

## 买入

2015年12月23日

### 中国最大的综合医疗解决方案供应商

#### 综合医疗解决方案供应商—协同效应及差异化服务增强

**客户黏性：**环球医疗是一家综合医疗解决方案供应商，主要业务包括医疗金融服务，医院托管服务，医疗技术服务和医疗信息化服务。传统融资租赁服务趋向同质化，综合提升技术和硬件实力成为地县级医院需求。公司定位于地县级医院，以融资租赁和咨询业务为基础，提供差异化的综合服务，包括脑卒中治疗的科室升级业务。公司同时与蚌埠市人民政府达成建设新院区的框架协议，正式进入医院托管业务，从而将业务扩展至下游。

#### 公司融资租赁业务专注于医疗行业，受益于医疗器械融资租赁业务市场规模的快速增长：

不同于其他第三方融资租赁公司，公司融资租赁业务专注于医疗器械领域，医疗器械租赁业务占比接近 80%，鉴于目前中国医疗器械融资租赁市场处于快速增长状态，从 2009 年开始，复合增速超过 30%。公司专注于医疗器械领域，同时通过综合医疗方案增加客户黏性，相较其他第三方融资租赁公司更易保持市场份额，受益于行业市场规模的快速扩张。

#### 融资能力与设备资源为公司业务扩张提供源动力：

公司在融资能力方面已经获得共计 200 亿元的授信额度，同时已经清偿全部关联方贷款，2015 年，公司发行 9 亿元中期票据，9 亿元短期票据（4.5 亿元还未正式发出），以及超过 10 亿元的 ABS。公司资金充足。同时，公司与中美脑卒中协会签订合作协议，麻醉业务的设备也已经获得国际设备独家代理商的资质，公司对设备来源把控较为有利，为公司融资租赁及医疗解决方案供应的扩张提供源动力。

#### 目标价 7.94 港元，首次评级买入：

我们根据 PB 估值法 (PB=2.2)，根据 2015 年预测账面值 3.61 港元得到目标价为 7.94 港元，与现价 5.88 港元有 35.0% 的上升空间，首次评级为买入。

张弘扬

852-25321962

[Richard.zhang@firstshanghai.com.hk](mailto:Richard.zhang@firstshanghai.com.hk)

蓝宇

852-25321954

[Yu.lan@firstshanghai.com.hk](mailto:Yu.lan@firstshanghai.com.hk)

### 主要资料

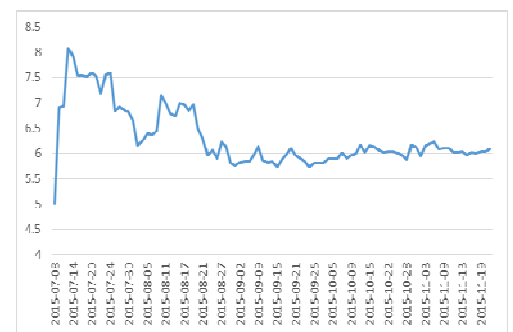
行业	医疗服务
股价	5.88 港元
目标价	7.94 港元 (+35.0%)
股票代码	2666
已发行股本	17.16 亿股
总市值	100.90 亿港元
52 周高/低	8.29 港元/4.68 港元
每股净现值	1.10 港元
主要股东	中国通用技术集团 37.73% 中信资本 14.24%

### 表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年实际	13年实际	14年实际	15年预测	16年预测	17年预测
总营业收入 (人民币千元)	593,326	981,458	1,552,682	2,304,102	3,103,738	3,960,626
变动		65.42%	58.20%	48.39%	34.70%	27.61%
净利润 (人民币千元)	177,652	312,738	456,638	676,455	880,848	1,105,551
基本每股盈利 (港元)	1.449	2.551	0.360	0.394	0.513	0.644
变动		76.04%	-85.90%	9.58%	30.22%	25.51%
基于5.88港元的市盈率 (估)	4.1	2.3	16.3	14.9	11.5	9.1
每股派息 (港元)	0.00	0.00	0.06	0.35	0.46	0.58
股息现价比	0.00%	0.00%	1.01%	5.85%	7.62%	9.57%

资料来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



资料来源：彭博

## 中国最大的综合医疗解决方案供应商

以融资租赁业务为核心的综合医疗服务供应商，市场份额位居第一

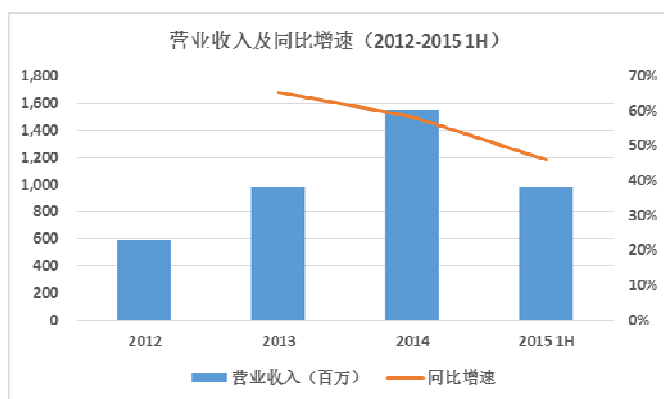
环球医疗金融与技术咨询服务有限公司（以下简称“环球医疗”）是一家主要在中国以医疗设备融资租赁为核心业务的公司。近年来，公司逐渐由医疗设备融资租赁扩展到综合医疗服务供应商，提供包括医疗金融服务，医院托管服务，医疗技术服务和医疗信息化服务四个板块的业务，成为了一家以医疗服务与托管为新增增长点，金融服务为支撑的一个医疗金融公司。其中医院托管服务定位客户为收入10亿元以上的公立医院。目前公司已与蚌埠市人民政府达成建设新院区的框架协议，开始进行医院托管业务。

公司前身为中国环球租赁有限公司（以下简称“环球租赁”），成立于1984年11月，主营医疗设备融资租赁和咨询服务。2012年4月，公司在香港成立环球国际租赁有限公司，环球租赁成为其营运附属公司。2015年7月，公司在香港主板上市。

截至2015年中期报告，公司总资产183.86亿元（人民币，下同），归属上市公司股东权益27.07亿元。公司总资产回报率为3.11%，股本回报率为21.03%，净息差为2.49%，净利息收益率为3.20%。

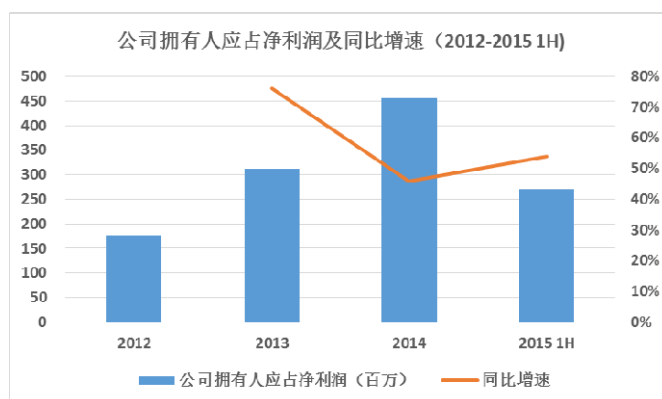
截至2014年，公司在综合医疗解决方案供应商中市场份额位居第一，为20.9%。

图表 1: 营业收入及同比增速（2012-2015 1H）



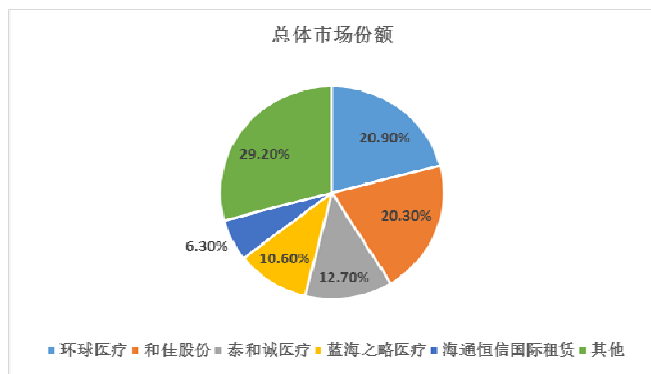
资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 本公司拥有人应占净利润及同比增速 (2012-2015 1H)



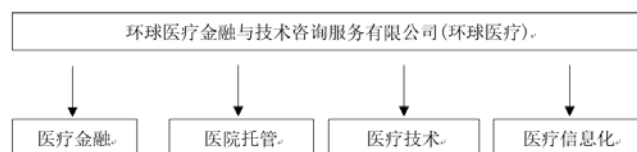
资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 公司总体市场份额 (2014年, 以收入计)



资料来源：公司资料，第一上海

图表 4: 公司业务架构



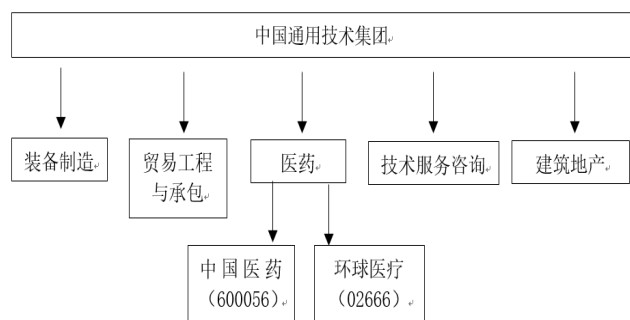
资料来源：公司资料，第一上海

公司股权结构

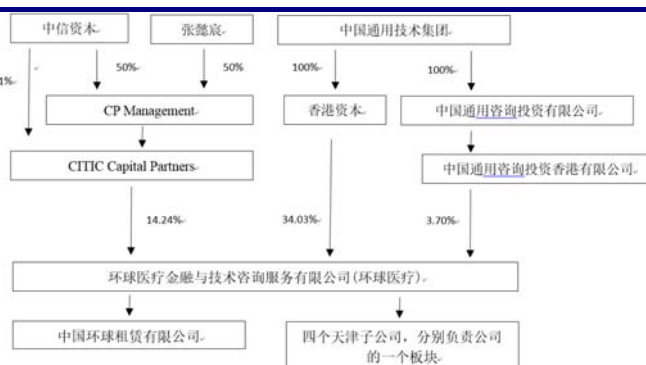
截至 2015 年中报，公司共发行 17.16 亿普通股，其中公司大股东中国通用技术集团间接持有公司股份达 37.73%，而中信资本持有公司约 10.75%的股份。公司董事会主席张懿宸间接持有公司约 3.49%的股份。

