贵州省医改部分文件	10
图表 13: 公司医疗服务收入及毛利情况(百万元)	11
图表 14: 公司7家医院的地理位置分布	12
图表 15: 公司7家医院相关情况	12
图表 16: 山东省肿瘤医院架构图	13
图表 17: 贵州省及其他西部省份肿瘤床位数与全国水平对比(张/百万人)	14
图表 18: 贵州省肿瘤医院收入、净利润情况(百万元)	15
图表 19: 部分民营医院成熟期的盈利能力对比(2019年)	16
图表 20: 白云医院收入情况(百万元)	17
图表 21: 乌当医院地理位置	17
图表 22: 公司流通业务收入、毛利情况(百万元)	18
图表 23: 公司盈利预测模型(百万元)	19
图表 24: 可比公司估值情况(wind一致预期, 时间为2021.2.1)	19

## 前言：选择信邦，投资的价值是什么？

我们认为，当前的信邦制药极具投资价值，重点推荐：

首先从赛道的角度来看，医疗服务是医药行业资产淘汰赛中最为优质的赛道。2015年药监局开启的供给侧改革以及2018年医保局开启的支付端变革，在资本市场上的体现就是可以选择的资产在逐渐减少，而医疗服务政策长期友好、维持长期高速增长，是这场资产淘汰赛过程中最为优质的赛道。目前爱尔、通策等一线医疗服务标的的估值依然在不断扩张，而信邦制药拥有贵州省顶级医疗资源以及覆盖贵州全省的医联体体系的远景空间，在机制理顺后有望成为医疗服务里新的二线可选标的。

从短期（1年维度）来看，公司的投资价值在于“管理人”和“所有人”一致后的优质资产价值重估。公司管理机制即将在定增完成后理顺：公司在2020年9月8日发布的非公开发行预案中（已于2020年11月6日获得证监会受理），公司董事长安怀略及其一致行动人安吉将在本次发行后，直接持有及间接持有合计25.05%的股份，成为公司的实际控制人。公司现控股股东西藏誉曦股份被法院冻结，短期内无法对公司发展做出有力支持的情况下，由公司董事长及其一致行动人作为公司实际控制人，有助于公司经营权和所有权的统一，理顺管理机制。而此前回购的股票也将逐步用于员工激励，进一步提高员工积极性。

图表1：公司董事长与实控人变化过程

时间	董事长	实控人	实控人持股比例（期末）	安怀略持股比例	对应阶段
2010年前	张观福	张观福	40.16%	0%	上市前
2010-2014年4月	张观福	张观福	40.16%	0%	老信邦制药阶段（医药工业）
2014-2015年底	张观福	张观福	34.32%	4.04%	科开（医疗服务）注入
2016年1月-2017年6月	安怀略	张观福	21.04%	2.85%	收购中肽生化，公司业务进一步复杂化
2017年6月-2019年6月	安怀略	朱吉满夫妇	21.52%	4.62%	誉衡收购张观福等股权进入
2019年6月至今	安怀略	朱吉满夫妇	21.52%	8.86%（含安吉）	公司逐步剥离中肽生化，康永生物等子公司，聚焦医疗服务，中肽系逐步退出
定增完成后	安怀略	安怀略	25.05%	25.05%（含安吉）	医疗服务为核心的新阶段

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从中期维度（3年维度）来看，公司的发展逻辑在于优质医疗资源的单床产出潜力释放与利润释放。公司拥有的医疗服务资源在贵州省首屈一指，机制理顺后有望带来利润率的持续提升。目前公司在贵州省拥有七家医疗机构、5000余张床位，其中位于贵阳市的三家医院都具备相当的知名度，贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院和乌当医院也是三级医院，其余四家综合医院分别位于安顺市、仁怀市、六盘水市、六枝特区，已经形成了以贵阳市为中心辐射周边区域的体内医联体雏形。以肿瘤医院为例，目前由于机制的问题，肿瘤医院以及其他医院的净利率较低，但在机制理顺后，有望提升至整体10-20%的净利率（19年公司医疗服务板块19.43亿元，同比增长24.94%，其中肿瘤医院9.93亿收入，净利率仅6.4%）。仅以公司目前7家医院及现有的5000张床位来看，3-4年后有望实现40-50亿的收入体量及整体15%左右的净利率（含供应链部分）

图表 2: 部分民营医院成熟期的盈利能力对比(2019年)

医院名称	贵州省肿瘤医院	成都友谊医院	禅城中心医院	单县海吉亚	健宫医院
上市公司	信邦制药	盈康生命	复星医药	海吉亚医疗	华润医疗
医院等级	三甲肿瘤专科(肿瘤患者占60%,收入占比更大)	三级综合(肿瘤占38%)	三甲综合	二级综合医院	二甲综合医院
地点	贵州省贵阳市云岩区	四川省成都市锦江区	广东省佛山市禅城区	山东菏泽市单县	北京市西城区
床位数	1500	1200(目前开放600)	1200	400	395
合计收入(亿)	9.93	3.38	16.1	2.83	7.21
yoy	15%	0%	18%	15%	4%
毛利(亿)	1.49	1.15		0.81	1.86
毛利率	15%	34%(整体)		29%	26%
净利润(亿)	0.64	0.80	2.16	0.48	1.25
yoy	6%	-20%	11%		17%
净利润率	6.4%	23.7%	13.4%	17.0%	17.3%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

从长期维度(3-10年)来看, 公司的发展逻辑在于逐渐成立的贵州省最大的民营医联体体系。公司的优质医疗资源还远远没有将潜力释放出来, 未来通过在贵州的不断深耕, 床位数有望达到两万张。从贵州省的优质医疗资源来看, 2019年贵州省共有63家三级医院, 其中31家是三甲医院, 而公司拥有贵州省唯一的肿瘤专科医院和两家三级医院。但从整个贵州的市占率来看, 贵州省2019年卫生机构的收入为1230亿元(且2010-2019的CAGR为22.29%), 而公司医疗服务板块2019年仅有19.43亿元收入, 不到1.6%的市占率。未来依托于肿瘤医院、白云医院、乌当医院为核心的医联体体系有望覆盖整个贵州, 远期有望实现2万张床位的战略规划。

## 一、历史沿革：管理权与所有权将一致，未来聚焦医疗服务主业

公司成立于1995年，2010年在深圳中小板上市，2013年完成对科开公司的收购后逐步切入医疗服务领域，2015年收购中肽生化、康永生物，此后在2020年6月出售中肽生化、康永生物，最终聚焦医疗服务主业。

