

国际医学

000516

审慎增持 (首次)

打造国内大型医疗集团, 开创综合医疗新纪元

2018年11月14日

市场数据

市场数据日期	2018-11-13
收盘价(元)	5.32
总股本(百万股)	1971.05
流通股本(百万股)	1932.65
总市值(百万元)	10485.98
流通市值(百万元)	10281.71
净资产(百万元)	5811.85
总资产(百万元)	6561.65
每股净资产	2.95

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4060	2050	1936	3940
同比增长(%)	3.3%	-49.5%	-5.6%	103.5%
净利润(百万元)	198	2267	131	335
同比增长(%)	-1.6%	1042.8%	-94.2%	156.1%
毛利率(%)	19.9%	18.4%	20.8%	23.4%
净利率(%)	4.9%	110.6%	6.8%	8.5%
净资产收益率(%)	5.5%	38.5%	2.2%	5.3%
每股收益(元)	0.10	1.15	0.07	0.17
每股经营现金流(元)	0.20	1.17	0.16	0.57

相关报告

分析师:
徐佳熹
xujiaxi@xyzq.com.cn
S0190513080003

投资要点

- **三大项目明年逐步开业, 多维度建立西部最大医疗集团。** 在建的西安高新医院二期、商洛国际医学中心以及西安国际医学中心, 预计将于 2019 年 Q2 起陆续开业。另外公司还有即将营业的高水平辅助生殖中心和在建的康复医学中心, 将多维度打造中国西部最大医疗集团。
- **公司深耕医院运营 16 年, 医疗管理经验丰富、专家人才储备充足、可复制的运营机制行之有效, 为新项目快速爬坡提供保障。** 高新医院 2002 年投入运营, 2011 被公司收购。2017 年, 高新医院营收近 6.5 亿元, 净利润 8,731.55 万元。人才方面医院专家库充足, 主任、副主任医师 127 人。经营方面, 医疗和运营两套班子, 公司在医院建立了三会等运营机制。
- **社会办医正迎密集政策红利, 非公医疗机构增长迅猛。** 国家在政策面为社会资本深化在医疗服务领域的专业化、规模化发展扫清了政策障碍, 并提供医保对接等政策。自 2010 年以来, 民营医院总收入规模的年均复合增长率达到 27.51%, 且还将保持高速增长。
- **盈利预测:** 2018 年公司剥离零售业, 全面转型高端医疗服务业。高新医院二期、商洛国际医学中心及西安国际医学成将于 2019 年 Q2 陆续开业, 医疗资源的投入使用, 为公司盈利奠定基础。公司体内医疗机构定位面向西安, 辐射西北五省, 区位优势明显; 同时, 拥有大型综合医院管理的丰富经验, 专家库储备充足, 确保盈利能力。在政府采取多种举措鼓励社会办医, 引导社会力量发展医疗卫生, 逐步形成多层次多样化医疗服务新格局下, 叠加军利好民营医院, 公司业绩有望持续快速增长。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.15、0.07、0.17 元, 对应 2018 年 11 月 13 日的股价的 PE 分别为 5X、80X、31X, 给予“审慎增持”评级。

