

2021年02月01日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

战略聚焦省肿瘤等医疗服务, 股权理顺后开启新征程!

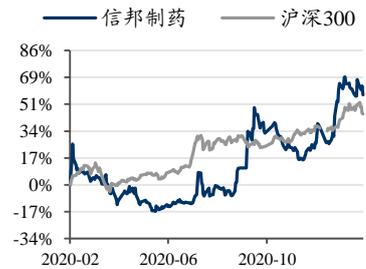
买入 (维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,655	6,019	6,619	7,476
同比 (%)	1.1%	-9.6%	10.0%	12.9%
归母净利润 (百万元)	236	178	280	361
同比 (%)	118.2%	-24.5%	57.2%	28.6%
每股收益 (元/股)	0.14	0.11	0.14	0.18
P/E (倍)	57.22	75.82	58.64	45.60

投资要点

- **董事长成为实控人, 公司治理结构理顺, 业务发展聚焦医疗服务。**公司非公开发行股票完成后, 董事长安怀略及其一致行动人的持股比例合计上升至 25.05%, 成为公司实际控制人。此外, 公司已于 2020 年上半年剥离中肽生化相关资产, 朱吉满已于 2020 年 12 月辞去公司董事职务。公司股权与治理结构理顺, 未来将聚焦医疗服务, 进入发展新阶段。
- **贵州省医疗服务基数低、增速快, 发展潜力较大。**2018 年贵州省医疗机构总收入规模达 799 亿元 (+12%), 我们预计 2025 年全省医疗机构收入规模可达 1474 亿元, 癌症治疗市场规模达 128 亿元, 省内即存在千亿级潜在市场空间。贵州省医保支付能力较强, 2019 年医保累计结余 445.1 亿元, 当年结余率 19%, 在全国排名前列。在贵州省医疗体制改革与医疗卫生事业建设中, 民营医院等非公立医院将迎来发展机遇。
- **公司旗下医院资产优质, 仅现有医院 2025 年的收入规模即有望达 42 亿元, 利润率有望持续提升。**公司旗下 7 家医院 (3 家三级医院+4 家二级医院), 2019 年收入 19.4 亿元。肿瘤医院为贵州省实力超前且唯一的三甲专科肿瘤医院, 最强品牌聚集省内优质资源; 白云医院与乌当医院依托贵州医科大, 教学与科研并长将利于打造品牌声誉; 7 家医院在首席专家制、专科联盟等推动下协同发展。同时, 在集团精细化管理、医药流通业务协同下, 利润率有望持续提升, 预计 2025 年医疗服务板块收入有望达 42 亿元, 综合利润率有望达 15%, 归母净利润有望达 4.9 亿元。我们认为立足现在, 近期可看现有医院内生增长与盈利提升, 远期可看医院品牌打造与外延扩张, 公司医疗服务板块有望持续稳健增长。
- **医药流通板块的市场份额与毛利水平持续提升, 医药制造有望稳定发展。**公司作为省内医药流通企业龙头, 具备深耕省内的本土优势, 且依托旗下医院体系提高市场地位及扩大市场份额。以医药流通业务收入 (内部抵消后) 计算, 2017 年市场份额提升至 14.9%, 2020 年 H1 毛利率提升至 17.9%。随着流通业务稳步增长和收入结构优化, 流通业务将持续为公司贡献业绩支持。此外, 中药材/中药饮片呈现良好发展势头, 医药制造板块有望稳定发展。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.78 亿元、2.80 亿元、3.61 亿元, 对应股本增加后的 EPS 分别为 0.11 元、0.14 元、0.18 元, 对应当前股价的估值分别为 76 倍、59 倍、46 倍。考虑到公司聚焦发展医疗服务, 医院协同化发展与集团精细化管理将推动收入规模与盈利能力提升, 我们预计 2025 年公司收入有望达 104 亿元, 按分部估值计算的市值近 300 亿元。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)	8.11
一年最低/最高价	4.23/8.93
市净率(倍)	2.78
流通 A 股市值(百万元)	12639.21

基础数据

每股净资产(元)	2.92
资产负债率(%)	48.52
总股本(百万股)	1667.23
流通 A 股(百万股)	1558.47

相关研究

- 1、《信邦制药 (002390): 经营业绩逐季恢复, 战略发展医疗服务》2020-10-28
- 2、《信邦制药 (002390): 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》2020-09-08

内容目录

1. 信邦制药：战略聚焦医疗服务，开启发展新阶段	5
1.1. 董事长成为公司实控人，利于公司长期稳健发展	5
1.2. 医疗服务收入占比持续提升，未来仍将聚焦医疗服务	6
2. 贵州省医疗卫生事业追赶发展，民营医院面临发展机遇	9
2.1. 贵州省医疗服务发展潜力较大，预计癌症治疗市场规模达 128 亿元	9
2.2. 贵州省持续推进医疗体制改革与建设，民营医院迎发展机遇	12
2.3. 贵州省医保资金结余率高，医保支付能力较强	14
2.4. 全省医药流通行业持续较快增长，发展潜力较大	16
3. 医疗服务板块：旗下医院资产优良，医疗体系协同发展	18
3.1. 贵州医科大引领医疗水平，集团化管理促进协同发展	18
3.2. 三大医院为发展基础，县级医院具备发展潜力	23
3.2.1. 贵州省肿瘤医院：省内唯一的三甲肿瘤专科医院	23
3.2.2. 贵州医科大学附属白云医院：贵州医科大第二临床教学中心	25
3.2.3. 贵州医科大学附属乌当医院：变为控股子公司	27
3.2.4. 仁怀新朝阳医院：具有发展潜力的县级医院	27
3.3. 公司医疗服务收入持续增长，集团化运营有望提升盈利水平	29
4. 医药流通板块：省内市场发展潜力大，公司市占率稳步提升	31
4.1. 公司医药流通业务类型丰富，营销网络覆盖贵州全省	31
4.2. 依托集团医院终端形成闭环服务，持续扩大市场份额	31
4.3. 龙头企业区域性优势凸显，公司市占率与毛利率逐年提升	32
5. 医药制造板块：剥离中肽生化，中药业务收入稳健	34
6. 盈利预测与投资建议	36
7. 风险提示	39

图表目录

图 1: 公司业务板块及主要子公司情况	5
图 2: 公司股权结构 (本次非公开发行股票前)	6
图 3: 公司股权结构 (本次非公开发行股票后)	6
图 4: 2019 年公司收入结构	6
图 5: 2019 年公司毛利结构	6
图 6: 公司营收与归母净利润情况	7
图 7: 公司收入构成情况	7
图 8: 可比公司医疗服务毛利率情况	7
图 9: 全国各省 (市) 2018 年医疗卫生机构总收入 (亿元)	9
图 10: 全国各省 (市) 2019 年 GDP 增速	9
图 11: 贵州省医疗卫生机构床位数及每千人口床位数	10
图 12: 贵州卫生机构总收入 (亿元)	10
图 13: 贵州省医院诊疗人次 (万次)	10
图 14: 贵州省常住人口数量 (万人)	11
图 15: 贵州省癌症治疗市场规模测算 (亿元)	11
图 16: 贵州省历年公立医院与民营医院数量	13
图 17: 2010-2018 年贵州省医院诊疗人次及占比	14
图 18: 2010-2018 年贵州省医院入院人数及占比	14
图 19: 2015-2017 年城镇基本医疗保险和 2018-2019 年城乡基本医疗保险累计结余情况	15
图 20: 2019 年全国各省份医保资金结余率	15
图 21: 中国医药流通市场销售规模及增速	16
图 22: 贵州省医药流通市场销售规模及增速	16
图 23: 2017 年全国各省市医药流通市场销售额 (亿元)	17
图 24: 2017 年西南地区四个省市的医药流通市场规模与常住人口数量对比	17
图 25: 贵州省医药流通市场规模测算	17
图 26: 公司旗下医疗机构 (截至 2020 年中报)	18
图 27: 贵州医科大附属医院	19
图 28: 公司旗下医疗机构及优势学科	20
图 29: 公司医疗体系管理模式	22
图 30: 公司医疗体系管理模式	22
图 31: 公司发展战略与规划	22
图 32: 贵州省肿瘤医院部分优势学科体系简介	23
图 33: 贵州省肿瘤医院收入及净利润情况 (百万元)	25
图 34: 贵州省肿瘤医院净利率	25
图 35: 白云医院特色专科与重点科室	26
图 36: 仁怀新朝阳医院收入与净利润情况	27
图 37: 贵州省人口分布地图	28
图 38: 2018 年贵州省前 20 个县 (市、区、特区) 城镇人均可支配收入 (元)	28
图 39: 医疗服务板块历年收入情况	29
图 40: 医疗服务板块历年毛利率情况	29
图 41: 公司医药流通板块	31
图 42: 公司医药流通收入 (内部抵销后) 在贵州省医药流通市场规模的占比	32

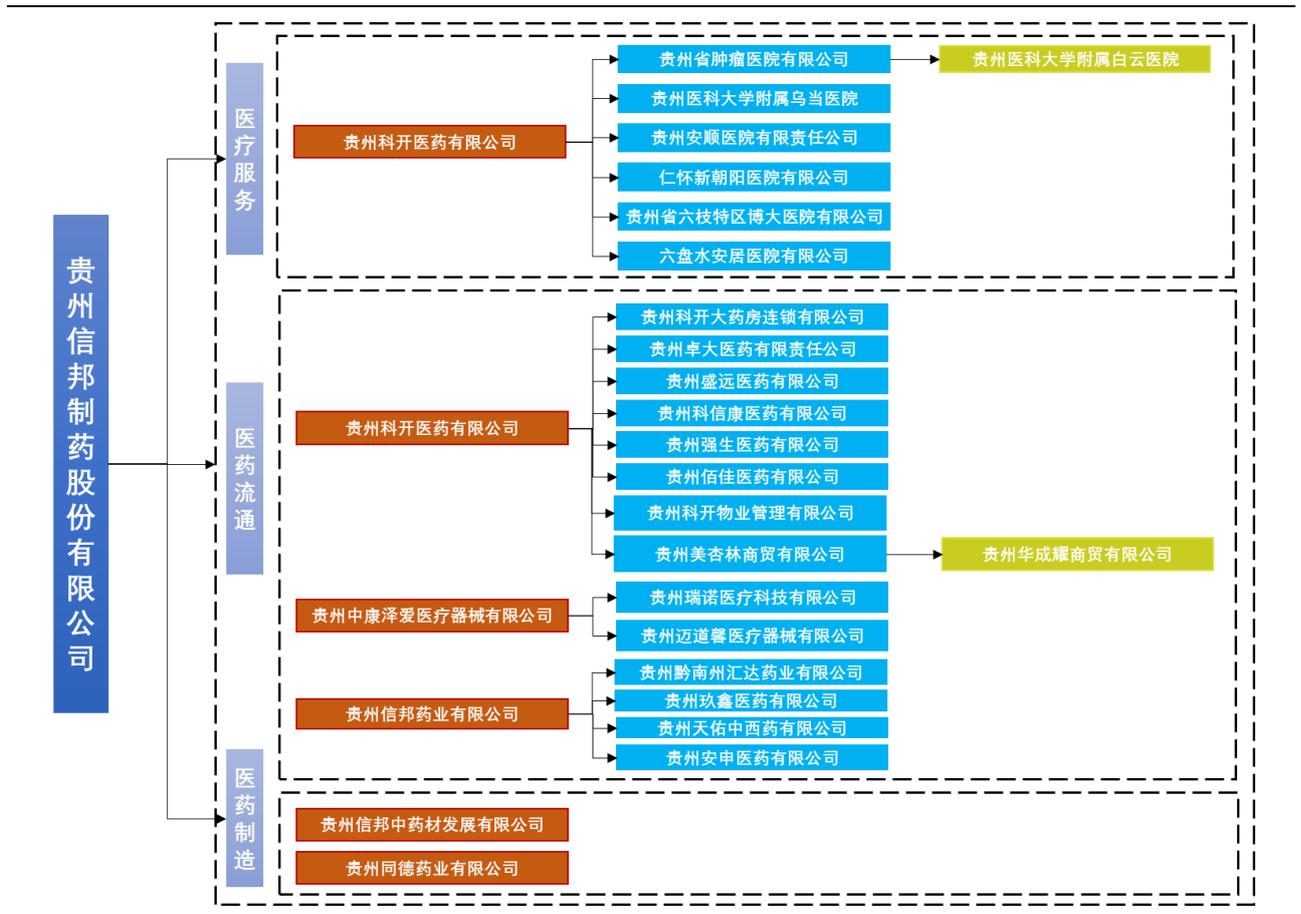
图 43: 医药流通板块历年收入情况 (亿元)	33
图 44: 医药流通板块毛利率及医疗器械占比情况	33
图 45: 江苏省中医院诊疗人次	35
图 46: 医药制造板块历年收入情况 (亿元)	35
图 47: 医药制造板块历年毛利率情况	35
表 1: 贵州省医疗服务市场规模测算	11
表 2: 贵州省癌症治疗市场规模测算	12
表 3: 贵州省医疗卫生事业相关政策	12
表 4: 贵州省医保收支情况 (亿元)	15
表 5: 公司旗下医院排名	19
表 6: 公司旗下医院情况	20
表 7: 公司旗下医院专家团队情况	21
表 8: 2019 年贵州省医院分等级卫生医疗机构数情况 (单位: 个)	24
表 9: 肿瘤医院收入测算 (单位: 百万元)	25
表 10: 白云医院收入测算 (单位: 百万元)	26
表 11: 乌当医院收入测算 (单位: 百万元)	27
表 12: 仁怀医院收入测算 (单位: 百万元)	29
表 13: 公司旗下主要医院收入及相应流通业务收入测算 (亿元)	31
表 14: 贵州省主要医药流通公司	32
表 15: 公司主要品种及竞争格局	34
表 16: 公司收入预测	36
表 17: 公司医疗服务板块收入预测	37
表 18: 可比公司估值	38

1. 信邦制药：战略聚焦医疗服务，开启发展新阶段

1.1. 董事长成为公司实控人，利于公司长期稳健发展

信邦制药前身成立于 1995 年，最初主营中成药的生产与销售。2014 年公司通过收购科开医药，形成医药制造、医药流通、医疗服务三大主业。2015 年收购中肽生化，增添多肽和体外诊断产品的生产与销售，但在中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等影响下发展受阻，相关资产已于 2020 年剥离。目前公司已形成了以优质医院为核心，医药流通全方位闭环服务，中成药、中药饮片产销为辅的业务布局。

图 1：公司业务板块及主要子公司情况



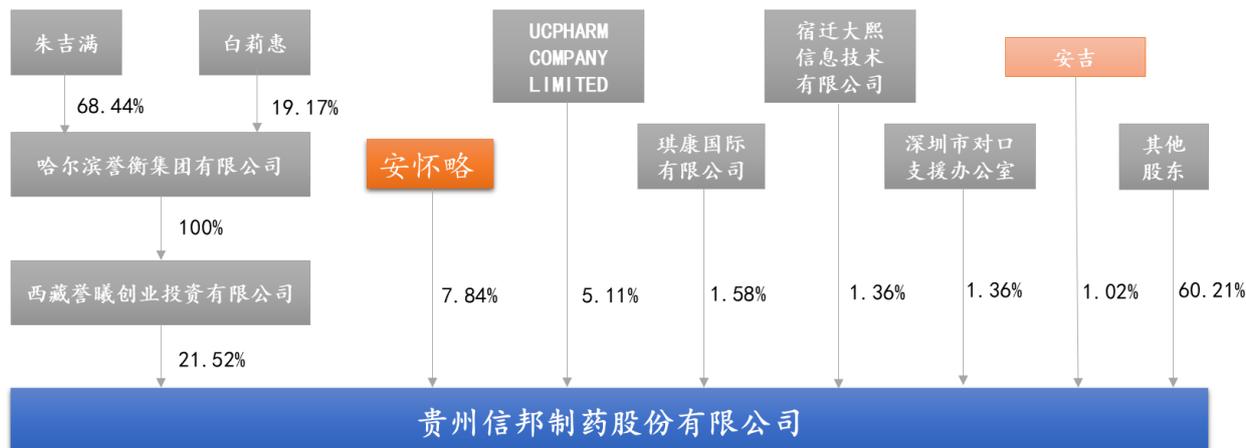
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