公司大股东通用技术集团成立于 1998 年 3 月，为国资委监管的国有企业，其业务覆盖装备制造，贸易与工程承包，医药，技术服务与咨询，建筑地产两大板块，旗下共有两家上市公司，分别为中国医药（600056）与中国汽研（601965）。其中中国医药主要从事药品与医疗器械的生产销售。

图表 5：大股东通用技术集团组织结构



图表 6：公司股权架构



注：张懿宸为环球医疗董事会主席

资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

图表 7：公司历史发展情况

日期	重要事件
1984年	环球租赁公司成立，主营租赁业务
1998年	中国通用技术集团成立，成为环球租赁间接唯一最大持股人
2006年	前远东宏信高级副总裁郭卫平加入环球租赁任首席执行官，着手进行企业架构及业务管理改革，改革完成后，环球租赁开始专注于中国医疗行业
2009年	环球租赁与意大利医疗设备制造商签署备忘录，合作推动环球租赁做特定医学影像设备的代理商，并向国家药品食品监督管理局申请注册，至此，公司医疗设备租赁正式形成拿代理权引进国外医疗设备进行租赁或销售的模式。
2011年	环球租赁与中美脑中风协作组订立战略合作协议，并开始向中国医护人员提供脑卒中技术培训，成为公司医疗咨询服务与科室升级服务的经典案例。至此，公司从医疗设备租赁的核心业务正式扩展到行业设备技术咨询服务业务。
2012年	公司在香港注册成立环球国际租赁公司，环球租赁成为其附属公司，中信资本成为公司战略投资者。
2015年	公司在香港主板上市，并开始从事医院托管业务。

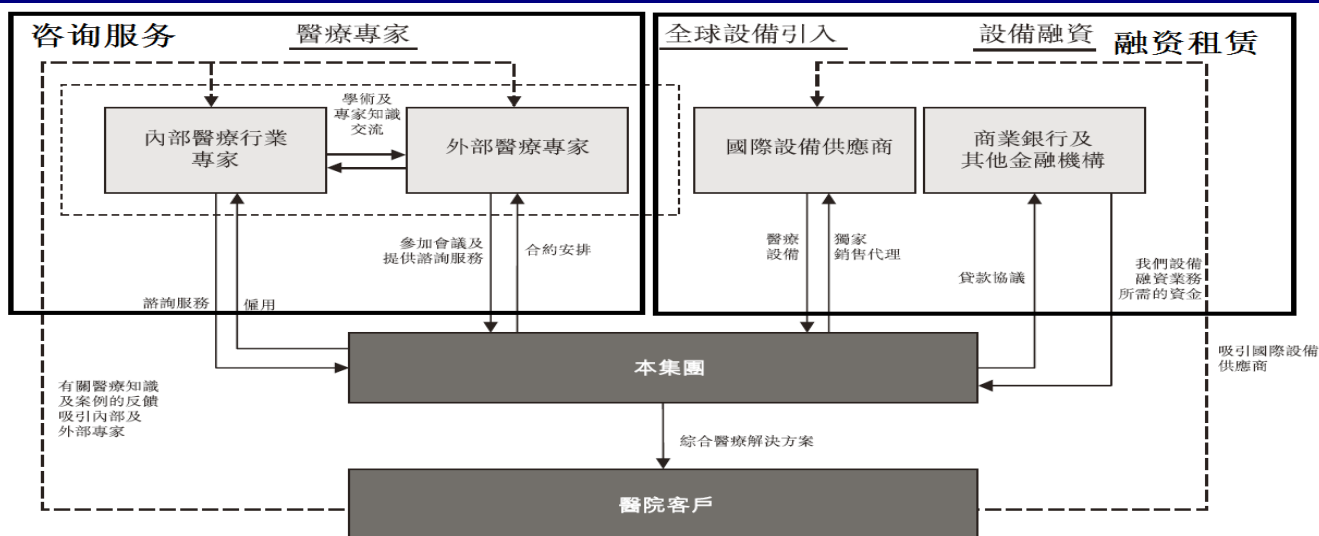
资料来源：公司资料，第一上海整理

## 公司业务

从公司客户种类可以将公司业务分成单项业务和综合型业务

按照公司资料，公司的业务可以分为四个板块，医疗金融服务，医院托管服务，医疗技术服务和医疗信息化服务。然而这四项目业务对于公司客户可能组合进行，因此比较难进行分拆分析，同时公司在进行收入分析时，也将收入拆分成融资租赁，行业设备及融资咨询，科室升级服务。综合上述两个原因，本篇研报将公司业务分为单项业务，即租赁业务和咨询业务；综合型业务，即科室升级服务和医院托管业务。在该分类方法下，科室升级服务，租赁业务和咨询业务分别对应公司报表收入分类的内容。医院托管业务方面还未对公司贡献收入。但是鉴于医疗改革的发展以及公司在医疗租赁和咨询方面的基础，医院托管业务将会是公司重要的潜在增长点，因此有必要用一部分篇幅进行详细分析。

图表 8：公司商业模式概览



资料来源：公司招股说明书，第一上海整理

### 单项业务：融资租赁业务

商业模式：以直接融资租赁和售后租回两种方式提供医疗设备融资租赁业务

公司在融资租赁业务 9 部分专注于医疗设备的融资租赁业务，包含两种形式：直接融资租赁和售后租回。

**直接融资租赁**的方式为：医疗机构在选好设备后，由租赁方，即环球医疗付款。之后设备被交付给医疗机构，医疗机构使用设备，并向环球医疗支付租赁款，待租赁期届满后，设备所有权从环球医疗转移给医疗机构。因为在会计核算中，融资租赁将会计入承租方，即医疗机构的报表中，因此对于环球医疗为类似于贷款投资的金融业务。

**售后租回**的方式为：医疗机构将自有设备售给租赁方，即环球医疗，获得现金，之后环球医疗将该设备租回给医疗机构，收取租赁款，从而变相实现了医疗机构的融资

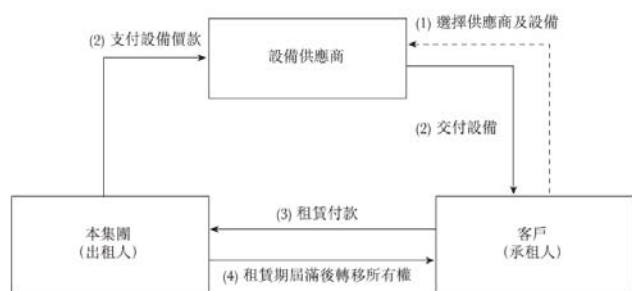
经营状况：专注于医疗领域的融资租赁业务，受益于快速扩张的医疗设备融资租赁市场规模

根据公司 2015 年中报披露，公司融资租赁业务营业收入为 7.04 亿元，占营业收入比值为 71.04%。公司的融资租赁业务也从 2012 年的 3.33 亿元到 2014 年的 10.44 亿元，同比增速为 77.06%。

2013 年，以医疗行业应收租赁款项总额计算，公司在医疗行业融资租赁市场份额算市场份额约为 10.20%，低于远东宏信的 22.53%。但对于公司应收租赁款项部分，

2013 年，其医疗行业占总额的 68.2%（2014 年为 73.3%），远高于远东宏信的 7.34%。截至 2013 年，中国医疗设备租赁款项总额约为 937 亿元，从 2009 年开始计，复合增速达 32.7%。环球医疗融资租赁业务在医疗行业的高集中度使其更加受益于行业市场规模的快速增长。（具体行业状况及公司竞争优势详见下文“行业分析”和“竞争优势”部分）

图表 9: 直接融资租赁的商业模式



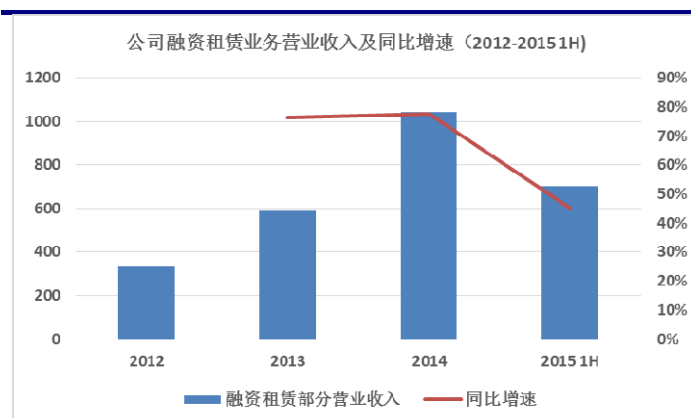
资料来源：公司资料，第一上海

图表 10: 售后租回的商业模式



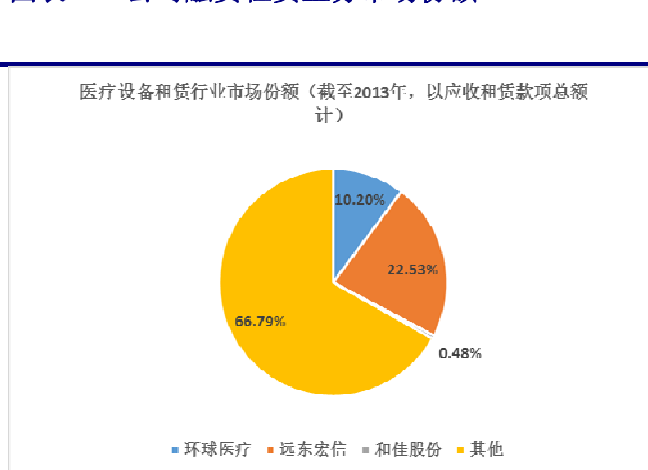
资料来源：公司资料，第一上海

图表 11: 公司融资租赁业务营业收入及同比增速 (2012-2015 1H)



