



国内领先的综合医疗服务提供商

评级:

买入

目标价格:

10.68

报告摘要

现价 (2016 年 10 月 12 日): 6.57 元

报告日期: 2016-10-12

公司拥有强大股东背景,是国内领先的综合医疗解决方案提供商。公司大股东是央企中国通用技术,持股比例高达 37.73%。中国通用技术由中央直接管理,是国内最大的先进技术装备引进服务商、最大的轻工产品和医药保健品进出口商,在引进国外先进设备和医疗技术方面有强大优势,公司医疗资源丰富。2016H 收入中融资租赁/行业、设备及融资咨询收入/科室升级服务收入分别占 2016 1H 的 73.1%/28.9%/5.6%,三个板块主要业务均集中于医院。

融资租赁业务将维持较快增长。2016H 融资租赁收入中来自医疗/教育/水务的收入分别占 79.6%/17.6%/2.7%。公司覆盖医院从 2015 年底的 1200 多家增加到 1300 多家,其中 500 多家是 2015 年以后新增,2016H 新增 100 多家。公立医院通常上半年立项下半年执行,2015 年后新增医院还处于扩张期,未来 2 年医疗融资租赁业务收入将维持 35%~40% 增长。教育水务方面收入增速将保持在 5~10% 左右,因此融资租赁板块总收入增长将保持在约 30%。

融资租赁业务利润率将维持较高水准。公司过去几年不断降低境外融资占比,2014 年末/2015 年末/2016 年 6 月底境外融资占比分别为 54.9%/29.6%/17.6%,2016 1H 净利差从 2015 年的 2.66% 提升到 3.16%。预计 2016 年底境外融资比例将降到 15% 以下,未来将进一步压缩,净利差将维持在 3% 左右的较高水平,融资租赁业务的毛利率也将维持在 45% 以上。

医院托管业务将于 2016 年起贡献利润。公司 8 月 30 日与西安交大第一附属医院签订合作合同,内容有关接管西安交大第一附属医院供应链业务及其合作建设及运营西安交通大学第一附属医院国际陆港医院。公司将通过旗下项目公司持股 80% 的管理公司运营西安交大第一附属医院供应链业务,并将通过管理公司投资最多 20 亿人民币,与西安交大第一附属医院合作建立综合性三级医院国际陆港医院。公司分别于 2016 年 6 月和 9 月与郑州大学第二附属医院和邯郸第一人民医院签署框架协议,预计将采取与西安交大第一附属医院类似模式,即接管老院供应链并协助建设新医院。我们估计目前西安交大第一附属医院供应链年收入为约 20 亿人民币,邯郸市第一人民医院约 7 亿人民币,郑州大学第二附属医院超 5 亿人民币,经营利率 8% 左右。预计三家医院供应链收入将分别于 2016 年底/2017 年 2 季度/2017 年下半年并表,因此预计 2016E/2017E 将分别带来约 800 万和 1.4 亿人民币利润。除此以外,公司还在积极推进与其他医院谈判,如能成功将进一步提升估值。

投资建议:预计公司原有业务 2017E 净利润 11.5 亿人民币,医院业务 2017 年利润 1.4 亿人民币,原业务 10 倍 2017E PER,医院业务 30 倍 2017E PER 定价,合理市值 183.3 亿港元,目标价 10.68 港元,有 62.6% 上涨空间。

风险提示:i) 央行意外降息; ii) 医院合作不顺利; iii) 医院业务进展慢于预期

(12 月 31 日年结; 百万人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1552.7	2193.4	2923.3	6422.2	8003.9
增长率(%)	58.2%	41.3%	33.3%	119.7%	24.6%
净利润	456.6	658.5	922.9	1296.6	1613.0
增长率(%)	46.0%	44.2%	40.1%	40.5%	24.4%
毛利率(%)	60.1%	59.7%	60.8%	41.4%	41.4%
净利率(%)	29.4%	30.0%	31.6%	20.2%	20.2%
每股收益(人民币)	0.36	0.44	0.54	0.76	0.94
每股净资产(人民币)	1.9	4.0	3.9	4.5	5.2
市盈率	15.7	12.8	10.5	7.5	6.0
市净率	3.0	1.4	1.5	1.3	1.1
净资产收益率(%)	25.4%	15.9%	14.8%	18.2%	19.5%
股息收益率(%)	N/A	1.65%	1.97%	2.77%	3.45%

资料来源: 公司资料; 安信国际

总市值(百万港元)	11,464.91
流通股市值(百万港元)	11,464.92
总股本(百万股)	1,716.30
流通股股本(百万股)	1,716.31
12 个月低/高(港元)	4.95/7.17
平均成交(百万港元)	35.66

股东结构

通用技术集团	37.70%
中信资本	14.20%
其他	48.10%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.05	11.92	6.79
绝对收益	0.31	21.93	9.52

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. 公司是国内领先的综合医疗解决方案提供商

1.1. 公司拥有强大股东背景，是国内领先的综合医疗解决方案提供商

公司拥有强大的股东背景与丰富医疗资源。公司成立于 1984 年，央企中国通用技术于 1998 年成为公司第一大股东，目前持股比例高达 37.73%。大股东中国通用技术是由中央直接管理的国有重要骨干企业，是我国最大的先进技术装备引进服务商、最大的轻工产品和医药保健品进出口商，因此在引进国外先进设备和医疗技术方面拥有强大优势。公司其他主要股东包括中信资本、工银国际等，因此拥有强大的股东背景。公司受益于大股东在医疗设备和药品方面的丰富资源。

