

# 信邦制药 (002390)

证券研究报告  
2021年06月07日

## 民营肿瘤医院优势品牌，经营效率提升可期

### 公司所有权和经营权实现统一，奠定长远发展基础

公司目前正在推进非公开发行股票 3.6 亿股，发行完成后董事长安怀略及其一致行动人合计持有 25.05% 股份，成为公司的实际控制人，实现公司经营权和所有权的统一，稳妥解决原大股东相关问题，为公司平稳发展奠定基础，有助于提升公司经营效率。

### 贵州肿瘤医院在贵州省品牌优势明显

信邦制药旗下有 7 家医院，包括贵州医科大学附属肿瘤医院、白云医院、乌当医院、安顺医院、仁怀新朝阳医院、六枝博大医院及六盘水安居医院。贵州医科大学附属肿瘤医院是贵州省首家肿瘤专科医院，也是省内唯一的三甲肿瘤专科医院，在贵州省内品牌优势明显。2020 年公司医疗服务营业收入 19.68 亿元，同比增长 1.27%，其中肿瘤医院 10.53 亿元，白云医院 5.25 亿元。2020 年医院门诊量 88.54 万人次、入院 10.29 万人次、出院 10.35 万人次、放疗 9.18 万人次、手术 4.73 万台次，且公司已通过采取同质化发展、一体化管理的管理模式加强医院间协调发展，预计将带动医疗服务业绩加速增长。

### 医药流通和医药制造业务稳健增长

公司提升医药流通经营结构，2020 年公司医药流通实现营业收入 48.55 亿元，同比降低 13.97%，毛利率 12.73%，其中专业耗材、器械收入 8.23 亿元，占比 16.95%，比 2019 年增加 4.91 个百分点，且 2020 年重点管控客户风险，加强账期管理，2020 年医药流通全年回款 49.74 亿元，回款率超过 100%。医药制造板块方面，公司加强道地药材基地建设，同德药业收入快速增长，2020 年同德药业营业收入 1.85 亿元，同比增长 52.5%，净利润 7820.24 万元，同比增长 62.5%，净利润率 42.20%。

### 盈利预测与投资评级

考虑疫情影响及公司年报数据更新，我们调整公司 2021-2023 年预测营业收入至 69.67/82.26/96.40 亿元（前次 2021 年为 85.19 亿元），预计归母净利润为 2.78/3.40/4.27 亿元（前次 2021 年为 4.64 亿元）。就 2021 年而言，医疗服务预测营业收入为 22.42 亿元，同类公司 PS 为 14 倍，考虑到公司整体医疗服务仍处于爬升期，给予公司 10 倍 PS，对应市值为 224 亿元；医药流通业务预测归母净利润 1.64 亿元，同类公司 PE 为 14 倍，考虑到公司在贵州省内的领先规模优势以及商业与医疗服务板块间的协同效应，给予公司 25 倍，对应市值 41 亿元；医药制造业务预测归母净利润 0.52 亿元，同类公司 20 倍，给予公司 20 倍，对应市值 10 亿元；对应总市值为 276 亿元，不考虑增发影响，目标股价为 16.53 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策和行业变化的风险；医疗服务业绩不及预期的风险；医疗事故风险；医药流通和医药制造业绩不及预期风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,655.06	5,845.62	6,967.08	8,226.06	9,640.20
增长率(%)	1.14	(12.16)	19.18	18.07	17.19
EBITDA(百万元)	785.48	667.82	654.91	798.74	929.03
净利润(百万元)	236.30	173.52	278.48	339.62	427.22
增长率(%)	(118.22)	(26.57)	60.49	21.96	25.79
EPS(元/股)	0.14	0.10	0.17	0.20	0.26
市盈率(P/E)	75.92	103.38	64.42	52.82	41.99
市净率(P/B)	3.71	3.65	3.17	2.99	2.79
市销率(P/S)	2.70	3.07	2.57	2.18	1.86
EV/EBITDA	14.11	23.32	29.34	23.86	21.01

资料来源：wind，天风证券研究所；注：收盘价和总市值为 2021 年 6 月 7 日收盘数据

### 投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.56 元
目标价格	16.53 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,667.23
流通 A 股股本(百万股)	1,555.34
A 股总市值(百万元)	17,605.93
流通 A 股市值(百万元)	16,424.37
每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	45.68
一年内最高/最低(元)	11.61/4.44

### 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李慧瑶	联系人
lihuiyao@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《信邦制药-公司点评:疫情肆虐! 公司新冠病毒检测试剂盒具备欧盟市场准入条件》2020-03-17
- 《信邦制药-公司点评:与人工智能大数据公司合作, 瞄准大麻素新药研发!》2019-12-17
- 《信邦制药-季报点评:医保控费下公司业绩承压, CBD 检测是未来看点》2019-10-25

## 内容目录

<b>1. 公司所有权和经营权将实现统一，奠定长远发展基础</b>	<b>4</b>
1.1. 聚焦主业，优化资产	4
1.2. 公司所有权和经营权将统一，助力医疗服务业务发展	5
<b>2. 贵州省肿瘤医疗服务龙头，管理优化值得期待</b>	<b>6</b>
2.1. 肿瘤医院：贵州省唯一三甲肿瘤专科医院	7
2.2. 白云医院：承担教学医院工作，发挥脑卒中专科优势	10
2.3. 乌当医院：打造乳腺疾病中心等妇产专科优势	12
2.4. 省内其他医院：整体仍处于发展期	13
2.5. 加强医院间协同发展，发挥医院特色学科	14
2.6. 医教研协同发展，加强人才体系建设	15
2.7. 计划员工持股或股权激励，提升凝聚力	15
<b>3. 医药流通：加强医院客户销售</b>	<b>15</b>
3.1. 医药流通业务存在波动	15
3.2. 医药流通未来有望维持增长	16
<b>4. 医药制造：深化中成药发展</b>	<b>16</b>
4.1. 出售中肽生化和康永生物，聚焦主业	16
4.2. 公司医药制造产品以中成药为主	17
4.3. 深化中药材种植及重要饮片生产投入	18
<b>5. 盈利预测与估值评级</b>	<b>19</b>
5.1. 盈利预测	19
5.2. 估值与投资评级	19
<b>6. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：2016-2021Q1 营业收入（亿元）及其增速	4
图 2：2016-2021Q1 归母净利润（亿元）及其增速	4
图 3：2016-2020 公司主要业务板块营业收入及占比	4
图 4：2016-2020 公司主要业务板块毛利及占比	4
图 5：2016-2020 公司各业务板块毛利率	5
图 6：信邦制药发展历程	5
图 7：公司股权结构（非公开发行股票前）	6
图 8：公司股权结构（非公开发行股票后）	6
图 9：信邦制药旗下医院股权结构	6
图 10：公司旗下医院位置分布	6
图 11：2016-2020 年医疗服务收入（亿元）及其增速	6
图 12：2016-2020 年医疗服务毛利率	6
图 13：贵州医科大学附属肿瘤医院发展历史	7
图 14：贵州医科大学附属肿瘤医院	7