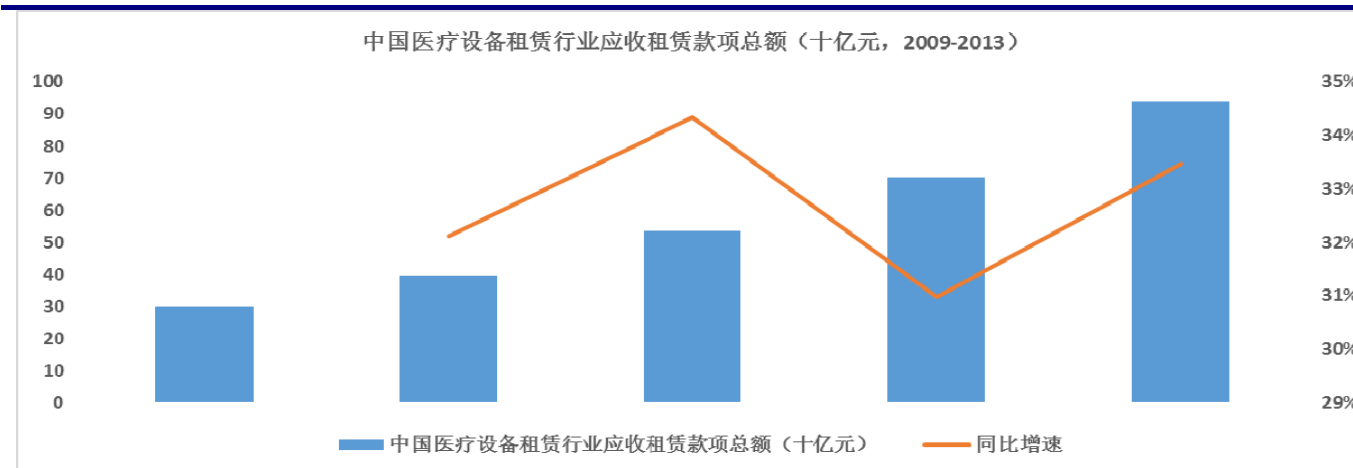
资料来源：公司资料，第一上海

图表 12: 公司融资租赁业务市场份额



资料来源：公司资料，第一上海

图表 13: 中国医疗设备租赁行业应收租赁款项总额 (十亿元, 2009-2013)



资料来源：公司招股说明书，第一上海整理



## 单项业务：咨询业务

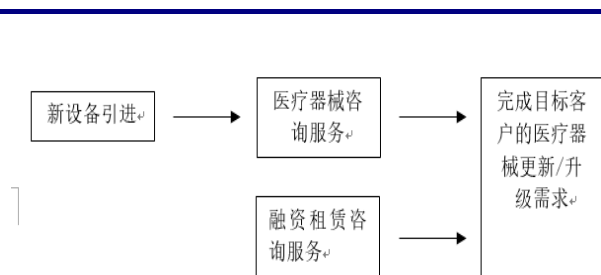
商业模式：咨询业务主要取决于融资租赁业务，科室升级业务与未来医院托管业务的发展状况

公司在根据医院设备更新需求提供医疗设备融资租赁业务的同时，也通过引入国际先进的医疗设备，并主动向医疗机构进行推广与使用培训的方式来收取咨询费用。该业务为融资租赁与科室升级服务的配套服务，分为融资咨询，设备咨询与科室升级业务咨询三个部分。

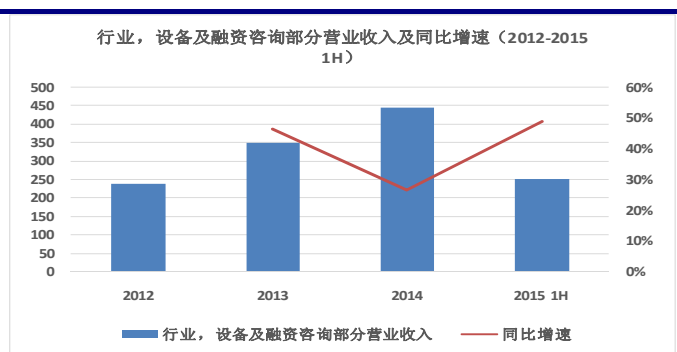
在咨询业务中，公司先寻找国际先进的医疗设备，并争取代理权与 CFDA 关于该医疗器械的相关批文。之后通过咨询业务向医疗机构提供设备更新或升级的解决方案，并同时提供融资咨询与租赁的配套服务。因此公司咨询业务的开展状况主要取决于公司融资租赁业务，科室升级业务，以及未来的医院托管业务开展状况。

根据公司 2015 年中报披露，公司咨询业务营业收入为 2.52 亿元，占营业收入比值为 25.44%。公司的咨询业务营业收入也从 2012 年的 2.40 亿元到 2014 年的 4.45 亿元，同比增速为 36.17%。

图表 14：公司咨询业务的经营模式



图表 15：公司咨询业务营业收入及同比增速 (2012-2015 1H)



资料来源：第一上海整理

## 综合业务：科室升级服务= 咨询 + 设备经营租赁/销售 + 业务培训

商业模式：定位二三线城市公立医院，通过科室升级提供综合服务

公司基于医疗器械融资租赁与咨询业务的基础，在 2011 年与中美脑中风协作组订立战略合作协议，并开始向中国医护人员提供脑卒中手术技术培训，成为公司科室升级服务的经典案例。

公司科室升级服务主要定位于二三线城市的县级人民医院，这些医院的典型特征是医疗资源较少，资金并不充裕（详见行业分析部分），因此需要公司提供的医疗咨询与设备租赁业务以提高其医疗服务能力，从而为公司的业务渗透提供空间。该科室升级服务的商业模式为咨询服务，设备租赁与业务培训结合的方式。首先公司针对医疗机构提供咨询服务，根据需求提供对应解决方案。在客户认可之后，公司将通过融资租赁和经营租赁（8-10 年）的方式提供相关设备，并为医疗机构提供相关业务培训，团队建设。在其中，公司将分别从咨询费用，租赁收入，医疗器械产品销售中获得收入，主要为咨询费用。

在公司科室升级服务中，目前公司以脑卒中业务为主，向麻醉解决方案与眼科解决方案扩张。公司在业务选取上以农村地区发病率高，地县级医院难以有效救治两个特性选取发展方向，如颈动脉狭窄（脑卒中业务），白内障等。目前公司覆盖业务的治疗手段均没有医保覆盖。

对于公司的脑卒中业务，该疾病其中一个发病原因为颈动脉狭窄，传统的治疗方法为药物等进行溶栓治疗，效果较慢，且容易复发。公司的治疗方案主要通过机械取

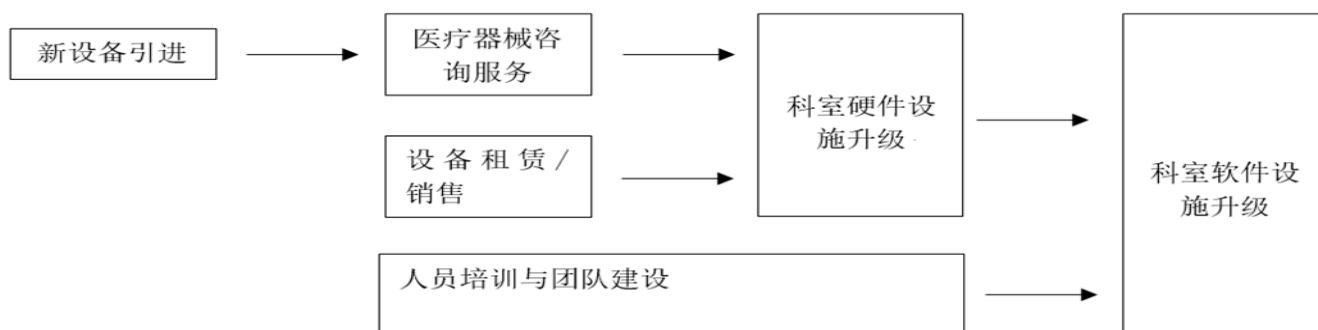
栓的方式对血栓进行剥离，从而完成治疗，见效较快，适用于急症，且复发周期长。（脑卒中治疗详细介绍见行业分析部分）

经营状况：公司以脑卒中方案为核心业务，向麻醉与眼科业务进行模式复制

公司的脑卒中业务已经取得了发展并于 2012 年开始贡献报表收入。截至 2014 年，公司已与中国 22 个省的 55 家医院客户就提供脑卒中项目解决方案而订立协议。公司麻醉解决方案与眼科解决方案还未贡献报表收入。其中麻醉解决方案进展较快，公司已选定核心设备并拿到其中一个设备在中国地区的独家代理。