至 2020 年半年报披露，公司实际控制人及其一致行动人为朱吉满、白莉惠，通过控股西藏誉曦创业投资有限公司间接控股本公司，西藏誉曦持有本公司 21.52% 股权。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%。

公司于 2020 年 9 月 8 日公告，拟非公开发行股票 3.6 亿股，由公司董事长安怀略及其一致行动人安吉控制的贵州金域实业投资合伙企业以 15.12 亿元认购，所募集资金在扣除发行费用后将全部用于偿还银行贷款和补充流动资金。在本次非公开发行完成后，董事长安怀略及其女安吉将直接及间接持有信邦制药合计 25.05% 的股份，成为公司实

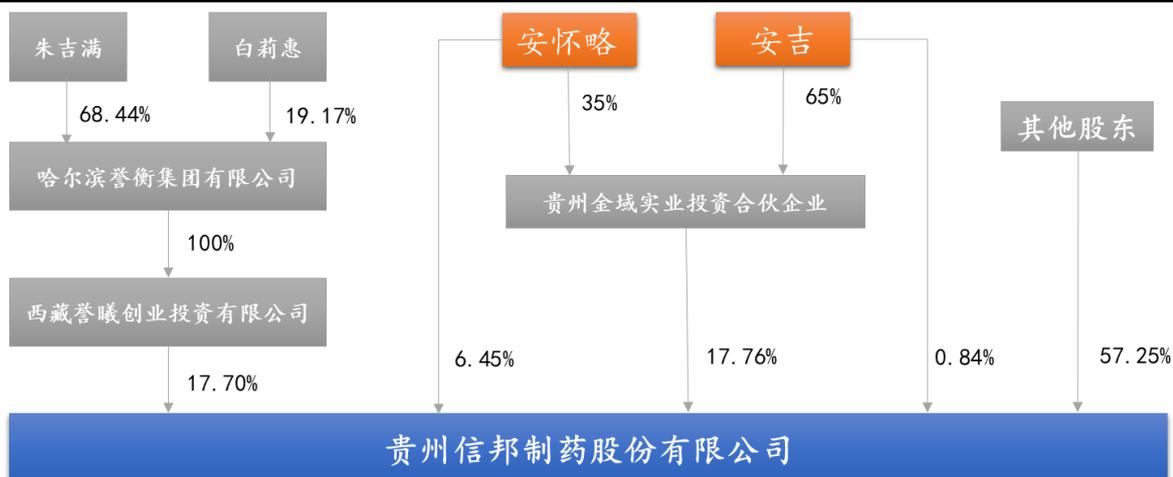
际控制人。公司治理结构理顺，股权结构更加清晰，将利于公司长期稳健发展。

图 2：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 3：公司股权结构（本次非公开发行股票后）



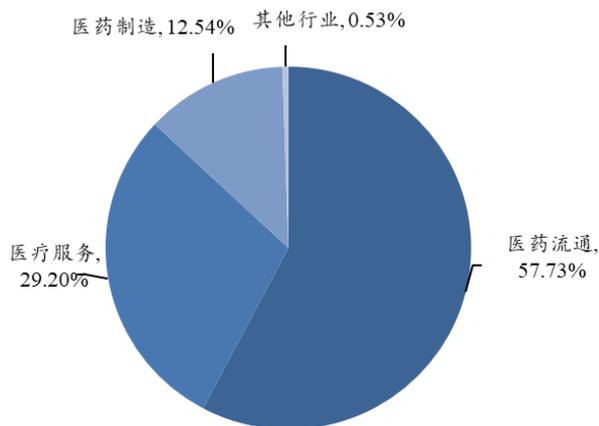
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 医疗服务收入占比持续提升，未来仍将聚焦医疗服务

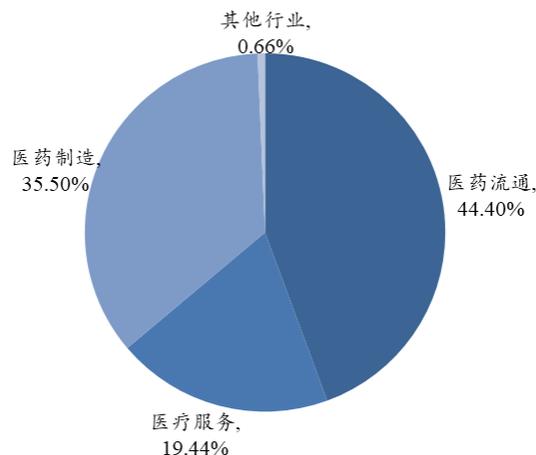
公司主营业务包括医疗服务、医药流通、医药工业三大板块。2019 年，公司实现收入 66.55 亿元，其中，医药流通、医疗服务、医药制造的收入占比分别为 57.73%、29.20%、12.54%，毛利占比分别为 44.40%、19.44%、35.50%。

图 4：2019 年公司收入结构

图 5：2019 年公司毛利结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

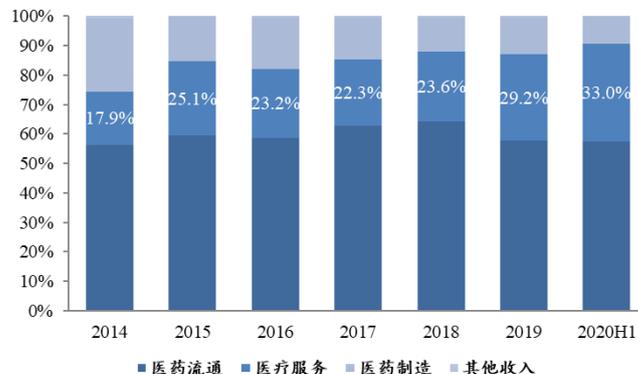
公司医疗服务业务规模持续扩张，收入占比不断提升，且未来仍将战略发展医疗服务。自 2014 年收购科开医药，公司营收与归母净利润稳健增长，2018 年大幅亏损主要由于对中肽生化一次性计提商誉减值。公司医疗服务板块收入占比持续提升，2020H1 医疗服务板块收入占比 33.0%，相较于 2014 年的收入占比 17.9%，提升了 15.1 个百分点。公司于 2020 年 6 月公告，将全资子公司中肽生化 100% 股权、康永生物 100% 股权转让给泰德医药有限公司，以优化公司资产结构，未来将聚焦发展医疗服务。

图 6：公司营收与归母净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

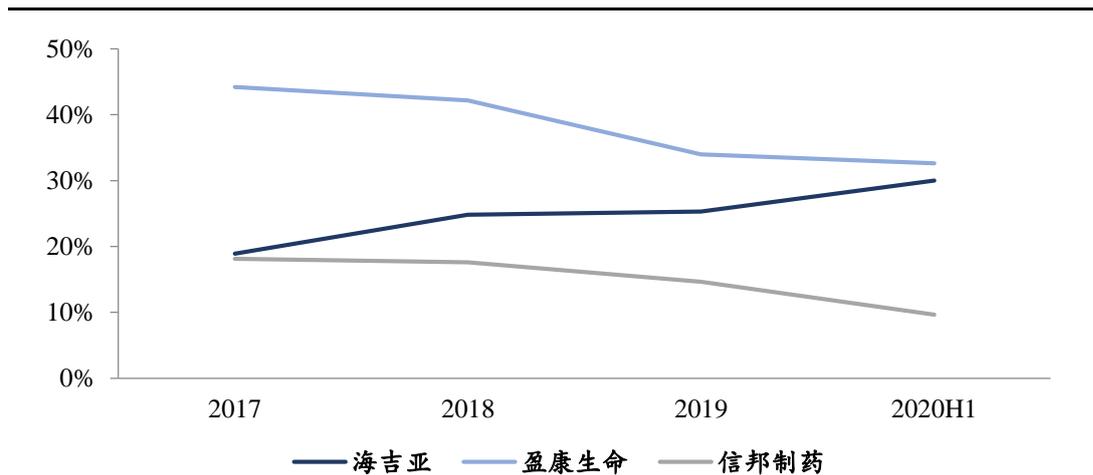
图 7：公司收入构成情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

与同类公司相比，公司盈利水平仍有提升空间。同行业中，海吉亚与盈康生命也提供以肿瘤治疗为主的医疗服务，相比之下，公司的毛利率处于较低水平。但考虑到公司业务经过多次重组调整，未来管理层将战略发展医疗服务，集团精细化管理有利于医院体系降低运营成本，提高经营效率，我们认为公司医疗服务板块的盈利水平有望提升。

图 8：可比公司医疗服务毛利率情况



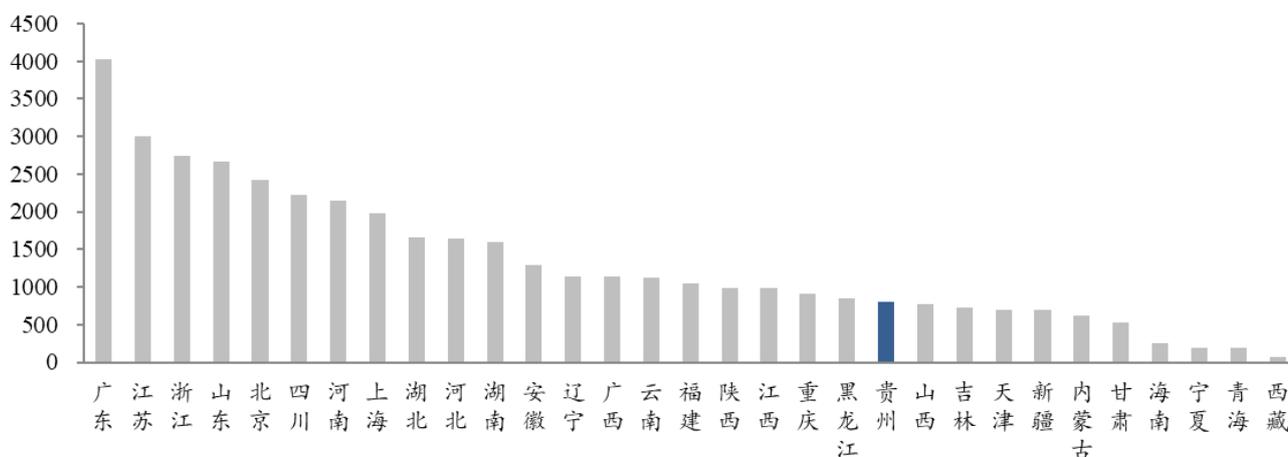
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 贵州省医疗卫生事业追赶发展，民营医院面临发展机遇

2.1. 贵州省医疗服务发展潜力较大，预计癌症治疗市场规模达 128 亿元

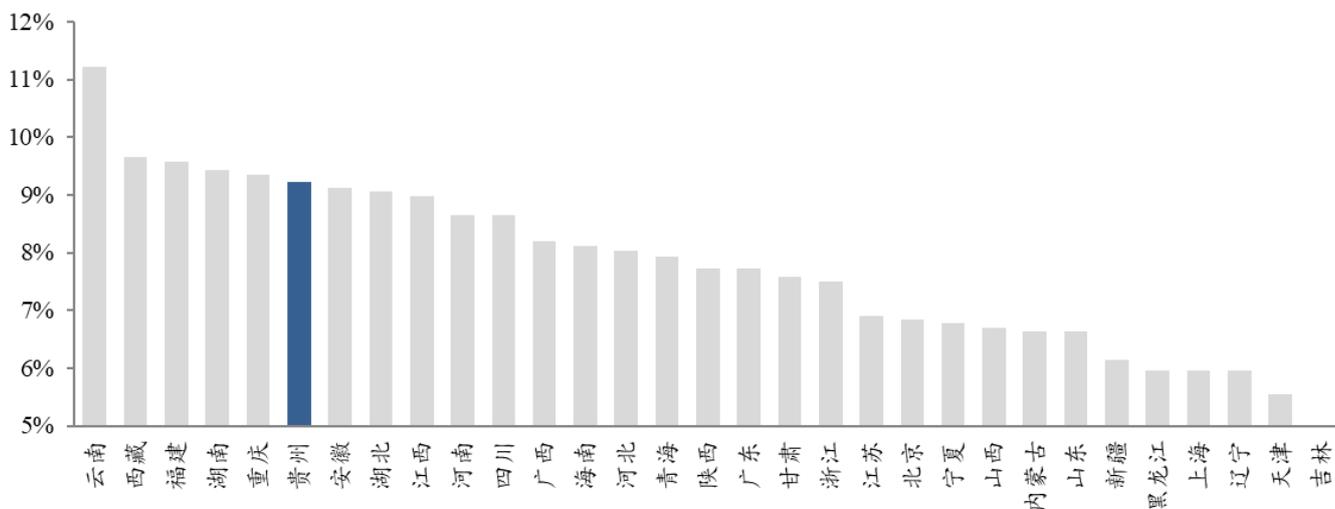
贵州省医疗服务基数低、增速快，发展潜力较大。2018 年，贵州省医疗机构总收入约 799 亿元；由于医疗资源及医疗卫生收入体量长期受制于当地经济发展等因素，在全国各省份中处于中下游水平。但近年来，贵州省经济水平不断提升，GDP 增速位列全国各省市前列，全省医疗卫生事业不断发展。因此我们认为同比其他省市，贵州省医疗服务市场发展潜力较大。

图 9：全国各省（市）2018 年医疗卫生机构总收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

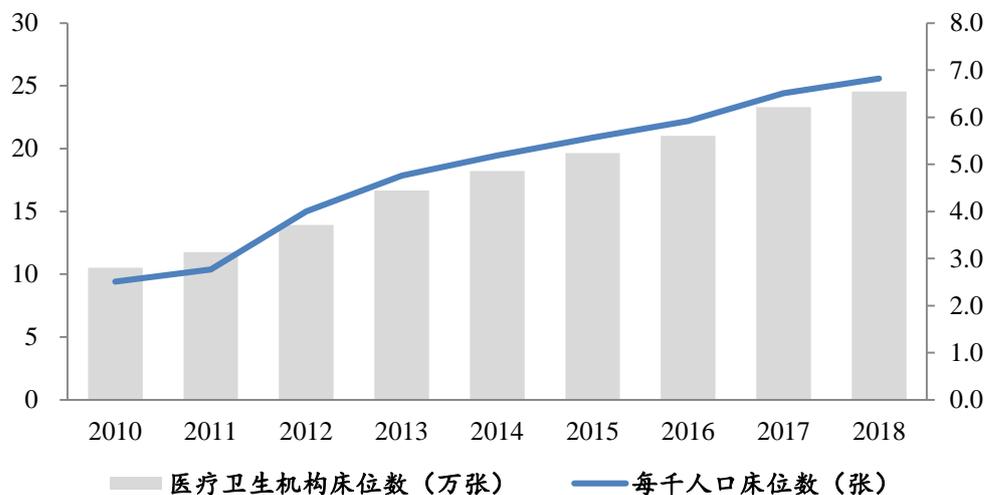
图 10：全国各省（市）2019 年 GDP 增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