公司大股东中国通用技术主业包括装备制造、贸易与工程承包、医药、技术服务与咨询、建筑地产等五大板块。各板块主力子公司大多具有半个多世纪的历史，实力雄厚，资质齐全，品牌信誉卓著，在我国相关行业或细分领域发挥着重要骨干作用，长期以来为经济社会发展作出了重要贡献。目前集团共有境内二级经营机构 32 家，境外机构 58 家，员工总数 45000 多人，因此在国内外拥有广阔的关系网络。

公司国内领先的综合医疗解决方案提供商。公司是国内领先的综合性医疗解决方案提供商，主要业务包括：医疗金融服务（设备融资租赁等）、医院托管业务（投资-建设-运营）、医疗技术服务和医疗信息化服务。由于这些业务对客户可能组合进行，因此公司财报中将收入分拆成融资租赁、行业设备及融资咨询、科室升级服务收入。20161H 分别占 73.1%/21.1%/5.6%。

公司融资租赁业务主要集中于现金流稳定的医疗行业。如下图所示，公司融资租赁业务主要集中在医疗行业，20161H 来自医疗行业的收入占融资租赁板块的约接近 80%，其他在教育与水务方面的运作也是围绕医疗这个核心，现金流比较稳定。我们预计未来几年也将维持这种态势。

表 1. 公司主要业务收入

	2012A	2013A	2014A	2015A	20151H	20161H
收入	593,326	981,458	1,552,682	2,193,398	982,051	1,251,076
同比	N/A	65.4%	58.2%	41.3%	45.9%	27.4%
融资租赁收入	333,278	588,212	1,043,888	1,475,796	703,943	915,142
占收入比例	56.2%	59.9%	67.2%	67.3%	71.7%	73.1%
同比	N/A	76.5%	77.5%	41.4%	N/A	30.0%
医疗	280,374	496,504	703,756	1,021,007	472,086	728,812
占分项收入比例	84.1%	84.4%	67.4%	69.2%	67.1%	79.6%
同比	N/A	77.1%	41.7%	45.1%	N/A	54.4%
教育	30,949	78,570	311,018	398,132	196,526	161,463
占分项收入比例	9.3%	13.4%	29.8%	27.0%	27.9%	17.6%
同比	N/A	153.9%	295.8%	28.0%	N/A	-17.8%
其他（主要是水处理）	21,955	13,138	29,114	56,657	27,799	24,867
占分项收入比例	6.6%	2.2%	2.8%	3.8%	3.9%	2.7%
同比	N/A	-40.2%	121.6%	94.6%	N/A	-10.5%
行业、设备及融资咨询收入	239,631	350,985	444,859	588,833	250,448	264,469
占收入比例	40.4%	35.8%	28.7%	26.8%	35.6%	28.9%
同比	N/A	46.5%	26.7%	32.4%	N/A	5.6%
科室升级服务收入	38,280	54,195	78,331	144,546	34,819	69,716
占收入比例	6.5%	5.5%	5.0%	6.6%	3.5%	5.6%
同比	N/A	41.6%	44.5%	84.5%	N/A	100.2%

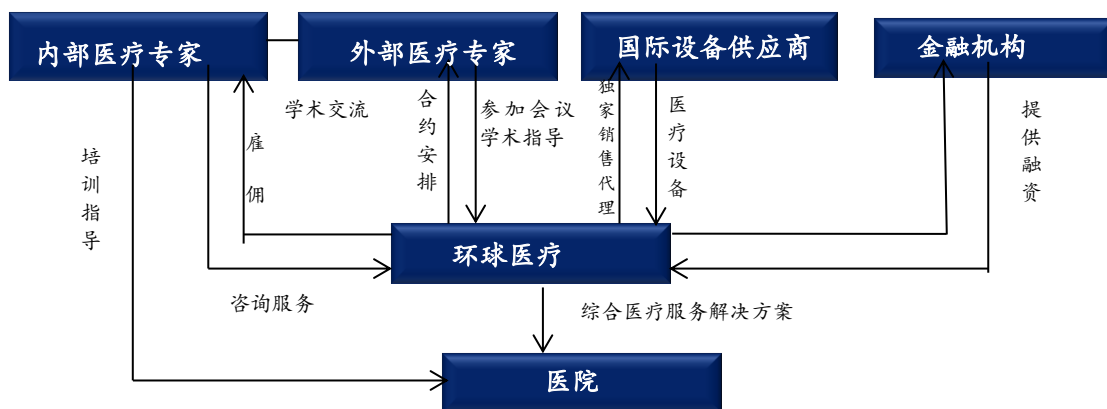
资料来源：公司资料；安信国际

1.2.公司融资租赁业务将维持较快发展

1.2.1.医疗融资租赁业务还有较大拓展空间

公司医疗租赁业务商业模式简介。由于资金限制，许多医院对大型设备采取租赁方式。公司参与医疗融资租赁的方式有两种，即直接租赁和售后租回。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。

