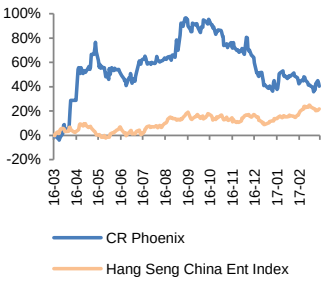
2017 年 3 月 24 日

增持
首次覆盖

市场数据：2017 年 3 月 10 日

收盘价（港币）	9.89
目标价（港币）	11.20
HSCEI	10,069
HSCCI	3,856
52 周高/低（港币）	14.16/6.70
市值（亿美元）	16.52
市值（亿港币）	128.24
流通股（百万股）	1,297
汇率（人民币/港币）	1.12

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师
武煜
A0230514080002
AXT645
wuyu@swsresearch.com
(+86) 21 2329 7269

先发制人，加速扩张

华润凤凰医疗（1515.HK）

财务数据及盈利预测

人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,206.27	1,372.27	1,574.31	2,100.27	2,766.35
同比增长率（%）	35.94	13.76	14.72	33.41	31.71
净利润（百万元）	230.05	167.05	(1,475.25)	405.39	504.19
同比增长率（%）	39.97	10.71	22.43	47.19	28.67
每股收益（元）	0.28	0.20	(1.64)	0.31	0.39
摊薄每股收益（元）	0.28	0.20	(1.64)	0.31	0.39
净资产收益率 （%）	13.26	8.97	(27.49)	7.13	8.28
资产负债率 （%）	13.75	17.41	6.99	7.73	8.56
股息率 （%）	0.48	1.27	0.00	0.56	0.70
市盈率（倍）	31.81	43.17	(5.38)	28.17	22.65
市净率（倍）	2.96	4.22	3.87	1.48	2.01
EV/Ebitda（倍）	36.74	39.49	29.91	20.68	16.25

注：“摊薄每股收益”是假设所有已发行可转换证券（如可转换优先股、可转换债券、股票期权和认股权证等）都已行权的情况下计算。

投资要点：

华润凤凰医疗于 16 年 10 月完成了对华润医疗主要医院资产的并购，目前运营大约 1.2 万张床位，104 家医疗机构，是国内最大的私立医疗服务集团之一。交易完成后，华润医疗成为了公司的大股东，持股比例达到 35.7%。

医院网络将快速扩张。我们认为 IOT（投资-运营-移交）是一种高效且经济的扩张医院网络的商业模式。大部分 IOT 医院能够继续保持公立医院的性质，因此可以继续享受政府补贴、税收减免等优惠政策，并能继续为受雇医生提供良好的职业晋升环境。华润凤凰医疗享有华润集团的背书，并且具备优秀的医院管理战绩，因此在赢取 IOT 项目方面颇具竞争力。此外，为了减轻公立医院给地方政府带来的财政负担，政府鼓励社会资本投资医疗服务行业、参与公立医院改革。这为公司拓展医院网络建立了良好的政策环境。我们预期公司的总运营床位数由 16 年底的 1.2 万张增至 19 年底的 1.8 万张，年均增长 2 千张床位。

卓越的医院管理能力。2012-15 年，公司旗下各家医院收入的复合年增速达到 11-16%。凤凰医疗于 2011 年接手京煤医院集团，之后该医院集团的收入在四年内实现翻倍。门头沟区医院的收入也在过去五年内翻了三倍。

管理层与股东利益紧密契合。公司已经于 16 年 11 月底重新任命了董事会成员以及管理层团队。核心管理团队几乎都是由在公司任职多年的高管组成，管理经验丰富，并且具备较高的忠诚度。此外，几乎所有的核心管理层都有持股，激励效应明显。

充分布局分级诊疗。中国政府正在大力推行分级诊疗体系，鼓励病人优先到基层医疗卫生机构就诊、基层医疗机构与上级医疗机构进行双向转诊。公司的网络囊括了各个层级的医疗机构，包含 7 家三级医院、12 家二级医院、34 家 1 级医院以及 51 家社区医疗卫生机构。因此，我们相信公司能够建立区域性的医疗服务生态圈，充分共享各层级医疗机构之间的病人资源以及医疗资源，实现运营效率的最大化。

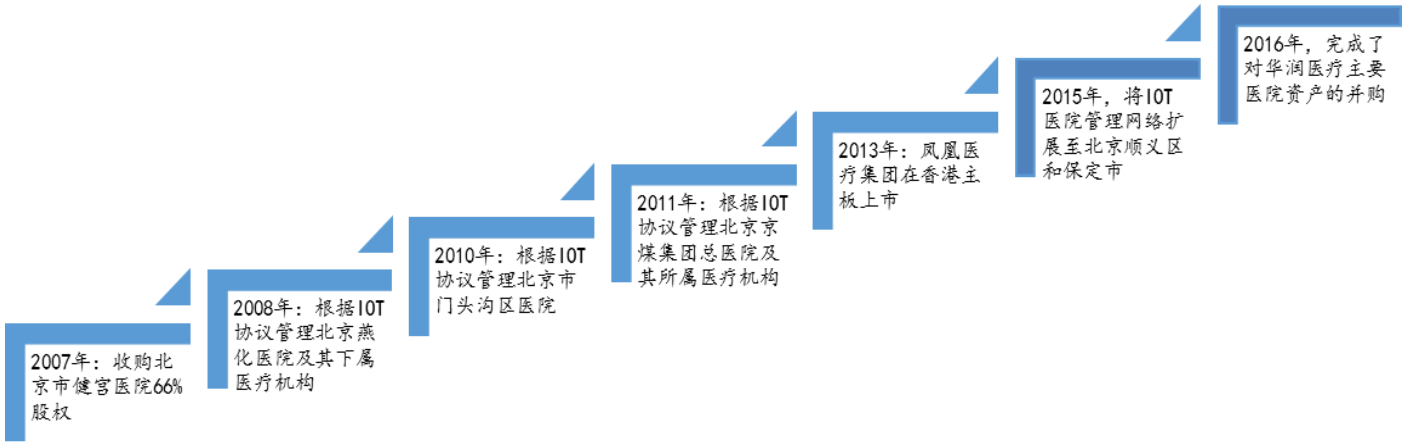
注意政策风险。“零加成”与“两票制”的实行可能会对公司的盈利能力带来负面影响。在最坏的情况下，我们测算零加成的实施将导致公司收入减少 20%。然而，考虑全国公立医院负债率高、利润率微薄，全面实行零加成将导致公立医院普遍亏损，给地方政府带来巨大的财务负担，我们认为零加成的推广将会是一个缓慢的过程。此外，两票制实施后，公司目前的供应链业务模式将不可持续。长期来看，公司或将寻找到新的模式来获取供应链部分的利润。