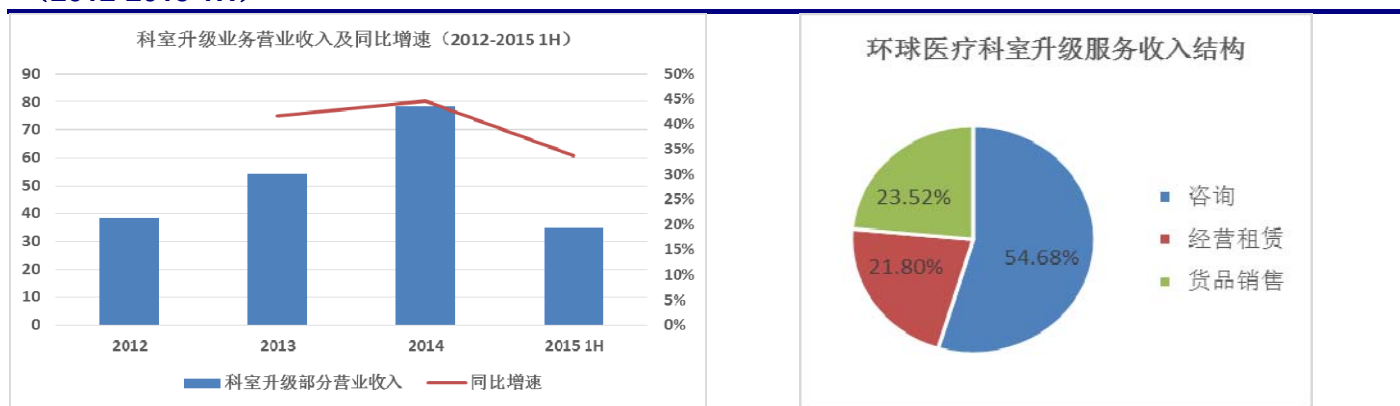
根据公司 2015 年中报披露，公司科室升级业务营业收入为 0.35 亿元，占营业收入比值为 3.53%。公司的科室升级业务营业收入也从 2012 年的 0.38 亿元到 2014 年的 0.78 亿元，同比增速为 43.27%。

图表 16: 公司科室升级业务的经营模式



资料来源：第一上海整理

图表 17: 公司科室升级业务营业收入及同比增速 (2012-2015 1H)      图表 18: 公司科室升级业务中分项收入占比



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

### 综合业务：医院托管业务

基于医疗器械融资租赁与咨询基础，公司医院托管业务前景广阔

根据公司 2015 年中期报告介绍，公司正在与多家医院进行谈判，准备扩展至医院托管业务上。迄今为止公司医院托管业务仍未贡献收入。但基于公司专注于医疗器械融资租赁与咨询服务的基础，医院托管业务将会是公司未来一个重要的潜在增长点。同时，医疗改革中也明确了鼓励民间资本加入医疗资源投入的内容，公司医院托管业务也将受益于行业的开放政策。另外，公司现在已经拥有 200 亿元的授信额度，发行了 9 亿元的中期票据与 4.5 亿元短期融资券。融资成本截至 2015 年中报为 5.83%。因此公司也有广泛的融资渠道来支持公司在医院托管业务上的扩张。

## 中国医疗行业——快速增长

需求释放+资源投入+资源再配置=快速增长的医疗行业

中国医疗行业呈现持续快速增长趋势，主要原因为 1) 需求端不断释放，从数量上，体现为就诊人数增多；从价格上，体现为人均医疗卫生支出的不断上涨 2) 政策支持使得医疗服务资源快速增加 3) 资源再配置：中国医疗资源过于集中使得低等级医院及覆盖地区成为潜在的巨大市场

医疗服务需求端处于量价齐升状态

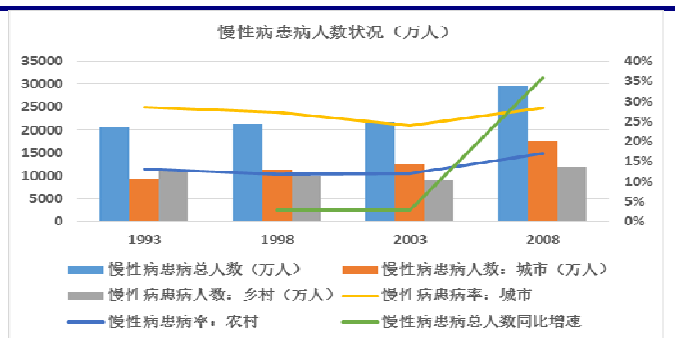
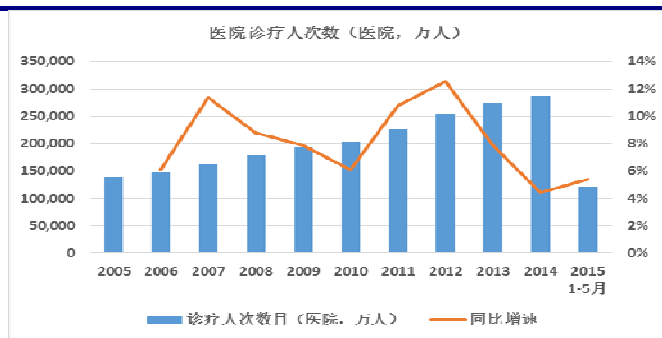
医疗服务是消费中的必需品，伴随着人们需求的变动而变动。随着诊疗人数的不断上升，人们对于医疗服务的需求处于持续增长态势。截至 2014 年，中国医院诊疗人次从 2005 年的 13.87 亿人次到 2014 年的 28.64 亿人次，复合增速为 8.39%。同时，从 2003 年开始，慢性病患病人数与患病率均有显著提升，在 2008 年已达到 2.97 亿人次。从而加长了就诊人群的诊疗周期，间接放大了对医疗服务的需求。其中乡村的慢性病患病人数在 1993 年-2013 年出现下降，主要原因为乡村医疗资源不足和慢性病意识率较低，导致统计慢性病患病率基本保持不变，但应低于真实值。同时中国城镇化的进程使部分经济条件较好的乡村统计口径划归给城市。这些乡村因为消费能力强，从而就诊意识高，同时医疗资源也较丰富，划归为城市后导致乡村统计的慢性病患病人数下降。

同时，从支出额角度看，中国医疗卫生总支出基本与 GDP 增速保持一致，处于持续上升状态。人均医疗卫生支出快速增长，从 1995 年的 21.31 美元增长到 2013 年的 367 美元，复合增速为 17.13%。其中个人自付医疗卫生支出增长显著，从 1995 年的 19.98 美元到 2013 年的 281.49 美元，复合增速为 15.83%。

综合上述分析，医疗服务行业的需求端在量价上升的背景下处于一个持续增长状态。

图表 19: 中国医院诊疗人次数处于增长态势

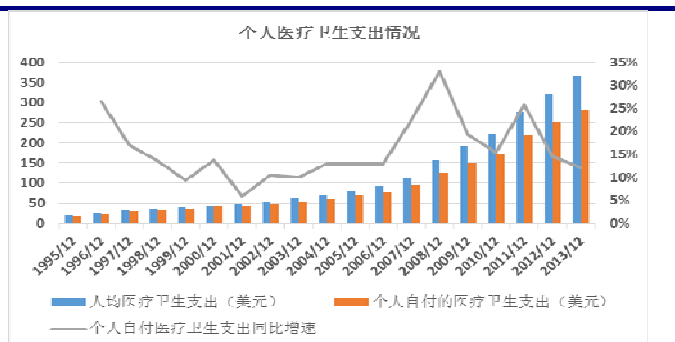
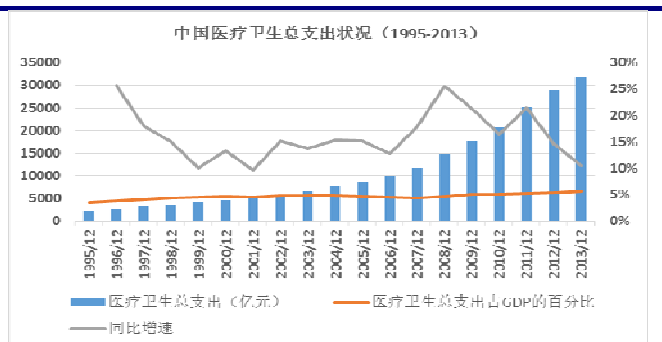
图表 20: 慢性病患病人数处于增加态势



资料来源: World Bank, 中国卫计委卫生计生统计, 中国医疗卫生统计年鉴, 第一上海整理

图表 21: 中国医疗卫生总支出状况

图表 22: 个人医疗卫生支出状况



资料来源: World Bank, 中国卫计委卫生计生统计, 中国医疗卫生统计年鉴, 第一上海整理



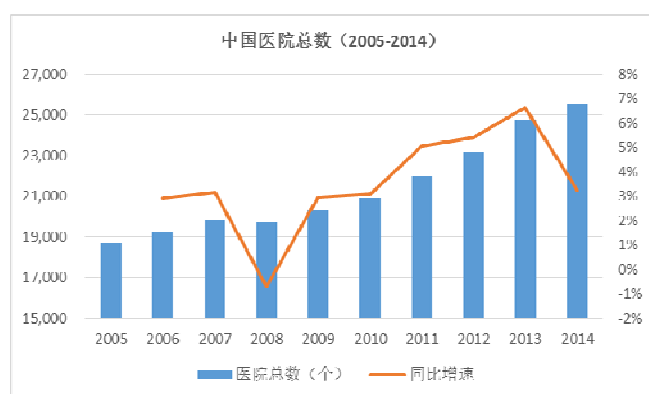
政策支持加快医疗资源的投入，使需求端的扩张顺利传导到医疗服务行业企业的收入扩张

伴随着需求端的扩张，医改的进展也使得医疗资源的投入不断增多。2015 年 3 月，《全国医疗卫生服务体系规划纲要》的发布正式明确了 2015-2020 年医疗资源的投入预期。与此同时，民营资本的进入也为医疗资源的加大投入提供了资金来源。