图 1. 公司医疗租赁与咨询业务商业模式



资料来源：公司资料；安信国际

图 2.直接租赁商业模式

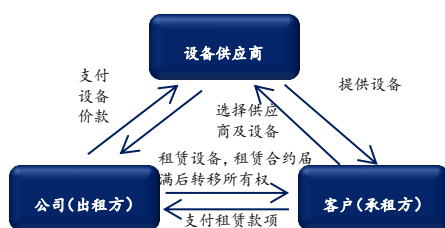
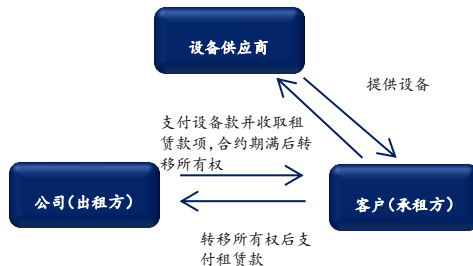


图 3.售后租回商业模式

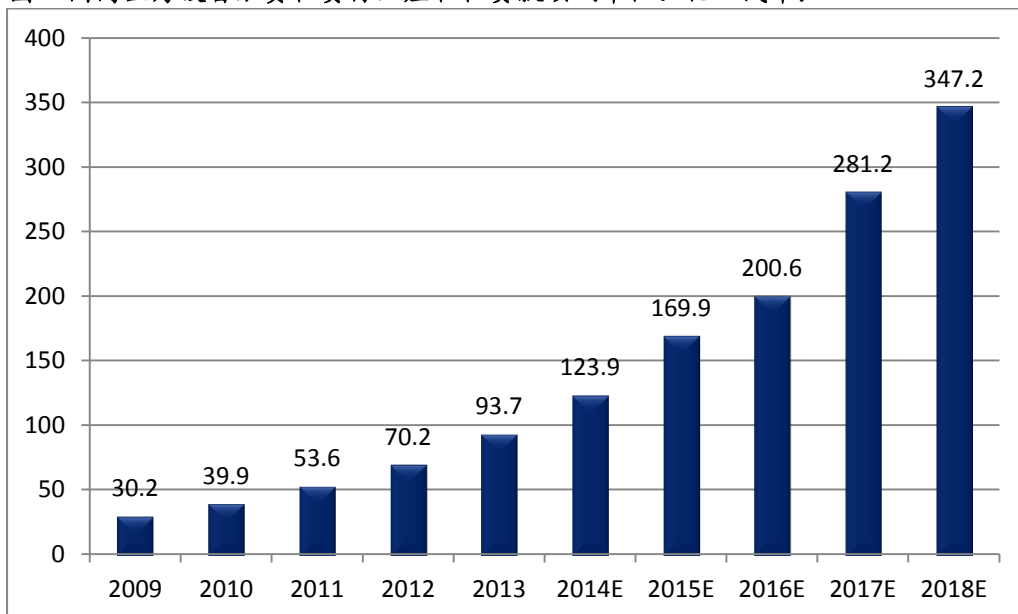


资料来源：公司资料；安信国际

国内医疗设备融资租赁市场需求将持续快速增长。从全球范围看，租赁方式已比较广泛地用于医疗设备的购置，尤其是经济发达国家。在美国，医疗设备租赁是受医务界高度重视的筹资方式。国内医疗融资租赁起步较晚，但是随着老龄化、慢性病上升、医保健全以及居民健康意识的提升，居民对医疗服务及医疗设备的需求快速上升，部分医院受制于资金，难以及时采购设备，融资租赁为此提供了很好的解决方案。医疗设备是决定一间医院的诊疗服务能力的主要因素。先进的优质医疗设备的价格通常昂贵，地县级医院可能难以承担。随着 2006 年进行监管改革，融资租赁自此成为中国医院尤其是地县级医院应对购买医疗设备升级的大众解决方法，我们预计医疗设备租赁行业仍将维持较快增长。

近几年来，就诊人数增加带动医院基础建设和医疗设备需求不断攀升，发达地区医疗设备的升级换代，欠发达地区医疗设备短缺补充，公立医院的持续改革以及私立医院的迅速发展，都为医疗融资租赁提供了广阔市场。2009 年中国医疗融资租赁业务量约为 200 亿元，2013 年约为 510 亿元，2014 年中国医疗融资租赁业务量约为 820 亿元。租赁渗透率从 2009 年的 16.9% 上升至 2012 年的 26.67%。2014 年达到 30% 左右，我们预计未来仍将保持较快增长。

图 4. 国内医疗设备融资租赁行业应收租赁款项（单位：亿人民币）



资料来源：Frost & Sullivan；安信国际

公司客户基础还有较大增长空间，覆盖医院数量持续增加。公司覆盖的医院数量持续增加，目前总共覆盖医院 1300 多家，其中 100 多家是今年新签的。国内目前的 1/2/3 级医院数量分别为 7009 家/6850 家/1954 家，其中有 3000~4000 家是适合公司覆盖的。公司客户基础还有较大拓展空间。预计未来还将保持每年 100~200 家的新增速度。通常来说公立医院是上半年立项下半年执行，因此我们认为公司医疗融资租赁业务未来几年将维持较快增长。

