



国内领先的私营精神病医院运营商

评级: 未有

目标价格: 未有

现价 (2016 年 6 月 13 日): 40.25 元
报告日期: 2016-6-14

报告摘要

国内精神疾病医生和医院供不应求情况明显。根据中国重度精神病患者人数超过1600万,但是根据国家卫计委数据,截止2015年底国内精神科医生人数为2万多人,而精神病医院数量仅约800家,病床数量约40万张,因此供不应求情况明显,仅仅依靠公立医院无法满足救治需求。除重症以外,国内还有许多抑郁症等状况不明显的患者,我们相信随着健康意识的提高,选择去专业医院接受心理咨询等治疗的人数会越来越多,而且老年痴呆等病症后期需要专业护理,因此精神类医院有巨大需求空间。

公司是国内领先的私立精神病医院运营商。根据Frost & Sullivan报告,按照2014年收入计算,公司是中国最大的私家精神科医疗集团,在中国私家精神科医疗市场的市场占有率为5.8%。公司总共运营13家医疗机构,包括7家自营医院和6家托管医院,其中温州康宁医院为国内唯一一家三级甲等精神病医院。公司除了为精神分裂等有攻击性行为的重症患者提供治疗以外,也为老年痴呆和生活不能自理的高龄老人提供护理,另外还为工作压力较大的人群提供心理咨询等。2015年收入中,来自治疗与医疗服务/药品销售/附属医院服务/管理服务费等分别占69.9%/25.5%/0.7%/3.9%。

公司业务持续快速扩张,业绩记录良好。公司旗下医院病床使用率过去几年一直维持在95%左右高位。公司旗下医院实施开放式管理,环境整洁舒适,因此深得病人与家属认可。公司旗下医院的病床数量由2012年初的1090张增加到2015年底的2380张。过去几年中公司业绩保持较快增长,2013-2015年营业收入分别同比增长32.5%/30.8%/15.9%,净利润则分别同比增长173.5%/41.4%/8.8%,其中如果剔除上市开支影响2015年净利润同比增长18.9%,总体而言公司业绩表现良好。

温州康宁医院床位数量将增加,中高端病房占比将提升。过去几年中温州康宁医院占据公司大部分收入。这个医院是国内民营精神病医院中唯一三甲医院,在当地拥有较高知名度。目前病床数量为约1000张,一直处在供不应求状态。公司目前正在营造新病区,造好后病床数量将增加至1400张。我们预计医院扩建将于2016年底左右完成,完成后病人居住环境将显著改善,中高端病房的比例将提高到30%以上,因此单床收入也将提升。

新建医院将持续快速增长,医院网络将不断扩大。公司自有医院中除温州康宁医院建于1996年以外,其他几家均成立于2011年以后。乐清医院2013年9月投入运营,还处于快速扩张期,预计未来床位数量将继续增加。2016年已经有4家医院投入运营,包括公司自营的临海康宁医院、温州怡宁老年医院和托管的浦江黄峰精神专科医院、淳安黄峰康恩医院。除此以外,还有4家医院将于2016年底前投入运营。这些医院全部开业后公司的病床数量将从2015年底的2380张增加至3340张(详见表1)。我们认为新建医院通常需要2~3年培育期,初期阶段需要在市场推广等方面投入资金,但是长期看将贡献新的收入源。公司2015年底现金为3.7亿人民币,而2016年资本开支预计为2.8亿人民币,资金实力充足。

估值: 彭博预测公司2016E/2017E EPS分别为1.07/1.46元人民币,目前股价对应32.7倍/24.0倍 2016E/2017E PER。公司估值高于香港其他医院股,但与A股医院股比较存在折让。我们认为业务稀缺性和良好行业前景能支持高估值。

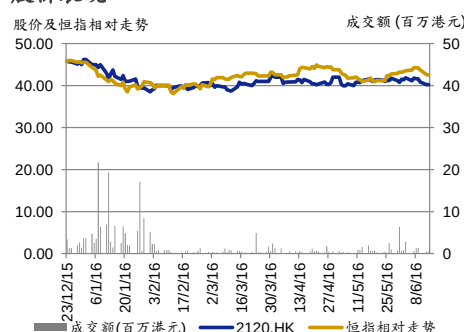
风险提示: i) 现有医院收费提升后部分病人不能接受; ii) 新建医院培育期长于预期; iii) 新建医院初期人工费和市场推广费可能增加

总市值(百万港元)	2,939.86
H 股市值(百万港元)	814.66
总股本(百万股)	73.04
H 股股本(百万股)	20.24
12 个月低/高(港元)	37.8/51.6
平均成交(百万港元)	0.78

股东结构

管伟立 (主席)	32.32%
王红月	9.37%
其他	58.31%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.16	1.17	NA
绝对收益	-2.31	1.39	NA