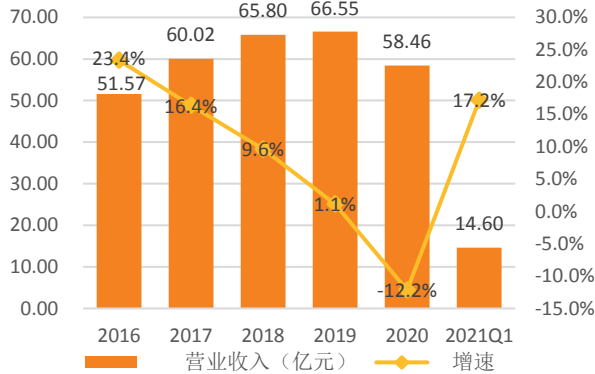
图 15: 贵州医科大学附属肿瘤医院综合院区 .....	7
图 16: 2020 年肿瘤医院 50 强——《医院蓝皮书: 中国医院竞争力报告 (2020~2021)》 .....	8
图 17: 贵州医科大学附属肿瘤医院组织机构图 (部分) .....	8
图 18: 搭载 M-power 平台四源宽体超静音 3.0T 磁共振 .....	9
图 19: Edge 四维影像放疗系统 .....	9
图 20: 2014-2020 年贵州省肿瘤医院有限公司营业收入和净利润及其增速 .....	10
图 21: 2014-2020 年贵州省肿瘤医院有限公司净利率 .....	10
图 22: 贵州医科大学附属白云医院 .....	11
图 23: 白云医院加入 “高级卒中中心” .....	12
图 24: 白云医院加入 “国家老年麻醉联盟” .....	12
图 25: 白云临床教学中心奠基仪式 .....	12
图 26: 白云医院院长曾庆繁 .....	12
图 27: 贵州医科大学附属乌当医院门诊部 .....	13
图 28: 贵州医科大学附属乌当医院地理位置 .....	13
图 29: 中国乳腺癌高危人群筛查贵州启动仪式 .....	13
图 30: 2018-2020 年六盘水安居医院营业收入和净利润及其增速 .....	14
图 31: 2018-2020 年六盘水安居医院净利率 .....	14
图 32: 2016-2020 年仁怀新朝阳医院营业收入和净利润及其增速 .....	14
图 33: 贵医安顺医院 .....	14
图 34: 六枝博大医院 .....	14
图 35: 2016-2020 医药流通业务收入及其增速和毛利率 .....	16
图 36: 2016-2020 医药制造业务收入及其增速和毛利率 .....	17
图 37: 同德药业 2016-2020 营业收入及增速 .....	18
图 38: 同德药业 2016-2020 净利润及增速 .....	18
表 1: 肿瘤医院科室介绍 .....	9
表 2: 部分肿瘤医院财务数据对比 .....	10
表 3: 白云医院科室介绍 .....	11
表 4: 公司主要中成药产品及其介绍 .....	17
表 5: 信邦制药盈利预测 .....	19
表 6: 可比公司估值 .....	20

## 1. 公司所有权和经营权将实现统一，奠定长远发展基础

### 1.1. 聚焦主业，优化资产

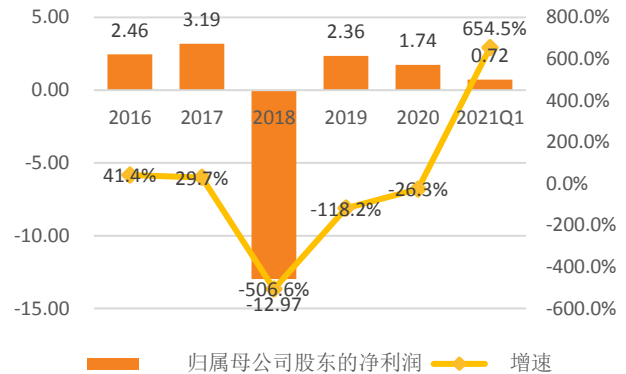
公司 2021Q1 实现营业收入 14.60 亿元，同比增长 17.2%，归母净利润实现 0.72 亿元，同比增长 654.5%，主要系 2021 年较去年同期疫情影响消除所致。2020 年公司营业收入实现 58.46 亿元，同比降低 12.2%；归母净利润为 1.74 亿元，同比降低 26.3%。主要为疫情影响，其次为公司 2020 年出售中肽生化和康永生物，聚焦主业。

图 1：2016-2021Q1 营业收入（亿元）及其增速



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

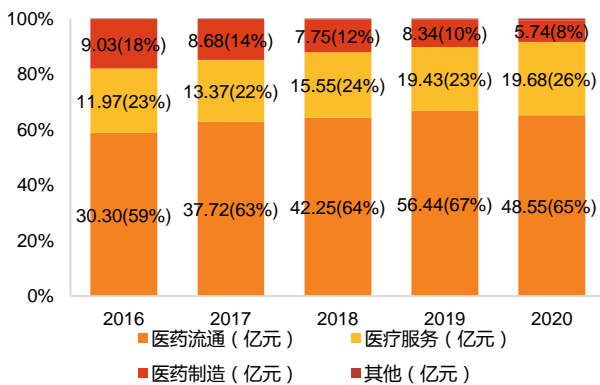
图 2：2016-2021Q1 归母净利润（亿元）及其增速



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所。注：2018 年由于中肽生化计提商誉减值 15.37 亿元，公司的业绩首次出现亏损

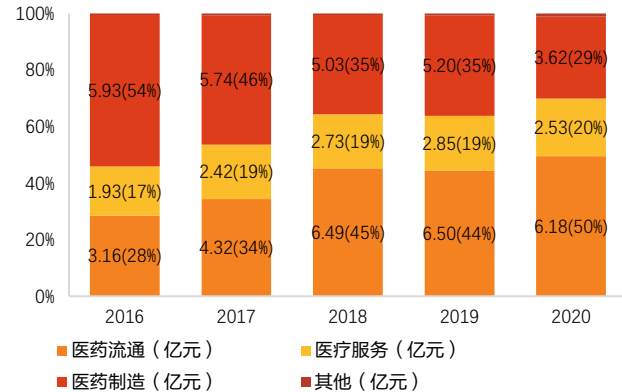
公司医疗服务收入稳中有增，2020 年在疫情下公司医疗服务业务仍保持增长，实现营业收入为 19.68 亿元，同比增长 1.27%。医药流通业务是占公司营业收入比例较高，且 2016-2018 年医药流通业务收入稳步增长，由 30.30 亿元增长到 42.25 亿元。2020 年医药流通板块营业收入为 48.55 亿元，相比 2019 年下降 13.97%。2020 年医药制造板块营业收入为 5.74 亿元，2016-2020 医药制造板块毛利率保持在 60%以上。

图 3：2016-2020 公司主要业务板块营业收入及占比



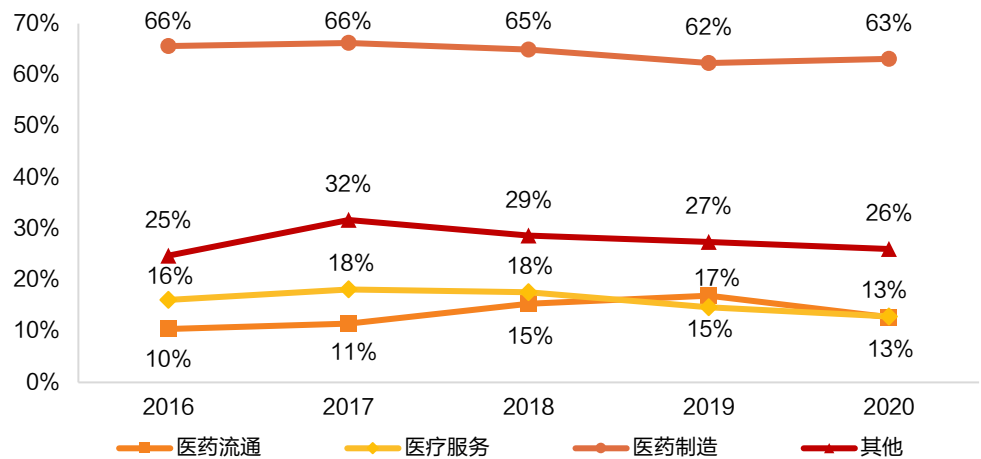
资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所；注：2019 年合并抵消收入为 18.02 亿元，2020 年合并抵消收入为 16.03 亿元

图 4：2016-2020 公司主要业务板块毛利及占比



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

图 5：2016-2020 公司各业务板块毛利率

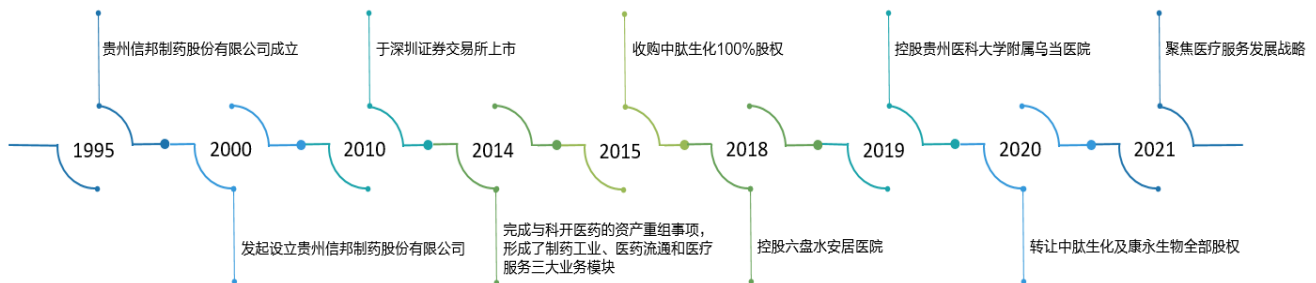


资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 公司所有权和经营权将统一，助力医疗服务业务发展

公司由药品研发起家，后通过并购整合发展成为集医疗服务、医药流通和医药工业的全产业链集团公司。公司成立于 1995 年，于 2010 年 4 月在深圳证交所上市。2014 年公司完成与科开医药的资产重组，形成了制药工业、医药流通和医疗服务业务模块。2018 年控股六盘水安居医院，2019 年科开医药收购贵州医科大学附属乌当医院其他股东持有的 55% 股权实现控股，持续发力医疗服务业务。公司 2015 年收购中肽生化 100% 股权，于 2020 年公司转让中肽生化及康永生物全部股权，未来将聚焦医疗服务和医药流通两大业务板块。

