

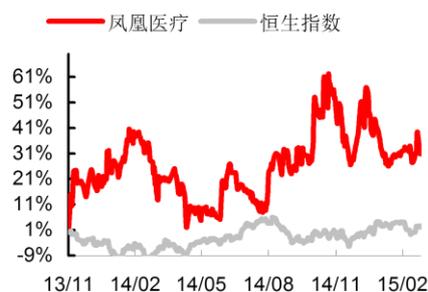
## 内生增长符合预期,HMO 模式助力扩张



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2015年03月25日)	13.14 港元
目标价格	14.16 港元
52周最高价/最低价	16.26/10.06 港元
总股本 (万股)	83376.3
港股市值 (亿港元)	110
国家/地区	中国香港
行业	医疗服务
报告发布日期	2015年03月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	2.3	1.7	1.2	6.7
相对表现 (%)	-0.1	2.7	-3.9	-6.2
恒生指数 (%)	2.4	-1.0	5.1	12.9



资料来源: WIND、东方证券研究所

### 事件:

- 公司公布 2014 年业绩, 全年营业收入 12.06 亿人民币, 同比增长 35.9%, EBITDA3.14 亿元, 同比增长 26.6%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 2.3 亿元, 扣非同比增长 65.5%, EPS 0.28 元人民币, 扣除非经常损益的医院内生增长符合市场预期。公司在业绩披露中强调了未来的发展战略。

### 投资要点

- 公司内生增长超预期, 托管医院经营状况继续得到改善。集团医院的总就诊人次增长 15%、门诊次均费增 18.6%, 扣除一次性土地补偿后的业绩增幅符合我们的预期。管理费收入方面, 燕化、京煤, 门头沟中医院的管理费收入均同比增长 40%以上, 显示托管医院的净利润水平得到持续改善。供应链业务增长 63%达到 7.82 亿, 供应链业务毛利率也略有上升至 21.1%, 显示公司整合药品器械采购的能力。
- 公司总结近期签订的一系列合作框架协议并对落实进度重申了信心。与安监总局卫生系统的 PPP 合作项目, 公司表示合作将不仅局限于煤炭总医院而会与更多机构及疗养设施参与其中。我们认为, 保定市的医院托管项目更值得关注: 第一, 保定本身受益于京津冀城市一体化, 其城市基础设施及产业结构将得到显著升级。第二, 公司倚靠北京, 将战略版图成功拓展至辐射河北的战略要地, 凭借保定独特区位优势, 凤凰会得到双倍杠杆成长的机会。
- 公司与香港联合医务集团 (UMP) 签订合资公司及认购股份的框架协议, 体现公司开拓更完善医疗服务体系的发展战略。公司将与 UMP 在一线城市设立全科诊所并结合与高端商业医保的合作, 得到更好的医保控费经验和医师培训体系, 并借助商业医保复制扩张, 为打造中国的 HMO 奠定基础。

### 财务与估值

- 我们暂维持公司 2015-2017 年 EPS0.31、0.40 和 0.38 人民币的预测。使用 DCF 方法, 维持 14.16 的目标价及“买入”评级。

### 风险提示

- 框架协议落实进度不达预期。

公司主要财务信息					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	887	1,206	1,705	2,160	2,518
同比增长	17%	35.9%	0.7%	17.7%	5.5%
营业利润 (百万元)	103	211	278	355	422
同比增长	-6.5%	104.3%	61.8%	27.8%	19.0%
归属母公司净利润 (百万元)	90	230	261	330	315
同比增长	-11.0%	155.7%	55.0%	26.1%	-4.3%
每股收益 (元)	0.11	0.28	0.31	0.40	0.38
毛利率	24.0%	24.7%	22.8%	22.8%	23.2%
净利率	10.1%	19.1%	15.3%	15.3%	12.5%
净资产收益率	8.6%	13.3%	13.6%	14.9%	12.4%
市盈率 (倍)	84.5	33.2	30.0	23.2	24.4
市净率 (倍)	4.8	4.2	3.8	3.3	2.9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 证券分析师