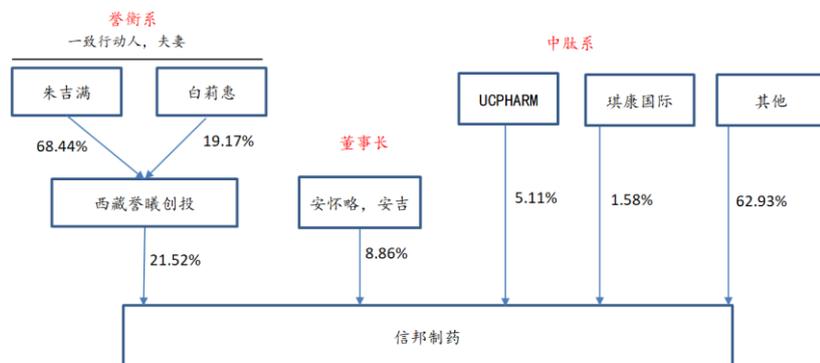
图表3：公司历史沿革

时间	事件
1995年	贵州信邦制药有限责任公司成立
2000年	设立贵州信邦制药股份有限公司
2010年	公司深交所上市
2013年8月	定增收购科开医药，进入医疗服务行业
2015年4月	收购中肽生化，扩展多肽业务
2015年4月	收购康永生物（IVD公司）
2016年8月	安怀略成为公司董事长
2017年	原董事长张观福退出公司，朱吉满进入成为实控人
2018年	公司实控人朱吉满股权被司法冻结
2020年6月	出售中肽生化、康永生物（原创始人回购），聚焦医疗服务主业，相关高管退出董事会

资料来源：公司公告、公司官网、国盛证券研究所

公司过去在战略上走过弯路的核心问题就是在于业务管理人与实控人之间的不一致。从2013年收购科开医药后，公司的主营业务已经逐步走向医疗服务，2016年安怀略就已经成为了公司的董事长，但一直到现在还未成为公司的实控人。但公司的管理机制即将在定增完成后理顺：公司在2020年9月8日发布的非公开发行预案中（已于2020年11月6日获得证监会受理），公司董事长安怀略及其一致行动人安吉将在本次发行后，直接持有及间接持有合计25.05%的股份，成为公司的实际控制人。公司现控股股东西藏誉曦股份被法院冻结，短期内无法对公司发展做出有力支持的情况下，由公司董事长及其一致行动人作为公司实际控制人，有助于公司经营权和所有权的统一，理顺管理机制。

图表4：公司目前的股权结构（定增完成前）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 5: 公司董事长与实控人变化过程

时间	董事长	实控人	实控人持股比例 (期末)	安怀略持股比例	对应阶段
2010 年前	张观福	张观福	40.16%	0%	上市前
2010-2014 年 4 月	张观福	张观福	40.16%	0%	老信邦制药阶段 (医药工业)
2014-2015 年底	张观福	张观福	34.32%	4.04%	科开 (医疗服务) 注入
2016 年 1 月-2017 年 6 月	安怀略	张观福	21.04%	2.85%	收购中肽生化, 公司业务进一步复杂化
2017 年 6 月-2019 年 6 月	安怀略	朱吉满夫妇	21.52%	4.62%	誉衡收购张观福等股权进入
2019 年 6 月至今	安怀略	朱吉满夫妇	21.52%	8.86% (含安吉)	公司逐步剥离中肽生化, 康永生物等子公司, 聚焦医疗服务, 中肽系逐步退出
定增完成后	安怀略	安怀略	25.05%	25.05% (含安吉)	医疗服务为核心的新阶段

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司此前回购的股票也将逐步用于员工激励, 进一步提高员工积极性。员工激励方面, 19 年初起公司开始持续回购, 目前已经累计回购 8338 万股, 占总股本 5% (定增前), 回购金额 4.55 亿, 回购的用途是用于员工持股计划或股权激励。

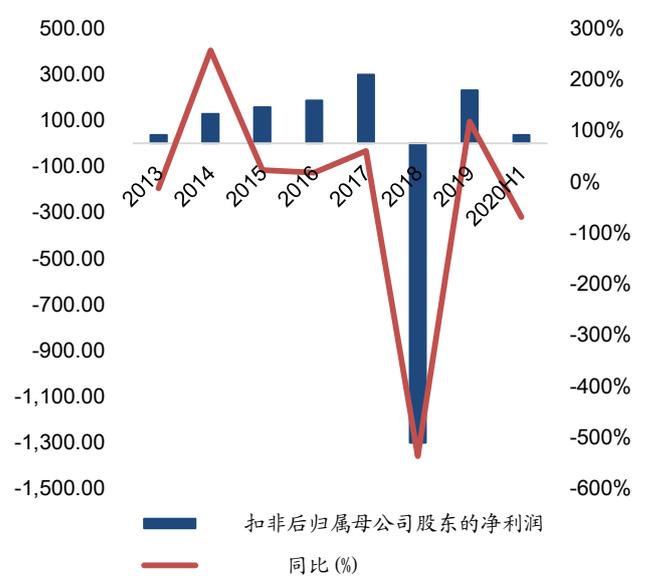
公司业绩在 2013 年前不温不火, 常年徘徊在 3-5000 万水平, 14 年完成并购科开医药 (省肿瘤医院+医药商业) 后, 业务进入快速增长阶段。但 18 年开始随着中肽生化业务的持续下滑 (政策影响) 以及实控人股份冻结等多重问题的出现, 业绩进入调整期。

图表 6: 公司收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

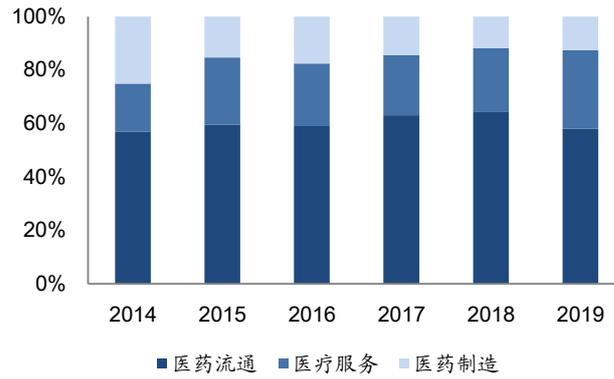
图表 7: 公司扣非后归母净利润情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