图 6：信邦制药发展历程

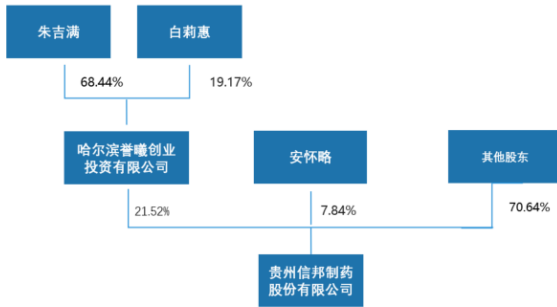


资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所

公司于 2020 年 9 月启动非公开发行股票事项，已于 2021 年 2 月顺利获得中国证监会的核准及批复本次非公开发行股票 3.6 亿股，全部由金域实业认购，发行完成后，安怀略及其一致行动人安吉分别持有公司 6.45%、0.84% 股份，通过金域实业间接持有公司 17.76% 的股份，合计持有 25.05% 股份，安怀略及其一致行动人成为公司的实际控制人。

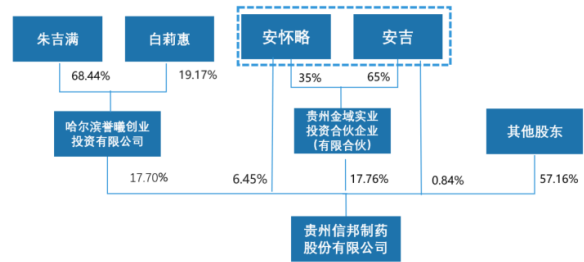
安怀略作为公司现任董事长，负责公司的经营管理，由公司董事长及其一致行动人作为公司实际控制人，有助于公司经营权和所有权的统一，稳妥解决原大股东相关问题，为公司平稳发展奠定基础。

图 7：公司股权结构（非公开发行股票前）



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所；注：截至 2021 年 6 月公司尚未完成非公开发行股票发行工作。

图 8：公司股权结构（非公开发行股票后）

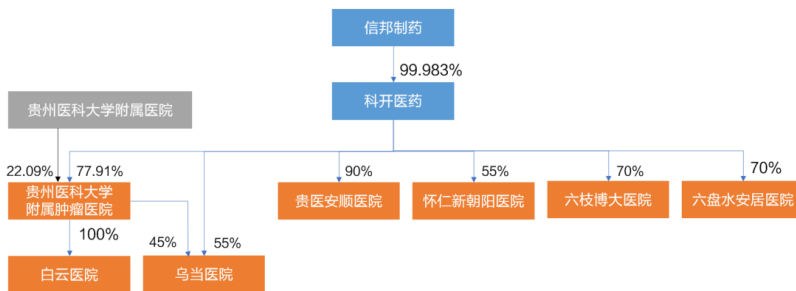


资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所；注：根据信邦制药非公开发行股票预案，预计公开发行完成后的股权结构。

## 2. 贵州省肿瘤医疗服务龙头，管理优化值得期待

截止至 2020 年底，信邦制药旗下有 7 家医院，包括贵州医科大学附属肿瘤医院、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、六枝博大医院及六盘水安居医院，分布在贵阳、安顺、遵义和六盘水，拥有床位数 5000 余张，其中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，已建立起具有明显竞争优势的优质医院网络，在贵州省形成了品牌效应。

图 9：信邦制药旗下医院股权结构



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所；注：截止至 2020 年底

图 10：公司旗下医院位置分布



资料来源：公司公告，百度地图，天风证券研究所

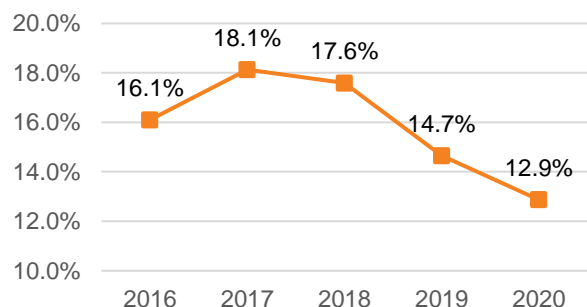
2020 年公司医疗服务营业收入 19.68 亿元，同比增长 1.27%，其中肿瘤医院 10.53 亿元，白云医院 5.25 亿元。医疗服务收入占营业收入比例为 33.66%，比上年增长 4.46 个百分点。2020 年医院门诊量 88.54 万人次、入院 10.29 万人次、出院 10.35 万人次、放疗 9.18 万人次、手术 4.73 万台次。

图 11：2016-2020 年医疗服务收入（亿元）及其增速



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

图 12：2016-2020 年医疗服务毛利率



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

## 2.1. 肿瘤医院：贵州省唯一三甲肿瘤专科医院

贵州医科大学附属肿瘤医院成立于 2007 年 8 月 18 日，是原贵州省肿瘤研究所、贵阳医学院附属医院肿瘤科建制搬迁建立，是贵州省首家肿瘤专科医院，也是目前唯一的三甲肿瘤专科医院。医院建筑面积 59013 平方米，开放床位 1345 张，为中国西部放疗协会副理事长单位、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、贵州省肿瘤生物治疗中心、贵州省新农合免预付费用直补定点医院，为省内规模最大、医疗技术和医疗设备最先进的肿瘤专科医院。

图 13：贵州医科大学附属肿瘤医院发展历史



资料来源：贵州医科大学附属肿瘤医院官网，天风证券研究所

图 14：贵州医科大学附属肿瘤医院



资料来源：贵州医科大学附属肿瘤医院官网，天风证券研究所

图 15：贵州医科大学附属肿瘤医院综合院区



资料来源：贵州医科大学附属肿瘤医院官方公众号，天风证券研究所

公司肿瘤专科实力得到广泛认可。根据 2021 年 4 月 17 日，艾力彼医院管理研究中心与社会科学文献出版社共同发布的《医院蓝皮书：中国医院竞争力报告（2020~2021）》，根据医疗技术、资源配置、医院运营、诚信服务和学术科研 5 个维度对肿瘤专科医院进行排名，由此推出肿瘤医院竞争力榜单——“2020 年肿瘤医院 50 强”。贵州医科大学附属肿瘤医院位列全国肿瘤专科医院 50 强榜单第 30 名，且是排名最靠前的非公立医院。贵州医科大学附属肿瘤医院利用自身优质的医疗技术和服务能力，可以加强与省内地州各家医院肿瘤科室的深度合作，帮助尚无肿瘤科的地县区医院进行学科的建设。





## 公司报告 | 公司深度研究

表 1：肿瘤医院科室介绍

	介绍	具体科室
肿瘤专科	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。拥有高级职称 25 名、博士及硕士 60 余名，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任常委及委员 16 人、省级学术团体任副主委及常委 9 人。	肿瘤放射物理技术室、胸部肿瘤科、血液科、头颈肿瘤科、腹部肿瘤科、淋巴瘤科、妇科肿瘤科、乳腺肿瘤科
手术体系	介入体系：由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周石教授领衔。率先在国内开展肝硬化 TIPS 术、静脉透析通路重建，于省内率先开展静脉输液港置入、经皮胃造瘘等技术。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。外科体系：以多位国内著名外科专家领衔的外科及外科微创体系，经过 11 年发展，贵州医科大学附属肿瘤医院外科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。随着医院第三住院楼（综合外科大楼）的落成使用，精细明晰的科室划分使贵州医科大学附属肿瘤医院已发展成为除贵州医科大学附属医院、贵州省人民医院、遵义医学院附属医院之外，各专业划分最为齐全、手术科室达 15 个病区的三甲医院。	介入科、胃肠外科、妇瘤外科、头颈外科二病区、乳腺外科、泌尿外科、肝胆外科、胸外科、麻醉科、综合外科、骨外科、疼痛科、头颈外科一病区、儿童肿瘤科、整形/血管/疝外科
非手术体系	一流的诊疗设备、专业技术人员实力雄厚	肾内科/血液净化中心、心血管内科/内分泌科、中医科、消化内科、神经内科、呼吸内科、肿瘤筛查中心
危急重症救护		急诊科、重症医学科
医技体系		输血科、影像科、检验科
GCP		药物临床试验机构
护理团队		