1.2.2. 其他行业融资租赁将平稳发展

除医院以外，公司还向教育及水务等行业提供融资租赁服务，但是未来而言公司将把资源进一步集中到医疗行业，教育和水务等占融资租赁板块收入的比例已经从 2015 年的 30% 缩减到 2016 年上半年的 20% 左右，我们预计未来这种态势将持续，除医疗以外的融资租赁业务将平稳发展。

2. 科室升级业务还有很大拓展空间，利润率将维持较高水平

公司拥有强大的专家团队和设备资源。凭借融资租赁业务积累的广阔医院客户基础，公司成功吸引数百名医疗行业专家加入，目前拥有包括 142 名内部专家的团队及由 220 名外部医疗专家组成的网络。凭借这些专家的支持，公司向具有高增长潜力、高改善需求的县级医院，针对高患病率的重大疾病提供升级咨询服务。这项业务主要包括，脑卒中基地医院建设、远程医疗组合、医院科学建设及管理标准化信息化建设、技术指导和培训、专家诊治咨询和诊疗服务、医疗学术和技术交流等。截止 2015 年 6 月公司已经与国内 22 个省份 55 家医院就提供脑卒中项目解决方案订立协议，并且获得良好业绩和认可。

科室升级业务客户基础快速扩张，利润率将保持较高水平。如前文所述，公司拥有强大的专家团队，能满足客户专业和个性化需求。科室升级服务领域不断扩展，目前已覆盖至脑卒中、肿瘤、妇产、心血管、康复等学科领域，使用公司服务的客户数量从 2015 年底的 105 家增加到 2016 年 6 月底的 136 家。我们预计未来这种态势将持续，而且在近 1~2 年新增加的客户中业务量还有较大增长空间。综合考虑这些因素，我们认为这项业务收入增速将维持在 50% 以上。

公司科室升级业务毛利率不断提升，2012-2015 年毛利率分别为 67.6%/57.2%/70.2%/85%。我们预计随着服务使用率的提升，毛利率将维持高水平。

3. 咨询业务将保持平稳增长

行业、设备及融资咨询服务是公司综合医疗服务的一部分。公司 2015 年总共提供了 229 项咨询服务，2014 年为 202 项咨询服务，合约数量同比增长 13.4%；单笔咨询合约平均收入由 2014 年的人民币 220 万元提高为人民币 257 万元，同比增长 16.8%。考虑到未来公司将把业务重点主要放在医院托管和医疗融资租赁等方面，我们认为这块业务增长将趋缓，预计未来 3 年将保持 10% 左右增速。

4. 公司医院业务 2016 年起贡献利润，未来发展空间巨大

4.1. 公司与西安交大第一附属医院合作开始医院托管业务

公司与著名三甲医院西安交大第一附属医院达成合作并接管供应链业务。公司 8 月 30 日与西安交大第一附属医院签订合作合同，内容有关接管西安交大第一附属医院供应链业务及其合作建设及运营西安交通大学第一附属医院国际陆港医院。

根据合作合同条款，公司将会设立全资项目公司为第一附属医院建设国际陆港医院，为项目建设提供资金共计不超过 20 亿元人民币。环球医疗将通过项目公司出资不超过 2,800 万元人民币与第一附属医院共同成立一家合资公司（“管理运营公司”），向国际陆港医院、第一附属医院及其他第三方医院提供采购、后勤等一类或多类服务，项目公司将最多持有管理运营公司 80% 的股权。

目前来看，首先实现的是管理公司将托管西安交大第一附属医院的供应链业务，预计将于 2016 年底起并表。

西安交大第一附属医院是西北地区著名大型三甲医院。西安交大第一附属医院建立于 1956 年，现在的医院开放床位 2541 张，医疗设施完善，设备先进，医疗技术和服务水平在西北地区居领先地位。医院现有在岗高级职称专业技术人员 527 名，其中双聘院士 2 名，国家“千人计划”学者 1 名，青年长江学者 1 名，“杰青”2 名，“优青”1 名，教育部创新团队 1 个，国家“百千万人才工程”第一、二层次入选者 1 名，省部级突出贡献专家 7 名，教育部新世纪优秀人才 4 名，享受国务院政府津贴专家 13 名。医院学科设置齐全，泌尿外科（含肾移植科）为教育部国家重点学科；皮肤科为教育部国家重点培育学科；14 个学科为国家临床重点建设专科；中医老年内科为中医药管理局“十二五”重点培育专科；省级重点学科 5 个；省级优势学科 7 个；陕西省医疗质量控制中心 11 个；国家药物临床试验机构专业 28 个。

西安交大第一附属医院是国家卫计委直属管辖的大型综合性三级甲等医院，是陕西省首家三级甲等医院、全国首批「百佳医院」，其医疗服务水平在中国西北地区居领先地位。2015 年医院门急诊患者 225 万人次、出院患者 11.09 万人次、住院手术 3.4 万例次。医院注重专科发展，在肝移植、肾移植、造血干细胞移植、冠脉搭桥、先心病封堵、介入、微创手术等先进技术的应用，以及肿瘤、心脑血管疾病、代谢性疾病等复杂疾病的内外科治疗方面形成了明显特色，拥有很强技术优势。