同时贵州省医疗服务水平正在快速提升。2010-2018 年，全省医疗卫生机构床位数及每千人口床位数持续快速增长，2018 年分别达到 24.56 万张、6.82 张。

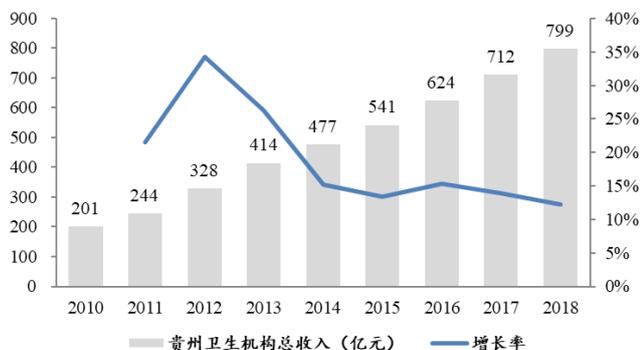
图 11: 贵州省医疗卫生机构床位数及每千人口床位数



数据来源: wind, 东吴证券研究所

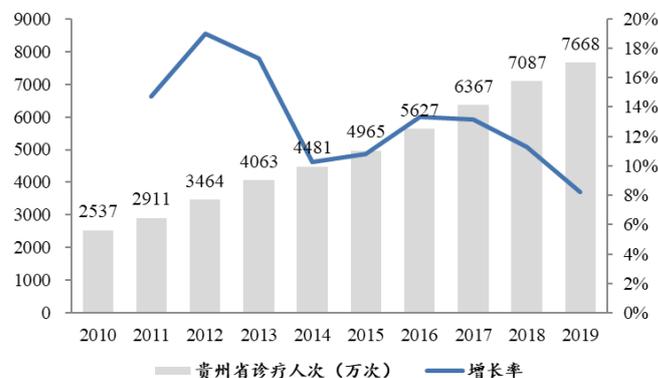
2018 年，贵州省医疗机构总收入约 799 亿元，2010-2018 年均复合增速约 22%，近年来收入增速有所放缓，但仍实现 12% 以上增长。2019 年，贵州省诊疗人次持续增长至 7668 万次，近年来增速保持在 8% 以上。

图 12: 贵州卫生机构总收入 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 13: 贵州省医院诊疗人次 (万次)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

全省医疗服务市场方面，2018 年贵州省医疗机构总收入约 799 亿元，同比增长 12.24%。我们观察到 2014 年以后，贵州省常住人口数量增速相对稳定，卫生机构总收入、每万人诊疗人次进入相对平稳增长阶段，次均诊疗费用增速逐步放缓。根据 2014-2018 年间，贵州省常住人口数量 CAGR 约 0.6%，每万人诊疗人次 CAGR 约 9.0%，次均诊疗费用 CAGR 约 1.4%。考虑到人口出生率下降趋势、医疗卫生服务普及、以及诊疗费用平缓增长，我们假设 2019-2025 年全省常住人口数量复合增长率约 0.4%，每万人诊疗次数复合增长率约 7.6%，次均诊疗费用复合增长率约 0.71%，则预计 2025 年贵州

省卫生机构总收入规模可达 1474 亿元。

表 1: 贵州省医疗服务市场规模测算

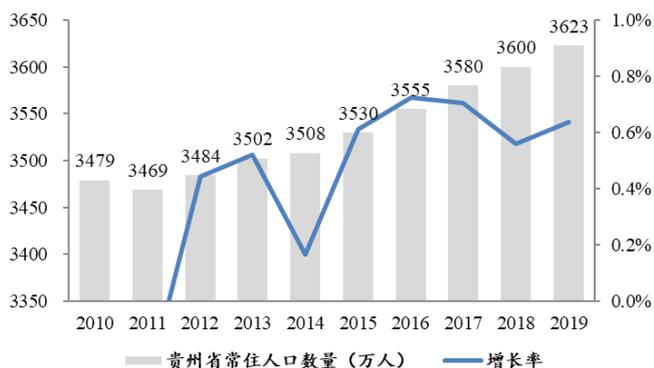
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
贵州卫生机构总收入(亿元)	799	890	984	1080	1178	1277	1375	1474
贵州省末常住人口(万人)	3600	3623	3640	3658	3673	3687	3698	3709
贵州省诊疗人次(万次)	7087	7834	8593	9366	10139	10916	11681	12441
每万人诊疗次数(次)	19686	21631	23608	25604	27607	29604	31585	33540
同比增长率	10.7%	9.9%	9.1%	8.5%	7.8%	7.2%	6.7%	6.2%
次均诊疗费用(元)	1127	1136	1145	1154	1162	1170	1178	1185
同比增长率	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%

数据来源: wind, 贵州省统计局, 东吴证券研究所整理测算

癌症治疗市场方面, 2019 年贵州省人口数量约 3623 万人, 增长率在 0.6% 左右。根据《2017 贵州省肿瘤登记年报》, 2014 年贵州肿瘤随访登记地区的癌症中标发病率为 157.47/10 万, 低于全国的 189.76/10 万。根据国家癌症中心发布的最新一期全国癌症统计数据《2019 年全国癌症报告》, 2015 年恶性肿瘤中标率发病率为 190.64 / 10 万, 中标率死亡率为 106.72 / 10 万。近 10 多年来, 恶性肿瘤发病率每年保持约 3.9% 的增幅, 死亡率每年保持 2.5% 的增幅。

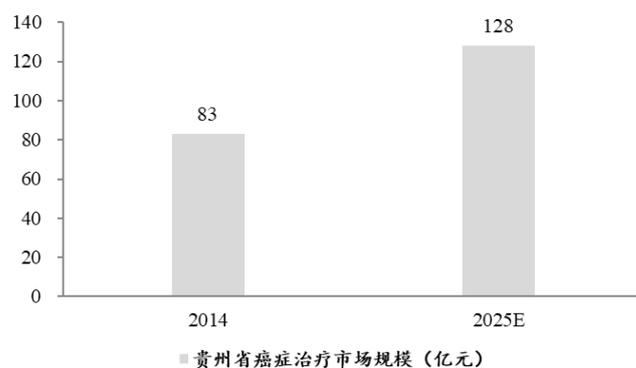
以 2014 年贵州省常住人口数与癌症中标发病率计算, 2014 年贵州省癌症患病人数约 5.5 万人。根据草根调研, 估计贵州省肿瘤病人的人均治疗费用约 15 万元/年。考虑到贵州省癌症发病率低于全国平均水平, 但老龄化趋势加速肿瘤患病率提高, 我们假设 2014 年贵州省癌症中标发病率增长率为 3.0%, 并以 0.1% 逐年递增, 则预计 2025 年贵州省病人数量将达 8.5 万人, **预计癌症治疗市场规模达 128 亿元。**

图 14: 贵州省常住人口数量(万人)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 15: 贵州省癌症治疗市场规模测算(亿元)



数据来源: 《2017 贵州省肿瘤登记年报》、《2019 年全国癌症报告》, 东吴证券研究所

表 2: 贵州省癌症治疗市场规模测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全省常住人口数量 (万人)	3508	3530	3555	3580	3600	3623	3641	3659	3674	3689	3700	3711
常住人口增长率	0.2%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.50%	0.50%	0.40%	0.40%	0.30%	0.30%
全省癌症中标发病率 (/10 万)	157.47	162.19	167.22	172.57	178.27	184.33	190.78	197.65	204.96	212.75	221.05	229.89
癌症发病率增长率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%
全省癌症患病人数 (人)	55241	57246	59447	61781	64177	66782	69465	72325	75301	78475	81780	85307
人均治疗费用 15 万/人/年	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
癌症治疗市场规模 (亿元)	83	86	89	93	96	100	104	108	113	118	123	128

数据来源:《2017 贵州省肿瘤登记年报》、《2019 年全国癌症报告》, 东吴证券研究所整理测算

2.2. 贵州省持续推进医疗体制改革与建设, 民营医院迎发展机遇

近年来贵州省持续深化医疗体制改革, 提升全省医疗服务能力。以提高全省医疗服务水平为目标, 推进建设完善的公共卫生服务和医疗服务体系; 推进建设全省分级诊疗制度, 提高县级医院、基层医疗机构的就诊率和服务能力; 全面推开公立医院改革, 限制公立医院费用和药占比等。我们认为, 一系列的医改政策下, 股份制医院、民营医院等非公立医院有更多机会参与全省医疗卫生事业建设。

表 3: 贵州省医疗卫生事业相关政策

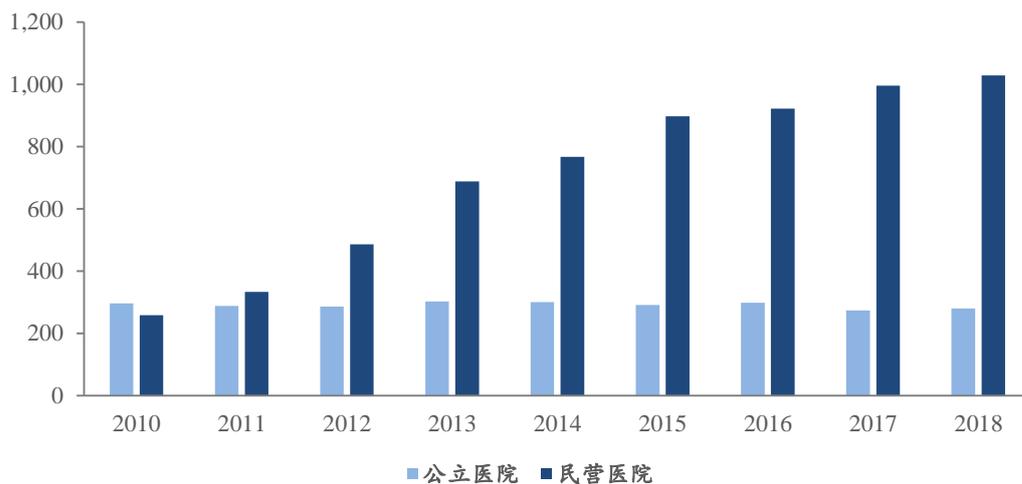
文件名	发布日期	发文单位	主要内容
贵州省“十三五”深化医药卫生体制改革规划	2018/1/9	省人民政府办公厅	到 2020 年: 1) 建立比较完善的公共卫生服务体系和医疗服务体系、比较健全的医疗保障体系、比较规范的药品供应保障体系和综合监管体系、比较科学的医疗卫生机构管理体制和运行机制。2) 省居民人均预期寿命达 75 岁, 婴儿死亡率、5 岁以下儿童死亡率、孕产妇死亡率分别控制在 7.5‰、9.5‰、22/10 万以内, 个人卫生支出占卫生总费用的比重下降到 26% 左右。
贵州关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知	2018/9/19	省卫计委	1) 制定城市医疗集团和县域医共体建设规划。2) 完善城市医疗集团和县域医共体建设。3) 加强医联体管理考核。
贵州省促进护理服务业改革与发展实施方案	2019/6/20	省卫健委	到 2020 年: 1) 护理服务体系基本建立, 覆盖急性期诊疗、慢性期康复、稳定期照护、终末期关怀的护理服务格局基本形成。2) 全省注册护士总数达 11 万, 每千口注册护士数达 3.14 人, 医护比不低于 1: 1.25, 基层医疗机构护士总量达到 2.5 万。3) 护理院、护理中心、康复医疗中心、安宁疗护机构等接续性医疗机构数量显著增加, 老年护理服务队伍和机构建设得到加强。4) 全省二级以上医疗机构优质护理服务全覆盖, 基层护理工作逐步规范。

全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设发展实施意见	2019/6/25	省卫健委	<p>1) 2019年8月底前,全省所有县(市、特区)启动医共体建设,制定实施方案。2019年10月底前,初步建立起医共体运行和管理制度框架,2019年12月底前,构建起县乡村三级联动的县域医疗卫生服务体系。鼓励有条件的市辖区开展医共体建设。</p> <p>2) 2020年,所有县(市、特区)公立医疗卫生机构和基层卫生机构全部纳入医共体,力争基层医疗卫生机构就诊率达到65%,县域内就诊率达到90%,构建起分级诊疗、合理诊治和有序就医的新秩序。市辖区医共体建设取得成效。</p>
关于进一步推进贵州省卒中中心体系建设的通知	2019/8/29	省卫健委	<p>1) 到2019年底,全省所有市(州)、县(市、区)完成卒中中心申报创建工作。</p> <p>2) 到2020年,全省所有县(市、区)至少建成1家卒中防治中心,所有市(州)至少建成1家高级卒中中心。</p> <p>3) 创新全省脑卒中患者分级指导救治模式,降低人群脑卒中发生率、复发率、致残率和死亡率,提高脑卒中规范救治率。</p>
关于印发健康贵州行动实施方案的通知	2019/12/31	省人民政府办公厅	<p>1) 推动市、县二甲以上综合医院建成胸痛中心,继续推进医院卒中中心建设。到2022年和2030年,心脑血管疾病死亡率分别下降到243.1/10万及以下和216.1/10万及以下。</p> <p>2) 提升县级二甲及以上医疗机构癌症诊疗能力,到2022年和2030年,总体癌症5年生存率分别不低于43.3%和46.6%。</p> <p>3) 到2022年和2030年,70岁及以下人群慢性呼吸系统疾病死亡率下降到9/10万及以下和8.1/10万及以下;糖尿病患者规范管理率分别达到60%及以上和70%及以上;以乡(镇、街道)为单位,适龄儿童免疫规划疫苗接种率保持在90%以上。</p>

数据来源:贵州省人民政府办公厅、贵州省卫健委,东吴证券研究所

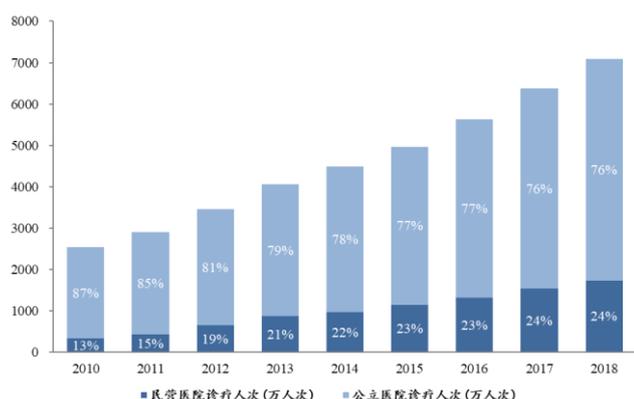
2018年,贵州省民营医院数量1029家,远高于公立医院数量280家,2010-2018年年均复合增长率约19%。同时,民营医院的诊疗人次占比从13%提高至24%,民营医院入院人数占比从16%提高至30%。股份制医院、民营医院等非公立医院在全省医疗卫生建设事业中发挥重要作用,迎来发展机遇。