风险提示: 医院收入增速、工程进度不及预期, 商业置出后收入利润下行。



目录

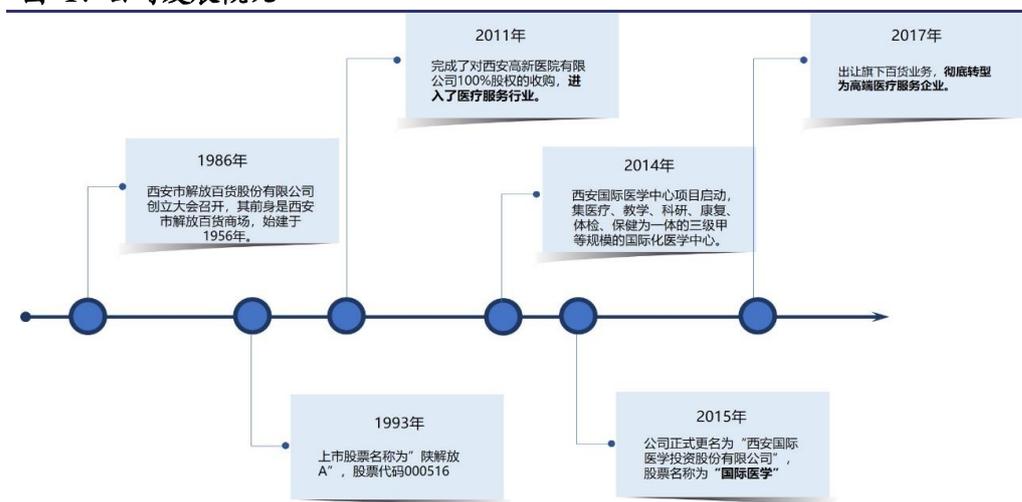
1. 公司基本情况介绍	- 3 -
2. 医疗行业迎来发展契机，民营医院获得政策支持	- 5 -
2.1 国家政策支持社会办医	- 5 -
2.2 非公医疗机构不断壮大，医疗服务发生结构化变化	- 6 -
3. 板块一：高新医院——全国首家民营三甲医院	- 7 -
3.1 历史悠久实力雄厚，民营区域中心医院标杆	- 7 -
3.2 床位使用效率高，单产提升尚有空间，二期扩建规模升级	- 8 -
4. 板块二：西安国际医学城——综合高质医疗航母	- 9 -
4.1 地理优势利好医学中心发展，政策影响加码盈利水平	- 9 -
4.2 科室设置合理，设备配备先进	- 10 -
5. 板块三：商洛国际医学中心——区域网络分级诊疗的先行	- 11 -
5.1 当地第一家三甲医院，盈利空间巨大	- 11 -
5.2 大病不出地级市，吸引患者优势凸显	- 11 -
6. 集团整体竞争优势明显，未来规划立足国际视野	- 12 -
6.1 打造高水平生殖中心，集团内培育医疗产业	- 12 -
6.2 探索国际资源，实现国际合作战略	- 13 -
7. 盈利预测及估值	- 14 -
图 1、公司发展概况	- 3 -
图 2、公司医疗业务概览	- 3 -
图 3、公司股权结构	- 4 -
图 4、公司各业务近年营收及增速	- 4 -
图 5、公司各业务近年毛利及增速	- 4 -
图 6、全国医疗机构收入结构	- 7 -
图 7、非公立医疗收入规模及增速	- 7 -
图 8、社会医院结构	- 7 -
图 9、执业医师人数结构	- 7 -
图 10、高新医院拥有高端设备	- 8 -
图 11、单床产出对比（单位：万元/张）	- 9 -
图 12、床位使用率对比（单位：%）	- 9 -
图 13、全国顶级医院 100 强统计	- 9 -
图 14、2016 年全国医院疾病构成	- 10 -
图 15、商洛国际医学中心优势	- 12 -
图 16、不孕不育患者治疗路径	- 12 -
图 17、大龄女性生育率变化情况（单位：%）	- 12 -
图 18、我国康复中心市场规模（单位：亿元）	- 13 -
表 1、医疗板块项目情况	- 5 -
表 2、支持民营医院发展的政策梳理	- 6 -
表 3、高新区与全国三级医院平均人床比对比	- 7 -
表 4、国内在运/在建质子中心	- 10 -
表 5、商洛市第二医院与商洛国际医学中心情况对比	- 11 -
表 6、公司盈利预测假设	- 14 -
表 7、公司盈利预测结果	- 14 -
表 8、可比公司估值指标	- 15 -

报告正文

1. 公司基本情况介绍

公司前身从事百货零售业务，创建于1956年，是西北第一家上市公司。2002年，现公司旗下第一个医疗服务项目西安高新医院开业运营，公司于2011年完成了对西安高新医院有限公司100%股权的收购，正式进军医疗服务行业。经过多年发展，公司形成了医疗服务与百货零售双主业格局，其中医疗服务正成为拉动公司未来业务发展与业绩提升的主要引擎。在2018年，公司出让了旗下百货业务，彻底转型为综合医疗服务企业。公司以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业，近年通过不断完善公司治理结构，坚持科技创新和稳健经营相结合的发展策略，现已发展成为国内大型上市医疗产业集团之一。

图 1、公司发展概况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司医疗业务概览



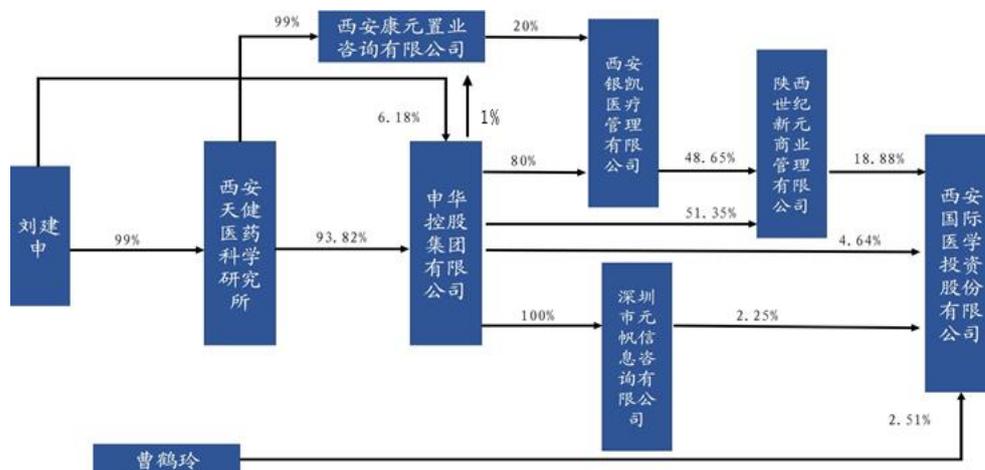
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司控股股东为陕西世纪新元商业管理有限公司，截止目前，持有公司18.88%的股份；公司的实际控制人刘建申通过中华控股集团有限公司、深圳市元帆信息咨