资料来源：贵州医科大学附属肿瘤医院官网，天风证券研究所

**医院设备处于领先水平。**2014 年经国家卫计委审核批准贵州医科大学附属肿瘤医院率先引进了全国首台 Edge 四维影像放疗系统，此系统是目前放疗领域的最新技术，于 2016 年投入使用，该设备将影像引导放疗、旋转调强治疗及立体定向外科治疗集成一体，具有高效、全能、高精度的特点。且医院拥有国内首台多功能双能能谱 CT；国内第二台、省内第一台六维放射治疗床；直线加速器、PET-CT、SPECT、CT、MRI、DSA、电子腹腔镜、大孔径 CT 等大型先进医疗设备。肿瘤医院 2021 年将积极推进分子病理检测中心、PET-CT 项目的落地，并引进一台直线加速器。

图 18：搭载 M-power 平台四源宽体超静音 3.0T 磁共振



资料来源：贵州医科大学附属肿瘤医院微信公众号，天风证券研究所

图 19：Edge 四维影像放疗系统

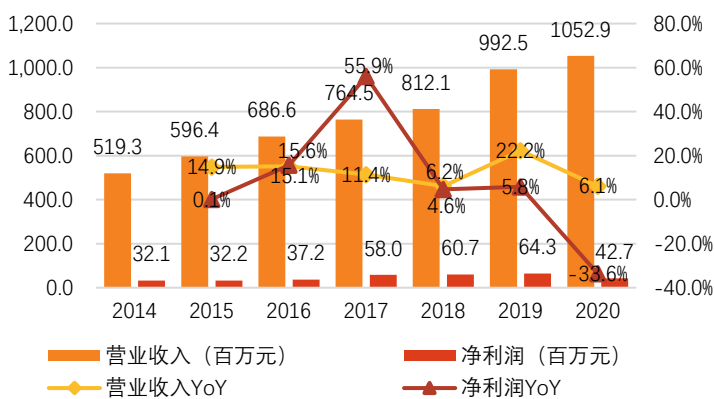


资料来源：贵州医科大学附属肿瘤医院官方微博，天风证券研究所

医院作为贵州医科大学附属医院，承担教学任务，增强人才储备。根据《2020年贵州省肿瘤医院住院医师规范化培训招生简章》，肿瘤教研室为贵州医科大学本科专业教学单位、硕士授予点；2015年10月8日医院正式成为贵州医科大学附属医院住院医师规范化培训基地协同单位，医院目前拥有放射肿瘤科、内科、外科、麻醉科、检验医学科、临床病理科、放射科七个专业基地。

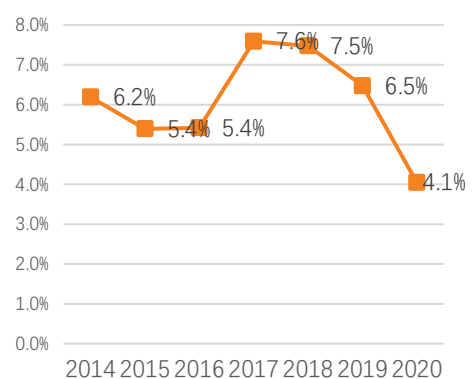
贵州医科大学附属肿瘤医院营业收入稳健增长，2020年实现营业收入10.53亿元，同比增长6.1%；2020年实现归母净利润0.43亿元，同比降低33.6%。2020年净利润仅为4%，可能为疫情和新大楼折旧等因素影响；且通过对比其它肿瘤医院的财务数据，公司未来净利润仍有进一步提升的空间。

图 20：2014-2020 年贵州省肿瘤医院有限公司营业收入和净利润及其增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 21：2014-2020 年贵州省肿瘤医院有限公司净利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 2：部分肿瘤医院财务数据对比

	贵州医科大学附属肿瘤医院	苏州永鼎	苏州广慈
成立时间	2007	2014	2009
所在地区	贵州贵阳	江苏苏州	江苏苏州
医院等级	三甲肿瘤专科医院	二甲	非营利性医院
床位数	1345	540	483
2020 年营业收入 (亿元)	10.53	4.92	3.95
2020 年毛利率		24.39%	17.42%
2020 年净利润 (亿元)	0.43	0.61	0.29
2020 年净利率	4.08%	12.40%	7.37%
2019 年营业收入(亿元)	9.93	5.17	3.37
2019 年毛利率		27.47%	17.00%
2019 年净利润 (亿元)	0.64	0.76	0.25
2019 年净利率	6.45%	14.70%	7.56%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 白云医院：承担教学医院工作，发挥脑卒中专科优势

贵州医科大学附属白云医院是非营利性三级综合教学型医院，是贵州医科大学“十三五”期间教学基地重点建设对象之一，贵州医科大学白云临床教学中心，贵州医科大学附属医院住院医师规范化基地协同医院；同时白云医院也是第四批“中国房颤中心建设单位”、

国家胸痛中心、区域医疗卫生中心等。由白云医院作为牵头单位，组建了信邦集团脑卒中联盟，开启了集团医院脑卒中筛查与防控体系的建设之路。

图 22：贵州医科大学附属白云医院



资料来源：贵州医科大学附属白云医院公众号，天风证券研究所

白云医院成立于 2011 年，2017 年白云医院二期项目完工投入运营，病床增加 630 张，总病床数增加至 1130 张。2019 年白云医院启动三期工程建设项目，包含内科住院综合楼、临床教学综合楼、临床规培综合楼，预计建成后总床位增加约 1000 张。

白云医院目前设有 30 个临床学科，13 个医技科室，28 个病区，2020 年新建发热门诊，医院综合服务能力不断提高。2020 年白云医院医疗服务收入 5.25 亿元。

表 3：白云医院科室介绍

类别	具体科室
外科系统	普通外科、骨科、胸外科、泌尿外科、五官科、眼科、耳鼻喉科、口腔科、胃肠病中心、介入疼痛、ICU 病区、肝胆外科
内科系统	心内科、呼吸与危重病医学科、血液内科、消化内科、肝病科、康复中心、肾内科
妇产儿系统	妇科、产科、儿科
脑血管中心	神经外科、神经内科、NICU
医技系统	手术麻醉科、影像科、透析中心、输血科、肝炎实验室、病理细胞室
急诊科	
药剂科	
检验科	

资料来源：贵州医科大学附属白云医院官网，天风证券研究所

贵州医科大学附属白云医院院长曾庆繁，是中华医学会麻醉学分会老年麻醉学组委员，贵州省麻醉学分会常委。从事麻醉学、疼痛诊疗的临床、教学（双语教学）、科研等工作 29 年，具有丰富的临床经验，擅长各种疑难、危重病患者的麻醉及救治。2019 年白云医院加入国家老年麻醉联盟（NAGA），致力于联盟老年麻醉与围术期管理，同时参与专家共识和临床指南的制定与推广、远程疑难病例会诊、老年麻醉专科医生培训等项目。

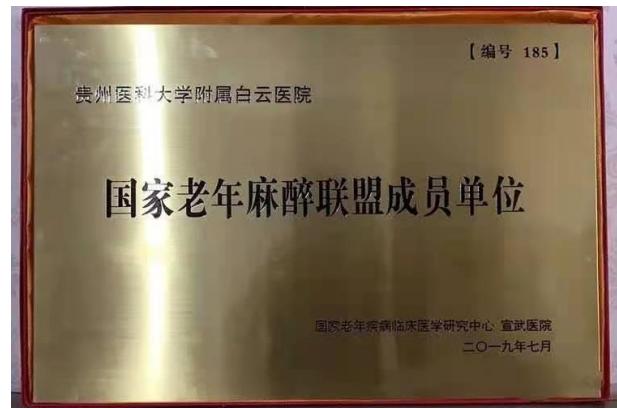
2020年白云医院获得国家卫健委授予“2020年第一批高级卒中中心单位”，是白云区唯一一家高级卒中中心。同时也是国家卫健委心源性脑卒中防治基地、国家卫健委高级卒中中心建设单位、国家卫计委脑卒中筛查与防控基地。