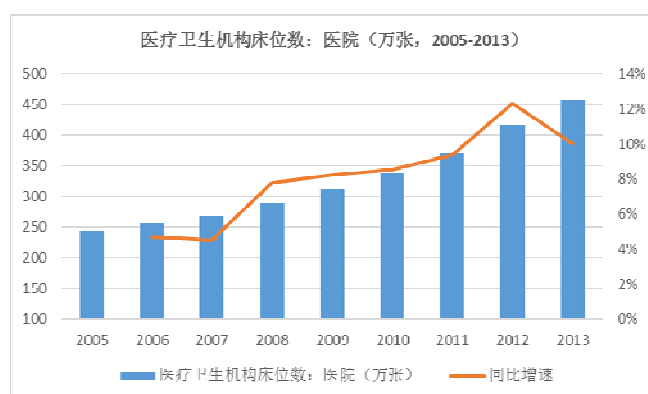
截至 2014 年，中国医院总数和医疗卫生机构床位数均处于快速上升状态，医院总数从 2005 年的 1.87 万个到 2014 年的 2.55 万个，复合增速 3.5%。同时，人均拥有医疗资源也处于快速增长状态。对于医疗服务行业，医疗资源，以床位，卫生技术人员和医生数为指标，是该行业的“产能”。“产能”的快速增加将使得医疗服务行业能够实际上受益于医疗服务需求端的快速扩张。

同时，在政策限制公立医院规模的背景下，中国的民营医院快速增长，民营医院数占比不断上升。截至 2014 年，民营医院数占总医院数比例已达 47.67%。

图表 23: 中国医院总数及同比增速 (2005-2014)

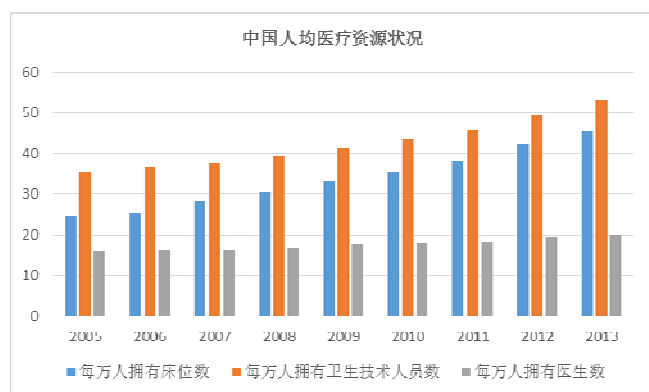


图表 24: 中国医疗卫生机构床位数处于快速增长趋势 (万张, 2005-2013)

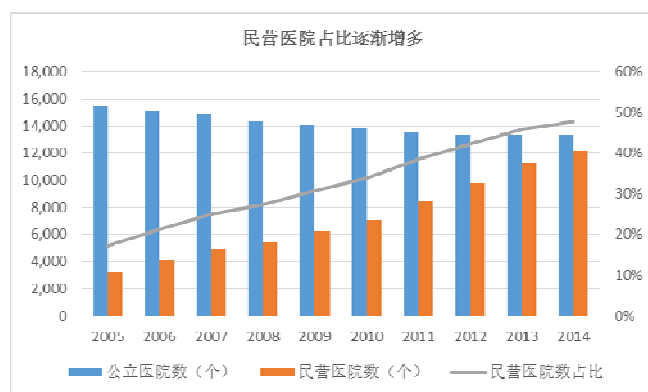


资料来源: 中国卫计委, 国家统计局, 政府网站, 第一上海整理

图表 25: 中国医院总数及同比增速 (2005-2014)



图表 26: 中国民营医院迅速发展



资料来源: 中国卫计委, 国家统计局, 政府网站, 第一上海整理

图表 27：全国医疗卫生服务体系规划纲要对医疗资源投入的指导性指标

主要指标	2020年目标	2013年现状
每千常住人口医疗卫生机构床位数（张）	6	4.55
医院	4.8	3.56
公立医院	3.3	3.04
其中：省办及以上医院	0.45	0.39
市办医院	0.9	0.79
县办医院	1.8	1.26
其他公立医院	0.15	0.6
社会办医院	1.5	0.52
基层医疗卫生机构	1.2	0.99
每千常住人口执业（助理）医师数（人）	2.5	2.06
每千常住人口注册护士数（人）	3.14	2.05
每千常住人口公共卫生人员数（人）	0.83	0.61
每万常住人口全科医生数（人）	2	1.07
医护比	1 : 1.25	1 : 1
市办及以上医院床护比	1 : 0.6	1 : 0.45
县办综合性医院适宜床位规模（张）	500	—
市办综合性医院适宜床位规模（张）	800	—
省办及以上综合性医院适宜床位规模（张）	1000	—

资料来源：中国卫计委，国家统计局，政府网站，第一上海整理

图表 28：有关医疗改革及民间资本进入的相关政策

出台时间	文件	相关内容
2009.4	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	推进公立医院管理体制改革的试点，以非营利性为主体，营利性为补充
2009.4	《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011年）》	推进公立医院改革试点
2010.2	《关于公立医院改革试点指导意见》	提出要形成多元化办医格局，支持非公立机构发展
2010.11	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	首次提出鼓励社会资本参与医院改制
2012.10	《卫生事业发展“十二五”规划》	规划至2015年非公立医疗机构床位数和服务量达到总数的20%
2013.9	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	规划至2020年，健康服务业总规模达到8万亿元以上，“放开准入，非禁即入”
2013.12	《关于加快发展社会办医的若干意见》	优先支持社会办医，控制公立医院规模，鼓励社会资本参与公立医院改制，允许医师多点执业等
2014.2	《2014年卫生计生工作要点》	第一重点：公立医院改革；第五重点：社会办医
2014.4	《关于非公立医疗机构医疗服务实行市场调节价有关问题的通知》	非公立医疗机构服务价格市场调节
2014.5	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	第一重点：公立医院改革；第二重点：社会办医

资料来源：中国卫计委，国家统计局，政府网站，第一上海整理

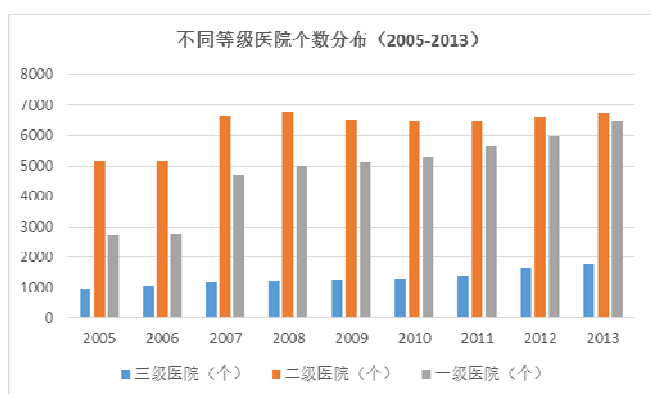
医疗资源的过度集中与错配使得低等级医院及覆盖地区存在巨大空间

另外，中国目前的医疗资源配置为以医院为主，基层医疗机构为补充支持性资源。在医院配置中，其被分为三级六等，三级甲等级别最高，一级乙等在医院中级别最低。目前，中国二级医院数目基本保持稳定，三级医院有小幅增长，一级医院快速增长。

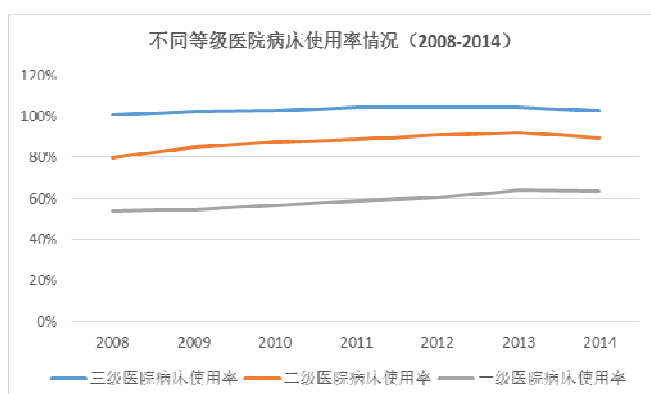
对于医疗资源配置，三级医院集中了大部分医疗资源，以医院数目和医院病床数为指标可以看出，三级医院数目最少，病床数低于二级医院，增速最快。同时，截至2012年，三级医院接诊人次最多。因此目前中国医疗资源与需求都集中在三级医院，一级医院医疗资源较为匮乏，二级医院接诊人次较少，无法做到资源与需求的合理匹配。结果可以从病床使用率指标体现，三级医院病床使用率已经超过100%，而一级医院病床使用率仅为60%左右。