图 16: 贵州省历年公立医院与民营医院数量



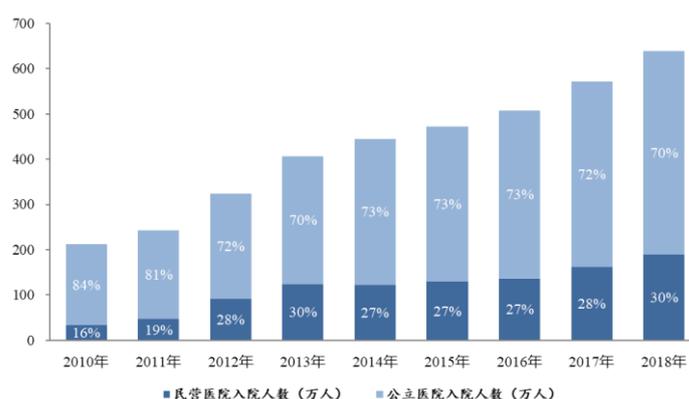
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 17: 2010-2018 年贵州省医院诊疗人次及占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 18: 2010-2018 年贵州省医院入院人数及占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.3. 贵州省医保资金结余率高, 医保支付能力较强

从医保收入来看, 2015-2017 年, 贵州省城镇基本医疗保险收入由 135.8 亿元增长至 186.4 亿元, 新农合的筹资总额由 149.48 亿元增长至 172.34 亿元, 平均复合增长率分别为 17.16%和 7.37%。2018-2019 年, 贵州省医保收入由 401.3 亿元增长至 516.3 亿元, 同比增长 32.15%。

从医保支出来看, 2015-2017 年, 贵州省城镇基本医疗保险支出由 114.2 亿元增长至 143.3 亿元, 新农合支出由 124.90 亿元增长至 167.87 亿元, 平均复合增长率分别为 12.02%和 15.93%。2018-2019 年, 贵州省医保支出由 348.8 亿元增长至 427.3 亿元, 同比增长 22.51%。

表 4: 贵州省医保收支情况 (亿元)

	2015	2016	2017		2018	2019
1) 基本医疗保险基金收支情况						
城镇基本医保收入	135.8	157.8	186.4	城乡基本医保收入	401.3	530.3
职工医保收入	112.0	131.3	153.9	职工医保收入	185.8	219.1
居民医保收入	23.8	26.5	32.5	居民医保收入	215.5	311.2
城镇基本医保支出	114.2	129.7	143.3	城乡基本医保支出	348.8	427.3
职工医保	97.2	111.0	120.5	职工医保	133.9	163.1
居民医保	17.1	18.7	22.8	居民医保	214.9	264.2
累计结余	117.2	145.4	188.5		320.3	445.1
2) 新型农村合作医疗情况						
新农合筹资总额	149.48	153.85	172.34			
新农合基金支出	124.90	132.74	167.87			

数据来源: 中国统计年鉴、贵州省统计年鉴, 东吴证券研究所 注: 1) 2019 为基本医疗保险 (含生育保险) 收支口径; 2) 2018 年起城乡居民医保包括城镇居民医保和新农合

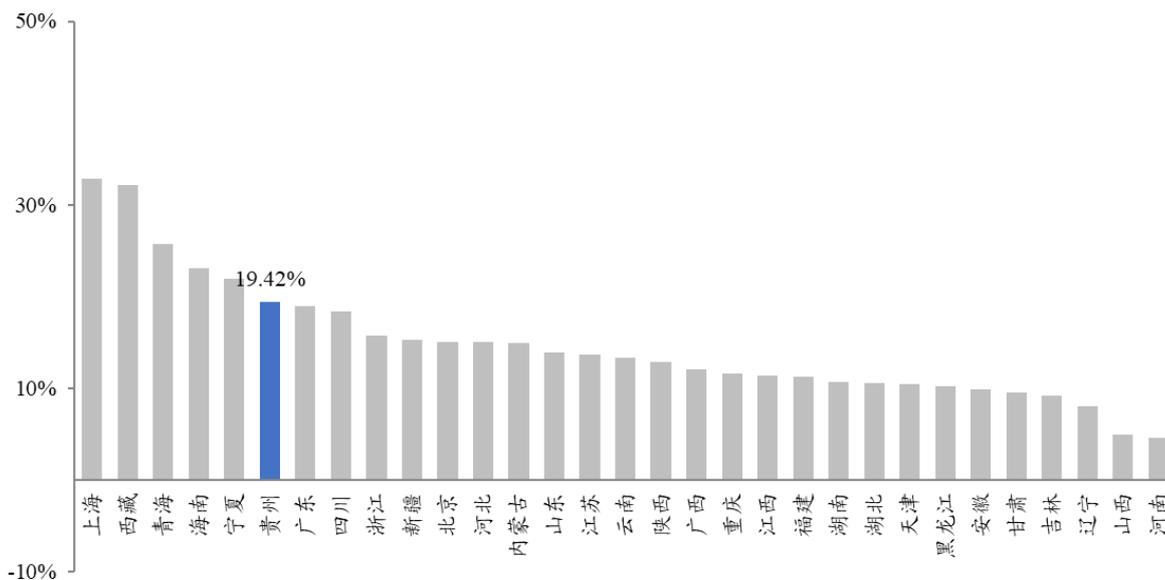
从医保结余状况来看, 2015-2017 年, 贵州省城镇基本医疗保险累计结余由 117.2 亿元增长至 188.5 亿元, CAGR 为 26.82%。2019 年累计结余 445.1 亿元, 同比增长 38.96%。2019 年贵州省医保的当年结余率 (当年结余/当年收入) 为 19%, 全国排名第五, 可见贵州省的医保支付能力较强。

图 19: 2015-2017 年城镇基本医疗保险和 2018-2019 年城乡基本医疗保险累计结余情况



数据来源: 中国统计年鉴, 东吴证券研究所

图 20: 2019 年全国各省份医保资金结余率

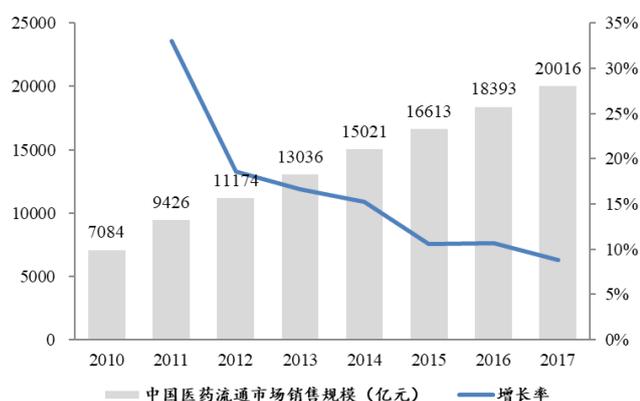


数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

2.4. 全省医药流通行业持续较快增长，发展潜力较大

贵州省作为西南地区腹地，由于历史、地理、经济等多方面因素影响，医药流通市场规模相对其他省市较小，但呈较快发展趋势。根据商务部发布的《2017年医药流通行业运行统计分析报告》，2017年全国医药流通商品销售总额约2万亿元，同比增长7.8%；贵州省医药流通商品销售总额约253亿元，同比增长14.8%。在全国医药流通行业增速放缓的情况下，贵州省自2015年以来保持加速增长态势。

图 21：中国医药流通市场销售规模及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 22：贵州省医药流通市场销售规模及增速

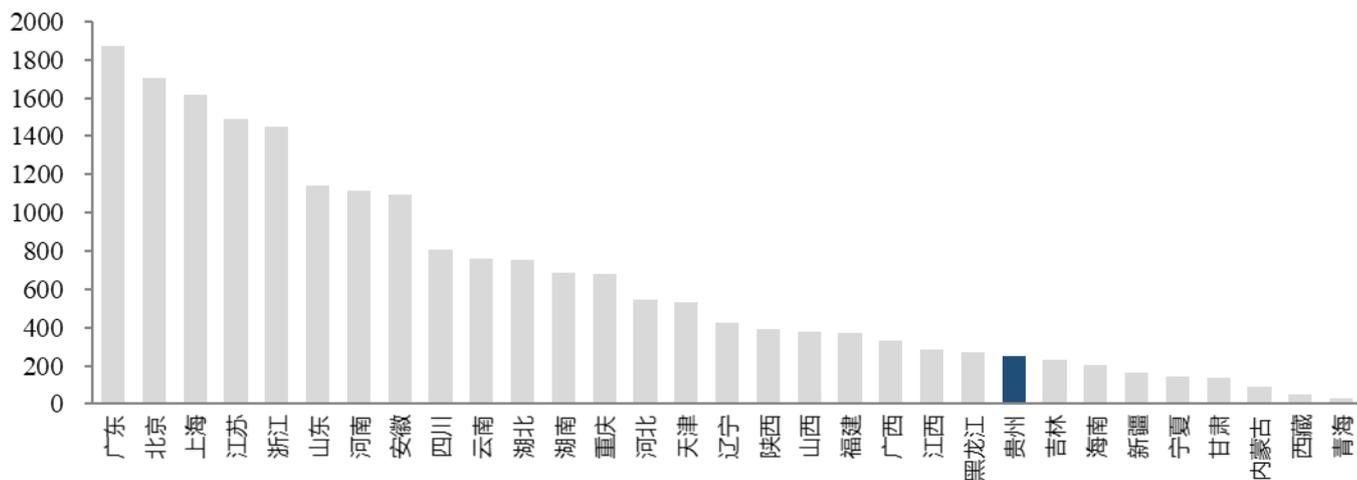


数据来源：wind，东吴证券研究所

2017年贵州省医药流通市场规模在全国31个省中排名第23位，相较于2016年上升1位。与同为西南地区省市相比，四川省、云南省、重庆市的市场规模分别为贵州省的3.2倍、3倍、2.7倍，但常住人口数量仅为贵州省的2.3倍、1.3倍、0.9倍，我们认为贵州省医药流通行业发展潜力较大。

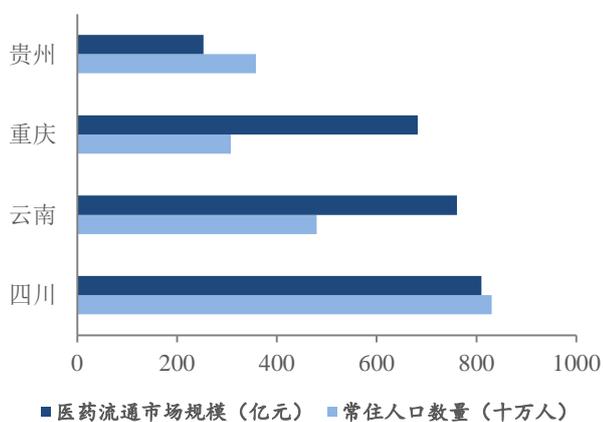
根据2017年贵州省医药流通市场销售规模253亿元,2015年以后的加速增长态势,考虑到贵州省医药流通行业发展潜力释放,我们假设2018-2025年全省医药流通市场能够保持8%-14%的自然增长,预计2025年贵州省医药流通市场销售规模达582亿元。

图 23: 2017 年全国各省市医药流通市场销售额 (亿元)



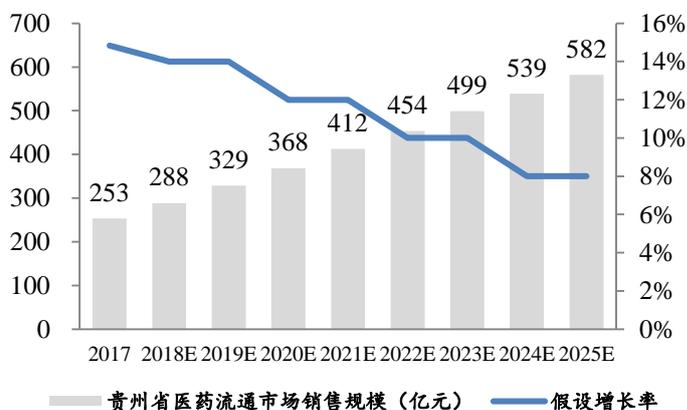
数据来源:《2017 年医药流通行业运行统计分析报告》, 东吴证券研究所

图 24: 2017 年西南地区四个省市的医药流通市场规模与常住人口数量对比



数据来源: wind,《2017 年医药流通行业运行统计分析报告》, 东吴证券研究所

图 25: 贵州省医药流通市场规模测算



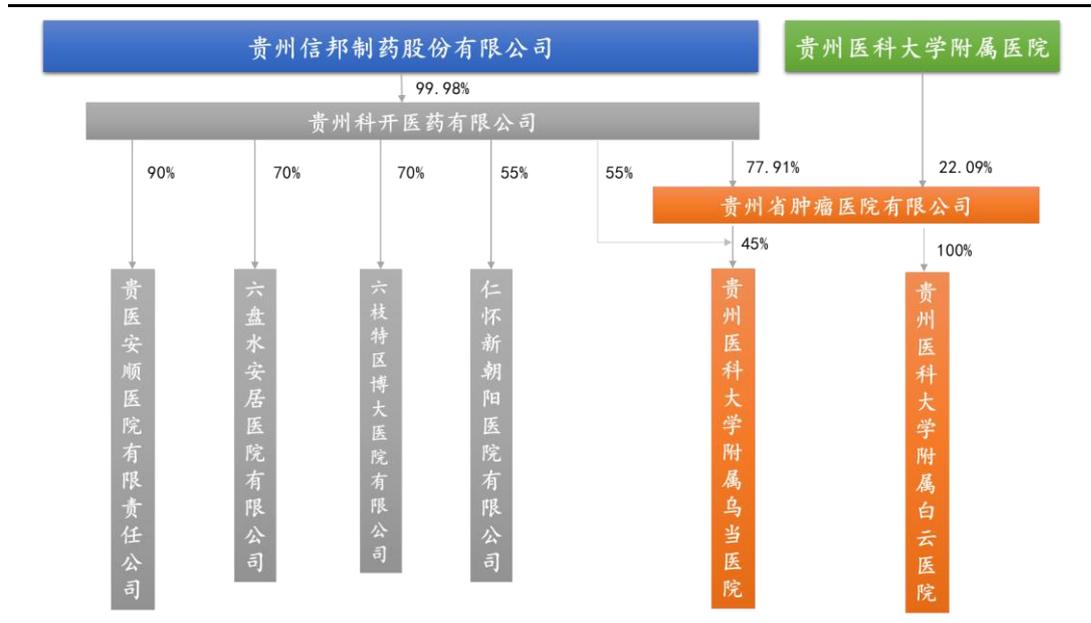
数据来源:《2017 年医药流通行业运行统计分析报告》, 东吴证券研究所整理测算

3. 医疗服务板块：旗下医院资产优良，医疗体系协同发展

3.1. 贵州医科大引领医疗水平，集团化管理促进协同发展

公司旗下 3 家医院为贵州医科大直属附属医院，位列省内医疗服务水平前列。公司旗下拥有 7 家医院，3 家三级医院，4 家二级医院。贵州省肿瘤医院现由科开医药持股 77.91%，贵州医科大学附属医院持股 22.09%。白云医院、乌当医院也都是贵州医科大学直属附属的三级综合医院，具有较高知名度。公司三大医院基地依托贵州医科大，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。