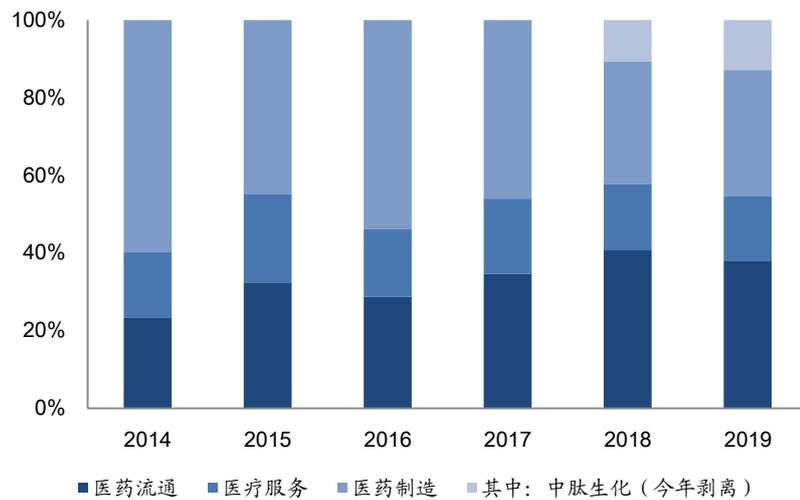
从公司目前的收入端来看, 目前医疗服务业务以及医药流通业务 (依托于公司医院和关联医院的供应链管理) 已经占据公司收入的主要部分, 医药工业业务占比持续下降。而从公司利润端来看, 2019 年公司医疗服务相关的业务利润占比已经在 50% 以上, 而公司在 2020 年 6 月出售中肽生化、康永生物后, 将进一步往医疗服务主业聚焦。

图表 8: 公司收入占比情况 (2014-2019)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司毛利占比情况 (2014-2019)



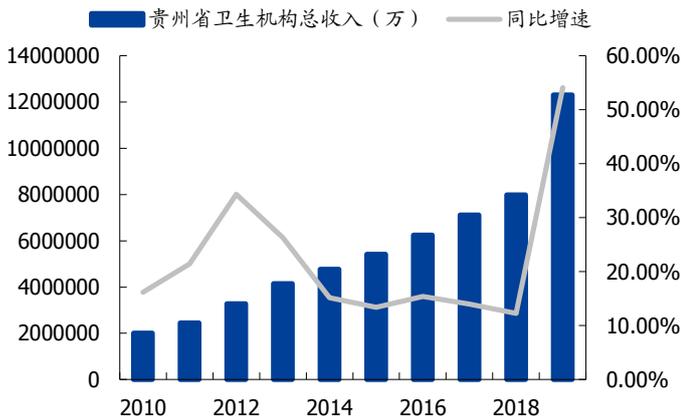
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 二、医疗服务：贵州省的民营龙头，医联体体系逐步成型

### 2.1 贵州省：增速极快的千亿医疗服务市场，大力鼓励社会化办医

贵州省的医疗机构整体收入处于快速增长的状态。贵州省 2019 年拥有 3622.95 万人，位于全国第 19 位，而 2019 年贵州省卫生机构总收入为 1230 亿元，位于全国第 20 位，人口数量与医疗水平整体较为匹配。从 2010 年到 2019 年的情况来看，贵州省的卫生机构总收入的 CAGR 为 22.29%，而诊疗人次的 CAGR 为 13.08%，都依然处于快速增长的趋势中。

图表 10: 贵州省卫生机构总收入及同比增速



资料来源：国家卫健委，国盛证券研究所

图表 11: 贵州省诊疗人次及同比增速



资料来源：国家卫健委，国盛证券研究所

从贵州省的医改政策环境来看，鼓励社会化办医。我们总结了 2015-2020 年间的贵州省医改文件，呈现几大特征：

- **对公立医院有费用增长的限制：**例如在 2017 年的《贵州省关于全面推开公立医院综合改革的通知》、《贵州省深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》分别提出了“2017 全省公立医院医疗费用平均增幅控制在 10% 以下”、“科学控制医疗费用不合理增长”等内容。
- **明确鼓励社会化办医：**在历年的文件中，都是在鼓励社会化办医的，在 2018 年发布的《贵州省医疗机构设置规划（2016-2020 年）》中有直接的量化指标。整体的规划是到 2020 年实现每千常住人口床位数达到 6.0 张，其中按照每千常住人口不低于 1.5 张床位为社会办医院预留规划空间，同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间。
- **探索医联体模式：**一方面是让省内三大龙头公立医院对外输出优质医疗资源（可以和民营合作），另一方面则是三级综合医院也可以与区县政府形成“院府合作”的模式。“省医、贵医、遵医要充分发挥省级龙头医院作用，坚持率先垂范，建立可复制推广的有明显成效的医疗集团”、“城市三级公立综合医院或者业务能力较强的三级综合医院也可通过与区县政府的“院府合作”模式，划片包干，即以城市三级综合医院为龙头，与区县政府合作，由区县政府委托三级综合医院管理其辖区范围内的基层医疗机构，组建“院府合作”型医联体，其骨干成员单位可以增挂龙头医院分院的牌子”
- **医疗服务价格动态调整机制的建立：**有望将新的治疗手段纳入支付范围。贵州省很多医疗服务的价格都是 03-04 年制定的，大概只有 3000-4000 条项目，远低于北京、

上海相对成熟的7000-8000条，而在《贵州省深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务》明确提出“及时审核新增医疗服务价格项目”，未来有望将新兴的治疗手段纳入支付范围，并且有望逐步提高医疗服务的价格，**具备优质医疗资源的机构有望提升单床产出。**