首次覆盖予以增持评级。由于华润医疗的资产并表以及新收购项目的贡献，我们预期公司的核心净利润将强劲增长，于 16/17/18 年分别达到 2.51 亿元/4.04 亿元/5.02 亿元。我们长期看好公司，目标价为 11.2 港币，对应 32 倍 17 年市盈率，以及 13%的上涨空间。

公司概览

按运营床位数和就诊人次计，华润凤凰医疗是国内最大的私立医疗服务集团之一。公司成立于 2007 年，2013 年 11 月在香港主板上市，集团总部位于北京，目前医院网络已扩张至全国。

图 1：公司发展大事记



资料来源：公司数据，申万宏源研究

2016 年 10 月 31 日，公司完成收购华润医院集团旗下的淮北矿工总医院集团、徐州市矿山医院、广东三九脑科医院、华润武钢医院集团和三九医疗门诊部。根据协议，凤凰医疗按每股 8.04 港币的价格发行了 4.63 亿股以支付此次收购的对价 37.2 亿港币。目前，华润医疗已成为公司的第一大股东，持股比例达到 35.7%。华润医疗是央企华润集团的全资子公司。凭借国企背景，华润凤凰有望获得更多的 IOT 项目，迅速扩大公司的医院网络。

2016 年 10 月 28 日，公司与中信医疗健康产业集团有限公司（“中信医疗”）正式签署协议，凤凰医疗将收购中信医疗旗下杭州整形医院 70%股权和中信惠州医院 60%股权。不过，该交易完成时间尚未确定。

华润凤凰目前运营 104 家医疗机构的大约 11,700 张床位，包括 7 家三级医院，12 家二级医院，34 家一级医院和 51 家社区医疗卫生服务中心。此外，公司还拥有三家养老机构。公司业务布局主要集中在北京，并已扩展至河北、江苏、广东、安徽和湖北。

公司通过以下三种方式获取收入：1）综合医院服务，主要来自健宫医院的合并收入；2）管理 IOT 医院及诊所收取医院管理费；3）为集团的医院网络提供药品集中采购的供应链服务。

供应链业务是公司经营利润的主要来源，贡献 2016 年上半年息税前利润的 71%，余下的 16%来自医院管理费收入，12%来自于综合医院服务。

规模化业务

在收购华润医疗主要医院资产之前，除健宫医院外，公司通过 IOT 模式管理的医院均为非营利性医院。从华润医疗收购的医院中除了三九医疗门诊部外，也均属于非营利性质。根据 IOT 模式，华润凤凰对医院进行固定投资以换取 16 至 48 年的医院管理权，其中一些医院在协议期内每年分期偿还公司的投资。公司收取医院管理费并为这

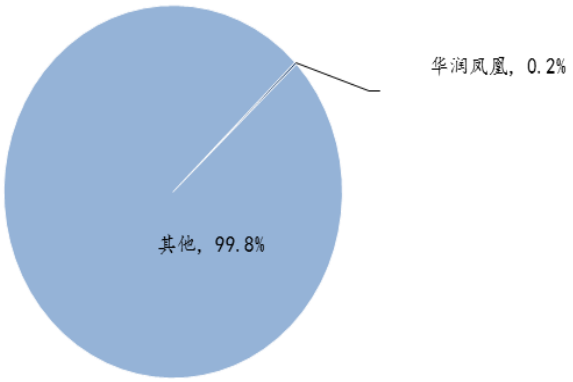
些医院提供供应链服务，其中大多数 IOT 医院为非营利医院。我们认为 IOT 是一种高效且经济的扩张医院网络的商业模式，大部分 IOT 医院能够继续保持公立医院的性质，因此可以继续享受政府补贴、税收减免等优惠政策，并能为受雇医生提供良好的职业晋升环境。

此外，为了减轻公立医院给地方政府带来的财政负担，中国政府鼓励社会资本投资医疗服务行业、参与公立医院改革。根据过去五年来出台的一系列措施，私立医院能够在税收、医保报销和学术研究等方面获得政策支持。

过去几年间，华润凤凰的医院网络迅速扩大。总运营床位数从 2011 年的 2,897 张增加到 2016 年底的约 1.2 万张。公司的业务主要集中在北京，并已经扩展到河北、江苏、广东、安徽和湖北。

2015 年，中国医院的总床位数达到 530 万张，其中 80.6%由公立医院所有，其余 19.4%由私立医院所有。监管部门计划到 2020 年每千人床位数增加至 6.0 张（2015 年为 5.1 张），这意味着 2015-20 年床位数年均复合增长率将达到约 3%。然而，中国医疗服务行业高度分散，截至 2015 年末，中国共有 27,587 家医院。在床位数量方面，华润凤凰国内市场份额仅为 0.2%，但其已经是国内最大的医疗服务集团，这给公司未来整合市场留下了巨大的空间。凭借规模优势，公司可以与供应商谈判降低采购成本，并通过建立区域性的综合医疗系统极大地增强管理医院之间的协同效应。

图 2：华润凤凰市场份额，按床位数计



资料来源：国家卫计委，申万宏源研究

国内医院并购活动近年来相当活跃，越来越多的投资者开始关注医疗服务行业的战略投资机会，这也导致医院并购交易的估值高企。我们总结了自 2016 年 7 月以来上市公司完成的 10 项并购交易，这些交易平均估值为 2.7 倍预测市销率，23 倍预测市盈率和 3.7 倍预测市净率。公司从华润医疗收购的医院资产对应估值为 1.2 倍 16 年市销率，29 倍 16 年市盈率和 3.6 倍 16 年市净率，优质资产使得估值较为便宜。