图 23：白云医院加入“高级卒中中心”



资料来源：贵州医科大学附属白云医院公众号，天风证券研究所

图 24：白云医院加入“国家老年麻醉联盟”



资料来源：贵州医科大学附属白云医院公众号，天风证券研究所

白云医院实现了从临床型医院到教学型医院的转型，成为贵州医科大学的第二临床教学点，承担起临床和护理专业的本科教学工作。贵州医科大学白云临床教学中心于 2019 年开工建设，预计 2021 年 8 月投入使用。白云临床教学中心由肿瘤、白云、乌当三家附属医院资源整合共建，通过一体化教学管理，整合优质教师资源，打造一流师资队伍，实现与贵医大教学同质化。根据 2020 年报，白云医院自 2018 年以来承担了贵州医科大学专升本 6 个班 394 名学生的理论教学和临床实习工作，2018 级护理班 69 名学生已顺利毕业，目前在读学生 325 名。

图 25：白云临床教学中心奠基仪式



资料来源：贵州医科大学官网，天风证券研究所

图 26：白云医院院长曾庆繁



资料来源：贵州医科大学官网，天风证券研究所

### 2.3. 乌当医院：打造乳腺疾病中心等妇产专科优势

贵州医科大学附属乌当医院是以重点打造乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、产科、妇科等为重点特色的非营利性三级综合医院。是贵州医科大学附属第一医院住院医师规范化培训基地协同医院，同时是城镇居民省、市医保定点医院，新型农村合作省级医疗机构定点医院及重大疾病定点医院，乌当区新农合定点医院。

贵州医科大学附属乌当医院位于贵阳市乌当区新添大道 310 号（火炬大厦旁），占地面积

25 亩，建筑面积 2.5 万平方米。乌当医院成立于 2012 年，于 2013 年开始收治病人，首批开放床位 500 张，规划床位 1000 到 1200 张。2014 年，乌当医院完成超过 10 万人次的门诊诊治，出院病人达 1.2 万余人，收治了大量重危疑难病人，全年收治病人治愈率达 96.02%。

图 27：贵州医科大学附属乌当医院门诊部



资料来源：贵州省人民政府官网，天风证券研究所

图 28：贵州医科大学附属乌当医院地理位置



资料来源：百度地图，天风证券研究所

乌当医院院长为毛大华，曾任贵州医科大学普外科副主任乳腺外科主任，是全国知名乳腺专家、中华预防医学会妇幼保健分会乳腺保健专业专家委员会委员、中国抗癌协会乳腺癌专业委员会委员、《中华乳腺疾病杂志》编委。

2019 年乌当医院利用集团化运作的优势，打造妇产科专科特色，新设儿科门诊，完成了体检中心备案。同时，医院与保利温泉新城社区卫生服务中心联合成立医共体。2019 年，“中国乳腺癌高危人群筛查模型”落户贵州医科大学附属乌当医院。

图 29：中国乳腺癌高危人群筛查贵州启动仪式

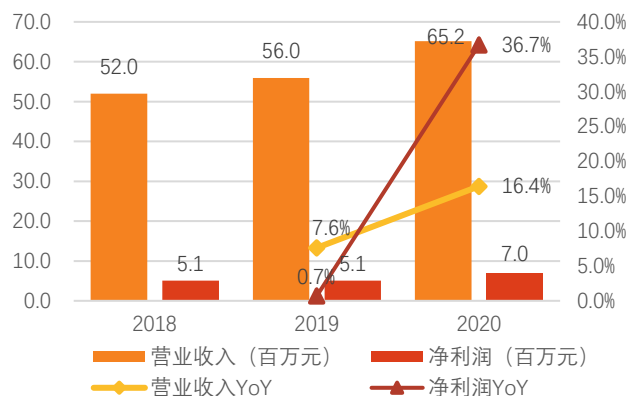


资料来源：人民网，天风证券研究所

## 2.4. 省内其他医院：整体仍处于发展期

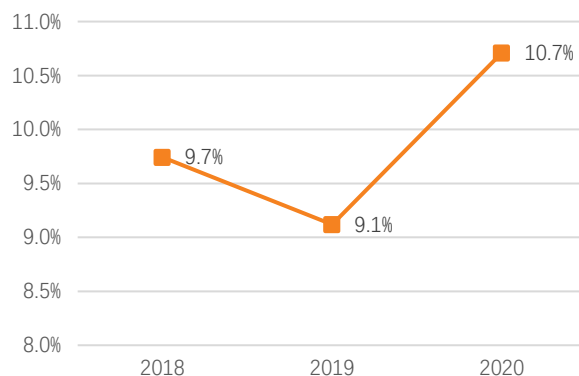
2018 年六盘水安居医院成为信邦制药的控股公司，六盘水安居医院营业收入稳步上涨，2020 年营业收入为 0.65 亿元，同比增长 16.4%。2020 年公司净利润为 0.07 亿元，公司净利润和净利率均有提升。

图 30：2018-2020 年六盘水安居医院营业收入和净利润及其增速



资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所

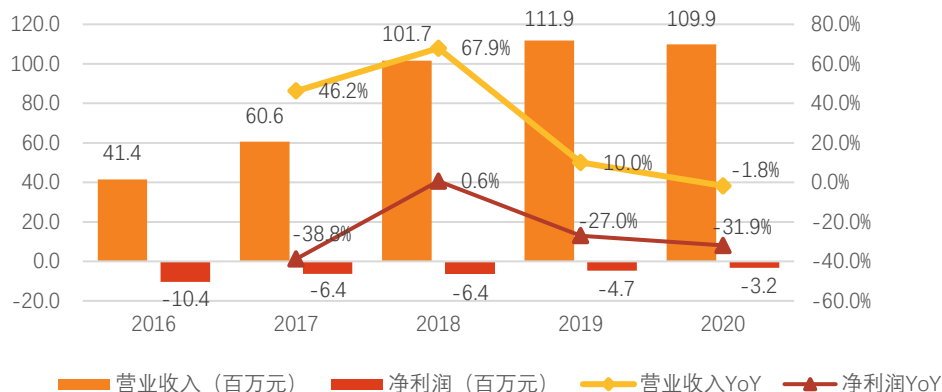
图 31：2018-2020 年六盘水安居医院净利率



资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所

仁怀新朝阳医院于 2015 年投入运营，目前仍处于亏损阶段。2020 年公司营业收入为 1.10 亿元，同比下降 1.8%，系疫情原因导致。2021 年疫情影响消除，且医院管理不断推进，我们预计 2021 年经营有望改善。

图 32：2016-2020 年仁怀新朝阳医院营业收入和净利润及其增速



资料来源：信邦制药公司年报，天风证券研究所

图 33：贵医安顺医院



资料来源：贵医安顺医院官网，天风证券研究所

图 34：六枝博大医院



资料来源：博大医院美篇，天风证券研究所

## 2.5. 加强医院间协同发展，发挥医院特色学科

肿瘤医院、白云医院、乌当医院三家医院地处贵州省会贵阳市，均为贵州医科大学的附属医院，公司目前率先对这三家医院采取“同质化发展、一体化管理”的管理模式，旨在有效地整合三家医院的医生资源、设备资源和病患资源。以肿瘤医院、白云医院和乌当医院为基础，发挥各自特色学科优势，优势互补，帮助集团内其他医院提升相应学科水平，提

升服务半径，扩大服务群体，提升盈利能力。

- **临床学科实行首席专家负责制**，整合三家医院的医生资源、设备资源，专家骨干轮动执业，提高医疗服务的质量和服务水平，提升病患的就医体验；根据公司 2020 年年报，目前已聘任肿瘤学科、妇产学科、检验学科等 7 名首席专家。
- **医技学科实行中心化管理**，人员统筹调配，设备集约化管理，提高医技科室的工作效率。
- **共同性事务及后勤保障采取统一集采、统一系统、统一管控**等措施。信息化和医保等职能部门实行统一协调和管理，信息化方面共享 HIS 系统，统一物资耗材编码，为一体化管理提供基础保障。

2020 年公司进一步加强成本管控，有效降低了运营成本。针对洗涤、保卫、保洁等后勤保障项目，针对涉及供应商、品种众多的透析耗材、广普耗材、消毒供应室耗材以及手术器械类等不计费耗材，通过集团统一招标，以量换价运营成本大幅降低。