图表 12: 贵州省医改部分文件

文件名	发布日期	发文单位	部分相关内容
贵州省关于大力推动医疗卫生事业改革发展的意见	2015/9/28	省人民政府	(1) 到 2020 年稳定实现农村贫困人口义务教育、基本医疗和住房安全有保障 (2) 实施健康教育工程,对贫困人口参加新农合个人缴费部分由财政给予补贴
贵州省深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务	2017/7/3	省人民政府 办公厅	(1) 加强城市综合医院改革,合理控制公立综合性医院的数量和规模 (2) 加强县城内常见病、多发病相关专业科室以及紧缺专业临床专科建设 (3) 深入实施“基层医疗卫生服务能力三年提升计划”,全面提升县、乡、村三级基层医疗卫生机构疾病诊断等能力
贵州省基层医疗卫生服务能力三年提升计划——县级医院服务能力实施方案(2016-2018)	2017/8/20	省卫计委	(1) 2017 年 50% 以上的县级综合医院基本达到《县医院医疗服务能力基本标准》, 2018 年 100% 的县级医院分别达到上述相应类别医院的建设标准 (2) 2018 年 100% 县级综合医院达到二级甲等综合医院标准, 80% 县级中医医院达到二级甲等中医医院标准, 40% (户籍人口 40 万以上) 县级综合医院达到三级综合医院建设标准
贵州省关于全面推开公立医院综合改革的的通知	2017/8/31	省卫计委	(1) 2017 年启动改革的毕节市、黔西南州、要全面落实公立医院综合改革的政策要求,并于 6 月 30 日前启动 (2) 2017 全省公立医院医疗费用平均增幅控制在 10% 以下,到 2017 年贵阳市等前 4 批 7 个纳入新医改市州的公立医院药占比总体下降到 30% 左右
贵州省“十三五”深化医药卫生体制改革规划	2017/12/21	省人民政府 办公厅	(1) 建立科学合理的分级诊疗制度。到 2020 年,基本建立符合省情的分级诊疗制度,包括强基层、基层首诊双向转诊、医联体等。 (2) 全面推开公立医院综合改革。包括控制公立医院医疗费用不合理增长,以市(州)为单位向社会公开行政区域内各医院(含省级医院)的价格、医疗服务效率、次均医疗费用等信息,对医院费用指标进行排序,定期公示排序结果。到 2020 年,增长幅度稳定在合理水平。
贵州省医疗机构设置规划(2016-2020 年)	2018/2/13	省卫计委	(1) 2020 年,实现每千常住人口床位数达到 6.0 张,每千常住人口执业(助理)医师数达到 2.5 人,每千常住人口注册护士数达到 3.14 人,医护比达到 1:1.25 的目标。 (2) 按照每千常住人口不低于 1.5 张床位为社会办医院预留规划空间,同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间。
贵州省医疗集团建设试点工作实施方案(试行)	2018/9/3	省卫计委	(1) 省医、贵医、遵医要充分发挥省级龙头医院作用,坚持率先垂范,建立可复制推广的有明显成效的医疗集团。2019 年,力争全省建立 1-2 个有明显成效的医疗集团。 (2) 城市三级公立综合医院或者业务能力较强的三级综合医院也可通过与区县政府的“院府合作”模式,划片包干,即以城市三级综合医院为龙头,与区县政府合作,由区县政府委托三级综合医院管理其辖区范围内的基层医疗机构,组建“院府合作”型医联体,其骨干成员单位可以增挂龙头医院分院的牌子。
贵州省深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务	2018/9/18	省人民政府 办公厅	(1) 有序推进分级诊疗。强化各级各类医疗机构功能定位,进一步规范医疗联合体建设和发展,实施医疗联合体建设和分级诊疗考核。 (2) 强化医保对医疗行为的监管,采取措施着力解决“挂床”住院、骗保等问题,科学控制医疗费用不合理增长。 (3) 促进社会办医加快发展。优化社会办医疗机构跨部门审批工作。允许公立医院与民营医院合作,通过医疗联合体、分级诊疗等形式带动支持社会办医发

贵州省深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务 2019/7/29 省卫健委

展。

(1) 研究制定文件。印发关于贯彻落实促进社会办医持续健康规范发展政策的文件；制定加强医疗联合体管理的政策文件；制定进一步促进远程医疗常态化高效运行的政策。

(2) 推动落实的重点工作。医疗服务价格调整权继续下放到市（州），督促指导各市（州）建立有利于理顺比价关系、优化收入结构的公立医院医疗服务价格动态调整机制；

贵州省深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务 2020/9/12 省卫健委

(1) 建立和完善医疗服务价格动态调整机制。推动完善医疗服务项目准入制度，及时审核新增医疗服务价格项目。监测公立医疗机构医疗服务价格、成本、费用、收入分配及改革运行情况等，并作为实施医疗服务价格动态调整的基础。强化公立医疗机构医疗服务成本核算。

(2) 推进分级诊疗和医药卫生信息化建设。全面推进社区医院建设，做细做实家庭医生签约服务，提升城乡社区医疗服务能力，健全分级诊疗制度，强化基层卫生防疫。深化县域综合医改，推进紧密型县域医共体建设，促进“县乡一体、乡村一体”。

资料来源：贵州省各级政府部门、国盛证券研究所

## 2.2 公司掌握贵州省优质医疗资源，体内医联体雏形已现

公司当前拥有 7 家医院，已经形成以贵阳市为中心辐射周边的体内医联体雏形。公司目前拥有贵州省肿瘤医院、贵州医科大学附属白云医院、贵州医科大学附属乌当医院、贵医安顺医院、仁怀新朝阳医院、六盘水安居医院、六枝特区博大医院等 7 大医疗机构，合计拥有床位数 5000 余张。

图表 13: 公司医疗服务收入及毛利情况 (百万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

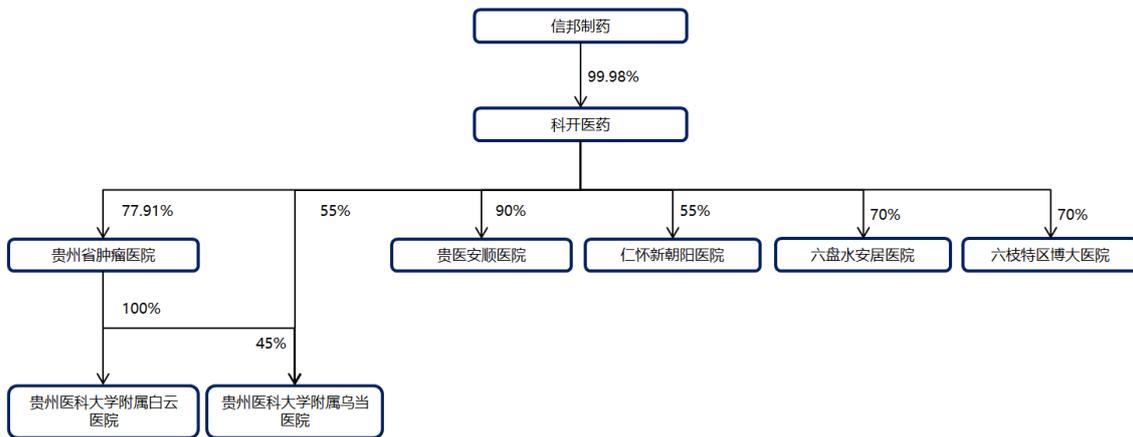
从位置上来看，位于贵阳市的肿瘤医院、白云医院、乌当医院在贵州省都具备相当的知名度，而其余的四个医院分别位于安顺市、仁怀市、六盘水市、六枝特区，已经形成了以贵阳市为中心辐射周边区域的体内医联体雏形，未来公司将依托于肿瘤医院、白云医院、乌当医院，进一步覆盖贵州省内医疗服务市场。