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

询有限公司及陕西世纪新元商业管理有限公司及其一致行动人曹鹤玲合计持有公司 28.28% 的股份。

图 3、公司股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

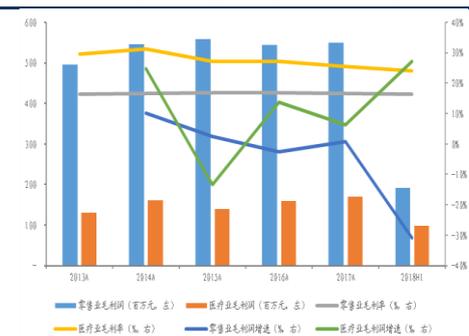
今年来医药业务总体表现良好，2018 年公司果断放弃了经营业态单一、业务增长较慢的百货零售类资产，而聚焦更受国家重视、具备良好发展前景的医疗产业。依托公司现有医疗服务产业平台，持续扩大医疗服务规模，积极构建大健康产业链条，是公司未来发展的战略主线。公司目前成型的医疗项目共有三个，分别为高新医院、商洛国际医学中心和西安国际医学中心。其中，高新医院已从 2002 年开始运营，高新医院二期和其余两家将于 2019 年集中投运。

图 4、公司各业务近年营收及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司各业务近年毛利及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、医疗板块项目情况

医疗板块	医疗机构	总投入 (亿元)	项目面积 (万 m ²)	最大床 位数	运营进度
高新医院	高新医院（一期）三甲	10 亿元	5	808 张	2002 年开业
	高新医院（二期）三甲 JCI		12	1000 张	2019Q3 开业
	+三星（中国）半导体公司卫生所		0.03	—	2012 年开业
	+高新区蓝博社区卫生服务中心 一级		0.27	—	2016 年开业
	+比亚迪（西安）公司卫生所		0.02	—	2017 年开业
商洛国际医学中心	+204 所医院 一级	13 亿元	0.38	—	2017 年开业
	商洛国际医学中心（一期）二甲		2.5	500 张	2017Q4 并表
	商洛国际医学中心（二期）三甲 JCI		22	1800 张	2019Q2 开业
国际医学城	国际生殖医学中心三甲	35 亿（不完全由公司投入）	1.8	—	2018 年内开业
	国际医学中心（八个专科医院）三甲 JCI		53	5037 张	2019Q2 开业
	国际康复医学中心（九大康复中心）		40	3000 张	2020 年开业

资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 医疗行业迎来发展契机，民营医院获得政策支持

2.1 国家政策支持社会办医

随着我国医疗体制改革的不断深化，政府提出了多项政策意见鼓励社会资本办医。国家在政策面为社会资本深化在医疗服务领域的专业化、规模化发展扫清了政策障碍，并提供医保对接等政策，未来公立医院更多承担教学、科研和特殊疾病，私立医院更多承担社会医疗服务和高端及个性化医疗。

表 2、支持民营医院发展的政策梳理

文件名称	发布机构	发布时间	主要内容
《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	国务院	2015.6.11	在进一步放宽准入、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享、优化环境发展等方面提出要求，加快推进社会办医疗机构成规模、上水平发展，也为地方开展差异化、多样化改革探索留出空间。取消“基本医疗保险定点零售药店资格”和“基本医疗保险定点医疗机构资格”，改为直接由医保经办机构与定点医药机构签订服务协议。社会办医疗机构在符合标准的前提下有更大机会取得基本医疗保险覆盖。
《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》	人社部	2015.12.2	在切实落实政府责任、保障人民群众基本医疗卫生需求的基础上，要进一步激发医疗领域社会投资活力，调动社会办医积极性，支持社会力量提供多层次多样化医疗服务。力争到 2020 年，打造一大批有较强服务竞争力的社会办医疗机构，服务供给基本满足国内需求。
《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院	2017.5.23	

资料来源：国务院、人社部网站，兴业证券经济与金融研究院整理

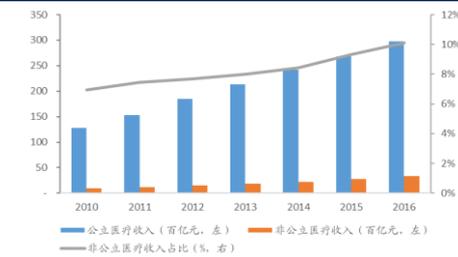
从 2010 年底至 2017 年底，我国民营医院的数量从 7068 家增加到 18759 家，年均复合增速达到 12.98%，占总医院的比重由 33.79% 上升到 60.40%，将近翻倍；而公立医院的数量从 13850 家减少至 12297 家，占总医院比例下降至 39.60%。

在军改背景下，军队医院首先将聚焦于军队医疗保障任务的完成，而西安西京、唐都两所区域龙头医院正是军队医院，在《2017 版全国医院综合实力排行榜》名单中，分别排到了全国 5 名和 74 名；西安上榜的共四家，这两家为第一、第三名。军改政策出台后，优质的民营医疗机构也有望依托这一机会获得更大发展。

2.2 非公医疗机构不断壮大，医疗服务发生结构化变化

政府采取多种举措鼓励社会办医，引导社会力量发展医疗卫生，逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。非公立医疗机构收入占医疗机构总收入规模比重逐年稳健增长，2016 年已经达到 10.13%，同比上一年增加 0.8 个百分点。2016 年非公立整体收入规模达到 3358 亿，同比增加 22.11%；自 2010 年以来，总收入规模的年均复合增长率达到 23.32%，且还将保持高速的增长。2017 年新增资源预计将继续向非公医疗机构倾斜。