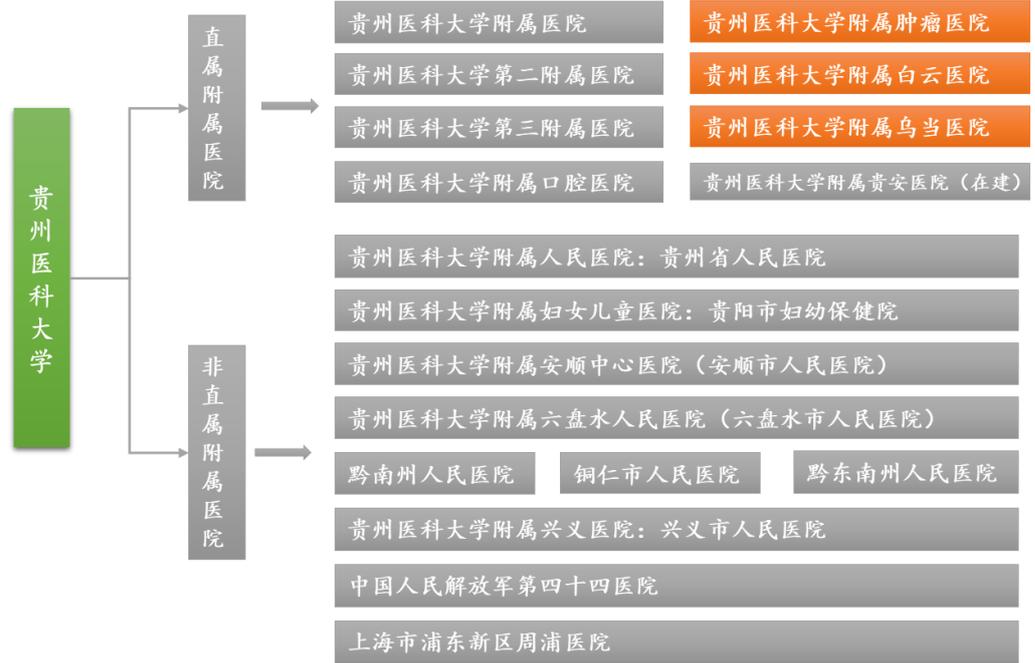
图 26：公司旗下医疗机构（截至 2020 年中报）



数据来源：wind，东吴证券研究所

贵州医科大学前身可追溯至 1938 年创建的“国立贵阳医学院”，是当时全国最早直属国家教育部的 9 所高等医学院校之一，首任院长来自北京协和医学院，并带领大批学术造诣精湛的国内知名专家学者参与学校的建设，贵州医科大因此被誉为当时的“小协和”。贵州医科大也是目前贵州省内最好的大学之一，拥有直属附属医院 8 所，非直属附属医院 11 所，教学医院 6 所。公司旗下的肿瘤医院、白云医院、乌当医院这 3 家三级医院，均为贵州医科大学的直属附属医院。

图 27: 贵州医科大附属医院



数据来源：贵州医科大官网，东吴证券研究所

根据香港艾力彼医院管理研究中心发布的《医院蓝皮书》，2018 年贵州省肿瘤医院在全国肿瘤医院强中排名 26，白云医院、乌当医院同为贵州省内前三的非公立医院，仁怀新朝阳医院在地级医院里面实力突出。

表 5: 公司旗下医院排名

2018 年全国肿瘤医院排名 80 强			
排名	医院	认证	性质
26	贵州省肿瘤医院	三甲	股份制
2018 年全国非公立医院 500 强			
排名	医院	认证	性质
43	贵州利美康外科医院	未定	民营
120	贵州医科大学附属白云医院	三级	社会办医
167	贵州医科大学附属乌当医院	三级	社会办医
排名	医院	认证	性质
2018 年全国地级医院医院 500 强			
排名	医院	认证	性质
入围	仁怀新朝阳医院	二级	民营

数据来源：《医院蓝皮书》，东吴证券研究所

公司旗下医院规划拥有床位数 5000 余张，根据我们调研，目前肿瘤医院、白云医院、乌当医院的开放床位分别约 1500 张、1000 张、500 张，其中白云医院、乌当医院

中长期规划床位数可达 3000 张、1000 张；四家县级医院现开放床位 300-500 张，未来也有望实现 500 张及以上的床位。此外，公司旗下医院也与省内县级展开积极合作，实现学科帮扶、医患资源共享等。

表 6: 公司旗下医院情况

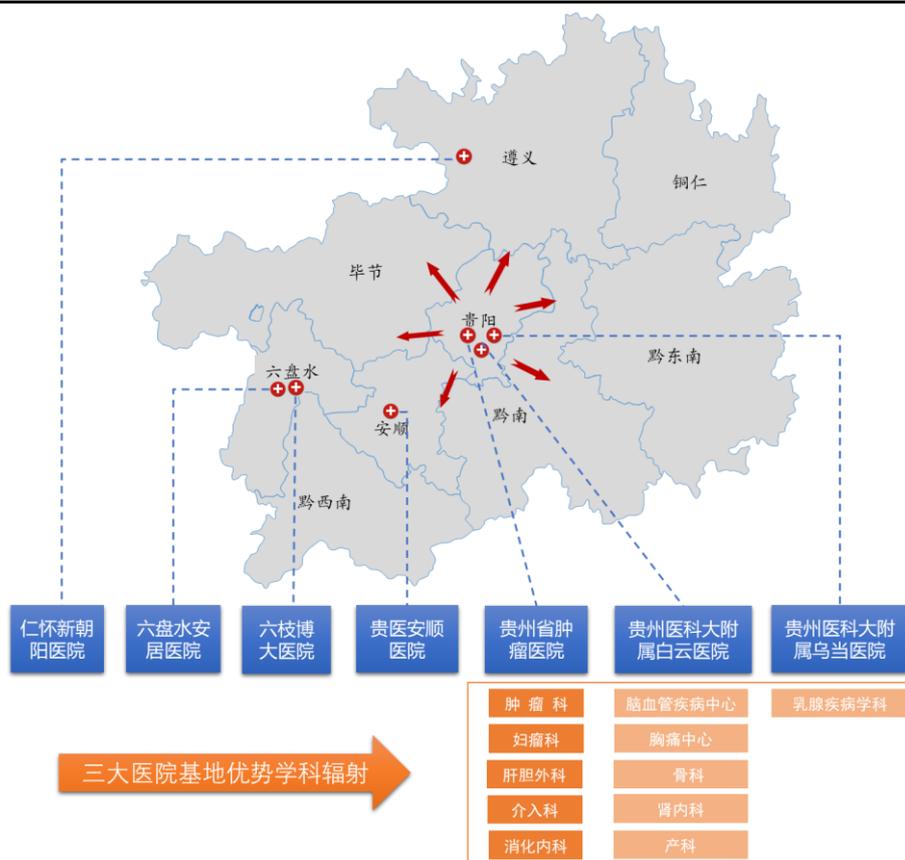
医院	注册地	类型	医保情况	营利性质
贵州省肿瘤医院	贵阳市	三甲专科	省、市医保定点单位、新农合免预付费直补定点医院等	营利性
贵州医科大学附属白云医院	贵阳市	三级综合	省市医保、新农合定点医疗机构等	非营利性
贵州医科大学附属乌当医院	贵阳市	三级综合	省、市医保，省异地医保，省新农合十六项重大疾病定点医院，乌当区新农合定点医院等	非营利性
仁怀新朝阳医院	仁怀市	二级综合	农合医保、居民医保、职工医保定点医疗机构	营利性
贵医安顺医院	安顺市	二级综合	农合医保、居民医保、职工医保、大病保险、社保局慢性病体检、商业保险的定点医疗机构等	营利性
六盘水安居医院	六盘水市	二甲综合	市、区、县镇职工医疗保险定点单位，省新农合重大疾病终末期肾病定点救治医院等	营利性
六枝特区博大医院	六盘水市	二甲综合	已开通城镇、居民、新农合现场报销	营利性

数据来源：调研更新后数据、医院官网、医院官方公众号、丁香园、就医助手官网，东吴证券研究所

注：实际使用床位数为动态数据，医院开发床位数与实际使用床位数存在不一致的情况

三大医院基地+四家县级医院，首席专家+专科联盟加强优势学科互动，推动医疗体系服务能力提升。公司旗下医院主要分布在贵阳、遵义、安顺和六盘水，肿瘤医院、白云医院、乌当医院作为教学和资源中心基地，在肿瘤科、肝胆外科、骨科、胸痛、乳腺科等学科方面优势突出，骨干专家团队均为教授、主任医师、博导等，具有丰富的临床医疗和教学教研经验。集团层面，在妇产科、影像科、肝胆外科、检验科已建立首席专家负责制，形成学科资源在集团内共享，带动学科的整体发展，并增强集团医院的整体服务能力。此外，2018 年集团妇产科专科联盟成立，2019 年集团脑卒中联盟成立，公司还将通过各专科联盟打造具有影响力的特色科室和特色学科，加强集团医院间在临床、教学、科研、医技及管理等方面的协同合作。

图 28: 公司旗下医疗机构及优势学科



数据来源：公司公告、各医院官网，东吴证券研究所

表 7: 公司旗下医院专家团队情况

姓名	职务	职称	个人简介
卢冰	贵州省肿瘤医院肿瘤学科带头人	教授、主任医师、博士生导师	享受国务院特殊津贴；多次荣获国家级、省部级科技进步奖和医学科技奖，发表 SCI、中华核心等期刊学术论文 206 篇
金凤	贵州省肿瘤医院头颈肿瘤学科带头人	教授、主任医师、博士生导师	从事肿瘤临床、教学、科研 30 多年，主持及参与国家自然科学基金项目 3 项，主持省级科研课题 11 项，发表 SCI 及国家级核心期刊论文 60 余篇
毛大华	贵医大乌当医院乳腺疾病学科带头人 集团乳腺疾病学科首席专家	教授、主任医师、硕士研究生导师	从事外科临床医疗、教学及科研工作近 30 年，对乳腺疾病有丰富的诊治经验
杨英捷	集团妇产科学科首席专家	主任医师、教授、博士生导师	先后主持省厅级科研课题多项，在 SCI、核心和重点期刊发表论文 50 余篇
段庆红	集团影像科学科首席专家		曾获省级教学成果奖、科技成果奖。多次参与省、国家课题项目研究。主编专著 1 部，参编专著 4 部，发表国内外学术论文 20 余篇

潘耀振	集团肝胆外科首席专家	主任医师、博士生导师	享受国务院特殊津贴、贵州省省管专家。《中国内镜杂志》、《腹腔镜外科杂志》、编委，国家自然科学基金评审专家。在国内外杂志发表论文 90 余篇
王伟	集团检验学科总主任检验师		主持和参与多项课题，参与编写《血液学检验标准操作程序》《临床生物化学检验实验指导》等著作，发表论文 20 多篇

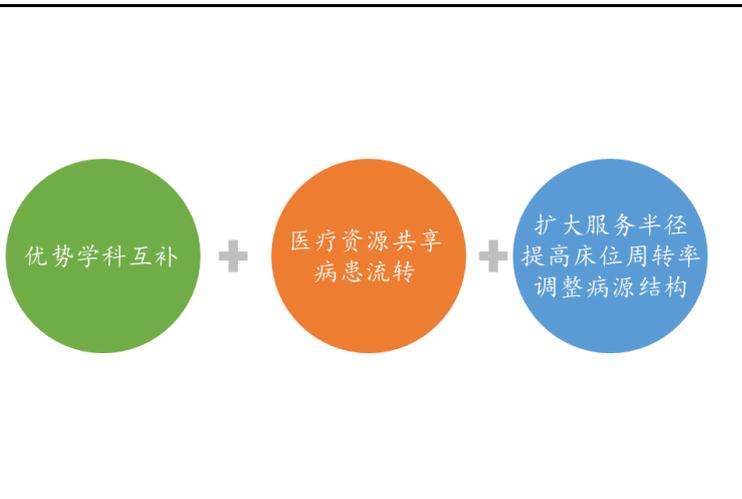
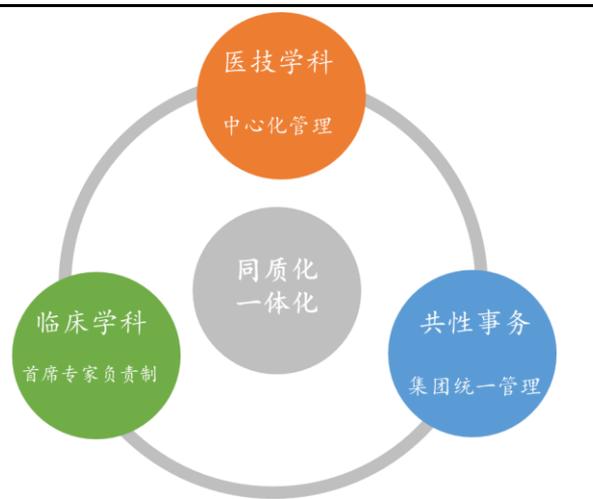
数据来源：各医院官网、好大夫在线，东吴证券研究所

集团化一体化管理，医院体系协同发展。公司在多年实践中探索出了适合的管理模式，从集团层面对旗下医院进行同质化、一体化管理，以三大医院为基础在集团内复制，并逐步推广。**临床学科方面**，通过首席专家负责制，将各医院的医疗资源、病患资源等整合和共享，带动特色学科整体发展。**医技学科方面**，实行中心化管理和统筹调配，提高医技工作室的效率，并减少设备的投入。**共性事务方面**，将行政、医保和后勤部门统一管理，降低医院运营成本。从而提升医疗服务能力、医院运营效率。

在集团管理模式下，旗下医院体系有望实现学科互补、资源共享，调整病源结构，并提高床位周转率，不断扩大服务半径。此外，依托集团旗下医院终端形成闭环的流通配送服务，还将加强集团的成本管控和效率提升。

图 29: 公司医疗体系管理模式

图 30: 公司医疗体系管理模式



数据来源：东吴证券研究所整理

数据来源：东吴证券研究所整理

稳步推进医院建设，中期实现省内复制，长期有望在西南地区复制扩张。在集团统一化管理，医院协同发展下，公司将持续稳步推进医院体系扩张。中期发展来看，将在集团内复制优势学科建设模式，提升医疗服务水平和品牌影响力，并实现省内扩张，以公司现有床位设置来看，目前现有医院即有望实现床位数 7500 张以上（肿瘤医院 1500、白云医院 3000、乌当医院 1000 张、四家县级医院分别至少 500 张）。长期发展来看，将有望逐步推广到西南地区，进一步扩张业务版图。

图 31: 公司发展战略与规划



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 三大医院为发展基础，县级医院具备发展潜力

3.2.1. 贵州省肿瘤医院：省内唯一的三甲肿瘤专科医院

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，最初在贵州省政府、原贵州省卫生厅的大力扶持下，由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。肿瘤医院也是贵州省肿瘤疾病规范化治疗基地、贵州省肿瘤放疗质控中心、贵州省肿瘤疾病质量控制中心、贵州省肿瘤防治健康教育基地、贵州省肿瘤专科护士培训基地。肿瘤医院发展渊源悠久，集各方优势医疗资源于一身，拥有国内最先进医疗设备，现已发展成为省内肿瘤治疗最强品牌，在中西部地区同样实力不凡，现为中国西部放疗协会副理事长单位。

根据医院官网与调研，肿瘤医院建筑面积约5.9万平方米，现开放床位约1500张。医院现有35个临床科室、11个医技科室，肿瘤科、介入科、肝胆外科、消化内科等学科优势突出。其中，1) 肿瘤科由胸部肿瘤科、头颈肿瘤科、腹部肿瘤科、淋巴瘤科、血液科等组成，是贵州省规模最大、学术实力最强、科研水平领先的肿瘤临床治疗及研究中心。肿瘤体系由一批专家团队组成，学科带头人卢冰教授任职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。2) 外科为多位国内著名外科专家领衔的外科及外科微创体系，经过13年发展，现可开展各种恶性肿瘤及复杂疾患手术，多项技术位于省内领先水平。3) 介入科现可开展1-4级手术，包括各类肿瘤、非肿瘤性疾病的介入诊断检查与治疗，肿瘤消融治疗、肿瘤并发症处理、肿瘤化疗栓塞等诊疗项目具有代表性、引领性、高难度。4) 内科体系拥有一流的诊疗设备，专业技术人员实力雄厚，包括心血管科、内分泌科、神经内科、呼吸内科、肾内科、消化内科、中医科、血液透析室、肿瘤筛查中心。