图 3：2016 年 7 月以来的医院并购交易

日期	收购方	并购标的	医院等级	医院类型	医院性质	地区	股权	预测 16 年收入（万元）	预测 16 年净利润（万元）	预测 16 年净资产（万元）	交易金额（万元）	16E PS	16E PE	16E PB
8 月	华润凤凰医疗（1515:HK）	徐州市矿山医院	二甲	综合	公立	江苏	100%	279,910	11,136	89,900	323,727	1.2	29.1	3.6
		淮北旷工总医院	三乙	综合	公立	安徽	100%							
		广东三九脑科医院	三乙	综合	公立	广东	100%							
		华润武钢医院集团	三乙	综合	公立	湖北	51%							
		三九医疗门诊部	未分类	综合	公立	广东	100%							
12 月	中珠医疗（600568.CH）	六安开发区医院	二甲	综合	公立	安徽	65%	3,180	129	1,848	3,686	1.8	44.1	3.1
12 月	常宝股份（002478.CH）	什邡二院	二甲	综合	公立	四川	100%	9,032	994	9,271	22,800	2.5	22.9	2.5
		洋河人民医院	三乙	综合	公立	江苏	90%	8,325	-1,874	37,946	35,100	4.7	NA	1.0
		单县东大医院	二甲	综合	公立	山东	71%	22,236	3,282	6,809	41,313	2.6	17.7	8.5

12 月	爱尔眼科（300015. CH）	东莞爱尔眼科	未分类	专科	民营	广东	75%	3, 639	591	2, 668	58, 013	2. 7	19. 4	5. 8
		泰安爱尔眼科	未分类	专科	民营	山东	59%	2, 191	-112	1, 849				
		太原爱尔眼科	未分类	专科	民营	山西	90%	2, 849	221	345				
		佛山爱尔眼科	未分类	专科	民营	广东	60%	2, 863	-300	1, 556				
		九江爱尔中山眼科医院	未分类	专科	民营	江西	68%	1, 308	26	555				
		清远爱尔眼科	未分类	专科	民营	广东	80%	835	-15	643				
		湖州爱尔眼科	未分类	专科	民营	广东	75%	2, 597	410	1, 248				
		滨州湖滨爱尔眼科	未分类	专科	民营	山东	70%	11, 206	2, 782	4, 272				
		朝阳眼科医院	未分类	专科	民营	北京	55%	2, 738	603	1, 687				
11 月	康美药业（600518. CH）	梅河口市爱民医院	二甲	综合	公立	吉林	60%	NA	NA	48, 711	39, 481	NA	NA	1. 4
9 月	尚荣医疗（002551. CH）	独山县人民医院	二甲	综合	公立	贵州	60%	NA	NA	804	8, 933	NA	NA	9. 6
		独山县中医院	二甲	综合	公立	贵州	60%	NA	NA	758				
9 月	海南海药（000566. CH）	鄂钢医院	三乙	综合	公立	湖北	100%	6, 990	1, 276	10, 455	34, 000	4. 9	26. 6	3. 3
8 月	济民制药（603222. CH）	鄂州市第二医院	二甲	综合	民营	湖北	80%	NA	NA	6, 817	20, 800	NA	NA	3. 8
8 月	乐普医疗（300003. CH）	安徽高新心脑血管医院	未分类	专科	民营	安徽	70%	5, 384	NA	3, 972	10, 745	2. 9	NA	3. 9
7 月	苏宁环球（000718. CH）	上海伊尔美港华医院	未分类	专科	民营	上海	80%	8, 815	1, 610	198	20, 800	2. 9	16. 1	131. 3
	平均											**2. 7**	**22. 9**	**3. 7**

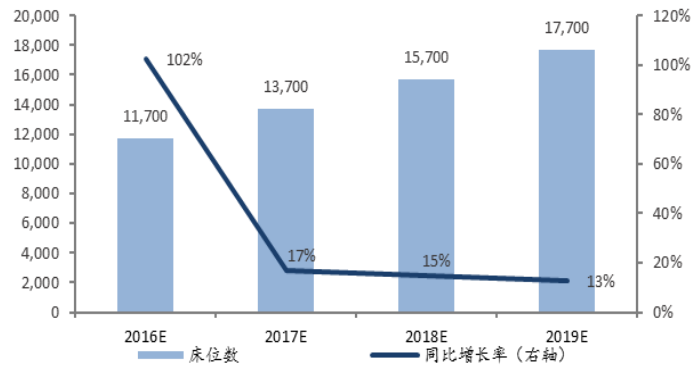
资料来源：公开资料，申万宏源研究 注：针对公司与华润医疗的并购交易，我们假设华润医疗资产 16 年收入为 27. 99 亿元=15 年收入 24. 34 亿元*（1+15%）；同时假设 16 年重述净利润为 1. 11 亿元=16 年前 5 个月净利润 4640 万元/5*12

华润凤凰过去已经表现出了强大的并购能力，公司 10T 医院的历史收购成本为每张床 10 万至 56 万元。我们预计公司每年增加 2, 000 张床位，平均投资成本为每张床 30 万元，或每年 6 亿元的资本支出。我们预测公司的总运营床数将由 2016 年底的 11，700 张增至 2019 年底的 17, 700 张，这里不考虑公司可能收购中信医疗旗下医院的床位数。

我们预测公司原有医院在 2015-19 年以 13%的复合年均增长率实现有机增长，在总收入中的占比由 2016 年的 100%下降至 2019 年的 62%。我们预计从华润医疗收购的资产将从 2017 年开始贡献收入，预计 2017-19 年收入增速为 15%，超过大约 10%的行业平均增速，这得益于华润凤凰管理下经营效率的提升。我们预计公司将从 2017 年初开始为淮北旷工总医院集团、徐州市矿山医院和广东三九脑科医院提供医院管理和集中采购服务。公司目前仍在与武钢医院集团商谈合作细节，预计将在 2017 年底前确定。假设药品销售占公司医院总收入的 40%，我们预计在并购完成后的首年华润凤凰将为从华润医疗收购的医院集中采购 20%的药品，第二年增加至 40%，第三年进一步提升 60%。因此，预计华润医疗的医院收入 2017 年将达到 3. 23 亿元，2018 年 6. 68 亿元，2019 年 10. 6 亿元，占公司 2019 年总收入的 30%。

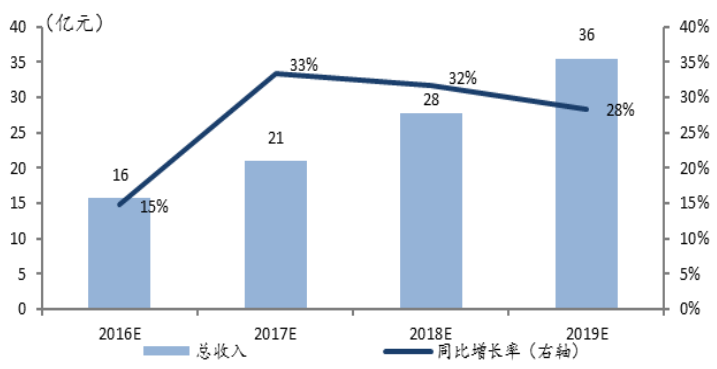
对于新增的 10T 医院，假设每张床位平均每年收入为 40 万元，药品销售占总收入的 40%，考虑到新 10T 项目的贡献，我们预测公司 2015-19 年收入复合年增长率达到 27%。