图 6、全国医疗机构收入结构



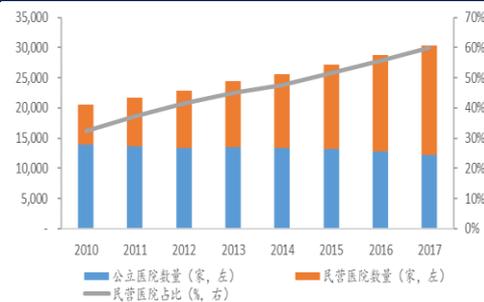
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、非公立医疗收入规模及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、社会医院结构



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、执业医师人数结构



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 板块一：高新医院——全国首家民营三甲医院

3.1 历史悠久实力雄厚，民营区域中心医院标杆

西安高新医院 2002 年投入运营，在 2009 年获评三级甲等综合医院，是我国首家社会资本办院的首家综合医院，同时也是西安市高新区唯一一家三级甲等医院。占地 5 万平米的高新医院一期，从 2002 年建设至今 16 年，累计诊疗患者达到 720 万。2017 年净利率近 15%。据测算，高新区每千人口三级医院床位数为 0.898 张，低于全国均值 1.601 张，医疗缺口大。

表 3、高新区与全国三级医院平均人床比对比

	高新区	全国三级医院
床位数 (张)	808	2213718
人口数量 (千人)	900	1382710
人床比 (张/千人)	0.898	1.601

资料来源：Wind，卫计委，兴业证券经济与金融研究院整理

作为民营医院，优质专家资源和先进医疗设备是其解决疑难杂症的基础，也是民众建立信任的重要途径。真实的治疗案例和后续的口碑为医院带来了强大的竞争优势，在 2017 年的《中国医院竞争力报告》中，高新医院入围省会市属医院 100 强，位列全国第 68 名。

在**高端设备方面**，医院配置了 PET-CT、SPECT、128 排 256 层螺旋 CT、16 排螺旋 CT、3.0T 磁共振系统、电子腹腔镜、高压氧舱等万元以上医疗设备 1100 余台（件），总价值逾 2.7 亿，为准确、及时、科学的医疗诊断提供了可靠地保障。

图 10、高新医院拥有高端设备



资料来源：高新医院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

专家资源方面，医院现有工作人员 1591 人，其中卫生技术人员中高级职称 127 人、中级职称 277 人；有博士、硕士 94 人；在省、市医学会及其它各专科分会任职 78 人，其中副会长 2 人，顾问 1 人，主委 1 人，副主委 12 人，常委 17 人，委员 45 人。神经科的沈定国教授，对于神经肌肉疾病的诊断，积累了国内最大数量（2700 例）的临床诊治经验，并在国内首次发现并报告了十多个神经肌肉疾病；心血管内科的张晓锋主任，从事心血管专业临床、科研、教学工作 20 年，擅长心血管介入诊疗技术如冠脉支架植入、射频消融、心脏永久起搏器植入、动脉导管未闭封堵等。血液科梁英民主任，是以国内唯一一家民营医院代表的身份当选为国家及省级血液专业委员会常委和名誉主委。还有如神经科刘建军、消化科宋瑛、肾脏科潘龙、骨科贺西京等如数在列。**医院多年的口碑运营已经拥有一定数量和质量的专家，对人才还有着持续的吸引力。**

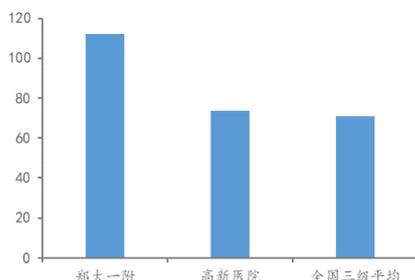
3.2 床位使用效率高，单产提升尚有空间，二期扩建规模升级

目前的高新医院一期由于占地面积小、额定床位少等原因限制了总产出。医院核定床位 808 张，根据现场人流估算单日住院病人高达 1050 人，床位使用率高达 129.95%，床位使用率高。我们测算目前医院单床产出约 65 万，参照全国三级医院平均水平仍有提升空间。

作为拥有多项优势科室的三甲医院，高新医院的单床产出依旧有很大的上升空间。

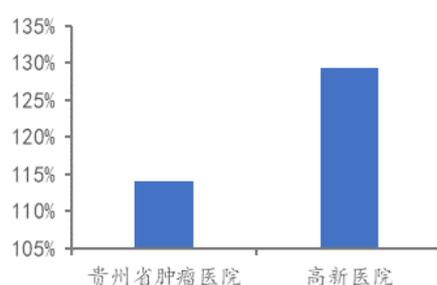
- 1) 高新医院二期扩建工程正在实施中，即将封顶，预计 2019 年第三季度开业。二期项目从 2017 年始建，新增建筑面积 12 万平米，新增床位 1000 张，届时高新医院营业床位为 1500 张，将减少因为床位不够而导致的医疗资源供给不足情况的发生。
- 2) 二期项目投运后，原来的一期的床位部分计划改制成妇产儿科床位，不再是原先的综合床位。而就盈利能力来说，存在规模效应、高毛利的高新医院的妇产儿科将会更强，相对于综合床位可以获得更高的单床产出，且这一趋势还在不断拉大。