图 32：贵州省肿瘤医院部分优势学科体系简介

肿瘤体系

- 包括头颈肿瘤、胸部肿瘤、腹部肿瘤、乳腺肿瘤、妇科肿瘤、淋巴瘤科、血液科、肿瘤放射物理技术室等，不断开展国际新技术
- 卢冰教授为学科带头人，任职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
- 拥有高级职称25名（正高8名、副高17名）、博士及硕士60余名的专业团队，享受国务院特殊津贴专家2人，博士生、硕士生导师18人国家级肿瘤学术团体（中华医学会、中国抗癌协会、中国医师协会）任常委及委员16人、省级学术团体任副主委及常委9人
- 获得国家科技进步二等奖、中华医学科技三等奖、贵州省科技进步二等奖、三等奖、贵州医学科技一等奖、二等奖共9项；发表论文270余篇，其中SCI收录27篇，中华核心期刊63篇

介入体系

- 周石教授领衔，同时任职中华医学会放射分会介入学组副组长、中国抗癌肿瘤介入治疗学专业委员会副主任委员、贵州医科大学影像学院院长
- 拥有博士2名、研究生6名、主任医师2名、教授1名
- 承担国家、省部级科研项目5项，获原国家卫计委介入培训中心、中国静脉联盟理事单位、中国出血联盟专科示范基地
- 省内率先开展静脉输液港置入、经皮胃造瘘术等技术，开展具有引领性、高难度的肿瘤消融治疗、肿瘤化疗栓塞等项目

内科体系

- 一流的诊疗设备、专业技术人员实力雄厚
- 包括心血管科、内分泌科、神经内科、呼吸内科、肾内科、消化内科、中医科、血液透析室、肿瘤筛查中心

外科体系

- 包括乳腺外科、头颈外科、骨外科、泌尿外科、胃肠外科、肝胆外科、妇科肿瘤科、胸外科、儿童肿瘤科、血管外科、整形外科、疝外科
- 多位国内著名外科专家领衔；享受国务院特殊津贴专家1名；2018年医院5名外科主任取得贵州医科大学任教资格
- 外科教研室申请通过医院伦理委员会及GCP机构临床试验资格

急救体系

- 利用介入科、心内科、神经内科、ICU、急诊等学科优势，全力搭建胸痛中心、脑卒中中心、心衰中心、房颤中心，以促进心脑血管疾病防治体系建设
- 整合医院多学科资源，院前急救与院内急救形成绿色通道无缝衔接，最大限度的缩短早期救治时间

数据来源：医院官网，东吴证券研究所

贵州省肿瘤专科医院稀缺，公司旗下肿瘤医院为省内唯一的三甲肿瘤专科医院。

2019年，贵州省医院总数合计1338个，其中专科医院254个；而肿瘤专科医院数量增加了1家，也仅有2家，仅公司旗下的贵州省肿瘤医院为三甲专科。肿瘤医院的进入门槛较高，体现了公司优质医疗服务资源在贵州省内的稀缺性。

表 8：2019 年贵州省医院分等级卫生医疗机构数情况（单位：个）

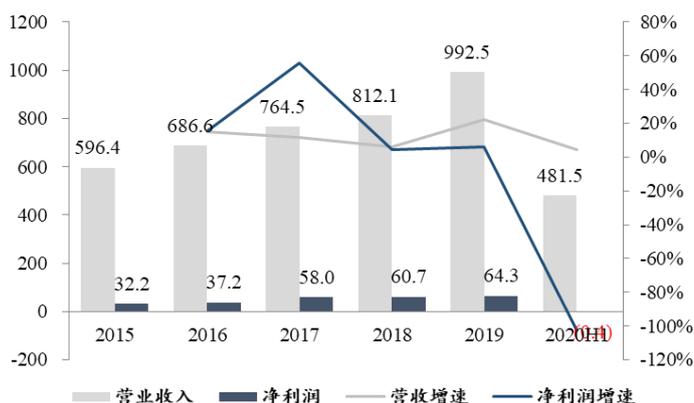
	合计	三级		二级	一级	其他
		小计	三甲			
医院合计	1338	62	31	335	668	273
专科医院	254	14	5	119	68	53
肿瘤专科医院	2	1	1	1	0	0

数据来源：贵州省卫健委，东吴证券研究所

贵州省肿瘤医院具备肿瘤专业的药物临床试验机构资格，为国内少数具有临床试验资格的非公立医院之一。贵州省肿瘤医院的国家药物临床试验机构（GCP）始建于2013年，先后组建机构办公室管理团队、临床试验伦理委员会、专业研究团队。2017年5月获得药物临床试验机构资格认定证书，认定专业为肿瘤专业（内科方向、外科方向）。I期临床研究中心于2017年9月投用，目前拥有床位60张，抢救室床位2张，可同时开展健康受试者生物等效性研究与肿瘤患者新药研究或生物等效性研究。I期临床研究中心至今已完成17项临床试验，在研6项。临床试验研究主要病种有淋巴瘤、乳腺癌、肺癌、鼻咽癌、肝癌、结直肠癌、宫颈癌、卵巢癌、食管癌、膀胱癌等。

2015年以来，贵州省肿瘤医院收入与净利润规模持续扩大，2020H1收入增速下滑主要受疫情影响；叠加春节影响因素，净利润增速同比下滑较多。我们认为随着疫情好转，医院恢复正常经营，利润水平将随之回升

图 33: 贵州省肿瘤医院收入及净利润情况 (百万元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 34: 贵州省肿瘤医院净利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

展望未来, 我们认为肿瘤医院即使在不扩张床位的情况下, 收入规模依然有翻倍增长的空间, 预计 2025 年肿瘤医院收入 20 亿元左右。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品牌打造与发展壮大; 同时在公司集团化管理与医院协同化发展下, 利润率得以进一步提升。主要地: 1) 在就诊人数增长的情况下, 医院原本开放的 1500 张床位的实际床位使用率可以超 100%, 床位周转率仍可提高。2) 按医院 1500 张床位数的单床收入在 2019 年约 66 万元, 仍有较大提升空间; 参考同为西南地区的肿瘤医院, 单床收入可达 100-150 万元; 未来通过与白云医院、乌当医院的合作实现病患资源共享, 将继续提高肿瘤病人及恶性肿瘤病人占比, 增加单床收入。3) 通过施展高附加值诊疗项目、增加放疗设备等, 提高诊疗项目收入。4) 通过降低采购成本和不计费耗材占比、降低财务费用等精细化管理, 继续提高医院盈利能力。

表 9: 肿瘤医院收入测算 (单位: 百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
肿瘤医院收入	992.52	1066.00	1274.89	1479.57	1637.77	1813.25	2007.89
yoy	22.2%	7.4%	19.6%	16.1%	10.7%	10.7%	10.7%
预计开放床位数 (张)	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
按开放床位的单床收入	0.66	0.71	0.85	0.99	1.08	1.19	1.31
假设实际使用床位 (张)	1485	1575	1650	1725	1725	1725	1725
按实际床位的单床收入	0.67	0.68	0.77	0.86	0.95	1.05	1.16

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

3.2.2. 贵州医科大学附属白云医院: 贵州医科大第二临床教学中心

白云医院正式开诊于 2011 年 7 月 1 日, 现已发展成为集医疗、教学、科研、急救、预防保健、健康管理、康复、职业病防治为一体的三级综合医院。白云医院在脑卒中、胸痛方面特色突出, 为国家卫健委高级卒中中心、脑卒中筛查与防控基地、国家胸痛中心。根据医院官网, 目前医院现有 26 个临床科室、13 个医技科室, 规模已达到日门诊

量 1600 人次以上、日在院病人 680 人次以上、日手术 30 台次以上。

白云医院具有省内一流的高精尖大型诊疗设备，与多个国内外大学建立学术交流合作关系，并持续加强在人才培养方面的基础建设与投入资源。作为贵州医科大学第二临床教学中心的建设项目已于 2019 年启动，将通过整合肿瘤医院、白云医院和乌当医院三家附属医院的资源，形成完善的医疗人才培养体系，计划招生人数可达 1800 人以上。白云医院的三期建设项目在建，共分为内科住院综合楼、临床教学综合楼、临床规培综合楼三栋楼，总建筑面积 10 万方。

图 35: 白云医院特色专科与重点科室



数据来源：医院官网，东吴证券研究所

白云医院为教学和科研重要基地，将为集团医院体系的服务能力提升、医院品牌打造、医疗人才培养等，提供重要的支撑作用。白云医院为贵州医科大学第二临床教学中心，将通过科研与教学助力集团旗下医院的学科发展，提升医疗服务能力，提高医院品牌声誉。未来将不仅为集团旗下医院培养更多优秀医疗人才，也将为全省医院输送更多医疗人才，继而有望通过人才桥梁的作用，将全省其他医院的肿瘤病人、难治病人等，导流转诊至集团旗下医院，获得更多病患来源，扩大服务半径。

展望未来，白云医院的单床收入与床位数都有望进一步提升，我们预计 2025 年医院收入 12 亿元左右。具体地：1) 白云医院目前开放床位 1000 张，实际使用 900 张，根据医院床位扩张规划，预计 2022 年开发床位可增加至 1300 张，2025 年开发床位数有望增加至 1500 张。2) 按照 2019 年开放床位数约 1000 张，估计白云医院单床收入约 50-60 万元，参照省内大三甲医院单床收入 100-120 万，仍有较大提升空间。并且，白云区的城镇人均可支配收入在 2018 年贵州全省各县(市、区、特区)中排名第 9，白云医院在本地具有较好的发展基础，单床收入仍有较大提升空间。

表 10: 白云医院收入测算 (单位: 百万元)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
白云医院收入	583.00	692.12	817.23	960.45	1097.08	1251.43
yoy	10.0%	18.7%	18.1%	17.5%	14.2%	14.1%

预计开放床位数（张）	1000	1000	1300	1300	1300	1500
按开放床位的单床收入	0.58	0.69	0.63	0.74	0.84	0.83
假设实际使用床位（张）	900	1000	1100	1200	1260	1320
按实际床位的单床收入	0.65	0.69	0.74	0.80	0.87	0.95

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.3. 贵州医科大学附属乌当医院：变为控股子公司

乌当医院是一家集医疗、教学、科研、急救、预防保健、康复为一体的非营利性三级综合医院，于2013年9月29日正式开诊，2014年门诊量即超10万人次。乌当医院规划床位1000-1200张，首批开放500张；现有临床科室31个、医技科室12个。乌当医院已从科开医药旗下子公司，变为公司间接100%控股的子公司。

乌当医院同样是贵州医科大学附属医院，也是贵州医科大学“十二五”教学实习重点建设基地之一。乌当医院以乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、肝胆疾病中心等为重点特色专科进行建设，2019年通过集团化运作的优势，打造妇产科专科特色、新设儿科门诊，并完成了体检中心备案。乳腺科为乌当医院的重点特色学科，由国内知名专家毛大华教授领头发展。毛大华教授同时作为集团乳腺疾病学科的首席专家，将推动乌当医院乳腺科资源在集团医院之间的共享，推动集团医院体系乳腺科的建设。

未来乌当医院在床位数暂不增加的情况下，单床收入仍有提升空间，我们预计2025年乌当医院收入规模在3.6亿元左右，且未来乌当医院收入规模仍有增长空间。一方面，以开放的500张床位计算，目前乌当医院的单床收入在31万元左右，未来随着品牌强化、优势科室发展、三大医院联动等，乌当医院单床收入有望继续提升。另一方面，乌当医院远期规划床位数1000-1200张，未来床位数仍有增加的空间。

表 11：乌当医院收入测算（单位：百万元）

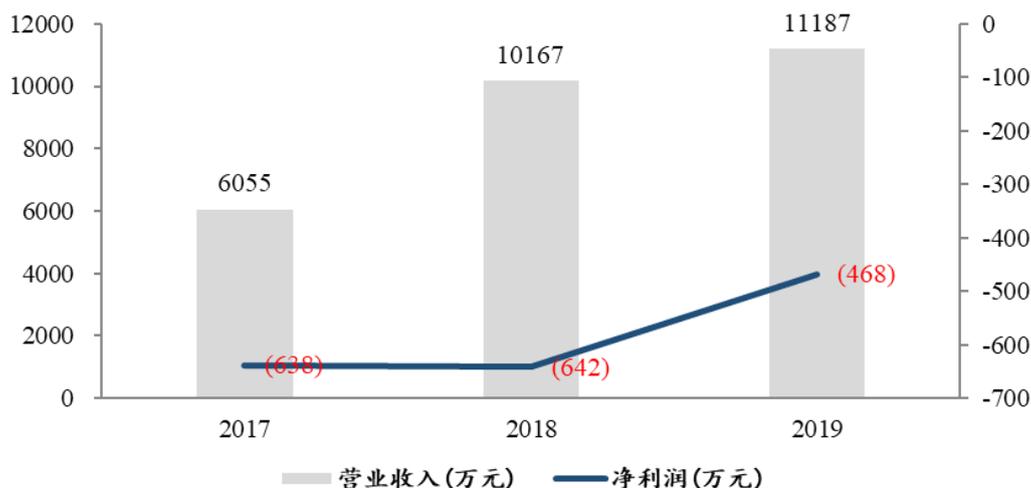
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
乌当医院收入	156.00	186.19	221.56	263.66	313.75	360.82
yoy	0.65%	19.35%	19.00%	19.00%	19.00%	15.00%
预计开放床位数（张）	500	500	500	500	500	500
按开放床位的单床收入	0.31	0.37	0.44	0.53	0.63	0.72

数据来源：公司公告、公司调研，东吴证券研究所测算

3.2.4. 仁怀新朝阳医院：具有发展潜力的县级医院

仁怀新朝阳医院是贵州省第二家、仁怀市第一家股份制二级综合医院，于2006年创立。2014年公司与仁怀朝阳医院实现股权战略合作，总投资近3亿元，并将白云医院、肿瘤医院的技术资源和专家团队引入。2017年以来，仁怀新朝阳医院的收入逐年增长，亏损逐年收窄。2018年，新朝阳医院的营收突破亿元大关。