## 2.6. 医教研协同发展，加强人才体系建设

**重视人才资源，关注人才梯队建设**，采取自身培养与外派学习、对外引进、外聘顾问等多种形式积极吸纳人才，形成不同学科人才优势；2020 年集团医院引进和外聘高层次人才 38 人，9 名医务骨干参加了贵州省卫健委组织的“黔医人才计划”；完成医师执业注册手续 517 人，完成护士执业注册手续 588 人；2020 年新增博导 1 人、硕导 14 人，晋升副高以上职称 13 人、中级职称 136 人。

**加强教学医院建设，以教促医**。贵州医科大学白云临床教学中心预计 2021 年下半年投入使用，白云临床教学中心自 2018 年以来承担了贵州医科大学专升本的理论教学和临床实习工作。肿瘤医院与贵州医科大学海外学院开展留学生教育合作，且肿瘤学教研室是贵州省首个肿瘤学硕士授予点。

**以临床诊疗为核心，提升科研水平**。据不完全统计，2020 年集团医院发表 SCI 论文 19 篇、核心期刊 28 篇，专利 73 项，获国家自然科学基金委资助项目 2 项、省级科研课题 25 项，科研获奖 28 项；新承接药物临床试验项目 36 项，完成项目 6 项，在研项目 65 项。

GCP 机构拥有专业的研究团队、全程的质量保障体系、高效的规范管理机制和稳定的战略合作关系，具备实施各类 I、II、III 期临床试验条件；肿瘤研究实验室拥有精良的设备、规范的管理机制和良好的科研氛围，可开展“培养细胞—细胞传代—细胞冻存—细胞复苏”、“细胞迁移侵袭实验”、“Western blot 及 PCR 检测”等实验，为医技人员提供了科研平台。

## 2.7. 计划员工持股或股权激励，提升凝聚力

公司第七届董事会第十一次会议、2019 年第一次临时股东大会审议通过了回购股份方案，并已于 2020 年 2 月 10 日实施完毕本次股份回购方案，累计回购股份数量 8337.6743 万股，占公司总股本的 5.0%。此次回购股份将用于员工持股计划或股权激励，有助于加强公司凝聚力，促进长远发展。

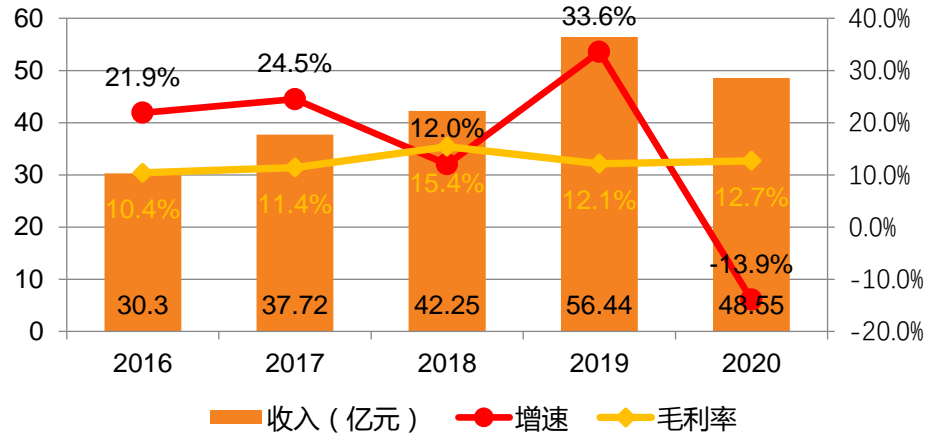
## 3. 医药流通：加强医院客户销售

### 3.1. 医药流通业务存在波动

根据公司年报，2020 年公司医药流通实现营业收入 48.55 亿元，同比降低 13.97%，毛利率 12.73%，其中，药品收入 40.33 亿元，占医药流通比例为 83.05%，专业耗材、器械收入 8.23 亿元，占比 16.95%。2020 年专业耗材、器械品种销售占比稳步提升，比 2019 年增加 4.91

个百分点。且 2020 年重点管控客户风险，加强账期管理，2020 年医药流通全年回款 49.74 亿元，回款率超过 100%。

图 35：2016-2020 医药流通业务收入及其增速和毛利率



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

备注：2019 年和 2020 年开始单列合并抵消收入，2019 年合并抵消 18.02 亿元，2020 年合并抵消 16.03 亿元

### 3.2. 医药流通未来有望维持增长

**医疗服务业务长足发展，助力医药流通。**信邦制药旗下有 7 家医院，拥有床位数 5000 余张，已建立起具有明显竞争优势的优质医院网络，这显著提升了公司流通相关公司的盈利能力。

**巩固龙头地位，彰显优势。**公司为省内医药流通的龙头企业，积累了丰富的渠道资源并建立起覆盖省内多家知名医院医药流通销售网络，配送网络不断扩大和延伸，代理种类和品种不断增加，服务能力不断提升，在客户资源、配送网络、代理品种及服务能力等方面都具有明显优势。

**客户覆盖数量增加，医院客户销售业绩提升。**疫情期间，公司稳定销售价格，增加特需药品库存储备，全力保障医院防疫物资及各种急需药品供应，有效地保证销售工作顺利开展。随着疫情缓解定点医院开始正常接诊，医院销售逐渐恢复，等级医院开户数量增加了 30 余户，全省等级以上医院客户覆盖率达 90%，由于具备较强的配送能力、较为齐全的药品储备，医院客户销售业绩得到提升。

**参与配送服务集采药品，探索专业服务供应商道路。**自省内实施药品集采，公司主动参与品种集采药品的配送服务，保障各级医院药品的按时到位。探索以学术推广为主帮助提升客户业务服务能力的营销模式，扩展学科服务覆盖面，走专业服务提供商的经营发展之路。

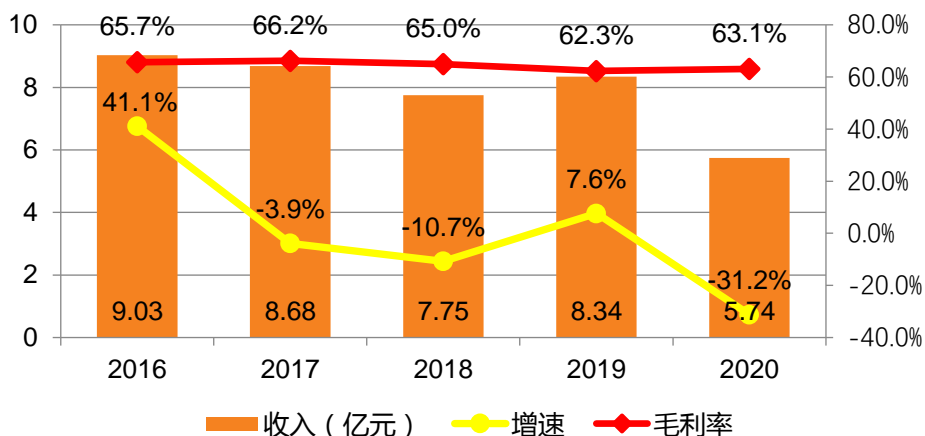
## 4. 医药制造：深化中成药发展

### 4.1. 出售中肽生化和康永生物，聚焦主业

公司业务涵盖中药材种植，中药饮片及中成药生产与销售等诸多领域，形成了闭合产业链。根据公司年报，2020 年公司医药制造实现营业收入 5.74 亿元，比上年同期下降 31.22%，其中中成药收入 3.38 亿元，中药饮片收入 1.85 亿元。2020 年公司医药制造领域实现毛利率 63.12%，比上年同期增长 0.81%。根据公司 2020 年报，公司出售中肽生化和康永生物，对公司业绩的影响为减少净利润 2009.55 万元。



图 36：2016-2020 医药制造业务收入及其增速和毛利率



资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 公司医药制造产品以中成药为主

根据公司官网，截至 2020 年 11 月 23 日，中成药方面，公司拥有 5 条 GMP 生产线，国药准字品种 41 个、国家优质优价品种 3 个、中药保护品种 2 个、独家品种 6 个，脉血康胶囊、益心舒胶囊等拳头产品多次获得“贵州省名牌产品”称号。

根据 2020 年年报，公司拥有 11 个国家基药目录品种(另有 4 个省内增补的基药目录品种)，包括公司的主打品种：益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊；同时拥有 23 个国家医保目录品种，其中关节克痹丸为独家品种。