图 11、单床产出对比（单位：万元/张）



数据来源：卫计委、公司公告等公开资料，兴业证券经济与金融研究院

图 12、床位使用率对比（单位：%）



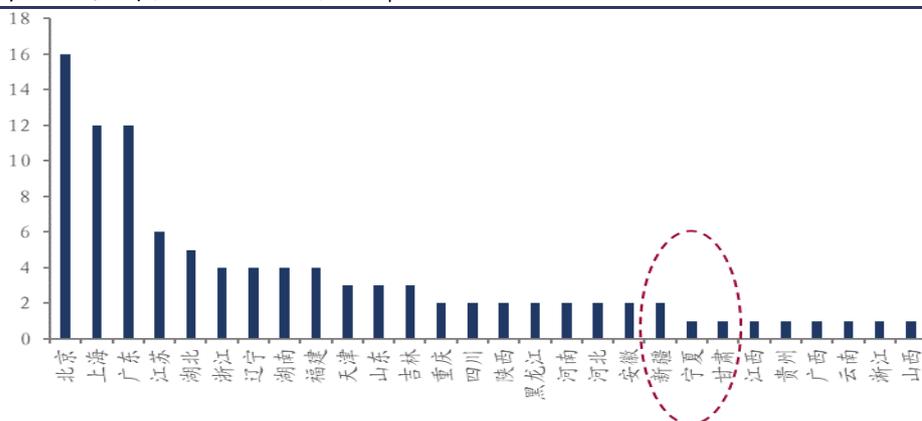
数据来源：相关公司公告，兴业证券经济与金融研究院

4. 板块二：西安国际医学城——综合高质医疗航母

4.1 地理优势利好医学中心发展，政策影响加码盈利水平

西安国际医学中心不仅面向西安，还承担着西北五省的疑难重症治疗重任。根据艾力彼在“2018 中国医院竞争力大会”发布的“顶级医院 100 强”名单中，西北五省的上榜医院都排名靠后，且五省总计只有 4 所上榜，竞争力较弱，医疗力量远远落后于其他中部地区或东部沿海地区。西安国际医学城是以国际医学中心为核心项目的国家级大型医疗综合体，预计 2019 年二季度开业。作为按国际 JCI 认证标准建设的国内最大的单体三甲医院，由国内一流、国际知名专家带领的高层次医疗团队提供诊疗，医院定位面向西安，辐射西北五省，床位多达 5037 张。西安国际医学中心建设的地理位置佳，离西安高铁南站仅有 3 千米。高铁南站目前在建，预计将于 2022 年建成。途经西安国际医学中心的西安市地铁 6 号线也将于 2020 年前开通，为患者也提供了就医便捷。

图 13、全国顶级医院 100 强统计

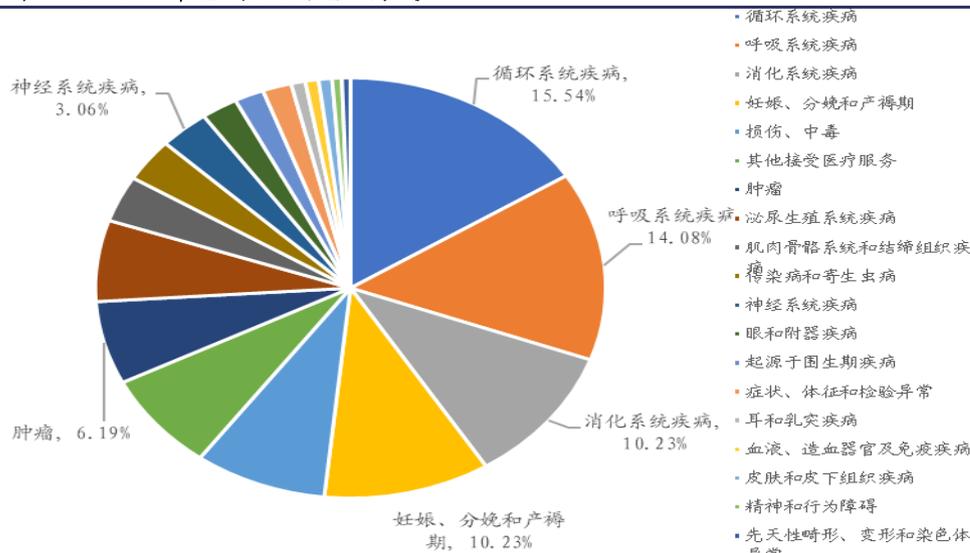


资料来源：艾力彼医院管理研究中心，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 科室设置合理，设备配备先进

西安国际医学中心由“八所专科医院”构成，覆盖现代社会高发、突发的危、重、疑难疾病；八所专科医院包括肿瘤医院、女子疾病医院、神经疾病医院、心脏医院、胸科医院、消化病医院、血液科医院、骨科医院等。这些专科疾病的危、重、疑难性质凸显。

图 14、2016 年全国医院疾病构成



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

计划建设西北地区第一家质子治疗中心：质子治疗技术经过半个世纪的临床应用和研究，已被公认为是放疗领域先进的技术。质子治疗与 X 射线的区别在于提高了肿瘤局部控制率，有望获得更精准疗效，且减少放疗副作用，极大减少对健康器官的损伤。质子治疗是国际上公认的对实体肿瘤最精密和最准确的放疗方法之一，对癌症患者是非常大的利好消息。目前国内已有 2 家质子中心在运，国际医学中心建成后，计划引进设备，成为西北地区第一家质子治疗中心，有效增加优质医疗供给。