图 4：床位数预测



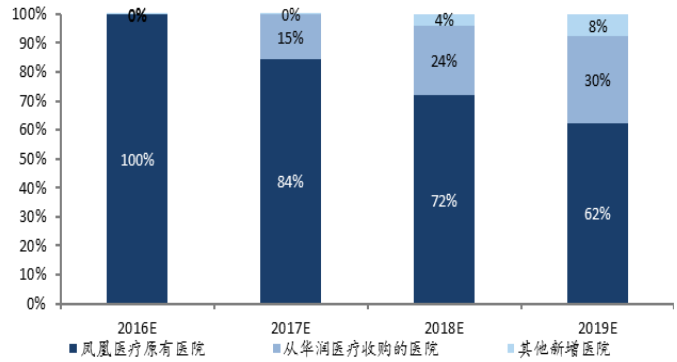
资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 5：收入预测



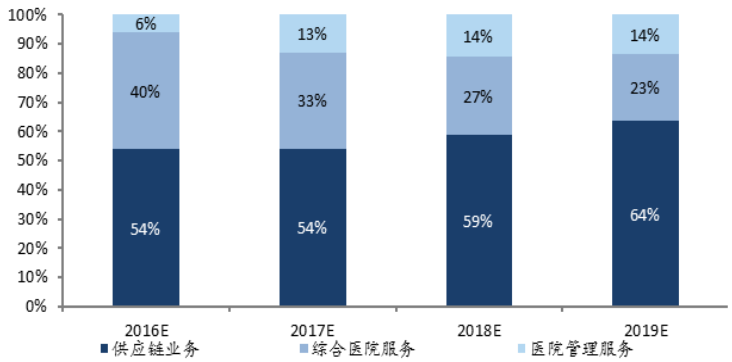
资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 6：收入构成，按资产类型分



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 7：收入构成，按业务分



资料来源：公司数据，申万宏源研究

医院管理经验丰富

在收购华润医疗的主要医院资产之前，公司管理的医疗机构包括 16 家综合医院、2 家专科医院和 39 家社区诊所，其中综合医院主要包括北京市健宫医院、北京燕化医院、北京京煤集团总医院（总院及其分院）、北京市门头沟区医院、北京市门头沟区中医医院、北京市门头沟区妇幼保健院、顺义区空港医院等。健宫医院是公司唯一通过直接控股方式运营的医院，其他大多数医院均通过 IOT 模式管理。

IOT 模式允许华润凤凰任命如首席运营官和首席财务官在内的主要高级管理人员，并推荐或任命医院院长。集团在其医院网络分享人力资源和医疗知识，专家和医生可以通过医生共享机制（多点执业）在集团医院之间轮换，有助于提高运营效率并吸引患者就诊。

公司医院均安装了统一的 IT 和医院管理系统，以提高各医院之间的协同效应，增强公司对下属医院的管理。

此外，华润凤凰通常通过医院设施改扩建和新增医疗设备来升级在管医院的基础设施。随着设施的不断完善，医院将能够为更多的病人提供更好的服务。

公司在医院管理方面展现出了卓越的专业性，其管理的医院过去几年取得了良好的业绩，重点医院收入 2012 年-15 年复合年增长率达到 11-16%。值得一提的是，京煤集团医院的收入在 2011 年被华润凤凰接管后实现翻番，而门头沟医院的收入在过去五年内几乎翻了三倍。

图 8：华润凤凰医院网络收入增速

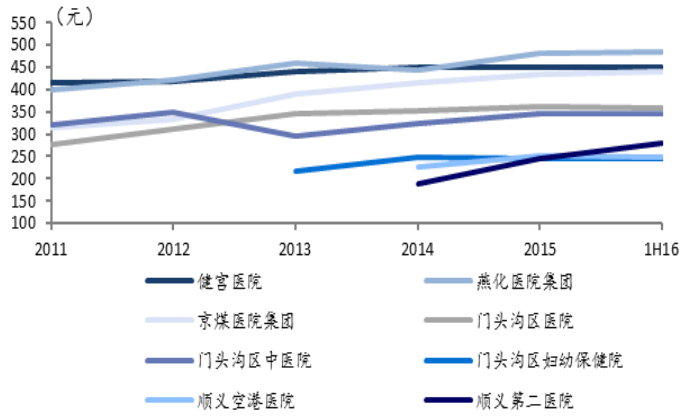
医院收入（申万宏源预测，亿元）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1H16	12-15 Cagr
健宫医院（80%所有权）	2.75	3.11	4.00	4.69	5.40	5.75	2.83	
同比增长率		*13.03%*	*28.77%*	*17.10%*	*15.27%*	*6.38%*	*10.30%*	*12.82%*
燕化医院集团	3.92	4.41	5.21	5.98	6.66	7.21	3.79	
同比增长率		*12.53%*	*18.26%*	*14.81%*	*11.25%*	*8.36%*	*13.74%*	*11.44%*
京煤医院集团	3.94	4.69	5.53	6.68	7.37	8.58	4.57	
同比增长率		*19.09%*	*18.03%*	*20.70%*	*10.35%*	*16.43%*	*16.31%*	*15.75%*
门头沟区医院	1.44	1.70	2.66	3.18	3.66	4.05	2.17	
同比增长率		*18.21%*	*56.30%*	*19.61%*	*15.02%*	*10.64%*	*22.74%*	*15.03%*
门头沟区中医院	0.92	1.19	1.32	1.30	1.66	1.97	1.01	
同比增长率		*29.83%*	*11.35%*	*-1.88%*	*27.80%*	*18.52%*	*18.21%*	*14.12%*
门头沟区妇幼保健院				0.31	0.37	0.33	0.17	
同比增长率					*16.34%*	*-9.59%*	*22.43%*	*NA*
顺义空港医院					1.06	1.28	0.74	
同比增长率						*19.99%*	*26.18%*	*NA*
顺义第二医院					0.27	0.35	0.20	
同比增长率						*26.84%*	*22.19%*	*NA*