我们估计西安交大第一附属医院 2015 年收入为约 33 亿人民币，按照 2541 张床未来单床年收入为 130 万人民币，单床收入很高，证明医院医疗和服务质量一流。

图 5.西安交大第一附属医院



资料来源：安信国际

预计西安交大供应链业务利润将于 2016 年底并表。如前文所述，公司成立的这个管理运营公司将参与西安交大第一附属医院的药品器材供应链管理。我们估计西安交大 2015 年收入中约 19 亿来源于供应链，这部分是医院的主要收入来源。我们估计目前西安交大第一附属医院的经营利率为约 8%左右，通常来说管理效率比较高的三甲医院可以超过 10%，因此我们预计在环球医疗参与后西安交大一附院的利润率将提升。我们预计西安交大第一附属医院供应链里利润将于 2016 年底并表，预测见下表。

表 2.来自西安交大第一附属医院供应链业务盈利预测（单位：千元）

	2016E	2017E	2018E
收入	166,667	2,000,000	2,060,000
毛利	26,667	330,000	350,200
经营利润	13,333	165,000	175,100

资料来源：安信国际预测

公司将与西安交大第一附属医院合作建设国际陆港医院。除西交大第一附属医院供应链业务以外，公司将与西安交大第一附属医院合作建设国际陆港医院。国际陆港医院计划为一家拥有 1000 张床位的三级综合医院。公司将为国际陆港医院的建设和运营提供全方位支持，包括资金、技术服务、管理和培训。双方进一步约定共同设立合资公司以管理国际陆港医院的医疗事业。在该合作模式中，环球医疗将通过全资拥有的项目公司获得向国际陆港医院按年收取特许建设及经营服务费，同时环球医疗全资拥有的项目公司还将按照持股比例从管理运营公司获得分红。

项目总投资不超 20 亿人民币。我们预计国际陆港医院初期投资为约 15 亿人民币，这些资金将于明年内投放，剩余的 5 亿则将在医院建成后分 6~8 年投放，预计国际

陆港医最快将于 2019 年投入运营,届时公司将派驻管理层并负责医院的财务工作,公司将通过旗下管理公司管理供应链,并获得上述特许建设及经营服务费。我们预计国际陆港医院将于 2~3 年内获得盈利。

4.2. 预计公司将与邯郸市第一医院与郑州大学第二附属医院合作并接手供应链业务

公司将与邯郸市第一医院合作建设新医院,预计可能接手老院供应链等业务。环球医疗金融与技术咨询服务有限公司与邯郸市第一医院近期就其东部新院区项目签订框架协议。在邯郸市东区建设市第一医院新院区,发展邯郸大健康产业,标志着邯郸人民翘首以待的邯郸市第一医院新院区建设迈出坚实一步。目前该项目已写入 2016 年《政府工作报告》,并被列为邯郸市 2016 年“十大城建工程之一”。项目选址位于邯郸市东区规划路以南、联纺路以北、经九街以东、经十街以西,规划用地面积 438.07 亩,计划设置医疗床位 3000 张,医养床位 1000 张。新院区将会是一所集急救、医疗、教学、科研、预防、保健、康复、医养等功能为一体的“省内一流、国内先进”的晋冀鲁豫区域医疗中心,为晋冀鲁豫地区人民的健康福祉贡献力量。

我们预计双方未来也有可能采取类似于西安交大第一附属医院模式,即可能通过合作成立管理公司管理邯郸第一人民医院的供应链业务。

邯郸市第一人民医院始建于 1950 年 10 月,是一所集医疗、教学、科研、预防、保健和康复为一体的大型现代化综合性三级甲等医院。在河北省地市级医院首家通过新标准三甲复审。医院对接 301 医院、天津泰达心血管医院,开通河北省首条空中救援通道,为北京 999 航空医疗救援分中心。邯郸市第一人民医院编制床位 1670 张,设置 53 个临床科室,25 个医技科室,32 个机关后勤科室,其中心内科、神经内科等省、市重点学科、专科 20 个。是河北医科大学硕士研究生培养教学医院以及多家医学院校的非隶属关系的附属医院和教学医院,卫生部脑卒中筛查与防治基地医院,河北省“惠民医院”。

我们估计邯郸市第一人民医院年收入规模约为 11 亿人民币,我们估计邯郸市第一人民医院 2015 年供应链收入为约 7 亿人民币,而且医院经营情况良好。如公司能顺利接手邯郸第一人民医院的供应链业务,保守预计签约后将至少为公司带来 4000~5000 万的年利润。

图 6.邯郸市第一人民医院



资料来源:安信国际

表 3.来自邯郸市第一人民医院供应链业务的利润预测（单位：千元）

	2017E	2018E
收入	577,500	770,000
毛利	92400	123200
经营利润	46200	61600

资料来源：安信国际预测

预计郑州大学第二附属医院合作建设新医院，并接手老院供应链管理。除以上 2 个医院以外，公司早前于 6 月 4 日和郑州大学第二附属医院（以下简称“郑大二附院”），合作共建国际空港医院项目框架协议，在河南郑州国际会展中心正式签署。双方将合作建设、运营郑州大学第二附属医院国际空港医院，将全力打造中原地区高水平的医学技术中心，改善人民群众看病就医条件，探索新时期医疗改革与发展的新模式。目前项目推进顺利。