表 4、国内在运/在建质子中心

类型	区域	省份	名称	状态
质子中心	华东	山东	山东淄博万杰医院博拉格质子治疗中心 (WPTC)	2004.12 启用，中途停业 2015 年重新启用
		上海	上海瑞金医院肿瘤 (质子) 中心	计划 2018 年临床调试
	中南	安徽	合肥离子医学中心 (质子治疗)	计划 2019.6 接受患者
		湖南	中法湖南长沙居里质子治疗中心	计划 2018 年底投入使用
		广东	中国医学科学院肿瘤医院深圳医院	计划 2020 年竣工
		广东	益佰制药广州金沙洲肿瘤质子治疗中心	—
离子中心	华北	北京	北京质子医疗中心	计划 2018 年竣工
		河北	301 医院河北涿州质子治疗中心	计划 2018 年底接受患者
	天津空港经济区中美质子治疗和研究中心	计划于 2018 年初完工		
质子&离子中心	西北	甘肃	甘肃武威重离子医院	预计 2019 年正式营业
		甘肃	兰州重离子医学研究中心	2017 年底试运营
质子&离子中心	华东	上海	上海市质子重离子医院	2015 年 5 月投运
		湖北	武汉协和质子重离子中心	计划 2019 年 6 月完工
质子&离子中心	中南	湖北	武汉协和质子重离子中心	计划 2019 年 6 月完工

资料来源：卫计委，兴业证券经济与金融研究院整理

5. 板块三：商洛国际医学中心——区域网络分级诊疗的先行

5.1 当地第一家三甲医院，盈利空间巨大

商洛国际医学中心是公司新增的第二个医疗服务平台，由商洛第二人民医院改建而成，新址始建于2016年，建筑面积22万平方米，最大床位1800张，预计2019年Q2开业。我们预计，3年后经过资质评定，其将成为商洛市第一家三甲医院，保障商洛市250万百姓的医疗健康需求，发展前景可观。

表 5、商洛市第二医院与商洛国际医学中心情况对比

对比内容	商洛市第二医院	商洛国际医学中心
占地面积（亩）	56	201
建筑面积（平方米）	25000	220000
最大床位容量（张）	500	1800
等级	二甲	三甲水平
性质	非盈利	盈利
年门诊量（万人次）	10	—
出院病人（人次）	11000	—

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

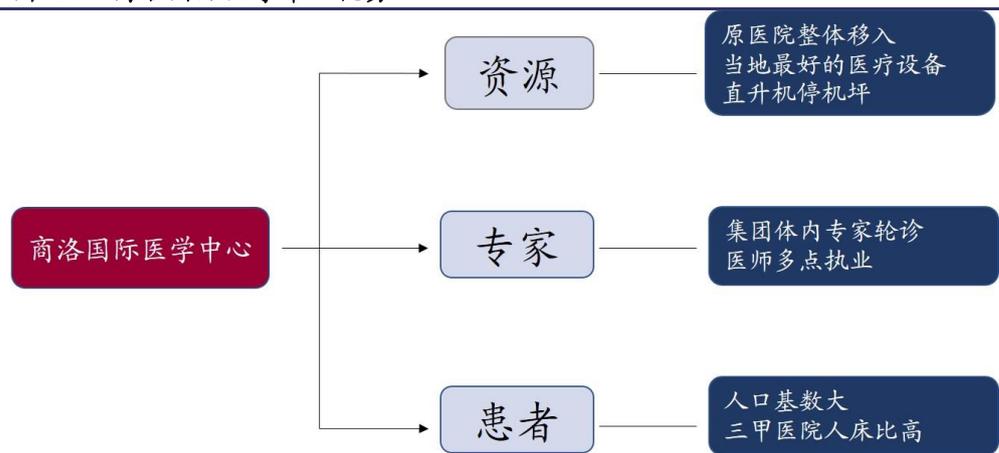
目前，商洛市和医学中心都还处于发展阶段，未来盈利能力有望增加。从人均GDP和城镇居民可支配收入情况来看，商洛市水平与陕西省平均水平还有差距。作为当地未来第一家三甲医院，商洛国际医学中心市场空间很大。目前医院仅有500张床位，面对商洛市250万人口的医疗需求，每千口人只有0.2张床，未来随着床位的逐步投放，医院有望大幅增加营业收入。

5.2 大病不出地级市，吸引患者优势凸显

整合既有资源，发展爬坡时间短。作为商洛市第二医院改建而成的新医院，商洛国际医学中心将原先的团队整体移入，拥有原先医院的医疗资源和病患资源，专家人才和产业链都具有协同效应。在此基础上，新成立的医院很快能适应新的运营和发展路径，整体爬坡时间短。

专家轮诊，响应国家分级诊疗政策。商洛国际医学中心将利用公司的机制优势，实现大牌专家轮诊，利用集团内国际医学中心的专家资源到当地进行专家轮诊，以建成当地最高的医疗水平。这种新型的专家管理模式给予人才很大的自由空间，符合国家对于医师多点执业的支持，对专家有很强的吸引力；同时靠专家吸引当地的患者，创造医院的医疗需求，让当地患者真正享受到分级诊疗的红利，真正做到大病不出地级市。