资料来源：公司数据，申万宏源研究 注：医院收入预测基于（门诊人次*次均门诊费）+（住院人次*次均住院费）

我们注意到，公司管理的医院在过去几年中运营效率显著改善。以京煤医院集团为例，住院病人的平均住院时间明显下降，从 2010 年的 52 天下降到 2016 年上半年的 25 天。随着床位周转率的提高，医院能够利用现有设施获得更高的收入。

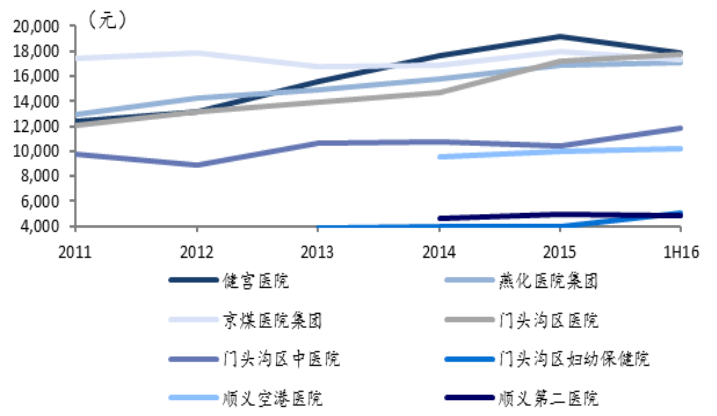
此外，为了最大限度地提高盈利能力，公司还通过改善和升级医疗服务的方式成功地提高了次均就诊收入。例如，门头沟区医院门诊病人次均门诊费已从 2010 年的 245 元上升到 2016 年上半年的 360 元，而住院病人次均住院费也从 2010 年的 13,079 元增长了 36%至 2016 年上半年的 17,768 元。

图 9：次均门诊费



资料来源：公司数据，申万宏源研究

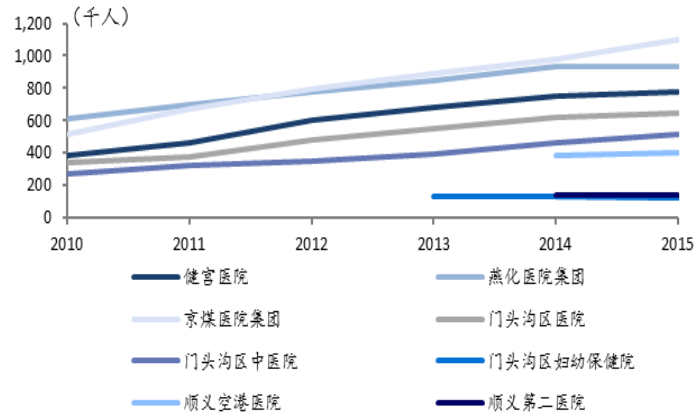
图 10：次均住院费



资料来源：公司数据，申万宏源研究

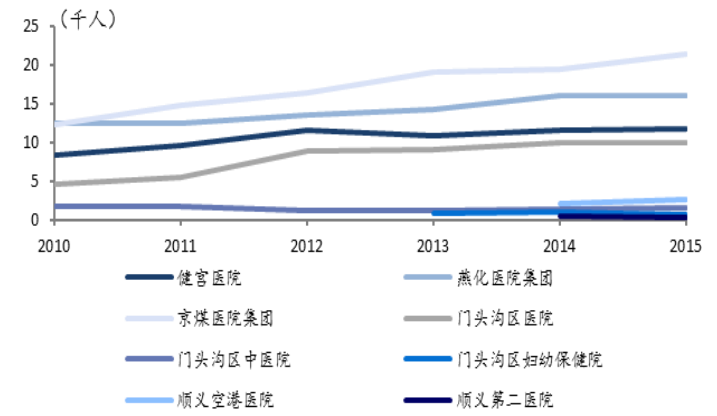
公司医院接待的病人就诊总人次呈现稳步增长。2012 年至 2015 年期间，集团主要医院的门诊就诊人次复合年均增长率达到 6-14%，同期住院人次复合年均增速为 1-9%。我们认为这主要得益于内部的有机增长以及公司在提高服务质量方面的努力。

图 11：门诊人次



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 12：住院人次



资料来源：公司数据，申万宏源研究

管理层与股东利益紧密契合

随着 2016 年 10 月完成华润医疗相关资产的收购，华润凤凰任命了新的董事会成员和高级管理人员。公司目前共有 11 名董事，其中三名为执行董事，四名为非执行董事，四名为独立董事。三名执行董事均为凤凰医疗的前高管，并且大多数执行董事和高管均来自凤凰医疗，有着丰富的医院管理经验，并且具备较高的忠诚度。因此，我们预计华润凤凰将保持卓越的管理能力，并有效整合从华润医疗收购的资产。截至 2017 年

2 月，华润凤凰的大多数高管均持有公司股份，显示出强有力的激励效应和对公司未来发展的信心。

图 13：公司高管团队

原管理层		新任管理层		
徐捷	董事长，执行董事	傅育宁	荣誉主席	同时担任华润集团董事长
梁洪泽	执行董事，行政总裁	王印	董事长，非执行董事	同时担任华润集团副董事长
张晓丹	执行董事，执行总经理	王彦	非执行董事	同时担任华润集团审计监察部总监
成立兵	执行董事，副董事长	贺旋	非执行董事	同时担任华润医疗董事长
单宝杰	执行董事，副总经理（新任命为华润医疗副总经理）	梁洪泽	非执行董事	新认命为华润医疗总经理
徐泽昌	执行董事	吴珀涛	执行董事，行政总裁	原凤凰医疗副总经理
江天帆	执行董事，首席财务官	成立兵	执行董事，副董事长	职位无变化
		徐泽昌	执行董事，执行总经理	同时担任门头沟区医院执行院长
		李峙乐	首席财务官	同时担任华润医疗首席财务官

资料来源：公司数据，申万宏源研究 注：蓝色标注部分为凤凰医疗原管理团队

充分布局分级诊疗

为了减轻大型公立医院看病过度拥挤的压力，监管部门致力于建立分级诊疗制度，鼓励和引导患者到基层医疗机构进行疾病的初诊和治疗，并将急危重症和疑难复杂疾病患者转移到上级医院，如二级和三级医院，进行诊治。有效地引导患者在不同层级医疗机构就诊有助于缓解大型公立医院的日常管理压力，提高公共医疗系统的效率。