图 36：仁怀新朝阳医院收入与净利润情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

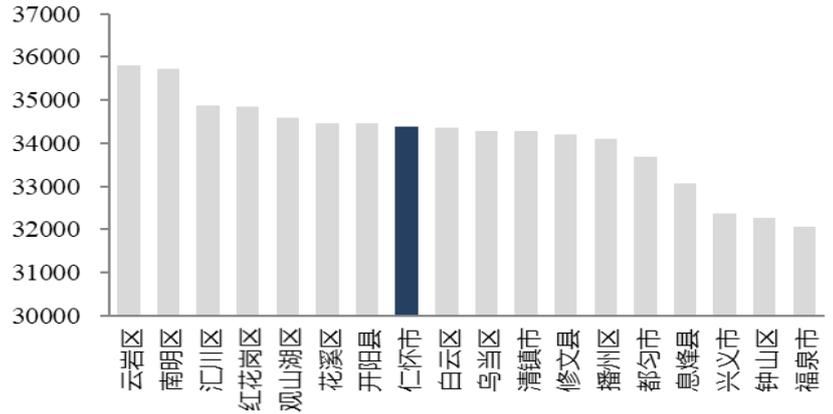
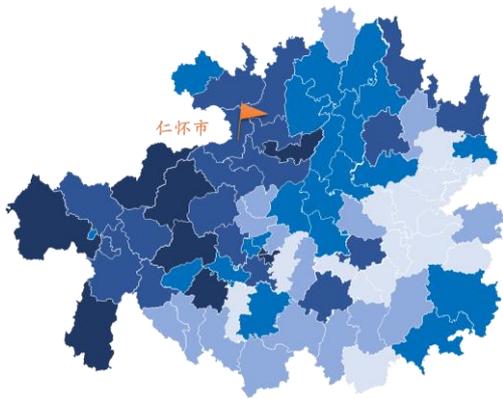
仁怀新朝阳医院地理位置优越，交通便利通达，占地 4900 平方米，建筑面积 2.8 万平方米，现开放床位 420 张。开设普外科、泌尿外科、骨科、麻醉手术室、妇科、产科、内一科（呼吸消化）、内二科（心脑血管）、内三科（老年病科）、中医康复一科、中医康复二科、耳鼻咽喉科、儿科、急诊科、体检中心、口腔科等 16 个临床科室；开设药剂科、检验科、病理科、影像科、B 超室、胃镜室、心电图室（脑电图）、供应室共 8 个医技科室。医院自建立以来，坚持“小综合、特专科”发展理念，拥有泌尿外科、中医康复理疗科、妇产科等特色科室。依托贵州医科大学附属白云医院、贵州省肿瘤医院的技术资源和专家团队，仁怀新朝阳医院现已成为市内规模较大、科室齐全、设备先进、技术力量雄厚的综合性股份制医院。

仁怀市具备经济水平较高、人口规模较大，新朝阳医院发展潜力大。仁怀市是茅台酒的故乡，尤其以茅台酒为首的白酒业兴盛，被誉为“中国酒都”，在人民日报发布的 2019 年度全国综合实力百强县市榜单中排名第 79。2019 年，仁怀市年末常住人口 56.57 万人；人均 GDP 为 229809 元，远高于贵州省人均 GDP（46433 元），高于全国人均 GDP（70892 元）。2018 年，在贵州省 88 个县(市、区、特区)中，仁怀市常住人口数量排名第 20，约 56.29 万人；城镇人均可支配收入排名第 9；农村可支配收入在 86 个县(市、区、特区)中排名第 17（除南明区、云岩区）。

医疗卫生方面，2019 年末仁怀市有医院 10 家，其中民营医院 7 家（4 家综合，3 家专科），仁怀新朝阳医院是综合服务能力最强、床位数最多的非公立综合性医院。我们认为，相较于其他县市级地区，仁怀市人口基数相对较大，人均医疗支付能力相对较高，新朝阳医院发展潜力较大。

图 37: 贵州省人口分布地图

图 38: 2018 年贵州省前 20 个县(市、区、特区) 城镇人均可支配收入(元)



数据来源：贵州省统计年鉴，东吴证券研究所整理 注：颜色越深、人口数量越多

数据来源：贵州省统计年鉴，东吴证券研究所

仁怀医院目前开发使用床位数 420 张，长期规划床位数可达 500 张及以上。未来集团医院品牌打造及资源共享，将有利于医院持续提高运营和服务能力提升。随着医院床位数得到充分利用，我们预计 2025 年仁怀新朝阳医院收入有望达 2.4 亿元，将有望为公司增厚业绩。

表 12：仁怀医院收入测算（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
仁怀医院收入	111.87	110.60	133.25	160.20	181.96	210.70	243.35
yoy	10.0%	-1.1%	20.5%	20.2%	13.6%	15.8%	15.5%
预计开放床位数（张）	420	420	420	420	500	500	500
按开放床位的单床收入	0.27	0.26	0.32	0.38	0.36	0.42	0.49

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

3.3. 公司医疗服务收入持续增长，集团化运营有望提升盈利水平

公司医疗服务收入稳定较快增长。2019 年，医疗服务实现收入 19.43 亿元，同比增长 24.94%；在疫情影响下，2020H1 实现收入 8.92 亿元，同比增长 4.56%。我们认为，下半年医疗服务板块将随着国内疫情好转而显著恢复；未来随着公司旗下的医院陆续进入稳定运营，逐步为公司贡献业绩，医疗服务板块有望稳健增长。

另一方面，公司在集团旗下医院体系实行一体化和精细化管理，推动医院之间的医疗资源共享和优势学科互补，以及病源结构调整等，有望提高病床使用率和周转率，进一步降低医院运营成本，提升综合利润率。我们认为，随着公司医疗运营管理水平不断提高，医疗服务板块盈利水平有望提升。

图 39：医疗服务板块历年收入情况

图 40：医疗服务板块历年毛利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所



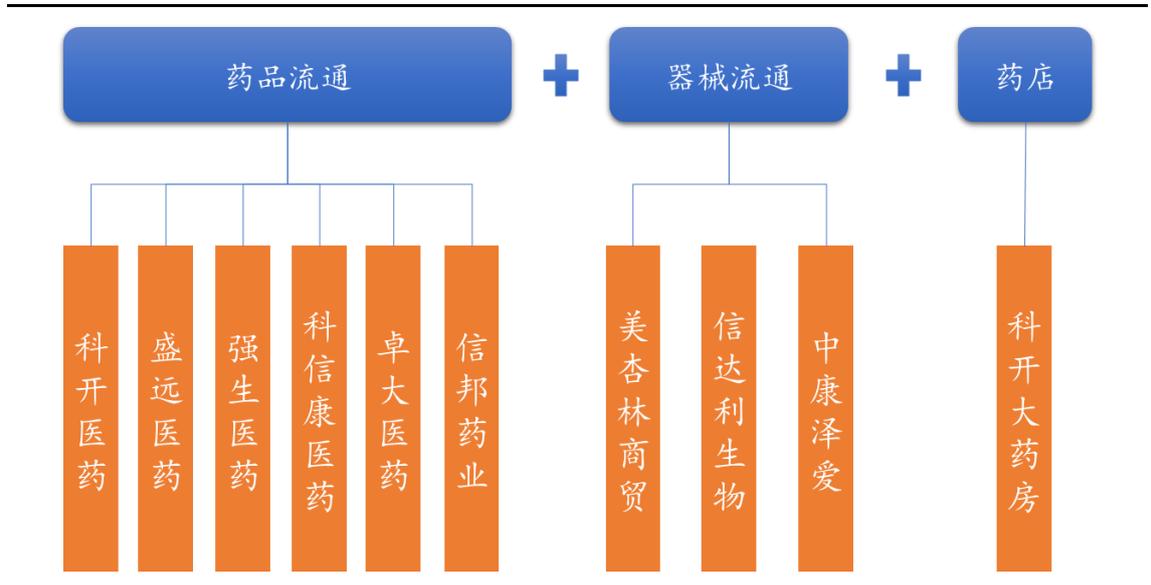
数据来源: wind, 东吴证券研究所

4. 医药流通板块：省内市场发展潜力大，公司市占率稳步提升

4.1. 公司医药流通业务类型丰富，营销网络覆盖贵州全省

公司医药流通板块最早为信邦药业。2013 年，信邦制药收购科开医药，纳入科开医疗器械和科开大药房等商业子公司，并在其后陆续并购盛远医药、卓大医药、中康泽爱，控股信达利等，目前已拥有 19 家流通公司，形成了以贵阳为中心，覆盖黔南、遵义、毕节、铜仁等重点区域，辐射全省的配送网络。科开大药房拥有 16 家零售门店，公司零售网络基本覆盖公司所属医院和主要合作医院，还将进一步在贵阳、遵义等打造有影响力的连锁品牌。

图 41：公司医药流通板块



数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 依托集团医院终端形成闭环服务，持续扩大市场份额

公司医药流通板块依托集团旗下医院终端，提供药品、试剂、耗材、设备等全方位的闭环配送服务，达到集团成本管控和效率提升的目的。未来随着集团医疗体系的外延扩张，公司医药流通将依托医院体系提高市场地位，持续扩大市场占比及提高盈利能力。

根据测算公司旗下主要医院的收入情况，我们假设医院收入的药占比 30%、器械占比 20%，估计 2025 年公司医药流通业务在主要 4 家医院的流通收入约 19 亿元。

表 13：公司旗下主要医院收入及相应流通业务收入测算（亿元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
贵州省肿瘤医院收入	10.66	12.75	14.80	16.38	18.13	20.08
贵州医科大附属白云医院收入	5.83	6.92	8.17	9.60	10.97	12.51
贵州医科大附属乌当医院收入	1.56	1.86	2.22	2.64	3.14	3.61
仁怀新朝阳医院收入	1.11	1.33	1.60	1.82	2.11	2.43

合计	19.16	22.86	26.79	30.44	34.35	38.63
假设药占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%
假设器械占比	20%	20%	20%	20%	20%	20%
集团旗下主要医院的流通收入	9.58	11.43	13.39	15.22	17.17	19.32

数据来源: wind, 东吴证券研究所整理测算

4.3. 龙头企业区域性优势凸显, 公司市占率与毛利率逐年提升

与国药、上药等流通企业相比, 信邦制药旗下的医药流通公司扎根贵州省内, 具备本土化的渠道资源优势。一方面, 为集团旗下医院终端提供药品、试剂、耗材、设备等全方位的闭环配送, 同时依靠集团医院终端提高对上游企业的议价能力; 另一方面依托科开大药房的连锁和 DTP 定点药店资质打造具有品牌影响力的零售网络, 巩固公司在省内医药流通的强势地位。

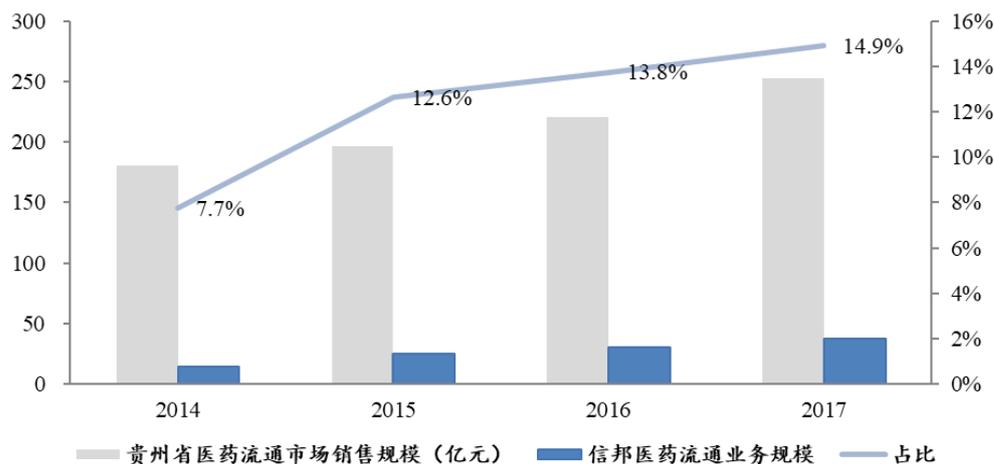
表 14: 贵州省主要医药流通公司

公司名称	贵州省商业子公司	2019 年在贵州省的收入规模 (亿元)
信邦制药	科开医药及其流通子公司、信邦药业等	38.4 (内部抵销后的医药流通收入)
贵州省医药集团 (重药控股持股 51%)	旗下 6 家子公司	20.0 (总收入)
贵州康心药业	贵州康心药业	31.86 (总收入)
国药控股	国药控股贵州有限公司及旗下 15 家子公司, 意通医药及其子公司	30+ (国药控股贵州公司总收入)
贵州省药材公司	贵州省药材公司	---
同济堂	同济堂药品配送有限公司、贵州同济堂药房连锁有限公司	---
上海医药	上药控股贵州有限公司及其他 6 家控股子公司	---

数据来源: 公司年报、公司官网, 东吴证券研究所

协同发展下, 公司医药流通业务规模持续扩张, 在贵州省医药流通市场占比从 2014 年的 7.7% 增长至 2017 年的 14.9%。随着行业制度持续规范推动医药流通向省级市场集中, 省级医药流通龙头企业的区域性优势凸显, 有望持续提升市场份额。

图 42: 公司医药流通收入 (内部抵销后) 在贵州省医药流通市场规模的占比

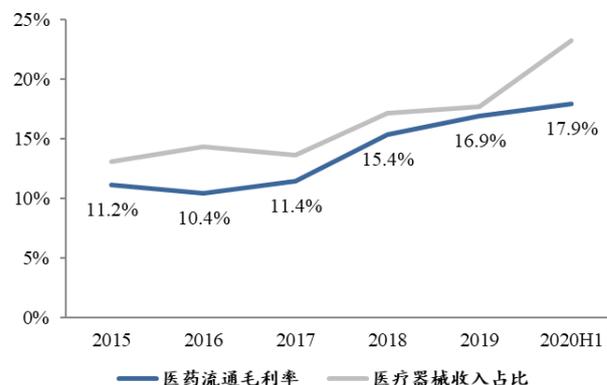
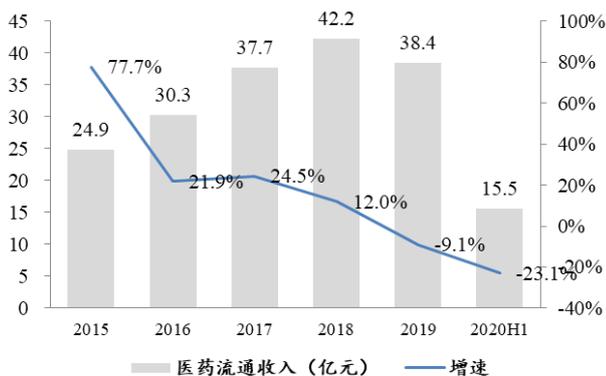


数据来源: wind, 公司年报, 东吴证券研究所

近年来, 公司医药流通板块收入放缓, 主要系行业在两票制影响下进入阶段性调整, 以及公司主动整合流通子公司和优化客户结构等因素。但与此同时, 医药流通业务的经营质量得到提升。此外器械销售收入占比提高, 进一步推动医药流通板块的毛利率提升。我们认为, 随着公司销售网络和医院体系在全省的覆盖面持续扩大, 业务结构持续优化, 公司的医药流通业务有望实现收入与盈利水平的进一步增长。

图 43: 医药流通板块历年收入情况 (亿元)

图 44: 医药流通板块毛利率及医疗器械占比情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

5. 医药制造板块：剥离中肽生化，中药业务收入稳健

公司医药制造板块涵盖中药材种植、中药饮片及中成药生产与销售。中成药方面，公司具有国药准字品种 48 个、中药保护品种 2 个、独家品种 8 个。另一方面，公司具有 17 个国家基药目录品种，包括主打品种：益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、维血宁颗粒、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊；21 个国家医保目录品种，其中贞芪扶正胶囊为医保甲类，关节克痹丸为公司独家品种。