我们预计除新医院以外，公司也将用西安交大第一附属医院的方式，与郑州大学第二附属医院合作成立管理公司

郑州大学第二附属医院创建于 1952 年，是一所学科设置齐全、技术力量雄厚、医疗设备先进的三级甲等综合医院。

医院位于郑州市中心位置，有经八路、南阳路、郑州国际物流园区（筹）三个院区，开放床位 2000 张，职工 2200 余人，有享受国务院特殊津贴专家、河南省优秀专家 10 余名，有包括河南省特聘教授、郑州大学特聘教授在内的教授、副教授 300 余人，博士生导师、硕士生导师 140 多人。医院所有临床专业均为硕士生培养点，内科、外科、妇产科、神经内科等学科为博士培养点。

我们估计郑州大学第二附属医院年收入规模超 10 亿人民币，经营情况良好，接手后很快能给公司带来收入。

图 7.郑州大学第二附属医院



资料来源：郑州大学第二附属医院；安信国际

表 4. 来自郑州大学二附院供应链业务的利润预测 (单位: 千元)

	2017E	2018E
收入	316,250	664,125
毛利	50600	106260
经营利润	25300	53130

资料来源: 安信国际预测

4.4. 预计未来有更多医院考虑与公司合作

国内将继续鼓励社会资本办医。国内医疗设施供不应求情况非常明显, 2014 年底每千人拥有的病床数量为 4.55 张, 明显低于老龄化情况同样严重的邻国日本 (13.7 张) 和韩国 (10.6 张) 的水平。随着老龄化程度的推进, 国内医疗支出将不断增加, 而国内对公立医院的财政补贴又非常有限, 因此医院需要与民间资本合作来建设新院区并获得更为物美价廉的药品和设备资源, 因此社会资本在医疗领域拥有广阔需求。2015 年以来国内出台很多政策鼓励分级诊疗和社会资本办医, 我们预计未来这种状况将持续。

表 5. 2015 年以来出台的鼓励社会办医政策

时间	政策标题	具体内容
2015 年 3 月	全国医疗卫生服务体系规划纲要 (2015-2020 年)	提出到 2020 年每千常住人口医疗机构床位数达到 6 张的目标, 中国医疗基础设施和医疗设备等需求将持续释放
2015 年 5 月	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	鼓励在医疗、卫生、养老等公共服务领域, 广泛采用政府和社会资本合作模式, 为社会资本参与公立医院改革提供了政策保障
2016 年 4 月	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	全面深化公立医院改革 • 加快推进分级诊疗制度建设 • 巩固完善全民医保体系 • 健全药品供应保障机制-----全面推进公立医院药品集中采购

资料来源: 公司资料; 安信国际

公司拥有充足资源, 未来将有更多医院与公司合作。如前文所述, 公司大股东中国通用技术集团拥有强大的政府关系, 在医疗设备和药品方面拥有充足资源, 而且公司通过融资租赁业务和 1300 多家医院拥有良好关系, 同时还拥有数百名医疗专家, 因此具备为更多医院提供供应链等方面服务的基础。公司作为央企拥有超过 200 亿人民币授信额度, 因此资金实力雄厚。公司目前已经在广东、陕西、山东、河南、湖南、四川及黑龙江七个省份成立办事处, 未来将加强与医院合作。综合这些因素, 我们认为未来将有更多医院与公司展开合作。

6. 盈利预测

6.1. 收入预测

基于以上情况，我们对公司主营业务收入做如下预测。

表 6. 公司主营业务收入预测

单位：千人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	1,552,682	2,193,398	2,923,322	6,422,167	8,003,936
同比	58.2%	41.3%	33.3%	119.7%	24.6%
融资租赁收入	1,043,888	1,475,796	1,909,771	2,488,731	3,227,687
占收入比例	67.2%	67.3%	65.3%	38.8%	40.3%
同比	77.5%	41.4%	29.4%	30.3%	29.7%
医疗	703,756	1,021,007	1,429,410	1,960,333	2,646,450
占分项收入比例	67.4%	69.2%	74.8%	78.8%	82.0%
同比	41.7%	45.1%	40.0%	37.1%	35.0%
教育	311,018	398,132	418,039	459,842	505,827
占分项收入比例	29.8%	27.0%	21.9%	18.5%	15.7%
同比	295.8%	28.0%	5.0%	10.0%	10.0%
其他（主要是水处理）	29,114	56,657	62,323	68,555	75,410
占分项收入比例	2.8%	3.8%	3.3%	2.8%	2.3%
同比	121.6%	94.6%	10.0%	10.0%	10.0%
行业、设备及融资咨询收入	444,859	588,833	647,716	712,488	783,737
占收入比例	28.7%	26.8%	22.2%	11.1%	9.8%
同比	26.7%	32.4%	10.0%	10.0%	10.0%
科室升级服务收入	78,331	144,546	216,819	346,910	520,366
占收入比例	5.0%	6.6%	7.4%	5.4%	6.5%
同比	44.5%	84.5%	50.0%	60.0%	50.0%
营业税金及附加	(14,834)	(18,737)	(20,611)	(22,672)	(24,939)
医院供应链收入	0	0	166,667	2,893,750	3,494,125
同比	N/A	N/A	N/A	1636.3%	20.7%
占收入比例	0.0%	0.0%	5.7%	45.1%	43.7%