图 14：中央分级诊疗政策汇总

时间	相关部门	政策	内容
07/01/2017	卫计委	《2017 年卫生计生工作要点》	关于推进分级诊疗建设，文件提出在 85%的地市开展分级诊疗试点，以慢性病和重点人群为切入点，做实做细签约服务包，家庭医生（团队）签约服务覆盖率达到 30%以上，重点人群覆盖率达到 60%。
27/12/2016	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	控制三级医院普通门诊规模，支持和引导病人优先到基层医疗卫生机构就诊，由基层医疗卫生机构逐步承担公立医院的普通门诊、稳定期和恢复期康复以及慢性病护理等服务。鼓励二级以上医院成立全科医学科。实施家庭医生签约服务制度。完善不同级别医疗机构的医保差异化支付和价格政策，促进各级各类医疗卫生机构分工协作机制的建立。
2016/08/19	卫计委	《关于推进分级诊疗试点工作的通知》	国家卫生计生委和国家中医药管理局确定了北京市等 4 个直辖市、河北省石家庄市等 266 个地级市作为试点城市开展分级诊疗试点工作 “通知”明确，2016 年分级诊疗试点的重点工作有 6 项：一是进一步提升基层服务能力；二是推进家庭医生签约服务；三是探索组建医疗联合体；四是科学实施急慢分治；五是加快推进医疗卫生信息化建设，促进区域医疗资源共享；六是加强部门协调，完善配套政策。
11/09/2015	国务院	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	到 2017 年，分级诊疗试点工作应当达到以下标准： 一、基层医疗卫生机构建设达标率≥95%，基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例≥65%； 二、试点地区 30 万以上人口的县至少拥有一所二级甲等综合医院和一所二级甲等中医医院，县域内就诊率提高到 90%左右，基本实现大病不出县； 三、每万名城市居民拥有 2 名以上全科医生，每个乡镇卫生院拥有 1 名以上全科医生，城市全科医生签约服务覆盖率≥30%； 四、居民 2 周患病首选基层医疗卫生机构的比例≥70%；
06/03/2015	国务院	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）》	建立并完善分级诊疗模式： 控制公立医院普通门诊规模； 支持和引导病人优先到基层医疗卫生机构就诊，由基层医疗卫生机构逐步承担公立医院的普通门诊、康复和护理等服务； 推动全科医生、家庭医生责任制，逐步实现签约服务。

资料来源：公开资料，申万宏源研究

受益于分级诊疗制度的推广，更多的病人将被引导到下层医疗卫生机构就诊，而患者通常在下级医院可以享受到更高的报销比例和更便宜的医疗服务。政府计划基层医疗机构首诊比例达到 70%以上。我们注意到，一级医院的就诊人次增速明显加快，从 2011-15 年的 5.3%上升到 2016 年上半年的 16.3%。

公司大部分医院的所在地，北京市已经采取了多种措施以建立分级诊疗制度，基层医疗机构看病费用的 90%可以报销，比其他高出 20%。北京还将基层医疗机构的药品

报销范围从原先的1,435种增加到2,510种，同时还将加大对社区基层医疗机构医保基金的倾斜力度。

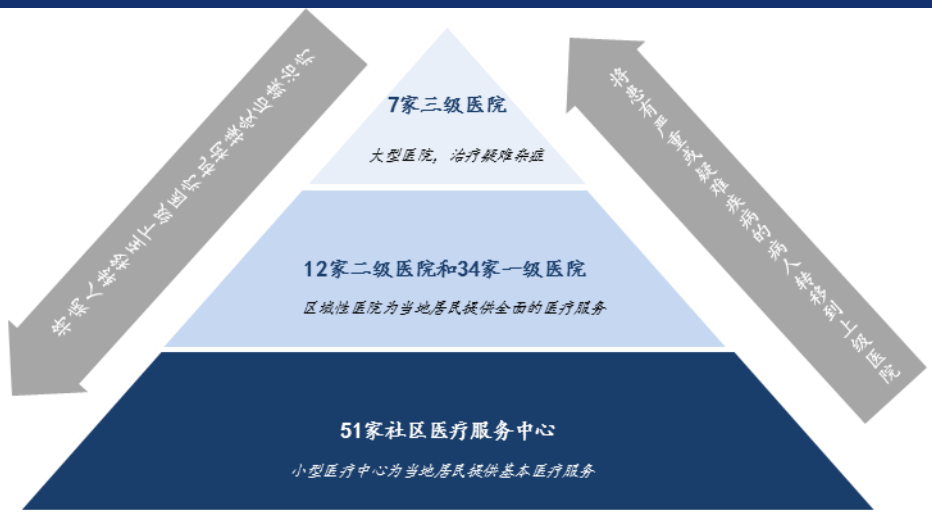
图 15：地方分级诊疗政策汇总

政策
城镇职工在社区门诊医疗费报销比例为90%，比其他高20%。
北京将基层医疗机构的药品报销范围从原先的1435种增加到2510种。
对于符合慢病延长病种，社保部门也同步允许延长开药量。在社区一次处方开药量由原来的一个月增加到两个月，都可以持卡报销。
继续加大向社区基层医疗机构倾斜的力度。
提高基层医疗机构职工待遇以吸引人才。
在基层医疗机构兼职的医生或退休医生可获得政府补贴。

资料来源：公开信息，申万宏源研究

华润凤凰在分级诊疗系统制度建设中有望受益。公司的网络囊括了各个层级的医疗机构，包含7家三级医院、12家二级医院、34家一级医院以及51家社区卫生机构。公司能够通过建立区域性的综合系统有效引导患者就医，并通过其医院网络分配医疗资料。另外，由于政府为基层医疗机构提供优惠政策，公司的社区医疗卫生中心和一级医院可以吸引更多的病患，同时引导急危重症病人去公司的二级和三级医院就诊。专家和资深医生也可通过多点执业在集团各层级医疗机构之间轮换，提高公司的运营效率，吸引更多的患者。

图 16：华润凤凰分级诊疗系统



资料来源：公司数据，申万宏源研究

政策风险

药品“零加成”政策实施

过去，公立医院可以收取15%的药品加成（中药25%）。但是，政府自2009年以来已逐渐取消药品加成，以控制公立医院过度开具处方等问题。2017年1月6日，国家卫计委主任李斌表示，到2017年所有公立医院将取消药品加成。