因此，在需求端的刺激，供应端的投入以及行业内资源再配置的重重促进下，目前中国医疗行业呈现快速增长趋势。

图表 29: 不同等级医院数目情况

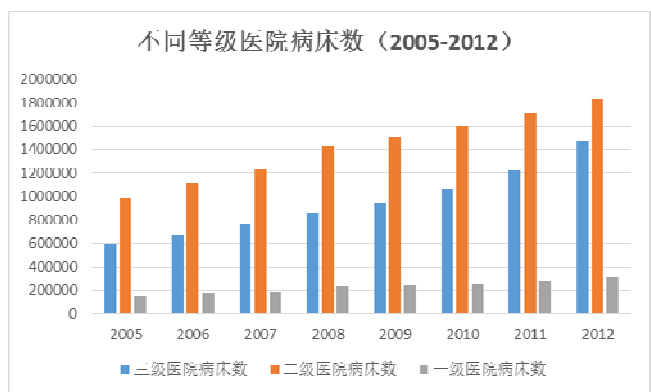


图表 30: 不同等级医院病床使用率情况

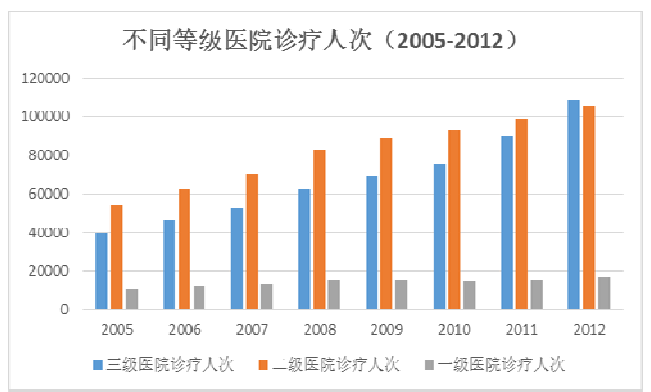


资料来源: 中国医疗统计年鉴, 第一上海研究所整理

图表 31: 不同等级医院病床数情况



图表 32: 不同等级医院诊疗人次情况



资料来源: 中国医疗统计年鉴, 第一上海研究所整理

## 中国医疗器械融资租赁概览

### 需求快速增长 VS 政策限制+竞争加剧

中国医疗器械融资租赁行业目前呈现增长态势，主要受益于医疗行业的快速发展增大了对医疗器械，特别是高端医疗器械的需求。然而政策压力，包括限制公立医院规模，限制市县级医院融资，对医疗器械融资租赁业务产生潜在影响。同时国际先进器械厂商与国内设备生产/代理厂商的纵向扩张也加剧了行业竞争

### 医疗器械融资租赁简介

医疗器械融资租赁主要针对于较昂贵的高端医疗设备。为缓解医疗机构购买设备所带来的现金流压力与提高医疗服务能力的矛盾，医疗器械融资租赁这一方式应运而

生。目前融资租赁业务模式主要为两种，分别为直接融资租赁和售后租回。鉴于前文已经介绍，这里不再详述。对于医疗机构，融资租赁本质上为一融资渠道。鉴于大部分医疗机构直接从银行贷款融资较为困难，融资租赁为承租的医疗机构打开了一个融资通道。

#### 市场规模持续发展，新进入者加剧竞争

中国医疗设备融资租赁行业处于持续增长状态。截至 2013 年，中国医疗设备租赁款项总额约为 937 亿元，从 2009 年开始计，复合增速达 32.7%。市场格局以远东宏信和环球医疗两企业为主，合计市场占有率达 32.73%。然而，设备商在近期开始进入医疗器械融资租赁领域，给行业带来竞争加剧的因素。截至目前，该行业的竞争者分为三类：一类以远东宏信为代表，为独立的第三方融资租赁服务提供商；第二类以环球医疗为代表，为综合医疗解决方案提供商，提供包括金融服务及医疗咨询服务结合的业务；第三类以和佳医疗为代表，为纵向扩张的设备商，主要目的为摆脱对第三方融资租赁公司的依赖和增强偏远和初级医疗机构的销售渗透能力。目前第一类公司规模最大，第二类公司针对于医疗领域，最为专注，第三类公司目前市场占有率较小，但是一个潜在的竞争因素。

进入的设备商分为两类，一类是国际设备生产商巨头，包括 GE，飞利浦，西门子的进入；另一类为国内设备供应商，典型例子为和佳医疗，泰和诚医疗等。

#### 国际设备供应商：

GE: 目前已成为全球最大的医疗设备出租商。在美国和日本市场，分别有 1/3 和 1/4 的销售额通过租赁方式实现。在 2011 年开始针对中国市场布局，推出“春风计划”，增加基层医疗业务比重，同时开展融资租赁模式，对医院提供融资租赁服务。目前市场占有率仍然较低。

飞利浦：2012 年推出面向基层医疗市场的“蒲公英工程”，并推出面向基层医疗服务额度为 500 万元的“零利率”融资方案。

西门子：2005 年推出 S.M.A.R.T 战略，其医疗业务的 40% 立足于基础医疗，可提供医疗器械和医疗技术的融资解决方案。

#### 国内设备供应商：

和佳医疗：以摆脱对第三方租赁依赖为目的的典型案列。公司以前主要生产并销售肿瘤微创治疗设备，之前销售模式部分为融资租赁，该公司融资租赁委托给第三方，即本研报研究的环球医疗，2008 年公司开始进入融资租赁业务并于 2012 年成立恒源租赁。目前市场占有率仅有 0.48%。

泰和诚医疗：主要通过融资租赁扩大在偏远和初级医疗市场的市场份额，2011 年，泰和诚医疗也与 GE 签订优先供应商合作协议，解决了上游设备来源的问题。

#### 上游：融资能力，设备来源（可选）

#### 下游：渠道建设（政策因素为一潜在影响）

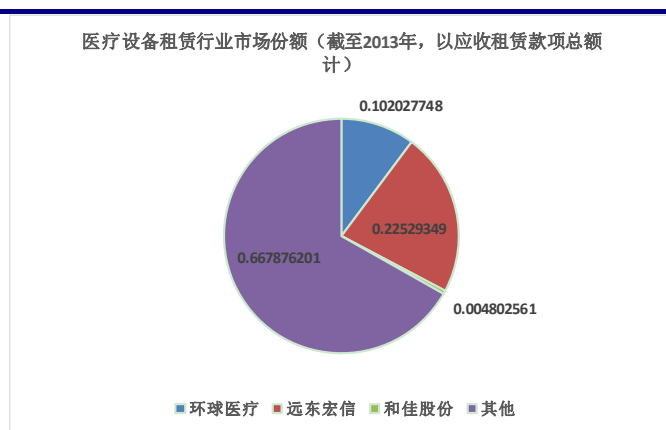
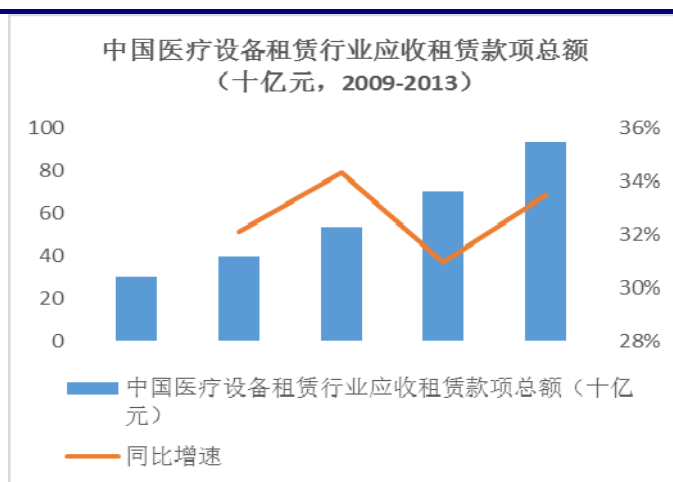
对于医疗器械融资租赁，资金来源是所有参与者必须解决的问题，行业内竞争者的融资能力也直接决定了竞争者的业务规模，融资成本控制，净息差也对融资租赁企业的利润产生了重大影响。另外，对于专注于提供融资租赁业务的第三方机构而言，医疗设备来源对它们并不构成真正意义的上游。然而，对于后两类竞争者来讲，与设备生产商，特别是高端设备生产商的合作将是公司的重要竞争力之一。目前来看，很多竞争者都从单纯的融资租赁业务或转向包括融资租赁，设备供应/销售，解决方案为一体的综合医疗解决方案提供商，这也有利于增强用户的客户黏性，实现业务间的协同效应。因此，我们认为这是医疗设备融资租赁行业的一个潜在趋势。而对于设备来源的控制也将成为区别于其他行业融资租赁项目的上游因素。

医疗设备融资租赁行业下游主要为医疗机构，特别是大型医疗设备均集中在综合医

院，以公立医院为主。因此下游渠道建设比较重要，目前来看行业在融资租赁部分的服务趋向于同质化，对于下游的议价能力较低。然而从单纯的融资租赁模式转向医疗设备供应包括医疗解决方案供应之后，客户黏性及对下游掌控力度有望提升。

同时，政策限制也是行业下游状况的潜在影响因素。2012 年 10 月 31 日，国家发改委、财政部、卫生部和银监会联合发文，明确禁止县级公立医院举借新债等事项，要求银行业金融机构不得违反有关规定，向县级公立医院发放新债，同时要求密切关注县级公立医院授信情况，逐步压缩对县级公立医院的授信。2013 年 7 月 30 日，商务部办公厅《关于加强和改善外商投资融资租赁公司审批与管理工作的通知》中规定，外资融资租赁公司不得以任何形式为承担政府公益性项目的地方政府融资平台公司提供直接或间接融资。因此，该政策可能会对医疗器械融资租赁市场的规模扩大造成影响。

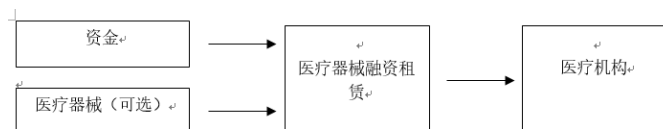
**图表 33：中国医疗设备租赁行业应收租赁款项总额（十亿元，2009-2013）**      **图表 34：中国医疗设备租赁行业市场格局（2014）**