资料来源：公司资料；安信国际预测

6.2. 其他关键假设

融资租赁业务毛利率将维持较高水平。我们预计 2016E~2018E 生息资产将维持 30% 左右增长。公司近年来逐步将境外借款中止并搬回国内，2014 年末/2015 年末/2016 年 6 月底的境外借款占比分别为 54.9%/29.6%/17.6%，我们估计 2016 年底境外借款的比例将下降到 15% 以内，未来将进一步下降。公司近期在国内发的公司债等利率都较低，我们预计公司净利差将维持在 3% 左右的较高水平。基于这些数据，我们认为融资租赁业务毛利率将维持在 45% 以上的较高水平。

表 7. 生息资产与净利息收益率预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
生息资产（千元）	11,998,222	17,902,971	23,722,916	30,678,326	39,805,712
同比	72.4%	49.2%	32.5%	29.3%	29.8%
净利息收益率	3.73%	3.42%	3.90%	3.80%	3.70%

资料来源：公司资料；安信国际预测

医院业务利润率将逐步提升。公司接手医院供应链业务后需要一些磨合期，因此我们保守预计供应链业务的初期毛利率和经营利率分别为 16% 和 8% 左右，但是由于公司本身在医疗设备和药品方面有充足资源，因此我们相信利润率将逐渐提升。

7. 投资建议

预计公司原有业务 2017E 净利润 11.5 亿人民币，医院业务 2017 年利润 1.4 亿人民币，原有业务按 10 倍 2017E PER，医院业务按 2017E30 倍 PER 定价，合理市值为 183.3 亿港元，目标价 10.68 港元，有 62.6% 上涨空间。

同业估值比较 - 融资租赁与医院管理

股份名称	代码	市值 百万元	股價 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			淨負債 比率% *	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
融资租赁																					
和佳股份	300273 CH	15,749	19.99	12/2015	n/a	68.9	50.4	38.4	-53.3	n/a	36.9	31.0	0.25	0.45	0.60	n/a	5.35	4.82	n/a	4.5	2.43
远东宏信	3360 HK	28,327	7.17	12/2015	8.9	8.4	7.0	6.0	-1.3	5.7	19.6	16.2	3.20	3.55	4.29	1.15	1.01	0.91	411.5	13.9	2.02
香港上市医院管理 (单位: 港币)																					
UMP Healthcare Hc	722 HK	994	1.35	06/2016	135.0	15.0	10.4	7.1	n/a	800.0	44.4	46.2	1.49	2.00	2.96	n/a	2.16	1.84	n/a	38.3	17.20
凤凰医疗	1515 HK	11,222	13.46	12/2015	58.2	34.9	29.9	24.8	-28.6	67.0	16.5	20.6	n/a	0.54	0.61	5.56	4.95	3.76	-58.0	10.9	9.04
康健国际医疗	3886 HK	10,012	1.29	12/2015	n/a	n/a	n/a	n/a	107.1	n/a	n/a	n/a	0.76	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.6	0.98
国内上市医院管理 (单位: 人民币)																					
爱尔眼科	300015 CH	35,674	35.42	12/2015	80.5	59.9	44.5	33.5	38.1	34.3	34.7	32.7	0.83	0.60	0.79	14.51	12.19	10.01	-16.9	20.5	14.79
通策医疗	600763 CH	10,514	32.79	12/2015	54.7	56.7	44.3	34.5	73.9	-3.7	28.0	28.4	n/a	n/a	n/a	12.79	10.17	8.23	-0.6	24.7	17.97

注: *净负债比率为负数代表净现

数据来源: 彭博

8. 风险提示:

- i) 央行意外降息;
- ii) 与医院合作不顺利;
- iii) 医院业务进展慢于预期

附表：财务报表预测

(12 月 31 日年结; 百万人民币)	2014A	2015 A	2016E	2017E	2018E
损益表					
收入	1552.7	2193.4	2923.3	6422.2	8003.9
融资租赁收入	1043.9	1475.8	1909.8	2488.7	3227.7
行业、设备及融资咨询收入	444.9	588.8	647.7	712.5	783.7
科室升级服务收入	78.3	144.5	216.8	346.9	520.4
医院供应链收入	0.0	0.0	166.7	2893.8	3494.1
其他	(14.4)	(15.8)	(17.7)	(19.7)	(22.0)
销售成本	(619.6)	(884.9)	(1146.1)	(3766.3)	(4693.4)
毛利	933.1	1308.5	1777.3	2655.9	3310.6
其他收入及收益	15.4	58.8	31.7	32.5	33.5
销售与管理费用	(316.9)	(460.4)	(568.5)	(904.4)	(1127.4)
其他开支	(20.5)	(6.6)	(7.3)	(8.0)	(8.0)
除税前溢利	611.1	900.3	1233.2	1776.0	2208.7
所得税开支	(154.4)	(241.7)	(308.3)	(444.0)	(552.2)
非控股权益	0.0	0.0	2.0	35.5	43.5
净利润	456.6	658.5	922.9	1296.6	1613.0
同比 (%)					
收入	58.2	41.3	33.3	119.7	24.6
毛利	47.4	40.2	35.8	49.4	24.6
税前利润	46.1	47.3	37.0	44.0	24.4
净利润	46.0	44.2	40.1	40.5	24.4
资产负债表					
流动资产	4759.9	7963.1	9850.7	12760.0	16621.2
存货	3.1	2.6	3.4	11.2	14.0
贷款及应收款项	4168.0	5919.5	7695.3	10009.1	12731.4
预付款项、按金及其他应收款项	34.7	35.7	50.4	55.5	61.0
现金与现金等价物	453.6	1865.7	1624.1	2448.2	3507.9
其他	100.5	139.7	477.4	236.0	306.8
非流动资产	11625.4	15694.8	20309.9	26325.5	33404.6
物业、厂房及设备	90.1	89.6	83.7	78.7	74.5
贷款及应收款项	11471.3	15397.5	20016.7	26035.3	33116.6
递延税项资产	22.5	21.8	42.6	42.6	42.6
其他	41.5	185.9	166.9	168.9	170.9
总资产	16385.3	23657.9	30160.6	39085.5	50025.8
流动负债	5412.4	8151.3	9762.4	13953.5	18876.5
应付贸易款项及应付票据	956.4	94.8	659.6	2167.7	2701.4
计息银行及其他融资	4118.2	7634.6	8421.8	10948.4	14780.3
其他	337.8	422.0	681.0	837.3	1394.8
非流动负债	8545.4	9625.4	13781.0	17476.7	22244.1
计息银行及其他融资	7290.1	7823.8	11429.3	14858.1	19315.5
递延税负债	0.0	0.0	6.4	6.4	6.4
其他	1255.3	1801.6	2345.3	2612.3	2922.2
总负债	13957.8	17776.7	23543.4	31430.2	41120.5
股本	1579.9	4327.8	4327.8	4327.8	4327.8
储备	847.6	1553.4	2289.3	3327.5	4577.4
总权益	2427.5	5881.2	6617.2	7655.3	8905.3
净负债	10954.7	13592.7	18227.1	23358.3	30587.9
(续下页...)					

附表：财务报表预测 (续)

(12 月 31 日年结; 百万人民币)	2014A	2015 A	2016E	2017E	2018E
现金流量表					
除税前溢利	611.1	900.3	1233.2	1776.0	2208.7
折旧	15.2	15.3	15.9	15.0	14.2
营运资金变动	(4470.6)	(6088.3)	(5072.0)	(6551.1)	(8963.7)
其他	(266.3)	(148.2)	(174.5)	(217.6)	(253.6)
经营活动现金净额	(4110.7)	(5320.9)	(3997.3)	(4977.7)	(6994.4)
购买物业等长期资产	(741.0)	(28903.0)	(10000.0)	(10000.0)	(10000.0)
其他	0.0	(43067.0)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净额	(741.0)	(71970.0)	(10000.0)	(10000.0)	(10000.0)
发行新股之已收现金	804.6	2775.5	0.0	0.0	0.0
借款变动	4130.2	4483.0	4392.8	5955.3	8289.4
其他	(686.9)	(590.5)	(727.0)	(243.5)	(325.2)
融资活动之所得现金流量净额	4247.9	6668.1	3665.7	5711.8	7964.2
现金及现金等价物增加净额	136.4	1275.2	(341.6)	724.1	959.7
年初现金及现金等价物	319.0	453.6	1865.7	1624.1	2448.2
汇率变动对现金及现金等价物的影响	(1.9)	136.9	100.0	100.0	100.0
年末之现金及现金等价物	453.6	1865.7	1624.1	2448.2	3507.9
主要财务指标					
P/E (x)	15.7	12.8	10.5	7.5	6.0
P/B (x)	3.0	1.4	1.5	1.3	1.1
Dividend yield (%)	N/A	1.7	2.0	2.8	3.5
EV/EBITDA (x)	33.14	25.68	22.53	18.55	18.20
EV/EBIT (x)	34.0	26.1	22.8	18.7	18.3
Gross margin (%)	60.1	59.7	60.8	41.4	41.4
EBITDA margin (%)	40.2	41.4	42.4	27.7	27.6
Pre-tax profit margin (%)	39.4	41.0	42.2	27.7	27.6
Net margin (%)	29.4	30.0	31.6	20.2	20.2
SG&A/sales (%)	20.4	21.0	19.4	14.1	14.1
Effective tax rate (%)	25.3	26.9	25.0	25.0	25.0
ROAE (%)	25.4	15.9	14.8	18.2	19.5
ROAA (%)	3.4	3.3	3.4	3.7	3.6
Current ratio (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
Stock turnover days (s)	192	307	378	513	371
A/R turnover days (s)	794	839	850	503	519
A/P turnover days (s)	351	217	120	137	189
Interest coverage (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Net debt/ (cash) to equity (%)	4.5	2.3	2.8	3.1	3.4
Total asset to equity ratio (x)	6.7	4.0	4.6	5.1	5.6
Dividend payout ratio (%)	N/A	28.4	28.0	28.0	28.0

资料来源：公司；安信国际

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