胡昊

021-63325888\*3045

huhao@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514120001

吴庭昊

0755-25312362

wutinghao@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860513050001

### 相关报告

首次报告: 医疗体制改革的先行者	2014-06-23
内生增长超过预期 外延扩张值得等待	2014-09-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	402	513	811	1,052	1,461	营业收入	887.4	1,206.3	1,704.6	2,160.4	2,517.5
应收账款	84	145	193	228	268	营业成本	674.7	908.6	1,316.8	1,667.4	1,934.2
预付账款	19	21	21	21	21	销售及分销费用	8.4	8.2	16.4	19.4	22.8
存货	31	56	98	126	150	行政开支	65.8	77.4	93.8	118.8	138.5
其他	176	176	176	176	176	融资成本	35.2	0.9	3.4	6.7	6.7
<b>流动资产合计</b>	<b>1,473</b>	<b>1,348</b>	<b>1,763</b>	<b>2,088</b>	<b>2,579</b>	<b>营业利润</b>	<b>103.4</b>	<b>211.2</b>	<b>274.3</b>	<b>348.0</b>	<b>415.4</b>
长期股权投资	158	154	151	147	144	其他收入	71.1	94.3	95.9	115.0	31.4
固定资产	123	279	270	257	237	其他损益	7.0	(12.0)	0.0	0.0	0.0
应收 IOT 款项	51	51	51	51	51	其他费用	24.5	0.7	0.0	0.0	0.0
无形资产	317	457	588	710	663	<b>税前利润</b>	<b>143.0</b>	<b>316.8</b>	<b>370.2</b>	<b>463.0</b>	<b>446.8</b>
其他	1	1	1	1	1	所得税	46.9	77.2	92.5	115.7	111.7
<b>非流动资产合计</b>	<b>651</b>	<b>942</b>	<b>1,061</b>	<b>1,166</b>	<b>1,096</b>	<b>净利润</b>	<b>96.1</b>	<b>239.5</b>	<b>277.6</b>	<b>347.2</b>	<b>335.1</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,124</b>	<b>2,290</b>	<b>2,824</b>	<b>3,255</b>	<b>3,675</b>	少数股东损益	6.2	9.5	11.9	13.8	15.3
短期借款	200	-	-	-	-	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>90.0</b>	<b>230.1</b>	<b>265.7</b>	<b>333.5</b>	<b>319.8</b>
应付贸易款项	124	229	304	359	422	<b>每股收益 (人民币)</b>	<b>0.11</b>	<b>0.28</b>	<b>0.31</b>	<b>0.40</b>	<b>0.38</b>
其他应付款项	79	100	132	160	182	<b>主要财务比率</b>					
<b>流动负债合计</b>	<b>403</b>	<b>329</b>	<b>436</b>	<b>519</b>	<b>604</b>		<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
长期借款	-	-	150	150	150	<b>成长能力</b>					
应付融资租赁款项	-	-	-	-	-	营业收入	17.1%	35.9%	41.3%	26.7%	16.5%
其他	5	5	5	5	5	营业利润	-6.5%	104.3%	29.9%	26.9%	19.4%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	归属于母公司净利润	-11.0%	155.6%	15.5%	25.5%	-4.1%
<b>负债合计</b>	<b>408</b>	<b>335</b>	<b>591</b>	<b>674</b>	<b>760</b>	<b>获利能力</b>					
少数股东权益	99	108	120	134	149	毛利率	24.0%	24.7%	22.8%	22.8%	23.2%
股本	0	0	0	0	0	净利率	10.1%	19.1%	15.6%	15.4%	12.7%
储备	1,617	1,847	2,113	2,446	2,766	ROE	8.6%	13.3%	13.4%	14.6%	12.3%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,716</b>	<b>1,955</b>	<b>2,233</b>	<b>2,580</b>	<b>2,915</b>	ROIC	9.4%	13.0%	13.6%	14.5%	12.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,124</b>	<b>2,290</b>	<b>2,824</b>	<b>3,255</b>	<b>3,675</b>	<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表</b>						资产负债率	19.2%	14.6%	20.9%	20.7%	20.7%
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	净负债率	-11.8%	-26.2%	-29.6%	-35.0%	-45.0%
税前利润	143.0	316.8	370.2	463.0	446.8	流动比率	3.66	4.09	4.05	4.02	4.27
折旧摊销	36.5	66.3	71.3	84.6	80.8	速动比率	3.58	3.92	3.82	3.78	4.02
财务费用	24.9	(1.4)	(13.2)	(16.5)	(24.7)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(0.3)	23.1	(10.6)	(0.6)	3.2	应收账款周转率	8.1	7.9	7.8	7.9	7.8
已付所得税	(41.4)	(77.2)	(92.5)	(115.7)	(111.7)	存货周转率	20.4	20.9	17.2	14.9	14.0
其它	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>169.7</b>	<b>327.5</b>	<b>325.2</b>	<b>414.7</b>	<b>394.5</b>	<b>每股指标 (元)</b>					
资本支出	(21.3)	(188.0)	(20.0)	(20.0)	(10.0)	每股收益	0.11	0.28	0.32	0.40	0.38
长期投资	(10.0)	(170.0)	(170.0)	(170.0)	0.0	每股经营现金流	0.20	0.39	0.39	0.50	0.47
其他	(810.5)	351.4	16.5	23.3	31.4	每股净资产	1.94	2.22	2.53	2.93	3.32
<b>投资活动现金流</b>	<b>(841.8)</b>	<b>(6.6)</b>	<b>(173.5)</b>	<b>(166.7)</b>	<b>21.4</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	(29.5)	(200.0)	150.0	0.0	0.0	市盈率	84.5	33.2	29.0	23.2	24.4
股权融资	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	市净率	4.8	4.2	3.7	3.2	2.8
其他	900.8	(10.0)	(3.4)	(6.7)	(6.7)	EV/EBITDA	35.1	18.8	15.9	12.3	12.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>971.3</b>	<b>(210.0)</b>	<b>146.6</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(6.7)</b>	EV/EBIT	42.3	22.8	19.0	14.6	14.2
汇率变动影响	(1)	(4)	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	<b>25</b>	<b>(26)</b>	<b>5</b>	<b>117</b>	<b>43</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)