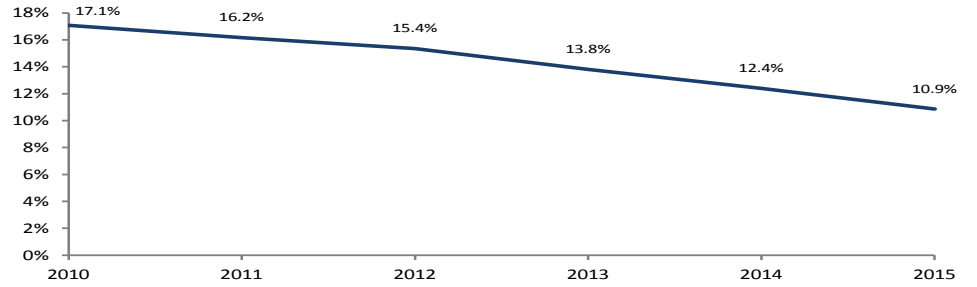
包括从华润医疗收购的医院在内，公司目前在北京、安徽、江苏、广东和湖北均有布局。在这些地区中，安徽省所有公立医院已经在2015年取消了药品加成，其他地区有望逐步跟进。

不考虑零加成政策的影响，我们估计北京的医院将贡献华润凤凰2017年总收入的84%，成为公司最大的收入来源。自2012年以来，北京已经有五家医院开始实施零加成政策，包括朝阳医院、同仁医院、天坛医院、积水潭医院等。除了取消15%的药品

加成，这五家医院还大幅提高了医疗服务费以弥补损失。然而，积水潭医院院长最近表示，在零加成政策实施后，医院每年损失超过 1 亿元，约占医院总收入的 3%。根据北京市政府 2016 年 2 月发布的医疗卫生改革方案，北京所有的公立医院都将取消药品加成。不过，政策实施的实际进展缓慢。

由于零加成政策的逐步实行，国内医院的平均药品加成已由 2010 年的 17%下降至 2015 年的 11%。

图 17：中国医院平均药品加成



资料来源：国家卫计委，申万宏源研究

我们注意到，2015 年公立医院的利润率下降，收入增长放缓。然而，考虑全国公立医院负债率高、利润率微薄，全面实行零加成将导致公立医院普遍亏损，给地方政府带来巨大的财务负担，因此我们认为零加成的推广将会是一个缓慢的过程。不过，一旦政策落实，由于公司大部分医院都是公立医院，受零加成政策影响将会面临收入和利润的双降。我们认为集团运营的健宫医院、燕化医院和三九医疗门诊部等民营医院为了保持价格竞争力未来也会取消药品加成。

“两票制”可能影响供应链业务

2017 年 1 月 9 日，国家卫计委宣布实施“两票制”计划草案。据该文件称，政府的目标是到 2018 年全面实施两票制，2017 年 11 个医改综合试点省份和 200 个公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”。

根据两票制规定，公立医疗机构在药品采购中只允许开具两张发票，即药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。这将打乱华润凤凰的供应链业务，该业务占公司 2016 年上半年总营业利润的 71%。

华润凤凰供应链下辖两家全资控股子公司，分别是北京万荣亿康医药有限公司和北京凤凰佳益医疗器械有限公司，负责汇总集团成员医疗机构的药品采购需求并与供应商议价以获得折扣，通过将药品销售给集团管理的医院获利。然而，两票制实施后，公司目前的供应链业务模式将不可持续。

长期来看，华润凤凰或将寻找到新的模式来获取供应链部分的利润。公司可以直接与制药厂谈判争取折扣，并通过其子公司以咨询费的形式收取。然而，由于公司需要与每个制药商谈判，这种方式的效率将低于此前从第三方分销商处采购药品的模式。因此，我们认为华润凤凰供应链业务的收入和利润在两票制实施后可能会缩水。

长期前景看好

华润凤凰享有华润集团的背书，并且具备优秀的医院管理战绩，因此在赢取 IOT 项目方面颇具竞争力。我们预计公司每年增加 2,000 张床位，平均投资成本为每张床 30

万元，或每年6亿元的资本支出。我们预测公司的总运营床数将由2016年底的11，700张增至2019年底的17,700张，这里剔除公司可能从中信医疗收购的医院床位数。由于华润医疗的资产并表以及新收购项目的贡献，我们预计公司2015-19年收入以27%的复合年增速增长。

公司拥有强大的现金生成能力和强劲的资产负债表。我们预测公司2016年营业现金流中将达到2.83亿元，2016年末净现金达到10亿元。预测2016至19年公司的经营现金流将以31%的年复合增速增长。假设2017-19年每年的资本支出为6亿元，预计公司将在未来三年内保持净现金状况。

2017年1月25日，华润凤凰宣布由于收购华润医疗的资产，公司将计提约17亿元的一次性商誉减值损失。根据协议，凤凰医疗按每股8.04港币的价格发行了4.63亿股以支付收购对价37.2亿港币。该交易已于2016年10月31日完成，当天公司股票收于12.34港币。因此，我们估计公司2016年将计提17.3亿元商誉减值损失。另外，我们预测华润医疗资产收购涉及4000万元的一次性交易成本以及2000万元的一次性员工安置费用。

扣除一次性费用后，我们预计华润凤凰核心盈利2016年达到2.51亿元，同比增长5%。由于华润医疗资产整合和医院网络扩张，我们预计公司的盈利增长将从2017年开始加速，估计2017核心盈利为4.40亿元（同比增长61%），2018年5.02亿元（同比增长24%），2019年6.03亿元（同比增长20%）。

图18：关键财务假设

收入（人民币百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
综合医院服务	**540**	**576**	**632**	**688**	**747**	**807**
供应链业务	**606**	**725**	**848**	**1,137**	**1,624**	**2,261**
燕化医院	230	249	287	322	357	393
京煤医院集团	215	275	319	361	404	444
门头沟区医院	114	134	167	200	236	274
门头沟区中医医院	41	60	65	68	72	75
门头沟区妇幼保健院		2	5	6	7	8
顺义区医院				21	46	78
淮北矿工总医院				69	158	273
徐州市矿山医院				16	36	62
广东三九脑科医院				71	163	281
武钢医院集团				0	77	177
其他/新增医院	5	5	5	5	69	197
分部间收入	176	201	216	236	256	276
医院管理服务	**60**	**72**	**95**	**275**	**395**	**483**
燕化医院	30	32	35	39	44	48
京煤医院集团	21	26	34	38	43	47
门头沟区医院	4	6	11	13	15	18
门头沟区中医医院	5	8	8	9	9	10
门头沟区妇幼保健院			1	2	2	2
顺义区医院			5	6	7	8
淮北矿工总医院				74	85	98
徐州市矿山医院				17	19	22
广东三九脑科医院				76	88	101
武钢医院集团					42	49
其他/新增医院					40	80
总收入	**1,206**	**1,372**	**1,574**	**2,100**	**2,766**	**3,551**
毛利率						