表 4：公司主要中成药产品及其介绍

项目	益心舒胶囊	脉血康胶囊	银杏叶片	六味安消胶囊	贞芪扶正胶囊
功效	益气复脉、活血化瘀	破血逐瘀、通脉止痛	活血化瘀通络	健脾和胃、导滞消积	肿瘤病人放、化疗后，促进病人正常功能的恢复。以及帮助年老、体虚病人提高免疫力、预防感冒等。
原材料	人参、丹参、五味子、黄芪等、山楂、川芎	水蛭	银杏叶提取物	藏木香、山柰、诃子、大黄、煅北寒水石、碱花	黄芪、女贞子
生产工艺	五味子、丹参用乙醇回流提取，麦冬、黄芪、山楂、川芎等 4 味水提醇沉，提取物合并，加入人参细粉混匀，干燥，装胶囊即得。	取水蛭鲜品，经冷冻、低温减压干燥后，填充肠溶胶囊制成	取银杏叶提取物经制粒、压片、包衣制成	分别取藏木香、山柰、诃子、大黄、煅北寒水石、碱花经粉碎、灭菌、混合后，填充胶囊制成	黄芪、女贞子水提后经多级精滤后，浓缩、干燥、填充胶囊制成。
市场定位	心血管系统	心脑血管系统	心脑血管系统	消化系统	用于久病虚损，配合手术、放化疗，促进正常功能恢复

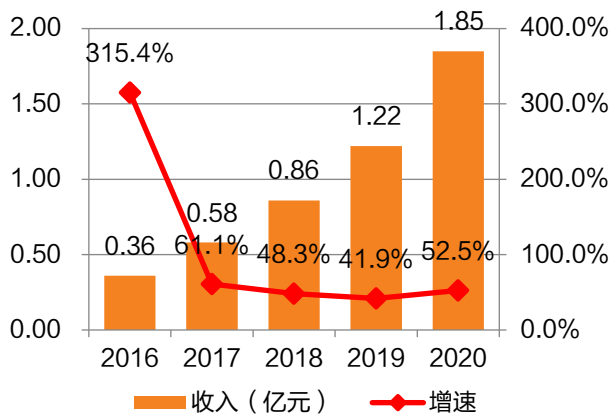
资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所

### 4.3. 深化中药材种植及重要饮片生产投入

公司围绕中成药现有品种，专注于心脑血管领域，深化对中药材种植及中药饮片生产的投入。

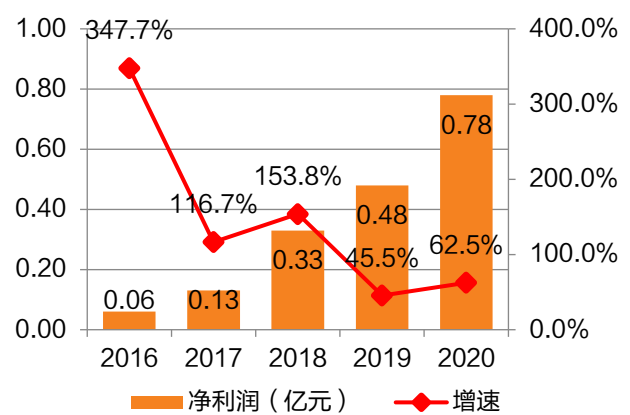
**2020 年同德药业收入快速增长，公司加强道地药材基地建设。**控股子公司同德药业经营中药饮片的种植、加工及销售，2020 年同德药业营业收入 1.85 亿元，同比增长 52.5%，净利润 7820.24 万元，同比增长 62.5%，净利润率 42.20%。加强道地药材基地建设，已在全国 11 个省市建有道地中药材基地 62 个，面积 16.8 万亩，其中贵州道地药材基地 24 个，面积 8 万亩，2020 年新增品种 29 个；加大中药饮片市场的开发力度，贵州市场实现重大突破；大健康事业部开发 6 个保健用品及 46 个精制饮片；自主研发的中药饮片润药系统正式投入使用。

图 37：同德药业 2016-2020 营业收入及增速



资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所

图 38：同德药业 2016-2020 净利润及增速



资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所

**中药饮片客户优质，销售持续增长。**截至 2020 年 11 月 23 日，公司现生产 74 个品种 118 个品规中药饮片。中药饮片的生产原药材完全实现了产地基地化，药材的产地可追溯，品种基源明确，保障了药材和饮片质量的安全性和稳定性；与国内知名中医院在多方面建立了深层次的合作关系，为销售的稳步增长得到了保障；随着产品结构的完善，市场的进一步开拓，销售有望持续增长。

**促进中医院合作，中西医协同发展。**根据 2020 年报，公司与江苏省中医院签订了《中医药产业深化合作协议》，在目前中药饮片合作基础上加强保健品、医疗服务等方面的协作，江苏省中医院帮扶公司下属医院中医学科建设、中医人才培养，促进中西医结合协同发展。

## 5. 盈利预测与估值评级

### 5.1. 盈利预测

#### 关键假设

- 1、公司贵州肿瘤医院为主的医疗服务业绩恢复增长，2021-2023 年医疗服务增速分别为 13.9%、13.4%和 13.9%。贵州肿瘤医院等利润释放加速，医疗服务的利润增速高于收入增速。
- 2、假设公司医药流通维持较高增速水平，2021-2023 年增速分别为 24.0%、22.0%和 20.0%。
- 3、公司医药制造业务，尤其是旗下公司同德药业收入稳健增长。

#### 盈利预测

我们预测 2021~2023 年营业收入分别为 69.67/82.26/96.40 亿元，同比增长分别为 19.2%/18.1%/17.2%；预测归母净利润分别为 2.78/3.40/4.27 亿元。

表 5：信邦制药盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6655.06	5845.62	6967.08	8226.06	9640.20
增速	1.1%	-12.2%	19.2%	18.1%	17.2%
医疗服务收入（百万元）	1943.15	1967.91	2241.68	2543.14	2896.38
增速	24.9%	1.3%	13.9%	13.4%	13.9%
医药流通收入（百万元）	5643.85	4855.47	6020.78	7345.36	8814.43
增速	33.6%	-14.0%	24.0%	22.0%	20.0%
医药制造收入（百万元）	834.34	573.88	631.27	688.08	750.01
增速	7.6%	-31.2%	10.0%	9.0%	9.0%
其他项及合并抵消	-1766.28	-1551.65	-1926.65	-2350.51	-2820.62
归母净利润（百万元）	236.30	173.52	278.48	339.62	427.22
增速	118.2%	-26.6%	60.5%	22.0%	25.8%
扣非归母净利润	231.12	199.00	278.48	339.62	427.22

资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所；注：合并抵消指本公司与各子公司、各子公司相互之间发生的内部交易，主要为医药流通和医疗服务板块间存在合并抵消。

### 5.2. 估值与投资评级

采用分部法对公司医疗服务、医药流通和医药制造业务进行估值，其中医疗服务 2021 年预测营业收入为 22.42 亿元，参照同类公司 2021 年预测 PS 为 14 倍，考虑到公司整体医疗服务仍处于爬升期，给予 10 倍 PS，对应市值为 224 亿元；

医药流通业务 2021 年预测归母净利润 1.64 亿元，参照同类公司 2021 年预测 PE 为 14 倍，考虑到公司在贵州省内的领先规模优势以及公司商业与医疗服务板块之间的协同效应，给予公司 25 倍，对应市值 41 亿元；

医药制造业务 2021 年预测归母净利润 0.52 亿元，参照同类公司 20 倍，给予公司 20 倍，对应市值为 10 亿元；

公司合计市值为 276 亿元，不考虑增发影响，对应股价为 16.53 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 6：可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
				EPS (元/股)				PS (X)			
<b>医疗服务板块</b>											
000516	国际医学	20.88	475.21	0.71	1.54	2.49	3.38	30	14	8	6
300143	盈康生命	28.51	183.08	1.03	1.53	2.00	2.57	28	19	14	11
可比公司平均				0.71	1.54	2.49	3.38	30	14	8	6
				EPS (元/股)				PE (X)			
<b>医药流通板块</b>											
601607	上海医药	22.63	643.16	1.58	1.92	2.14	2.49	14	12	11	9
600511	国药股份	35.00	264.08	1.83	2.18	2.49	2.91	19	16	14	12
可比公司平均				1.71	2.05	2.32	2.70	17	14	12	11
<b>医药制造板块</b>											
600535	天士力	13.85	209.50	0.74	0.77	0.86	1.00	19	18	16	14
000650	仁和药业	10.65	149.09	0.41	0.50	0.57	0.66	26	21	19	16
可比公司平均				0.58	0.63	0.72	0.83	22	20	17	15