图表 14: 公司 7 家医院的地理位置分布



资料来源: 公司公告, 百度地图, 国盛证券研究所

图表 2: 公司 7 家医院相关股权结构



资料来源: 公司公告, 天眼查, 国盛证券研究所

从医院种类上来看, 肿瘤医院为贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院, 而白云医院和乌当医院都是三级综合医院, 贵医安顺医院、仁怀新朝阳医院、六盘水安居医院、六枝特区博大医院均为区域性综合医院, 合计拥有 5000 余张床位。

图表 15: 公司 7 家医院相关情况

名称	位置	开业时间	等级	类型	营利性
贵州省肿瘤医院	贵阳市	2007	三甲	专科	营利
贵州医科大学附属白云医院	贵阳市	2011	三级	综合	非营利性
贵州医科大学附属乌当医院	贵阳市	2013	三级	综合	非营利性
六盘水安居医院	六盘水市	2004	二甲	综合	营利
贵医安顺医院	安顺市	2005	二甲	综合	营利
仁怀新朝阳医院	仁怀市	2014	二级	综合	营利
六枝特区博大医院	六枝特区	2019	二级	综合	营利

资料来源: 公司公告, 各医院官网, 国盛证券研究所

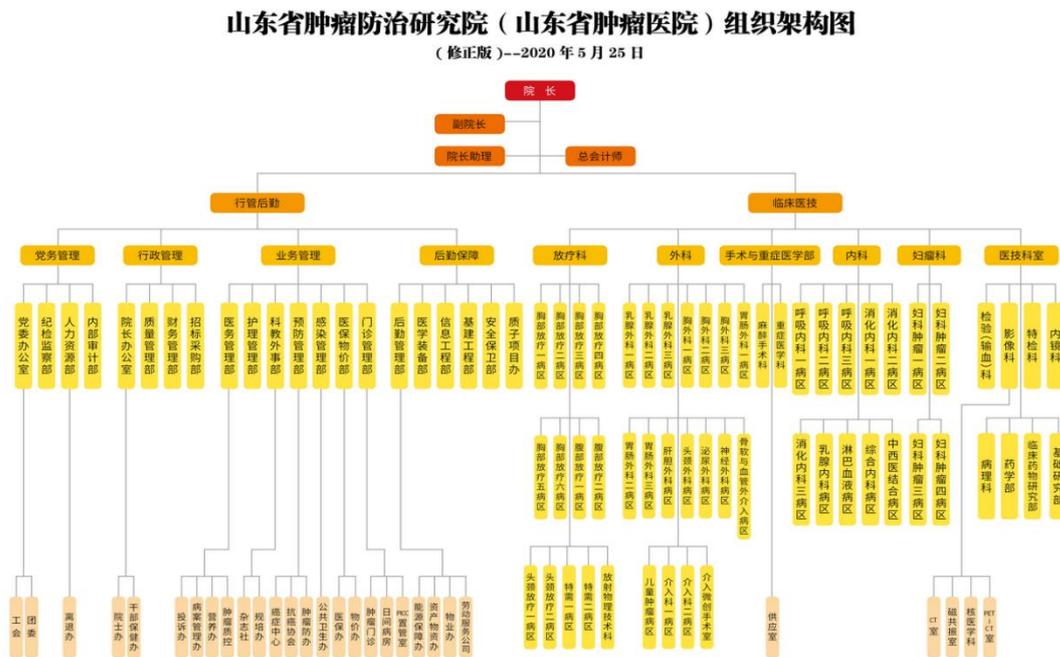
公司实行一体化管理，共同打造优势学科，提升效率、降低成本。目前公司“一体化管理”战略的第一阶段是把三家贵阳的医院做一体化管理，依托各院现有的优势学科，共同打造优势学科，带动提升三家医院整体的医疗质量（现有优势学科有如肿瘤医院的肿瘤科、介入科、肝胆外科、消化内科；白云医院的脑血管疾病中心、胸痛中心、骨科、肾内科、产科；乌当医院的乳腺疾病学科等）。同时，在职能部门、后勤部门也同样实行一体化管理，三院共用一套体系，提高效率、降低成本。

公司的肿瘤医院、白云医院、乌当医院都是贵州医科大学的附属教学医院，临床教学中心建设好后将为公司未来的扩张提供足够的医生资源。2019年7月，贵州医科大学白云临床教学中心破土动工，中心平台占地7500平方米，总建筑面积54000平方米，总体规模可容纳1800人，包括教学楼及住宿楼，未来将承接贵州医科大学本科学生在大三到大五阶段的学习与实习。

### 2.2.1 肿瘤医院：全国顶尖的非公肿瘤医院，贵州省肿瘤市场远远未被满足

肿瘤医院具备“专科+综合”的超高壁垒。从技术门槛上来看，肿瘤医院是壁垒最高的专科医院之一，由于肿瘤发生涉及到人体各个器官系统，因此优质的肿瘤医院实际同样是比较优质的综合医院，需要从内外科到影像病理核医学的全方位科室布局。因此，肿瘤医院的发展需要综合医院各个科室齐头并进，往往需要大综合医院和医学院的后续人才梯队支持，好的肿瘤医院也往往是医学院的附属医院/教学医院。从全国范围来看，根据卫健委2019年数据，国内肿瘤专科医院共150家，其中500张床位以上（三级医院）54家，800张以上床位仅40家，优质的肿瘤专科医院绝对是稀缺医疗资源。