数据来源: 彭博、港交所、公司

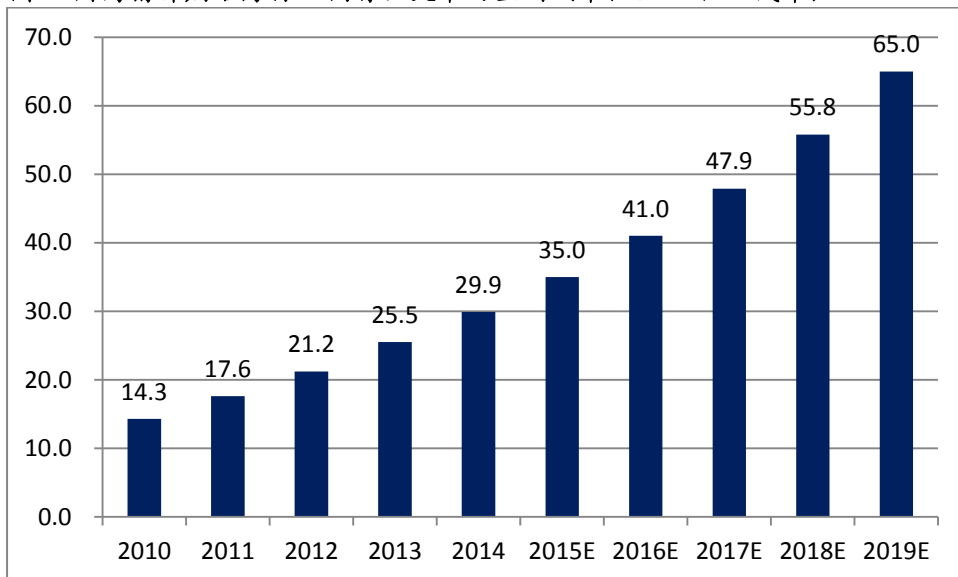
施佳丽
+852-22131400

行业分析师
scarlettshi@eif.com.hk

1. 国内精神病治疗行业拥有广阔需求空间

精神疾病治疗行业拥有巨大空间。过去几十年中，由于社会压力及个体间竞争力也同时加剧，导致精神疾病患病率及风险增加。同时随着健康意识的加强，心理疾病逐渐得到患者重视，因此精神疾病治疗行业拥有巨大空间。

图 1. 国内精神病治疗行业拥有巨大市场空间（单位：10 亿人民币）



资料来源：Frost Sullian; 安信国际

国内政府支持精神病治疗行业发展。近几年中国内政府发布诸多政策支持精神病行业发展。2013 年 5 月，中国首部《精神卫生法》实施，加强了对精神病人权利的保护。该法规定精神障碍患者的医疗费用按照国家有关社会保险的规定有基本医疗保险金支付，仍有困难的，民政部门应当优先给予医疗救助。该法要求县级以上地方人民政府应当采取措施，鼓励和支持社会力量举办从事精神障碍诊断、治疗的医疗机构和精神障碍患者康复机构。2015 年 6 月，国务院发布《全国精神卫生工作规划（2015 - 2020 年）》，提出以下发展目标：1) 精神卫生服务体系和网络基本健全，积极探索通过政府购买服务方式鼓励社会力量参与服务体系建设。2) 精神卫生专业人员紧缺状况得到初步缓解。3) 加强精神卫生宣传，提高心理健康知识知晓率和民众就诊意识。

2. 公司旗下医院市场认可度较高

公司旗下精神病医院实施开放式管理，居住环境整洁舒适，因此广受病人和家属认可。以下是部分医院截图。

图 2. 温州康宁医院临时过渡住院部



图 3. 温州康宁医院扩建规划图



图 4. 温州怡宁老年医院环境

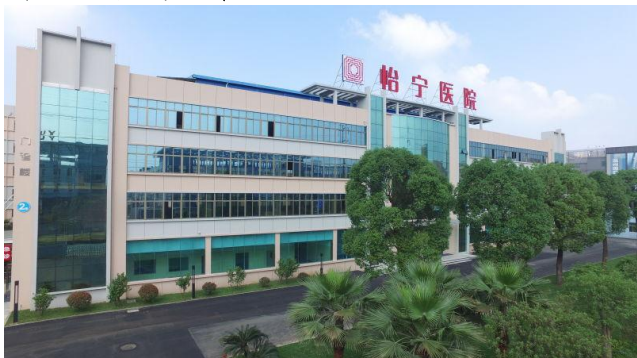
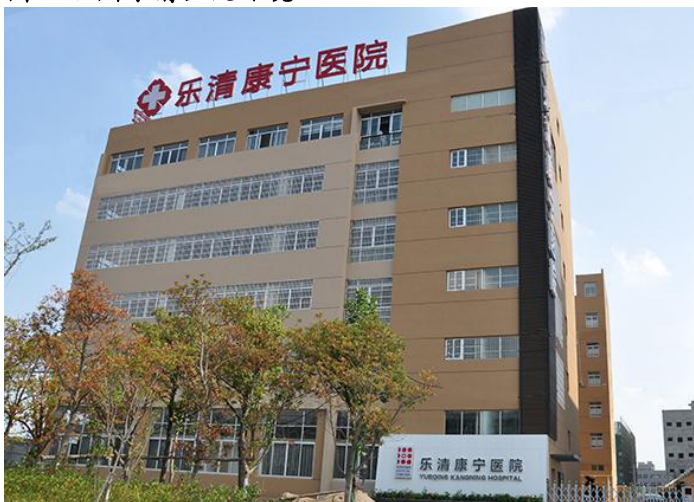