图 15、商洛国际医学中心优势



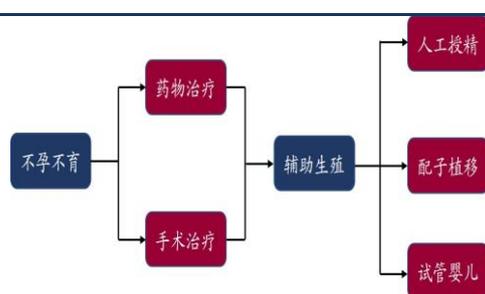
资料来源：兴业证券经济与金融研究院

6. 集团整体竞争优势明显，未来规划立足国际视野

6.1 打造高水平生殖中心，集团内培育医疗产业

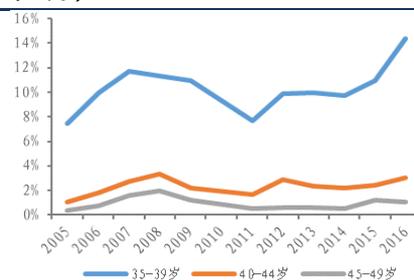
西安国际生殖医学中心是西安国际医学城核心板块之一，建筑面积 18000 平方米，规划辅助生殖周期每年 4 万例，投运后将是目前国内规模最大的生殖医学中心之一。辅助生殖在我国拥有广阔的市场空间。根据前瞻产业研究院发布的分析报告，从 2012-2016 年，我国不孕不育人数从 4000 万上涨到 5000 万，整体不孕不育率上涨了 2.5 个百分点，达到 15%。辅助生殖是治疗不孕不育的重要手段。伴随着 2015 年 10 月二孩政策的全面开放，各年龄段的二孩生育率出现了显著的提高。而对于高龄女性，很多都需要进行辅助生殖。因此，政策的实施将成为辅助生殖市场扩容的增量因素。

图 16、不孕不育患者治疗路径



资料来源：动脉网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、大龄女性生育率变化情况（单位：%）

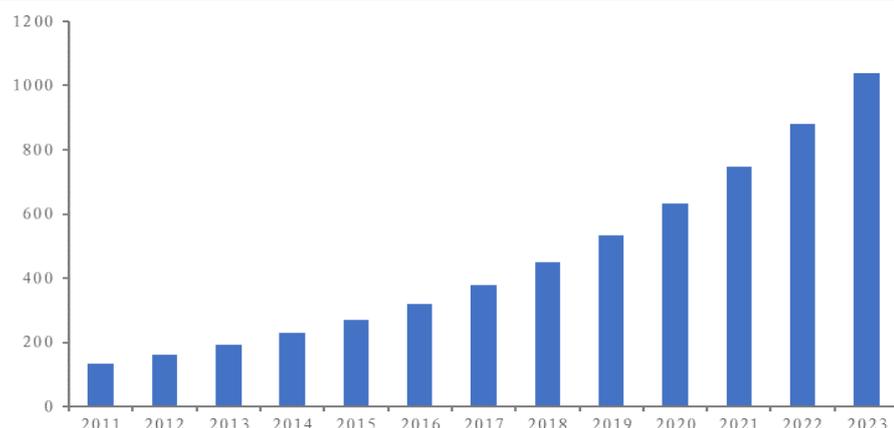


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

除了生殖中心外，公司还配有国际康复医学中心。这是集医疗、科研、教学、培训和康复于一体的全球化的专业康复医院，一期规划建筑面积约 40 万平方米，床位 3000 张。其与医学中心利用云信息平台，创新临床、康复一体化医疗服务模式。

据中商情报网，2013年中国康复医疗市场规模为200亿元左右，美国为200亿美元；我国人均康复花费15元，美国人均80美元，所以国内康复行业还相当不成熟，大众康复意识、设备、人才、产业链都很初级。但也正因为如此，随着消费的升级和意识的觉醒，市场将会有很大的培育空间。根据中国产业发展研究，若按国内约2亿中高收入人群能达到美国康复消费水平（人均80美元康复消费），未来市场规模有望达到千亿以上，未来前景广阔。

图 18、我国康复中心市场规模（单位：亿元）



资料来源：动脉网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司还设有最大床位数为2000张的西安高新老年病医院，为各类老年性疾病、慢性病患者、需要长期照顾的患者和生活不能自理的老年患者，提供全面周到的医疗护理服务。最大床位数为2000张的西安高新中医院也在建设中，拥有专科中心8个、临床科室32个、医技科室7个和职能科室9个，为省内外患者提供高水平的中医特色医疗服务。

6.2 探索国际资源，实现国际合作战略

公司计划打造西安国际医学中心，将该中心建设成为一个在国际医学合作、医疗领域促进开放的重要平台。同时，积极建设线下服务网络，依托西安国际医学中心，在商洛建立了网点，不断总结经验，形成经验和模式后，将向省内其他区域进行复制，同时参与当地社区卫生服务中心建设当中，形成以国际医学城为核心的医疗服务大平台，形成线上网络和线下资源的整合对接。政府也在国际医学城旁边规划了丝路健康小镇，依托国际医学城发展，同时公司核心业务也可以进行延伸。