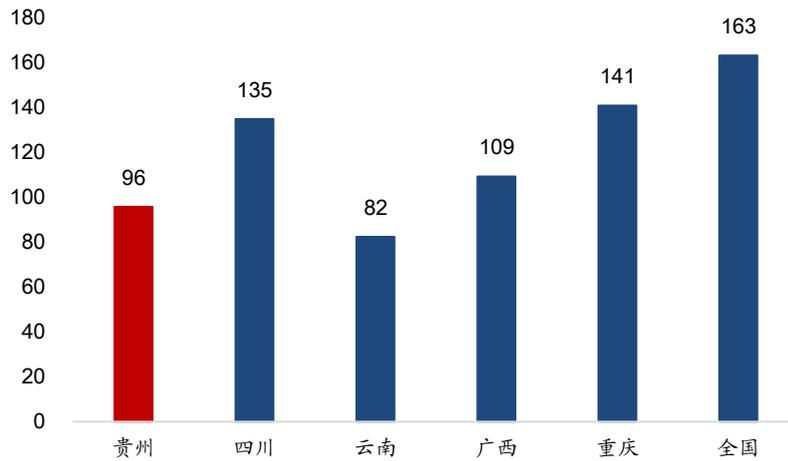
图表 16：山东省肿瘤医院架构图



资料来源：山东省肿瘤医院，国盛证券研究所

贵州省的肿瘤医疗资源供给相对匮乏。从2018年卫健委公布的贵州省肿瘤科床位数来看，仅有3470张，每百万人口仅96张床位，远低于全国163张的平均水平，在我国西部各省的比较来看也处于较低的位置。

图表 17: 贵州省及其他西部省份肿瘤床位数与全国水平对比 (张/百万人)



资料来源: 国家卫健委, 国盛证券研究所

公司所拥有的贵州省肿瘤医院是全国肿瘤医院 TOP30 中唯一的一家民营医院, 也是贵州省肿瘤领域龙头。肿瘤医院成立于 2007 年, 前身是贵医大附属医院肿瘤科, 目前是贵州省内唯一的三甲肿瘤医院, 也是省内最大的民营医院, 是公司医院体系的核心, 19 年占到公司收入 50% 以上。贵州省肿瘤医院是目前全国唯一的省立非公肿瘤医院, 也是全国肿瘤专科医院 TOP30 中唯一的非公医院, 其拥有省内最多的肿瘤专科床位 (1345 张, 接近贵医二附院、省人民医院和遵医附院, 遵义市人民医院肿瘤专科床位的总和), 是贵州省内肿瘤领域当之无愧的第一。肿瘤医院的优势可以从为三大维度来看:

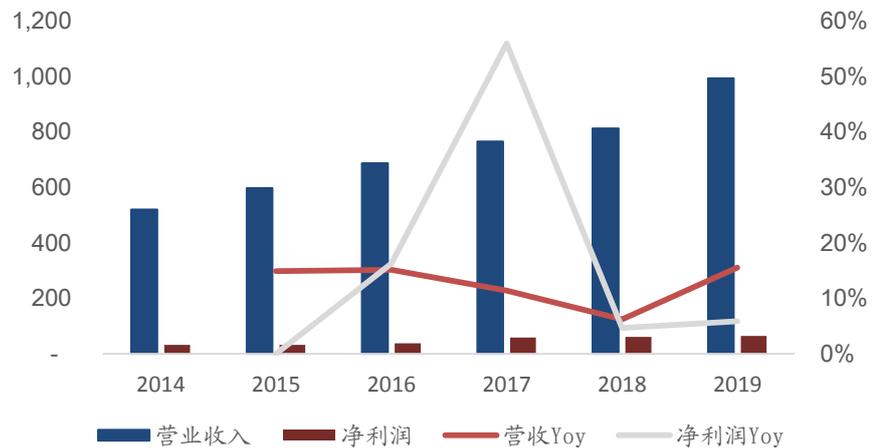
- **人才优势:** 贵州省肿瘤医院硕士, 博士研究生共 169 人; 省级以上学会主委, 副主任 28 人。副院长、学科带头人卢冰教授担任中华医学会放射肿瘤治疗学分会副主任委员、贵州省医学会肿瘤学分会主任委员、贵州省抗癌协会理事长。
- **装备优势:** 全球一线品牌 (医科达, 瓦里安) 加速器四台, 其中 20 年上半年新装机一台。
- **科研优势:** 1) 全国非公医院唯一可以开展肿瘤及其他药物临床实验的机构, 已经和国内多家创新药生产厂商开展预 BE、BE、临床一期、二期的多个项目。2) 建有肿瘤基础实验室, 可以开展硕士研究生, 博士研究生, 博士后相关阶段的基础实验。3) 建有贵州省分子病理诊断中心。

图表 2: 全国医院肿瘤科排名前 50 (2019 年)

名次	医院	得分	省(区、市)	城市	级别	是否公立	专业性*
1	中国医学科学院肿瘤医院	893.14	北京	北京	三甲	是	1
2	中山大学肿瘤防治中心	750.35	广东	广州	三甲	是	1
3	复旦大学附属肿瘤医院	748.06	上海	上海	三甲	是	1
4	天津市肿瘤医院	619.19	天津	天津	三甲	是	1
5	北京大学肿瘤医院	617.32	北京	北京	三甲	是	1
6	山东省肿瘤医院	600.04	山东	济南	三甲	是	1
7	浙江省肿瘤医院	591.32	浙江	杭州	三甲	是	1
8	江苏省肿瘤医院	582.25	江苏	南京	三甲	是	1
9	河南省肿瘤医院	573.44	河南	郑州	三甲	是	1
10	哈尔滨医科大学附属肿瘤医院	570.32	黑龙江	哈尔滨	三甲	是	1
11	河北省肿瘤医院	551.47	河北	石家庄	三甲	是	2
12	湖南省肿瘤医院	525.21	湖南	长沙	三甲	是	1
13	四川省肿瘤医院	521.16	四川	成都	三甲	是	1
14	云南省肿瘤医院	476.02	云南	昆明	三甲	是	1
15	山西省肿瘤医院	460.03	山西	太原	三甲	是	1
16	辽宁省肿瘤医院	459.28	辽宁	沈阳	三甲	是	1
17	湖北省肿瘤医院	441.51	湖北	武汉	三甲	是	1
18	吉林省肿瘤医院	439.70	吉林	长春	三甲	是	1
19	福建省肿瘤医院	437.12	福建	福州	三甲	是	1
20	重庆医科大学附属肿瘤医院	432.40	重庆	重庆	三甲	是	1
21	江西省肿瘤医院	431.18	江西	南昌	三甲	是	1
22	新疆医科大学附属肿瘤医院	430.11	新疆	乌鲁木齐	三甲	是	1
23	广西医科大学附属肿瘤医院	423.02	广西	南宁	三甲	是	1
24	陕西省肿瘤医院	418.81	陕西	西安	三甲	是	1
25	安徽省肿瘤医院	410.93	安徽	合肥	三甲	是	1
26	甘肃省肿瘤医院	398.58	甘肃	兰州	三甲	是	1
27	广州医科大学附属肿瘤医院	389.56	广东	广州	三甲	是	1
28	内蒙古自治区肿瘤医院	385.73	内蒙古	呼和浩特	三甲	是	1
29	青海省肿瘤医院	377.08	青海	西宁	三乙	是	1
30	贵州省肿瘤医院	369.84	贵州	贵阳	三甲	是	1
31	海南省肿瘤医院	365.01	海南	海口	三甲	是	1
32	南通大学附属肿瘤医院	359.07	江苏	南通	三甲	是	1
33	杭州市肿瘤医院	343.05	浙江	杭州	三级	是	1
34	安阳市肿瘤医院	334.50	河南	安阳	三甲	是	1
35	中国医学科学院肿瘤医院深圳医院	330.16	广东	深圳	三甲	是	1
36	大同市肿瘤医院	326.41	山西	大同	二甲	是	1
37	常州市肿瘤医院	317.19	江苏	常州	三乙	是	1
38	临沂市肿瘤医院	313.07	山东	临沂	三甲	是	1
39	汕头大学医学院附属肿瘤医院	308.46	广东	汕头	三乙	是	1
40	浙江金华广福医院	299.18	浙江	金华	三乙	是	1
41	包头市肿瘤医院	297.72	内蒙古	包头	三甲	是	1
42	徐州市肿瘤医院	295.84	江苏	徐州	三甲	是	1
43	中国科学院合肥肿瘤医院	294.08	安徽	合肥	三级	是	1
44	暨南大学附属复大肿瘤医院	292.70	广东	广州	三级	是	1
45	甘肃省武威肿瘤医院	290.58	甘肃	武威	三甲	是	1
46	淮南东方医院集团肿瘤医院	289.60	安徽	淮南	三级	是	1
47	赣州市肿瘤医院	285.02	江西	赣州	三甲	是	1
48	北京市朝阳区三环肿瘤医院	283.17	北京	北京	二级	是	1
49	驻马店肿瘤医院	281.26	河南	驻马店	二级	是	1
50	开封市肿瘤医院	280.04	河南	开封	二甲	是	1