图 5. 温州乐清医院环境



资料来源：公司；安信国际

3. 公司业务将不断扩张

公司 2015 年 11 月通过上市融资约 5.9 亿人民币，将主要用于医院扩建、改造升级、人员培训、搭建在线医疗咨询平台等。除了扩建现有医院以外，2016 年还将有 8 家医院投入运营，具体如下表。新医院建成后通常需要 2~3 年培育期，但是长远看这些医院将给公司带来新的收入源。

表 1. 公司新建医院规划

医院名称	经营模式	所有权	预计开业时间	开业时床位数量	规划最大床位数量
临海康宁医院	自营（已开业）	80%	2016 年 4 月	80 张	200 张
温州怡宁老年医院	自营（已开业）	100%	2016 年 5 月	180 张	600 张
衢州怡宁医院	自营	60%	2016 年 8 月	100 张	300 张
平阳康宁医院	自营	100%	2016 年 9 月	100 张	280 张
深圳怡宁医院	自营	52%	2016 年 10 月	100 张	400 张
杭州怡宁医院	自营	100%	2016 年 12 月	100 张	220 张
浦江黄锋精神专科医院	托管（已开业）	不适用	2016 年 4 月	180 张	300 张
淳安黄锋康恩医院	托管（已开业）	不适用	2016 年 4 月	120 张	250 张

资料来源：公司；安信国际

4. 估值

彭博预测公司 2016E/2017E EPS 分别为 1.07/1.46 元人民币，目前股价对应 32.7 倍/24.0 倍 2016E/2017E PER。公司估值高于香港其他医院股，但与 A 股医院股比较存在折让。我们认为业务稀缺性和良好行业前景能支持高估值。

同业估值比较 - 医疗服务

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	每股盈利增长 (%)	股息率 (%)	市净率 (倍)	净负债 比率 % *	ROE %	ROA %
中国 A 股 (人民币)														
爱尔眼科	300015 CH	31,548	31.91	12/2015	72.5	53.5	39.5	30.0	38.1 35.5 35.6 31.6	0.94	0.59 0.68	13.07 10.93 8.81	-22.7	19.8 15.16
通策医疗	600763 CH	8,737	27.12	12/2015	45.2	46.0	35.2	27.6	73.9 -1.7 30.5 27.8	n/a	n/a n/a	10.58 8.41 6.66	-0.6	26.1 18.64
美年健康	002044 CH	32,399	13.25	12/2015	106.0	82.8	60.2	45.7	-50.4 28.0 37.5 31.8	n/a	0.07 0.07	10.50 9.40 8.18	-15.5	7.7 5.16
香港市场 (港币)														
和美医疗	1509 HK	3,785	4.95	12/2015	26.5	19.1	17.3	14.5	n/a 38.9 10.5 19.3	1.31	1.41 1.50	2.30 2.03 1.85	-86.8	n/a 10.55
凤凰医疗	1515 HK	8,471	10.36	12/2015	43.9	25.8	22.1	18.7	-28.6 70.0 17.1 18.1	n/a	n/a 1.22	4.19 3.71 3.26	-58.0	9.9 7.83
康宁医院	2120 HK	2,940	40.25	12/2015	33.1	32.0	23.4	17.0	n/a 3.5 36.6 37.6	0.73	1.00 1.30	2.60 2.39 2.22	-33.2	9.1 6.98
UMP Healthcare Holdings	722 HK	1,023	1.39	06/2015	n/a	27.8	13.9	9.3	n/a n/a 100.0 50.0	n/a	1.08 2.16	n/a 2.42 2.04	-127.3	38.3 17.20
康健国际医疗	3886 HK	10,633	1.34	12/2015	35.2	n/a	n/a	n/a	107.1 n/a n/a n/a	0.72	n/a n/a	2.21 n/a n/a	-49.4	7.0 6.32
美国中概股 (美元)														
爱康国宾健康体检管理集团 KANG US		1,297	19.72	03/2015	48.1	n/a	n/a	n/a	n/a n/a n/a n/a	n/a	n/a n/a	4.22 n/a n/a	-12.7	9.7 6.15

注：*净负债比率为负数代表净现

数据来源：彭博

5. 风险提示：

- i) 现有医院收费提升后部分病人不能接受；
- ii) 新建医院培育期长于预期；
- iii) 新建医院初期人工费和市场推广费可能增加

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。安信国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。安信国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释), 安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010