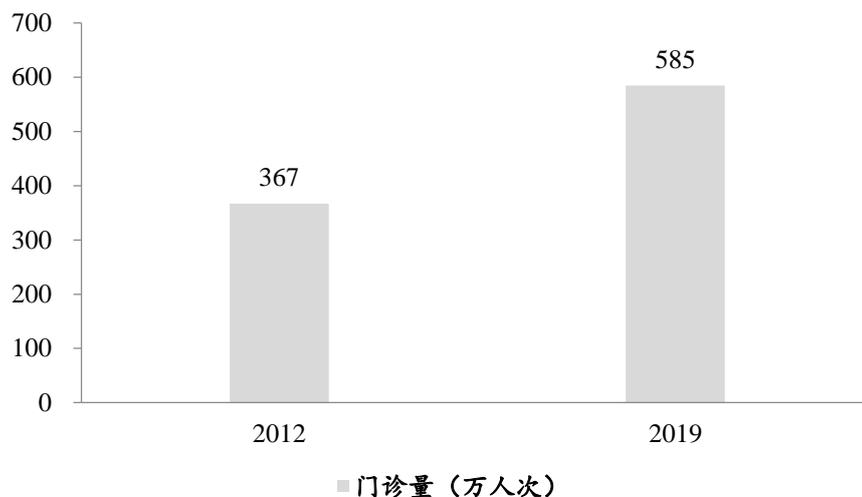
表 15：公司主要品种及竞争格局

药品名称	国家医保目录	国家基药目录	上市同品种数量(个)	除公司外上市品种所属企业
贞芪扶正胶囊	甲类	是	3	甘肃扶正药业科技股份有限公司、甘肃兰药药业有限公司
益心舒胶囊	乙类	是	独家剂型	-
脉血康胶囊	乙类	是	2	重庆多普泰制药有限公司
六味安消胶囊	乙类	是	3	江西博士达药业有限责任公司、江西银涛药业有限公司
关节克痹丸	乙类	否	独家品种	-
尿感宁颗粒	乙类	否	2	正大青春宝药业有限公司
维血宁颗粒	乙类	否	6	兰州太宝制药有限公司、辽宁海洲药业有限公司
肾骨胶囊	乙类	否	6	鞍山制药有限公司、颈复康药业集团有限公司、北京亚东生物制药有限公司、山东会仙药业集团有限公司
灯盏花素滴丸	乙类	是	2	云南生物谷药业股份有限公司、南昌弘益科技有限公司
小儿清热宁颗粒	乙类	否	3	河南辅仁堂制药有限公司、北京同仁堂科技发展股份有限公司制药厂
银杏叶片	乙类	是	73	众多

数据来源：医药魔方数据库，东吴证券研究所

中药材完全实现产地基地化，与知名中医院合作提升品牌影响力。目前公司在铜仁、都匀、毕节等地建设了中药材规范化种植基地累计 20 万余亩，种植何首乌、太子参、银杏、半夏等多种中药材品种，通过产地基地化保证中药原材料来源的可靠与稳定。此外，公司与江苏省中医院在铜仁合作建设了中药饮片生产基地 8 万亩，江苏省中医院为全国首批成立的省级中医医院之一，医院现有床位 2500 张，2019 年门诊量 585 万人次，单体综合服务能力全国中医系统第一，位列全国综合医院第七。基于优质中药材种植基地与稳定的需求来源，中药饮片有望保持良好发展趋势。

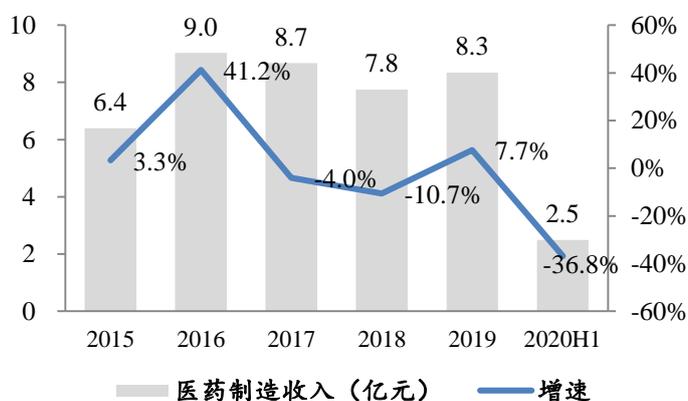
图 45: 江苏省中医院诊疗人次



数据来源: 医院官网, 东吴证券研究所

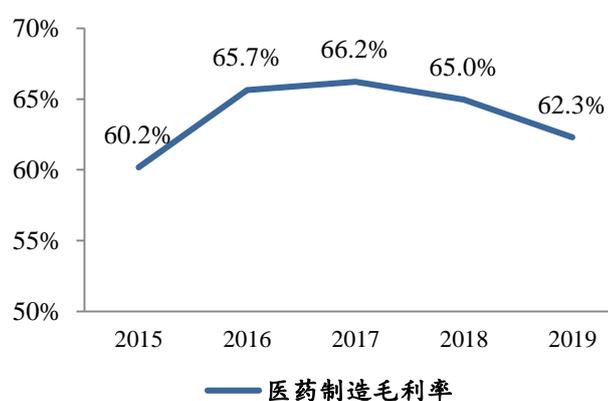
2019 年, 医药制造板块实现收入 8.34 亿元, 同比增长 7.65%; 2020H1 收入下滑, 主要受到疫情影响。公司中成药重要品种在国内的竞争格局良好, 中药饮片生产基地与国内著名中医院达成合作, 中药材实现产地基地化保障了供应能力。《贵州省人民政府办公厅关于印发健康贵州行动实施方案的通知》提出“中医中药贵州行”活动, 助力省内中药产业发展, 预计中药制造板块整体实现稳健发展。

图 46: 医药制造板块历年收入情况 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 47: 医药制造板块历年毛利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1: 2021 年在疫情得以控制的情况下, 各家医院恢复正常经营状况。2021-2022 年安居医院、安顺医院、六枝博大医院经营逐步成熟。各家医院床位利用率提高、床位周转率提高。

假设 2: 随着行业政策影响逐步消除, 以及公司处置完经营效益较差的商业子公司, 预计流通板块逐步迎来恢复性增长。

假设 3: 在公司的精细化管理模式下, 预计 2021-2022 年毛利率逐步提升。

表 16: 公司收入预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6580.28	6655.06	6019.14	6619.22	7475.96
yoy	9.6%	1.1%	-9.6%	10.0%	12.9%
毛利率	21.79%	22.01%	20.32%	21.29%	21.79%
医疗服务	1555.24	1943.15	2029.60	2422.40	2842.94
yoy	16.3%	24.9%	4.4%	19.4%	17.4%
毛利率	17.59%	14.65%	15.15%	15.95%	16.25%
肿瘤医院	812.06	992.52	1066.00	1274.89	1479.57
yoy	6.2%	22.2%	7.4%	19.6%	16.1%
白云医院		530.00	583.00	692.12	817.23
yoy			10.0%	18.7%	18.1%
乌当医院		155.00	156.00	186.19	221.56
yoy			0.65%	19.35%	19.00%
仁怀医院	101.67	111.87	110.60	133.25	160.20
yoy	67.9%	10.0%	-1.1%	20.5%	20.2%
安居医院	52.00	55.96	60.00	66.00	72.60
yoy			7%	10.0%	10.0%
安顺医院			36.00	42.97	51.28
yoy				19.35%	19.35%
六枝博大医院			18.00	27.00	40.50
yoy				50.00%	50.00%
医药流通	4224.51	3842.27	3456.31	3535.78	3843.00
yoy	12.0%	-9.0%	-10.0%	2.3%	8.7%
毛利率	15.37%	16.92%	17.32%	17.72%	18.02%
科开医药 (除信达利)	1398.09	1808.86	1351.24	1216.11	1276.92

yoy	47.0%	29.4%	-25.3%	-10%	5%
信达利	137.08	198.79	362.19	507.06	608.48
yoy	117.59%	45.01%	82.2%	40%	20%
其他	2689.34	1834.62	1742.88	1812.60	1957.61
yoy	-2.5%	-31.8%	-5.0%	4%	8%
医药制造	775.07	834.34	519.59	643.31	766.96
yoy	-10.7%	7.6%	-37.7%	23.8%	19.2%
毛利率	64.96%	62.31%	60.31%	60.81%	61.01%
同德药业(中药饮片)	85.81	121.73	119.59	203.31	304.96
yoy	48.1%	41.9%	-1.8%	70.0%	50.0%
其他(中药制剂等)	689.26	712.61	400.00	440.00	462.00
yoy	-14.9%	3.4%	-43.9%	10.0%	5.0%
其他收入	25.45	35.29	13.64	17.73	23.05
yoy	0.49%	38.66%	5.00%	30.00%	30.00%
毛利率	28.17%	27.37%	27.37%	27.37%	27.37%

数据来源: wind、公司调研, 东吴证券研究所测算

表 17: 公司医疗服务板块收入预测

单位: 百万元	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
医疗服务	2029.60	2422.40	2842.94	3245.48	3686.36	4183.22
yoy	4.4%	19.4%	17.4%	14.2%	13.6%	13.5%
肿瘤医院	1066.00	1274.89	1479.57	1637.77	1813.25	2007.89
yoy	7.4%	19.6%	16.1%	10.7%	10.7%	10.7%
白云医院	583.00	692.12	817.23	960.45	1097.08	1251.43
yoy	10.0%	18.7%	18.1%	17.5%	14.2%	14.1%
乌当医院	156.00	186.19	221.56	263.66	313.75	360.82
yoy	0.65%	19.35%	19.00%	19.00%	19.00%	15.00%
仁怀医院	110.60	133.25	160.20	181.96	210.70	243.35
yoy	-1.1%	20.5%	20.2%	13.6%	15.8%	15.5%
安居医院	60.00	66.00	72.60	79.86	87.85	96.63
yoy	7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
安顺医院	36.00	42.97	51.28	61.02	72.62	86.41
yoy		19.35%	19.35%	19.00%	19.00%	19.00%
六枝博大医院	18.00	27.00	40.50	60.75	91.125	136.69
yoy		50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源: 东吴证券研究所测算

预计 2020-2022 年公司收入分别为 60.19 亿元、66.19 亿元、74.76 亿元，归母净利润分别为 1.78 亿元、2.80 亿元、3.61 亿元，考虑定增完成后股本增加的情况下，对应 EPS 分别为 0.11 元、0.14 元、0.18 元，对应当前股价的估值分别为 76 倍、59 倍、46 倍。

考虑到公司治理结构理顺有利于聚焦发展医疗服务，医院协同化发展推动收入规模稳步增长，集团精细化管理推动盈利水平提升。我们预计 2025 年公司总收入有望达 104 亿元，归母净利润有望达 7.1 亿元，其中：1) 预计医院板块总收入可达 42 亿元，医院板块总体综合利润率有望达 15%，贡献净利润约 6.3 亿元，归母净利润约 4.9 亿元；其中肿瘤医院综合利润率有望达 20%，归母净利润约 3.1 亿元。2) 预计医药流通板块收入可达 51 亿元，归母净利润有望达 1.1 亿元。3) 预计医药制造板块收入可达 11 亿元，归母净利润有望达 1.1 亿元。分部估值情况下，考虑到公司的肿瘤医院为贵州省内最强品牌，现有医院体系在中长期仍可增加床位并实现内生增长，远期有望继续外延扩张，因此给予医疗服务板块 50 倍估值，对应市值 245 亿元；医药流通板块、医药制造板块参考同类公司给予 20 倍估值，因此公司总市值近 300 亿元。考虑到公司即将进入发展新阶段，业绩有望持续稳健增长，维持“买入”评级。

表 18: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300015.SZ	爱尔眼科	3244.87	78.73	0.33	0.40	0.55	0.74	238.58	196.83	143.15	106.39
600763.SH	通策医疗	974.59	303.95	1.44	1.72	2.24	2.92	211.08	176.72	135.69	104.09
300143.SZ	盈康生命	107.88	16.80	-1.10	0.20	0.40	0.55	-15.27	84.00	42.00	30.55
6078.HK	海吉亚	370.49 (亿港元)	59.95 (港元)	3.84	0.34	0.57	0.76	—	152.78	92.78	68.96
600998.SH	九州通	354.34	18.91	0.92	1.44	1.49	1.81	15.39	13.10	12.62	10.42
000538.SZ	云南白药	1,697.67	132.97	3.28	3.65	4.12	4.61	27.31	36.41	32.28	28.83

数据来源: wind, 东吴证券研究所 注: 海吉亚、九州通、云南白药为 wind 一致预期, 预计时间为 2021 年 1 月 31 日

7. 风险提示

- 1) **医院盈利能力提升不达预期。**我们认为，在公司集团统一化管理模式下，旗下医院的盈利能力有望提升，但考虑到医院进入稳定运营的进度可能存在滞后等因素，因此可能存在盈利能力提升不及预期的风险。
- 2) **医院建设项目进度不达预期。**公司中长期规划将推进医疗体系和床位数量扩张，但可能由于疫情、工期等因素导致医院建设项目不及预期的风险。
- 3) **医药行业政策变化风险。**医疗行业受政策影响大，且政策变化存在不确定性。
- 4) **医疗事故风险。**随着医院规模扩大，管理难度上升，可能出现医疗事故或医疗纠纷的风险。

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	7,004	8,503	9,106	营业收入	6,655	6,019	6,619	7,476
现金	1,236	3,021	4,576	5,054	减:营业成本	5,191	4,796	5,210	5,847
应收账款	2,803	2,179	1,937	2,086	营业税金及附加	27	24	26	30
存货	994	889	821	901	营业费用	432	412	439	499
其他流动资产	1,143	915	1,169	1,065	管理费用	461	396	442	502
非流动资产	4,244	3,776	3,833	4,016	财务费用	148	85	69	55
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	30	25	30	30
固定资产	2,387	2,058	2,189	2,432	加:投资净收益	3	-19	3	3
在建工程	363	267	240	229	其他收益	0	14	14	14
无形资产	308	271	234	195	营业利润	345	259	402	511
其他非流动资产	1,186	1,181	1,170	1,159	加:营业外净收支	-14	-11	-12	-10
资产总计	10,419	10,780	12,337	13,122	利润总额	331	248	389	501
流动负债	5,009	5,496	5,225	5,604	减:所得税费用	68	50	78	100
短期借款	3,435	3,435	3,435	3,435	少数股东损益	27	20	31	40
应付账款	835	1,337	1,023	1,625	归属母公司净利润	236	178	280	361
其他流动负债	739	724	767	543	EBIT	522	331	457	555
非流动负债	362	38	42	47	EBITDA	797	569	678	762
长期借款	299	-0	-0	-0					
其他非流动负债	63	38	42	47					
负债合计	5,371	5,533	5,267	5,651	重要财务与估值指 标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	211	231	262	302	每股收益(元)	0.14	0.11	0.14	0.18
归属母公司股东权益	4,837	5,015	6,808	7,168	每股净资产(元)	2.90	3.01	4.08	4.30
负债和股东权益	10,419	10,780	12,337	13,122	发行在外股份(百万股)	1667	1667	2027	2027
					ROIC(%)	4.8%	3.0%	3.6%	4.2%
					ROE(%)	5.2%	3.8%	4.4%	5.4%
						22.0%	20.3%	21.3%	21.8%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)				
经营活动现金流	886	1,695	667	919	销售净利率(%)	3.6%	3.0%	4.2%	4.8%
投资活动现金流	-253	226	-261	-372	资产负债率(%)	51.5%	51.3%	42.7%	43.1%
筹资活动现金流	-983	-135	1,149	-69	收入增长率(%)	1.1%	-9.6%	10.0%	12.9%
现金净增加额	-349	1,786	1,555	478	净利润增长率(%)	118.2%	-24.5%	57.2%	28.6%
折旧和摊销	275	238	221	208	P/E	57.22	75.82	58.64	45.60
资本开支	208	-442	53	177	P/B	2.80	2.70	1.99	1.89
营运资本变动	161	1,170	83	254	EV/EBITDA	20.48	25.48	18.71	16.07

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>