资料来源:《医院蓝皮书:中国医院竞争力报告》,国盛证券研究所

图表 18: 贵州省肿瘤医院收入、净利润情况(百万元)



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

从目前的单床产出和净利率来看,贵州省肿瘤医院还具备极大的提升空间。

- **单床产出:** 从 2019 年的情况来看,肿瘤医院贡献收入 9.93 亿元,按 1500 张床位计算则单床产出为 66 万/张。从我们草根调研的情况来看,同样位于我国西南部、省内地位接近的专科肿瘤医院的单床产出普遍在 120-150 万之间,假设未来贵州省肿瘤医院单床产出提升至 120 万以上,则肿瘤医院 1500 张床位有望贡献 20 亿收入。

- **净利率**：2019年肿瘤医院的净利率为6.4%，与其他民营的医疗机构相比，净利率极低，未来有望提升至15-20%的净利率（正常贡献10-15%净利率，同时通过公司流通业务里的供应链管理获得额外的5%净利率）。

因此，我们认为，贵州省肿瘤医院在机制理顺之后，有望贡献**20亿**左右的收入及**3-4亿**的净利润（公司持有的**77.91%**的股权对应**2.3-3.1亿**归母净利润）。

图表 19: 部分民营医院成熟期的盈利能力对比(2019年)

医院名称	贵州省肿瘤医院	成都友谊医院	禅城中心医院	单县海吉亚	健宫医院
上市公司	信邦制药	盈康生命	复星医药	海吉亚医疗	华润医疗
医院等级	三甲肿瘤专科（肿瘤患者占60%，收入占比更大）	三级综合（肿瘤占38%）三甲综合	三甲综合	二级综合医院	二甲综合医院
地点	贵州省贵阳市云岩区	四川省成都市锦江区	广东省佛山市禅城区	山东菏泽市单县	北京市西城区
床位数	1500	1200（目前开放600）	1200	400	395
合计收入(亿)	9.93	3.38	16.1	2.83	7.21
yoy	15%	0%	18%	15%	4%
毛利(亿)	1.49	1.15		0.81	1.86
毛利率	15%	34%(整体)		29%	26%
净利润(亿)	0.64	0.80	2.16	0.48	1.25
yoy	6%	-20%	11%		17%
净利率	6.4%	23.7%	13.4%	17.0%	17.3%

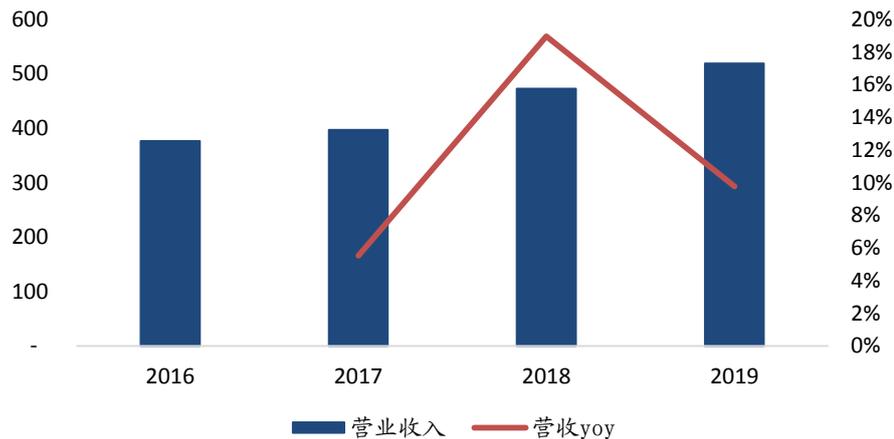
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

### 2.2.2 白云医院：未来贵州省潜在的领军三级综合医院

白云医院是公司体内最大的三级民营综合医院，未来有望成为贵州省内领军的三级综合医院之一。白云医院成立于2011年，为非营利性三级综合医院。2017年白云医院二期投入使用后，床位数已达到1100张，2019年年收入突破5亿元，床位使用率在60%-70%，远期规划是做到2500-3000张床位规模。

从远期规划来看，未来随着白云医院的床位数量提升、床位使用率提升，未来**2500-3000张床位有望贡献20-30亿的收入规模**。参考贵州省最大的三家综合医院的床位数量来看，遵义医学院附属医院2800张床位、省人民医院2000张床位、贵医一附院2800张床位，以及参考遵义医学院附属医院40亿收入和贵医一附院30多亿的收入情况，未来白云医院2500-3000张床位将跻身贵州省内第一梯队，有望贡献20-30亿的收入规模。