综合医院服务	16.01%	15.74%	15.62%	15.50%	15.40%	15.30%
供应链业务（不包括部门间抵销）	27.35%	25.43%	27.20%	24.00%	21.00%	19.00%
供应链业务（包括部门间抵销）	21.20%	19.91%	21.67%	19.88%	18.14%	16.93%
医院管理服务	75.67%	75.89%	78.07%	78.00%	78.00%	78.00%
综合毛利率	**24.68%**	**24.02%**	**25.63%**	**28.28%**	**27.63%**	**26.18%**

资料来源：公司数据，申万宏源研究

华润凤凰2015年净利率为12%，与国内同行相当。2015年净资产收益率为7.4%，也与7.9%的行业平均水平相近。此外，我们预计公司将在2015至18年实现28%的核心盈利增速，与上市同业的平均增速相符。

公司目前股价对应28倍17年市盈率，低于其三年历史平均水平一个标准差。香港上市同业的平均估值为18倍17年市盈率，A股同业为38倍17年市盈率，东盟同业为38倍17年市盈率，美国上市同业为16倍17年市盈率。鉴于公司的规模优势和良好的长期增长前景，我们认为华润凤凰应享有估值溢价。

根据贴现现金流DCF模型，我们得出公司价值为10.86港币/股。由于长期看好该公司，我们给予目标价11.2港币，对应32倍17年市盈率。股价有13%的上升空间，我们首次覆盖予以增持评级。

核心假设风险

“零加成”和“两票制”政策的实施进度超预期；医院网络扩张进展以及华润医疗资产整合进度低于预期。

附录

合并损益表

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**1,206**	**1,372**	**1,574**	**2,100**	**2,766**
营业成本	**(909)**	**(1,043)**	**(1,171)**	**(1,506)**	**(2,002)**
毛利润	**298**	**330**	**404**	**594**	**764**
其他收入	**94**	**99**	**87**	**92**	**96**
销售/一般/管理费用	(86)	(150)	(137)	(174)	(210)
Ebitda	293	273	360	521	663
Ebit	254	228	314	471	610
财务费用	(1)	(27)	0	0	0
利润总额	**317**	**248**	**(1,446)**	**503**	**642**
所得税	(77)	(76)	(20)	(101)	(141)
少数股东损益	(9)	(5)	(10)	3	3
净利润	**230**	**167**	**(1,475)**	**405**	**504**

资料来源：公司数据，申万宏源研究

合并现金流量表

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	**317**	**248**	**(1,446)**	**503**	**642**
加：折旧及摊销	39	45	46	50	53
财务费用	(1)	(27)	0	0	0
投资损失	(36)	(44)	(38)	(38)	(38)
营运资本变动	35	(15)	3	13	14
其它	(80)	25	1,717	(95)	(135)
经营活动现金流	**274**	**232**	**283**	**434**	**536**
资本开支	(36)	(32)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	397	62	(123)	(577)	(577)
投资活动现金流	**361**	**30**	**(173)**	**(627)**	**(627)**
股权融资	0	0	0	0	0
负债净变化	(200)	0	0	0	0
支付股利、利息	(46)	(33)	0	(81)	(101)
其它融资现金流	(176)	(16)	0	0	0
融资活动现金流	**(422)**	**(49)**	**0**	**(81)**	**(101)**
净现金流	**213**	**212**	**109**	**(274)**	**(192)**
自由现金流	215	151	294	384	486
股权自由现金流	16	178	294	384	486

资料来源：公司数据，申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,293	1,294	1,556	1,342	1,230
银行存款及现金	612	822	931	657	465
贸易应收款项	118	181	185	233	293
存货	34	42	45	58	77
其他流动资产	529	249	395	395	395
长期投资	150	147	144	141	138
物业、厂房及设备	138	145	170	191	209
无形资产及其他资产	360	405	3,627	4,209	4,791
资产总计	**2,012**	**2,255**	**5,770**	**6,165**	**6,659**
流动负债	273	390	400	474	567
短期借款	0	0	0	0	0
贸易应付款项	230	269	280	353	446
其他流动负债	43	121	121	121	121
长期负债	3	3	3	3	3
负债合计	**277**	**393**	**403**	**477**	**570**
少数股东权益	108	115	124	122	119
股东权益	1,627	1,748	5,243	5,567	5,970
股本	0	0	0	0	0
储备	129	365	(1,110)	(786)	(383)
股东权益	1,735	1,863	5,367	5,689	6,089
负债和股东权益合计	**2,012**	**2,255**	**5,770**	**6,165**	**6,659**

资料来源：公司数据，申万宏源研究

关键财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标（人民币）					
每股收益	0.28	0.20	(1.64)	0.31	0.39
摊薄每股收益	0.28	0.20	(1.64)	0.31	0.39
每股经营现金流	0.33	0.28	0.31	0.33	0.41
每股红利	0.05	0.14	0.00	0.06	0.08
每股净资产	2.09	2.28	5.95	4.39	4.70
关键运营指标（%）					
ROIC	12.45	10.42	4.97	7.04	8.52
ROE	13.26	8.97	(27.49)	7.13	8.28
毛利率	24.68	24.02	25.63	28.28	27.63
Ebitda Margin	24.32	19.89	22.89	24.82	23.97
Ebit Margin	21.07	16.64	19.95	22.45	22.06
收入同比增长率	35.94	13.76	14.72	33.41	31.71
净利润同比增长率	39.97	10.71	22.43	47.19	28.67
资产负债率	13.75	17.41	6.99	7.73	8.56
净资产周转率	0.70	0.74	0.29	0.37	0.45
总资产周转率	0.60	0.61	0.27	0.34	0.42
有效税率	24.38	30.47	(1.35)	20.00	22.00
股息率	0.48	1.27	0.00	0.56	0.70
估值指标（倍）					
PE	31.81	43.17	(5.38)	28.17	22.65
PB	2.96	4.22	3.87	1.48	2.01
EV/Sale	8.94	7.85	6.85	5.13	3.90

资料来源：公司数据，申万宏源研究

Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission with the code number ZX0065.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for the relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com for the analysts' qualifications, the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

Introduction of Share Investment Rating

Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

Trading BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 6-month period.

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments.

The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (http://www.swsresearch.com). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish.

The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary.

Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment.

Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.
This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.
This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).
This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of Shenwan Hongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.