



2016年08月30日

买入(首次评级)

当前价: 13.68元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001

电话: 010-84903252

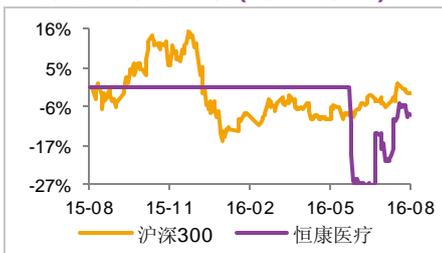
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516

邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 联讯证券研究所

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1182	1708	2038	2452
(+/-)		44.5%	19.3%	20.3%
净利润	324	381	439	531
(+/-)		17.6%	15.4%	20.8%
EPS(元)	0.17	0.20	0.23	0.28
P/E	80	68	59	49

资料来源: 联讯证券研究所

相关研究

恒康医疗(002219.SZ)

战略清晰, 执行力强, 恒康医疗服务扛大旗

投资要点

◇ 事件:

公司公布 2016 年中期报告, 期内实现营业收入 7.74 亿元, 同比增长 82.64%, 归属上市公司股东净利润 1.43 亿元, 同比增长 77.56%, 扣非净利润 1.04 亿元, 同比增长 31.22%, 基本每股 EPS0.076 元。其中, 医疗服务收入 5.47 亿元, 同比大增 152.27%, 占营收总额的 70.7%。

点评:

◇ 医疗服务营收占比超 70%, 恒康医院医疗服务业务开始扛大旗

报告期, 公司医疗服务业务营收 5.47 亿元, 占营业总收入的 70.7%, 同比去年底的 56.9% 营收占比, 继续大幅提升, 医药工业收入 1.96 亿元, 营收占比下降到 29.3%; 医疗服务毛利率 27.04%。其中瓦三院和盱眙医院贡献医疗服务主要营收和利润, 期内瓦三院实现营收 2.25 亿元, 净利润 3437.6 万元, 运营净利润率达 15.23%, 2016 年承诺实现利润总额约 1.0 亿元; 盱眙医院实现营收 1.49 亿元, 净利润 1635.7 万元。公司主营业务基本完成以医疗服务为主, 医药工业业务并举的营收格局转型, 主营业务更加契合公司名称内涵。

◇ (医药) 工业收入同比微增, 独一味等药品系列下滑

公司工业业务主要包括独一味系列(康县独一味生物制药)、中药饮片(四川恒康源药业)和保健食品(白山三宝堂)、日化产品等, 期内工业收入同比微增 1.73%, 其中药品及相关收入同比增 18.62%。主要子公司中, 康县独一味生物制药营收同比下滑 -17.9%, 恒康源药业中药饮片业务同比增 65.1%, 保健食品和日化产品等其他业务我们测算营收基本持平, 医保控费, 医改以降药价为突破口, 公司以独一味为主的医药产品营收承压, 中药饮片由于不在药品降价范围之内, 各地医改对中药饮片仍给予超药品福利待遇, 公司中药饮片业务恢复强劲增长。

◇ 医疗服务以肿瘤和高端妇产为重点, 自建和外延并购并举,

目前, 公司通过自建+外延并购, 已经拥有瓦三医院、盱眙医院、赣西医院、辽渔医院等八家二级以上医院公司。在医院科室发展方向上, 恒康医疗不断完善从高端妇产、精准医疗到术后康复等领域的科学布局, 围绕“大专科、强综合”的发展理念, 形成以综合性医院为基础, 肿瘤与高端妇产专科医院为重点的国际先进医疗服务集团。

在医院连锁布局上, 自建与外购并举。自建医院以肿瘤和高端妇产专科为主, 目前公司在萍乡新建的赣西肿瘤医院已于今年 8 月正式营业, 大连国际肿瘤医院和大连北方护理院建设项目正在推进, 预期 2017 年底建成达到可使用状态, 绵阳爱贝尔妇产医院建设也有序进行中; 并购医院以综合医院为主,



标的选择上在经历邛崃福利医院德阳医院返售事件后，公司主要以县级二甲以上医院为并购重点，先后成功收购瓦三院、盱眙医院、辽渔医院、赣西医院，另外近期公布的崇州二院重大资产购买已基本完成，也与兰考县人民医院等鉴定合作框架协议。

我们认为，在医疗服务发展方向和布局上，恒康医疗医院科室发展思路清晰，自建和外延并购医院连锁布局执行力强，未来预计将有持续医院医疗服务布局事件涌现。

◇ 医生集团和医学影像中心设立，契合公司医疗服务全国布局方向

目前我国民营医院数量已经占比过半，但诊疗患者数仅有公立医院的 1/7 左右，分级诊疗和医生多点执业的推行，为民营医院解决了患者来源和医生医技人员问题，促成民营医院建设和经营良性发展。美国等发达国家医疗服务发展经验显示，医生集团有利于多点执业医生资源优化配置，与公司全国医院布局思路相契合，医学影像中心的发展有利于远程医疗业务开展，在空间上进一步实现公司医院集团内医生资源的合理调配、优势科室间的互补，诊断效率的最大化。我们认为，医生集团和医学影像中心设立，契合公司医疗服务全国布局方向。