资料来源：弗若斯特沙利文，第一上海

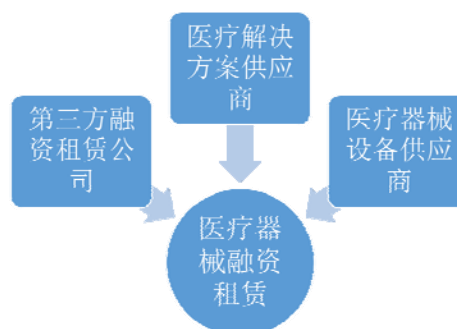
资料来源：环球医疗，远东宏信，和佳股份公司资料，第一上海

**图表 35：医疗融资租赁行业产业链**



资料来源：公司资料，第一上海

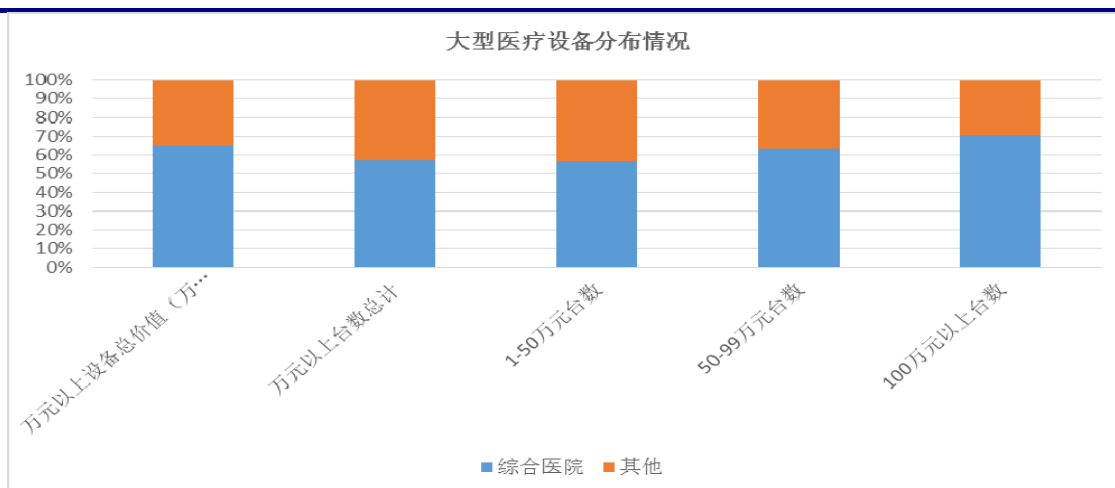
**图表 36：三类竞争者共同逐鹿医疗器械融资租赁市场**



资料来源：公司资料，第一上海



图表 37: 大型医疗设备多集中在综合医院



资料来源: 中国医疗统计年鉴, 第一上海研究所整理

## 可比公司概况

### 远东宏信

公司为主营融资租赁的公司, 业务涉及医疗, 教育, 建设等多个领域。其中医疗领域的收入为 23.45 亿元, 占比为 23.04%, 相对于 2013 年同比增速为 40.82%。目前在中国医疗器械融资租赁行业市场份额第一, 达 22.53%。

### 和佳医疗

公司主要生产并销售肿瘤微创治疗设备, 之前销售模式部分为融资租赁, 该公司融资租赁委托给第三方, 即本研报研究的环球医疗, 2008 年公司开始进入融资租赁业务并于 2012 年成立恒源租赁。目前市场占有率仅有 0.48%。公司 2014 年融资租赁收入为 0.47 亿元, 同比增速为 529.32%。但该部分收入占比较小, 仅为 5.01%。

### 凤凰医疗 (潜在)

公司主要进行医院托管业务, 目前和环球医疗无业务交叉, 不过根据环球医疗招股说明书及中报披露, 公司正在试图进入医院托管领域, 因此将其列出, 以作参考。公司目前综合医院服务收入为 5.40 亿元人民币, 占比 44.78%, 医院管理服务为 0.60 元人民币, 占比为 4.98%。

图表 38: 可比公司概况

代码	名称	币种	14年收入(百万)	市值(亿元)	毛利率	净利率	总负债/总资产
3360.HK	远东宏信	CNY	10060.7	224.02	30.35%	21.69%	0.84
300273.SZ	和佳股份	CNY	929.8	175.37	26.71%	24.26%	0.48
1515.HK	凤凰医疗	CNY	1206.3	77.26	24.68%	19.86%	0.14
2666.HK	环球医疗	CNY	1553.7	93.00	60.10%	29.41%	0.93

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

## 竞争优势

### 综合医疗解决方案供应——协同效应及差异化服务增强客户黏性

传统融资租赁业务服务同质化, 竞争日趋激烈

传统的医疗器械融资租赁服务类似于其他行业的租赁服务, 主要是提供资金, 以赚取净息差为主要手段, 因此服务提供趋向同质化, 门槛较低, 目前由于医疗设备商的进入使得竞争更趋激烈。

政策限制+地县级医院技术缺陷=综合医疗解决方案需求

伴随着政策对医院，特别是县级医院融资的限制，以及地县级医院技术及医疗设备均难以应对的现状，单纯的融资服务已经不能够满足这些医疗机构的需要。因此需求的核心变为了医疗机构服务能力的提升。而医疗设备金融租赁作为一项金融服务，成为了地县级医院能力升级的支持性服务。同时，医疗解决方案服务需要资金与设备包括医疗专家三方面的支持，也无形中提升了该行业的行业门槛。

公司提供综合医疗解决方案，同时进行下游扩张

目前公司以融资租赁和咨询业务为基础，开始提供差异化的综合服务，包括脑卒中治疗和麻醉的科室升级业务。在未来还将进入医院托管业务，从而将业务扩展至下游。这些措施增强了公司的客户黏性，同时这些业务的纵向关联也增强了公司业务的协同效应。

公司专注于医疗行业，受益于医疗行业增长

公司在 2014 年医疗行业占比达 73.3%，相较于 2013 年的 68.2%有一定上升。因此相对于其他融资租赁公司来讲，将更受益于医疗行业的快速增长。

图表 39: 公司业务纵向关联形成协同效应



资料来源：第一上海整理

### 融资能力——高授信额度和上升的净息差

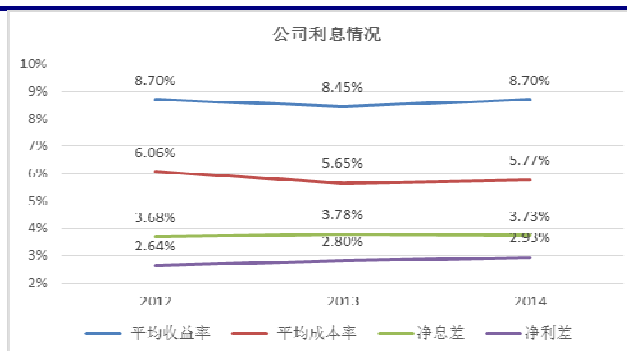
公司拥有较强融资能力

截至目前，公司授信额度达 200 亿元。同时 2015 年 5 月，公司发行了 11.42 亿 ABS, 平均资金成本为 5.48%，11 月 19 日发行 9 亿元的中期票据，为期 3 年，固定利率 4.69%。10 月 26 日，发行 4.5 亿元的短期融资券，固定利率 3.85%。公司较强的融资能力和授信额度为公司的融资租赁业务增长提供充足的资金来源。

公司平均收益率高于同行业，净利差持续上升

公司平均收益率 2014 年为 8.70%，高于远东宏信的 7.02%，同时由于公司一般在进行融资时采用浮动利率，只有在近期利率处于低位的情况下发行了固定利率债，因此公司净利差受宏观利率影响较小，净利差处于稳定上升状态，从 2012 年的 2.64% 上升到 2.93%。

图表 40: 公司平均收益率，平均成本率稳定，净利差持续上升



资料来源：公司资料，第一上海整理

## 设备资源独家代理

公司对设备资源控制较好

目前，公司为6家医疗设备供应商，19个医疗设备产品类别，总计194个医疗设备产品型号的独家代理。

在脑卒中业务方面，公司与中美脑卒中协会签订协议，已经成为了公司科室升级业务的典型案例。麻醉业务方面，公司已选定核心设备并拿到其中一个设备在中国地区的独家代理。

## 销售预测及获利能力分析

### 收入预测

总收入：15-17年复合增速为36.63%，

公司目前以融资租赁业务为核心，通过综合服务及解决方案供应增强客户黏性并提供了新的盈利增长点。该方式为公司的组合服务提供了更高的附加价值。同时，公司专注于医疗领域，也更能受益于医疗器械融资租赁领域的市场规模扩张，通过对公司融资租赁，咨询服务与科室升级服务的综合预测，公司未来三年总收入的增速分别为48.39%，34.70%，27.61%。

融资租赁收入：15-17年复合增速为42.80%，基本与行业市场空间增速保持一致

公司在医疗器械融资租赁领域市场占有率仅次于远东宏信，同时通过医疗解决方案供应和综合服务提升了客户黏性。因此，虽然行业由于医疗器械制造商的进入而导致竞争激烈，然而公司相对于单纯第三方融资租赁公司有着医疗服务与解决方案的增值优势，因此面对日益激烈的竞争，公司相对于第三方融资租赁公司更容易有效保持市场份额。

咨询服务收入：与融资租赁服务相匹配，复合增速为21.64%

公司目前通过对客户提供咨询与解决方案供应服务，同时在客户有需求的时候提供融资租赁业务，因此公司咨询服务业务与融资租赁业务增长应该相互匹配。鉴于公司部分融资租赁业务，包括教育等业务只是提供融资租赁服务，而不提供咨询服务，因此咨询服务应保持较高增长，但比融资租赁服务业务增速略低。

科室升级业务

公司目前科室升级业务以脑卒中业务为主要业务，正在计划将业务领域扩展至麻醉和白内障业务。鉴于脑卒中业务主要针对地县级城市的科室升级，公司目前增长主要来源于渗透率的扩张和地县级医院医疗资源的再配置，因此复合增速应低于公司刚开始业务时的收入增速。公司麻醉业务刚完成国际设备引进，在未来贡献收入后将会是一个潜在增长空间。