图表 20: 白云医院收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2.3 乌当医院: 定位于偏郊区的三级综合医院

乌当医院目前是公司全资控股的非营利性三级综合医院, 设置床位 1000-1200 张, 目前开放 500 张。乌当医院由赤天化集团医院、肿瘤医院和贵州东山创立投资发展有限公司于 2013 年 7 月共同设立, 公司子公司科开医药通过贵州省肿瘤医院持有乌当医院 45% 的股权, 2019 年通过收购剩余 55% 股权实现全资控股。

乌当医院地理位置位于郊区, 2019 年收入在 1.4-1.5 亿之间, 还处于发展期。

- 从地理位置上来看, 乌当医院在乌当区新添大道, 位于贵阳市偏郊区的位置, 距离肿瘤医院和白云医院都是约 30 分钟的车程, 形成有效补充和错位竞争。

图表 21: 乌当医院地理位置



资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所

- 目前乌当医院的优势学科是乳腺疾病 (现任院长毛大华原为贵州医科大学普外科副

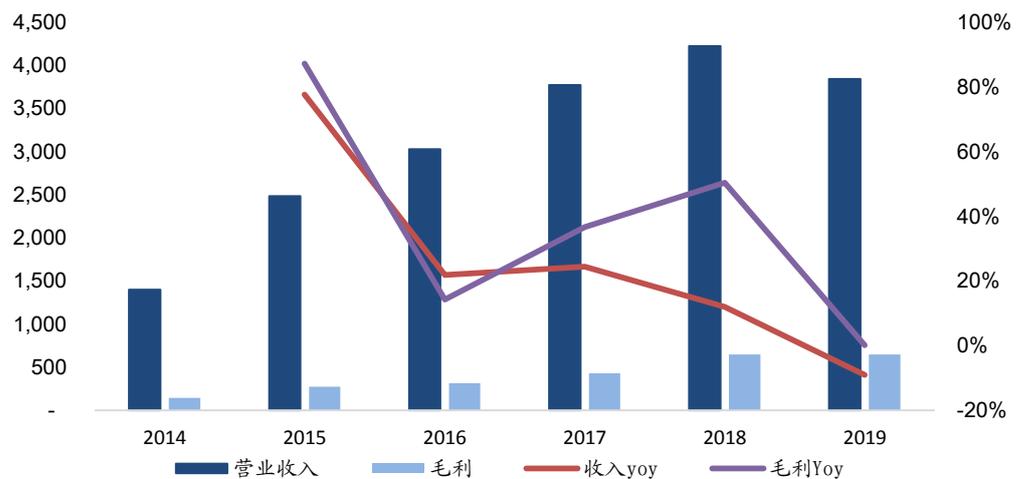
主任/乳腺外科主任，中华预防医学会乳腺疾病学组委员，中国抗癌协会乳腺癌转移委员会常委)，同时依托于公司一体化管理的战略，打造其他优势学科，如目前依托于肿瘤医院建立起来的肿瘤科。

### 三、医药流通：依托于医疗服务业务发展的供应链管理

公司的医药流通业务主要是依托于处于产业链后端的优质医疗服务资源，从而获取对贵州省内优质区域的代理权。在2014年完成收购科开医药的时候，科开已经是贵州省内领先的医药商业企业，经过几年的发展，目前科开已经是省内最大的医药商业企业，2019年收入为38.42亿元（19年受两票制影响，收入有所下滑，但毛利保持稳定），在省内的市占率为15-20%之间。公司的流通业务主要可以起到几大作用，是医疗服务业务的重要补充：

- **对体系内的供应链管理：**对公司体系内的医院，公司的供应链管理可以帮助医院提升整体的净利率，大约能到5%左右，对白云医院、乌当医院等非营利性医院尤为重要。
- **体系外的配送权：**由于公司具备贵州省内的顶尖医疗资源，以市场换市场，从而可以获取贵州省优质区域的代理权。

图表 22：公司流通业务收入、毛利情况（百万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 四、盈利预测与风险提示

### 4.1 关键假设

**核心假设:** 1) 公司医疗服务业务在疫情影响结束后以及机制理顺后加快增长; 2) 流通业务在 21 年疫情影响相对较小的情况增速有较大的回补; 3) 工业板块 21、22 年开始保持稳定的 15% 增长。

图表 23: 公司盈利预测模型 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>医疗服务</b>				
营业收入	1943	2040	2346	2815
yoy	24.9%	5.0%	15.0%	20.0%
<b>医药批发</b>				
营业收入	3842	3208	3914	4540
yoy	-9.1%	-16.5%	22.0%	16.0%
<b>医药工业</b>				
营业收入	834	667	767	882
yoy	7.7%	-20.0%	15.0%	15.0%
<b>营业收入合计</b>	<b>6655</b>	<b>5919</b>	<b>7026</b>	<b>8264</b>
<b>yoy</b>	<b>1.1%</b>	<b>-11.1%</b>	<b>18.7%</b>	<b>17.6%</b>
净利率	3.5%	2.9%	4.0%	4.4%
<b>净利润</b>	<b>236</b>	<b>172</b>	<b>281</b>	<b>363</b>
<b>yoy</b>	<b>117.8%</b>	<b>-27.4%</b>	<b>63.8%</b>	<b>29.3%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.2 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.72、2.81、3.63 亿元, 同比增长分别为 -27.4%、63.8%、29.3%, 对应 PE 为 79x、48x、37x, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值情况 (wind 一致预期, 时间为 2021.2.1)

代码	公司简称	市盈率 PE				每股收益 EPS			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300015	爱尔眼科	235.32	184.38	136.85	103.51	0.45	0.43	0.58	0.76
600763	通策医疗	210.46	177.79	133.50	102.17	1.44	1.71	2.28	2.97
002044	美年健康	-64.10	1,998.59	58.44	43.84	-0.23	0.01	0.24	0.32
000516	国际医学	-65.64	1,553.33	232.53	58.54	-0.21	0.01	0.05	0.20
002390	信邦制药	57.22	76.80	47.79	37.05	0.15	0.11	0.17	0.22

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3 风险提示

**扩张不及预期。**公司业务短期依托于现有医院的潜力挖掘，长期则依赖于在贵州省各区域的持续扩张，若扩张不及预期，将影响公司的远期业绩。

**医疗事故风险。**若出现重大医疗事故，将对公司在贵州省的品牌造成影响，从而影响公司业绩。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38934111  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com