◇ 盈利预测和投资评级

关键盈利假设：

公司主营业务分（医药）工业和医疗服务业两大项。工业方面，近两年独一味等药品系列持续下滑，2016-2018 年，给予公司独一味等药品业务增速 -10%、0%和 5%的；中药饮片业务增长良好，给予 65%、30%和 20%的同比增速；保健食品和日化等其他业务基本持平，给予每年 5%的增速。我们预计 2016 年-2018 年，（医药）工业业务营收分别为 5.3\5.7\6.2 亿元，分别同比增长 2.9%、6.8%和 8.3%的增速。医疗服务业务方面，崇州二院重大资产购买已基本完成，赣西肿瘤医院已于今年 8 月正式营业，预计下半年开始贡献营收，不考虑未来其他医院并购，我们预测现有医院 2016-2018 年营收将为 11.7\14.7\18.3 亿元，增速分别为 77.0%、25%和 25%；2016-2018 年两项业务合并营业总收入为 17.1\20.4\24.5 亿元

我们预测 2016-2018 年，公司实现归属上市公司股东净利润分别为 3.8/4.4/5.3 亿元，参考股本为 18.91 亿股，EPS 分别为 0.20/0.23/0.28 元，当前股价对应 2016-2018 年 PE 分别为 68X/59X/49X 倍，目前，申万二级医疗服务行业 PE（TTM）约为 96X，行业中值约 84X，综合考虑公司未来持续医院外延并购，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

医院收购后财务风险暴露；医院运营风险；外延并购进度不及预期。



图表1： 恒康医疗分部营收预测

单位：百万元	2015 年	2016E	2017E	2018E
工业业务	518.0	532.9	569.2	616.3
YoY		2.9%	6.8%	8.3%
其中：独一味等药品系列	309.7	278.7	278.7	292.7
YoY		-10.0%	0.0%	5.0%
中药饮片	58.0	95.8	124.5	149.4
YoY		65.1%	30.0%	20.0%
其他（保健食品、日化等）	150.3	157.8	165.7	174.0
YoY		5.0%	5.0%	5.0%
医疗服务业	663.7	1174.8	1468.5	1835.6
YoY		77.0%	25.0%	25.0%
营业总收入	1181.7	1707.7	2037.7	2451.9
YoY		44.5%	19.3%	20.3%

资料来源：Wind，联讯证券研究院



附录：公司财务预测表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2141	2469	2629	2813	经营活动现金流	219	519	592	691
现金	1015	1067	1016	996	净利润	322	379	437	529
应收账款	575	710	839	948	折旧摊销	73	108	120	130
其它应收款	268	304	330	361	财务费用	45	14	14	14
预付账款	128	154	168	183	投资损失	6	0	0	0
存货	125	154	196	245	营运资金变动	37	18	21	18
其他	80	80	80	80	其它	-10	0	0	0
非流动资产	1015	1067	1016	996	投资活动现金流	-1657	-664	-839	-906
固定资产	1115	1148	1449	1796	资本支出	-1180	-664	-839	-906
在建工程	275	350	350	350	长期投资	133	0	0	0
无形资产	225	213	203	193	其他	-610	0	0	0
商誉	901	901	901	901	筹资活动现金流	2081	200	200	200
资产总计	4780	5144	5594	6116	短期借款	-344	200	200	200
流动负债	868	920	950	970	长期借款	0	0	0	0
短期借款	120	200	200	200	其他	2425	0	0	0
应付账款	167	220	250	270	现金净增加额	987	54	-47	-16
其他	580	500	500	500					
非流动负债	110	127	127	127	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
长期应付款	33	17	17	17	成长能力				
递延所得税负债	72	72	72	72	营业收入	23.9%	44.5%	19.3%	20.3%
负债合计	977	1047	1077	1097	营业利润	32.9%	26.6%	22.5%	26.4%
少数股东权益	76	76	76	76	归属母公司净利润	44.0%	17.6%	15.4%	20.8%
归属母公司股东权益	3727	4097	4517	5018	获利能力				
负债和股东权益	4780	5144	5594	6116	毛利率	46.8%	39.1%	39.9%	41.2%
					净利率	27.3%	22.2%	21.5%	21.6%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE	11.9%	16.5%	18.1%	18.9%
营业收入	1182	1708	2038	2452	ROIC	12.0%	7.9%	8.8%	10.0%
营业成本	628	1040	1225	1442	偿债能力				
营业税金及附加	7	9	10	12	资产负债率	20.4%	20.3%	19.2%	17.8%
营业费用	14	43	51	61	净负债比率	25.7%	25.5%	23.7%	21.6%
管理费用	110	205	245	294	流动比率	2.5	2.7	2.8	2.9
财务费用	29	-1	-1	-1	速动比率	2.3	2.5	2.6	2.7
资产减值损失	72	-3	0	0	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.34	0.38	0.42
投资净收益	6	0	0	0	应收帐款周转率	2.47	2.65	2.62	2.72
营业利润	328	415	508	643	存货周转率	5.62	7.45	6.97	6.50
营业外收入	77	60	40	20	每股指标(元)				
营业外支出	5	2	2	2	每股收益	0.17	0.20	0.23	0.28
利润总额	401	473	546	661	每股经营现金	0.12	0.27	0.31	0.37
所得税	78	95	109	132	每股净资产	1.97	2.17	2.40	2.68
净利润	322	379	437	529	估值比率				
少数股东损益	-2	-2	-2	-2	P/E	79.93	67.98	58.91	48.75
归属母公司净利润	324	381	439	531	P/B	6.94	6.30	5.69	5.10
每股 EPS (元)	0.17	0.20	0.23	0.28	P/S	21.89	15.15	12.69	10.55
参考股本 (亿股)	18.91	18.91	18.91	18.91	PEG	1.82	3.87	3.83	2.34

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究所



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。