图表 41: 2015 年-2017 年收入预测表

(单位: 千人民币)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	13-17年的复合增速
收入	981,458	1,552,682	2,304,102	3,103,738	3,960,626	41.73%
增长	65.42%	68.20%	48.39%	34.70%	27.61%	
融资租赁	588,212	1,043,888	1,670,221	2,338,309	3,039,802	50.77%
增长	76.49%	77.47%	60.00%	40.00%	30.00%	
占比	59.21%	66.60%	71.84%	74.66%	76.06%	
行业、设备及融资咨询	350,985	444,859	556,074	667,289	800,746	22.90%
增长	46.47%	26.75%	25.00%	20.00%	20.00%	
占比	35.33%	28.38%	23.92%	21.31%	20.04%	
科室升级业务	54,195	78,331	98,294	125,890	155,610	30.17%
增长	41.58%	44.54%	25.49%	28.07%	23.61%	
占比	5.46%	5.00%	4.23%	4.02%	3.89%	

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 目标价 7.94 港元，买入评级

**PB 估值法：**公司快速扩张，得到股价为 7.94 港元

我们采用 PB 估值法对公司进行估值，主要考虑公司盈利目前还是以融资租赁业务为主，其扩张主要体现在资产规模上。同时公司在 2015 年大幅举债，发行 9 亿元的中期票据，9 亿元的短期票据，超过 10 亿元的 ABS，同时在 2015 年上市，因此公司当年度的现金流可能会比较高。同时公司刚上市，仅有一次派息历史，派息率为 17%。因此用 DDM 方法估计公司派息亦不合理。

由于公司为医疗综合解决方案供应商，并准备进入医院托管业务领域，融资租赁仅为公司医疗解决方案的一个支持部分，因此公司的估值可比标的选用远东宏信并不合适，在本研究报告中，选用凤凰医疗作为对比标的。鉴于公司收入来源 66%来自融资租赁。因此估值指标选用比凤凰医疗偏低，为 2.2。

目标价 7.94 港元，首次评级为买入

根据预测，公司 2015 年每股账面值为 3.61 港元，因此给予该公司目标价 7.94 港元，对应 2015/2016/2017 年的 PB 分别为 2.1/1.5/1.1，对应 2015/2016/2017 年的 PE 分别为 16.5/12.7/10.1

图表 42: 可比公司比较

代码	名称	币种	14年收入 (百万)	市值(亿元)	年初至今涨幅	PE	PB	相关部分收入占比
3360.HK	远东宏信	CNY	10060.7	224.02	-10.07%	8.78	1.33	医疗融资租赁业务: 23.04%
300273.SZ	和佳股份	CNY	929.8	175.37	26.53%	93.4	7.63	医疗融资租赁业务: 5.01%
1515.HK	凤凰医疗	CNY	1206.3	77.26	-20.98%	29.8	4.58	综合医院服务: 44.78% 医院管理服务: 4.98%
2666.HK	环球医疗	CNY	1553.7	93	-11.29%	13.2	2.69	医疗融资租赁业务: 66.60%

资料来源：公司资料，第一上海整理

## 风险因素

行业竞争日趋激烈，公司融资租赁业务发展可能不及预期

目前三大主体，第三方融资租赁公司，综合医疗方案公司，医疗器械制造商共同参与医疗器械融资租赁领域的竞争，竞争压力日趋激烈。从前，医疗器械制造商通过第三方融资租赁公司提供设备的融资租赁服务，如和佳医疗主要依靠环球医疗提供租赁服务。如今医疗设备厂商的纵向扩张可能会给公司带来竞争激烈及客户减少的双重影响。

公司科室升级业务的麻醉及白内障治疗方案复制扩展不及预期

公司通过中美脑卒中协会的支持，在脑卒中业务科室升级领域取得巨大成功。然而在麻醉业务和白内障业务的扩展过程中可能模式复制出现障碍。同时麻醉业务和白内障业务不同于脑卒中业务，并非紧要急症，因此需求的弱化也可能给公司的业务扩张造成潜在不利影响。

利率风险敞口影响

公司以前融资与协议签订均为浮动利率协议，因此针对利率风险敞口较小，净息差比较稳定。2015 年由于利率较低，公司发行了 9 亿元中期票据，9 亿元短期融资券，均为固定利率，因此为公司带来一定风险敞口，若未来基准利率进一步降低，可能会对公司的净息差产生一定影响，进而影响公司盈利。



## 主要财务报表

## 财务报表摘要

损益表						财务分析						
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测		2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	
收入	981,458	1,552,682	2,304,102	3,103,738	3,960,626	盈利能力						
毛利	632,839	933,088	1,379,781	1,818,138	2,295,451	毛利率 (%)	64.48%	60.10%	59.88%	58.58%	57.96%	
其他业务净额	54,887	15,419	22,881	30,822	39,331	EBITDA 利率 (%)	44.29%	40.33%	39.81%	38.40%	37.72%	
销售及管理费用	-289,382	-337,425	-500,722	-674,497	-860,714	净利率 (%)	31.86%	29.41%	29.36%	28.38%	27.91%	
营运收入	418,344	611,082	901,940	1,174,463	1,474,068	营运表现						
财务开支	0	0	0	0	0	销售及管理费用/收入 (%)	27.45%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	
联营公司等	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	25.24%	25.27%	25.00%	25.00%	25.00%	
税前盈利	418,344	611,082	901,940	1,174,463	1,474,068	股息支付率 (%)	0.00%	17.07%	17.00%	17.00%	17.00%	
所得税	-105,606	-154,444	-225,485	-293,616	-368,517	库存周转	88.1	63.8	70.0	70.0	70.0	
净利润	312,738	456,638	676,455	880,848	1,105,551	应收账款天数	289.9	88.3	90.0	90.0	90.0	
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	应付账款天数	478.7	454.6	435.0	420.0	410.0	
本公司股东应占利润	312,738	456,638	676,455	880,848	1,105,551	财务状况						
折旧及摊销	-10,339	-15,150	-15,230	-17,367	-19,760	总负债/总资产	94.70%	93.01%	91.59%	91.31%	90.62%	
EBITDA	434,683	626,232	917,170	1,191,831	1,493,828	收入/净资产	177.11%	135.56%	117.66%	109.32%	100.41%	
增长						经营性现金流/收入	4.20	2.65	1.43	1.99	1.79	
总收入 (%)		50.2%	49.4%	34.7%	27.6%	现金流量表						
EBITDA (%)		44.1%	46.5%	29.9%	25.3%	<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						
							2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	
资产负債表	<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						EBITDA	434,683	626,232	917,170	1,191,831	1,493,828
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	借款成本	325,449	596,954	899,049	1,258,669	1,636,270	
现金	443,375	554,073	2,948,904	3,354,468	2,859,228	应收款项增加	-4,579,950	-5,878,744	-4,221,449	-7,974,153	-8,357,801	
应收账款	2,723,514	4,202,719	5,203,156	7,286,437	9,469,947	应付款项增加	104,646	1,407,896	462,598	1,188,284	566,713	
存货	3,321	3,119	5,362	4,815	7,397	其他	-404,245	-863,053	-1,361,009	-1,847,978	-2,421,410	
其他流动资产	0	0	0	0	0	营运现金流	-4,119,417	-4,110,715	-3,303,640	-6,183,347	-7,082,400	
总流动资产	3,170,210	4,759,911	8,157,421	10,645,720	12,336,573	购置物业/厂房及设备	-582	-741	-19,733	-22,095	-24,724	
固定资产	104,465	90,056	94,559	99,287	104,251	其他	0	0	0	0	0	
无形资产	0	0	0	0	0	投资活动现金流	-582	-741	-19,733	-22,095	-24,724	
长期投资	0	20,955	282,805	1,293,670	2,787,527	发行新股之已收现金	0	804,614	3,654,321	0	0	
贷款及应收款项	7,161,803	11,491,897	14,712,909	20,603,781	26,778,071	借款净额	4,201,216	4,130,191	3,262,935	7,330,203	7,696,713	
总资产	10,452,434	16,385,316	23,260,539	32,685,227	42,060,102	已付股息	0	-77,939	-608,810	-792,763	-994,996	
应付账款	1,229,158	2,564,234	1,548,187	2,166,095	2,460,785	其他	-60,336	-608,963	-1,024,644	0	0	
短期银行借款	3,358,354	4,118,187	6,507,183	9,236,056	12,006,873	融资活动现金流	4,140,880	4,247,903	5,283,802	6,537,440	6,701,717	
其他短期负债	19,317	12,145	17,731	23,089	28,979	现金变化	20,881	136,447	1,960,429	331,998	-405,407	
总短期负债	4,606,829	6,694,566	8,163,101	11,425,240	14,496,637	期初持有现金	307,980	318,998	453,569	2,413,998	2,745,997	
长期银行借款	4,547,462	7,290,065	11,728,325	16,419,655	21,345,552	汇兑变化	-9,863	-1,876	0	0	0	
其他负债	743,979	1,255,303	1,430,876	2,001,252	2,273,274	期末持有现金	318,998	453,569	2,413,998	2,745,997	2,340,589	
总负债	9,898,270	15,239,934	21,322,302	29,846,147	38,115,463							
少数股东权益	0	0	0	0	0							
股东权益	554,164	1,145,382	1,958,237	2,839,080	3,944,639							
每股账面值(摊薄)	5.51	1.10	2.96	4.29	5.96							
营运资产	-1,436,619	-1,934,655	-5,680	-779,520	-2,160,064							

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。