资料来源：Wind,天风证券研究所；注：数据为万得一致预期，收盘价和总市值为 2021 年 6 月 7 日收盘数据

## 6. 风险提示

### 1、政策和行业变化的风险

行业平均利润率下降。受公立医院改革、医保控费、“两票制”、带量采购等政策的影响，存在行业平均利润率下降的风险。

### 2、医疗服务业绩不及预期的风险

医院收入和利润情况受多方面因素影响，随着原材料价格的变化、人力资源成本的上升、固定资产投入加大导致折旧费用的增加等导致公司成本呈上涨趋势，存在业绩不及预期的风险。

### 3、医疗事故风险

临床医疗过程中，受医疗条件限制、医师操作失误、患者个体差异等诸多因素影响，存在医疗差错和医疗事故的风险。

### 4、医药流通和医药制造业绩不及预期风险

医药行业受政策等因素影响比较大，因此存在医药流通和医药制造业绩不及预期的影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,235.62	1,776.38	2,249.43	2,297.27	1,874.87	营业收入	6,655.06	5,845.62	6,967.08	8,226.06	9,640.20
应收票据及应收账款	2,954.03	2,577.80	3,577.09	3,383.37	4,773.66	营业成本	5,190.55	4,593.54	5,467.58	6,443.66	7,550.39
预付账款	316.26	259.86	487.70	369.04	625.36	营业税金及附加	27.22	23.91	30.80	36.36	42.61
存货	994.32	843.39	1,219.34	1,293.94	1,573.86	营业费用	432.25	399.10	459.83	526.47	607.33
其他	675.24	633.71	756.43	883.53	1,005.16	管理费用	460.94	376.42	480.73	547.03	636.25
<b>流动资产合计</b>	<b>6,175.46</b>	<b>6,091.14</b>	<b>8,290.00</b>	<b>8,227.15</b>	<b>9,852.92</b>	研发费用	36.58	10.56	6.97	8.23	9.64
长期股权投资	0.00	1.47	1.47	1.47	1.47	财务费用	148.45	82.75	161.09	229.61	250.06
固定资产	2,387.43	2,200.61	2,116.42	2,008.71	1,898.68	资产减值损失	0.00	(0.50)	0.00	0.00	0.00
在建工程	363.09	122.59	55.56	21.33	18.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	307.78	219.56	205.91	192.26	178.60	投资净收益	2.99	(16.97)	(1.15)	(1.15)	(1.15)
其他	1,185.65	1,026.80	912.99	919.33	897.13	其他	11.07	89.40	2.30	2.30	2.30
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,243.94</b>	<b>3,571.03</b>	<b>3,292.35</b>	<b>3,143.10</b>	<b>2,994.68</b>	<b>营业利润</b>	<b>345.00</b>	<b>287.40</b>	<b>358.95</b>	<b>433.54</b>	<b>542.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,419.40</b>	<b>9,662.17</b>	<b>11,582.35</b>	<b>11,370.25</b>	<b>12,847.60</b>	营业外收入	1.99	2.83	2.73	2.97	2.63
短期借款	3,435.36	3,382.50	3,564.68	3,460.85	3,469.34	营业外支出	15.52	22.77	19.56	19.28	20.54
应付票据及应付账款	1,020.93	788.57	1,460.05	1,130.68	1,907.72	<b>利润总额</b>	<b>331.48</b>	<b>267.46</b>	<b>342.12</b>	<b>417.23</b>	<b>524.84</b>
其他	553.17	299.37	606.07	484.69	750.01	所得税	67.76	46.88	59.97	73.13	92.00
<b>流动负债合计</b>	<b>5,009.47</b>	<b>4,470.44</b>	<b>5,630.81</b>	<b>5,076.22</b>	<b>6,127.08</b>	<b>净利润</b>	<b>263.72</b>	<b>220.58</b>	<b>282.15</b>	<b>344.10</b>	<b>432.84</b>
长期借款	0.00	0.00	8.33	2.78	3.70	少数股东损益	27.42	47.05	3.67	4.47	5.63
应付债券	298.64	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>236.30</b>	<b>173.52</b>	<b>278.48</b>	<b>339.62</b>	<b>427.22</b>
其他	62.98	23.23	37.18	41.13	33.84	每股收益(元)	0.14	0.10	0.17	0.20	0.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>361.62</b>	<b>23.23</b>	<b>45.51</b>	<b>43.91</b>	<b>37.55</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,371.08</b>	<b>4,493.67</b>	<b>5,676.32</b>	<b>5,120.12</b>	<b>6,164.63</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	211.23	250.16	253.83	258.30	263.93	营业收入	1.14%	-12.16%	19.18%	18.07%	17.19%
股本	1,667.23	1,667.23	1,667.23	1,667.23	1,667.23	营业利润	-128.86%	-16.70%	24.89%	20.78%	25.19%
资本公积	3,624.32	3,624.32	3,624.32	3,624.32	3,624.32	归属于母公司净利润	-118.22%	-26.57%	60.49%	21.96%	25.79%
留存收益	3,551.83	3,706.49	3,984.97	4,324.60	4,751.81	<b>获利能力</b>					
其他	(4,006.30)	(4,079.70)	(3,624.32)	(3,624.32)	(3,624.32)	毛利率	22.01%	21.42%	21.52%	21.67%	21.68%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,048.32</b>	<b>5,168.50</b>	<b>5,906.03</b>	<b>6,250.13</b>	<b>6,682.97</b>	净利率	3.55%	2.97%	4.00%	4.13%	4.43%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,419.40</b>	<b>9,662.17</b>	<b>11,582.35</b>	<b>11,370.25</b>	<b>12,847.60</b>	ROE	4.89%	3.53%	4.93%	5.67%	6.66%
						ROIC	5.27%	4.26%	6.75%	7.89%	9.19%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	263.72	220.58	278.48	339.62	427.22	资产负债率	51.55%	46.51%	49.01%	45.03%	47.98%
折旧摊销	274.62	264.62	134.88	135.59	136.21	净负债率	49.98%	31.08%	22.55%	18.84%	24.01%
财务费用	164.77	99.61	161.09	229.61	250.06	流动比率	1.23	1.36	1.47	1.62	1.61
投资损失	(2.99)	16.97	1.15	1.15	1.15	速动比率	1.03	1.17	1.26	1.37	1.35
营运资金变动	(102.23)	105.60	(628.20)	(345.23)	(986.25)	<b>营运能力</b>					
其它	288.44	34.73	3.67	4.47	5.63	应收账款周转率	2.28	2.11	2.26	2.36	2.36
<b>经营活动现金流</b>	<b>886.33</b>	<b>742.11</b>	<b>(48.94)</b>	<b>365.22</b>	<b>(165.98)</b>	存货周转率	6.53	6.36	6.76	6.55	6.72
资本支出	156.35	(415.35)	(43.95)	(23.95)	17.28	总资产周转率	0.63	0.58	0.66	0.72	0.80
长期投资	0.00	1.47	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(409.66)	821.87	72.80	42.80	(28.43)	每股收益	0.14	0.10	0.17	0.20	0.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(253.32)</b>	<b>408.00</b>	<b>28.85</b>	<b>18.85</b>	<b>(11.15)</b>	每股经营现金流	0.53	0.45	-0.03	0.22	-0.10
债权融资	3,759.00	3,382.50	3,581.35	3,474.74	3,479.53	每股净资产	2.90	2.95	3.39	3.59	3.85
股权融资	(514.25)	(155.28)	295.17	(228.74)	(249.19)	<b>估值比率</b>					
其他	(4,227.52)	(3,814.38)	(3,383.38)	(3,582.23)	(3,475.61)	市盈率	75.92	103.38	64.42	52.82	41.99
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(982.77)</b>	<b>(587.16)</b>	<b>493.14</b>	<b>(336.23)</b>	<b>(245.27)</b>	市净率	3.71	3.65	3.17	2.99	2.79
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	14.11	23.32	29.34	23.86	21.01
<b>现金净增加额</b>	<b>(349.76)</b>	<b>562.95</b>	<b>473.06</b>	<b>47.84</b>	<b>(422.40)</b>	EV/EBIT	20.25	35.70	36.95	28.74	24.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com