7. 盈利预测及估值

● 关键假设

公司零售业剥离，其他社会服务业剥离，重组后不纳入合并报表。公司三大医疗板块业务将在 2019 年逐步投入运营，其中，高新医院二期 2019 年开放 1000 张床位，单床产出增长率 8%左右；商洛国际医学中心 2019 年上半年开放，国际医学中心 2019 年二季度开业，各病床使用率不断提升。随着规模扩大，初始运营阶段，公司成本有所上升，三费费用率有所提高，进入稳定运营期后保持平稳。

表 6、公司盈利预测假设

年份		2017	2018E	2019E	2020E
高新医院	主营业务收入(百万元)	649.00	770.00	864.00	1230.00
	同比增长率%	10.18	18.64	12.21	42.36
	毛利率%	23.38	21.5	21.00	25.00
商洛国际医学中心	主营业务收入(百万元)	90.00	80.00	176.00	250.00
	同比增长率%	-	-11.11	120.00	42.05
	毛利率%	25.00	15.00	22.00	23.00
国际医学城	主营业务收入(百万元)	-	-	884.00	2400.00
	同比增长率%	-	-	-	171.49
	毛利率%	-	-	20.00	22.00
IVF	主营业务收入(百万元)	-	0.10	12.00	60.00
	同比增长率%	-	-	11900	400.00
	毛利率%	-	50.00	50.00	50.00
	营业费用/主营业务收入%	2.56	2.00	7.50	5.05
	管理费用/主营业务收入%	8.46	10.90	8.00	6.00
	财务费用/主营业务收入%	0.32	0.60	1.21	1.18
	实际税率%	25.86	26.00	15.00	15.00

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

表 7、公司盈利预测结果

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4060	2050	1936	3940
增长率%	3.3%	-49.5%	-5.6%	103.5%
营业利润(百万元)	262	137	150	390
增长率%	-0.4%	-47.6%	9.0%	160.8%
净利润(百万元)	198	2267	131	335
增长率%	-1.6%	1042.8%	-94.2%	156.1%
最新摊薄每股收益(元)	0.10	1.15	0.07	0.17
每股净资产(元)	1.84	2.99	3.05	3.22
动态市盈率(倍)	52.86	4.63	80.09	31.27
市净率(倍)	2.90	1.78	1.74	1.65

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

表 8、可比公司估值指标（对应 2018 年 11 月 13 日）

股票代码	企业名称	EPS (元)			市盈率 (倍)			市值 (亿元)
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
002390	信邦制药	0.25	0.32	0.41	20.76	16.22	12.66	86.53
600763	通策医疗	0.81	1.02	1.29	58.96	46.82	37.02	153.14
300015	爱尔眼科	0.42	0.56	0.74	67.90	50.93	38.54	679.74
平均					49.21	37.99	29.41	

数据来源：wind，其中信邦制药 eps 来自万得公开一致预期，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测：2018 年公司剥离零售业，全面转型高端医疗服务业。高新医院二期、商洛国际医学中心及西安国际医学成将于 2019 年 Q2 陆续开业，医疗资源的投入使用，为公司盈利奠定基础。公司体内医疗机构定位面向西安，辐射西北五省，区位优势明显；同时，拥有大型综合医院管理的丰富经验，专家库储备充足，确保盈利能力。在政府采取多种举措鼓励社会办医，引导社会力量发展医疗卫生，逐步形成多层次多样化医疗服务新格局下，叠加军利好民营医院，公司业绩有望持续快速增长。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.15、0.07、0.17 元，对应 2018 年 11 月 13 日的股价的 PE 分别为 5X、80X、31X，给予“审慎增持”评级。

风险提示：医院收入增速、工程进度不及预期，商业置出后收入利润下行。

附表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2111	2137	1037	2075
货币资金	1926	2013	919	1869
交易性金融资产	25	25	25	25
应收账款	64	31	30	62
其他应收款	13	21	21	41
存货	68	33	31	60
非流动资产	3721	5318	7740	7384
可供出售金融资产	168	189	176	178
长期股权投资	263	263	263	263
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1416	3357	5611	5748
在建工程	933	866	1033	517
油气资产	0	0	0	0
无形资产	518	553	571	594
资产总计	5833	7455	8777	9459
流动负债	2068	739	1927	2275
短期借款	811	0	1234	1144
应付票据	0	0	0	0
应付账款	627	280	264	525
其他	630	459	429	605
非流动负债	134	131	134	133
长期借款	130	130	130	130
其他	4	1	4	3
负债合计	2202	870	2061	2408
股本	1971	1971	1971	1971
资本公积	277	277	277	277
未分配利润	1205	3246	3364	3665
少数股东权益	11	58	58	58
股东权益合计	3631	5945	6076	6411
负债及权益合计	5833	6815	8137	8819

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	198	2267	131	335
折旧和摊销	127	148	301	403
资产减值准备	1	-32	0	0
无形资产摊销	25	22	23	23
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	13	12	23	47
投资损失	22	-70	-100	-10
少数股东损益	-2	47	0	0
营运资金的变动	-196	405	42	-349
经营活动产生现金流量	218	2300	323	1124
投资活动产生现金流量	-685	-2009	-2627	-37
融资活动产生现金流量	-151	-845	1210	-136
现金净变动	-619	-553	-1094	951
现金的期初余额	2647	1926	2013	919
现金的期末余额	2028	1373	919	1869

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4060	2050	1936	3940
营业成本	3252	1673	1533	3017
营业税金及附加	64	33	30	61
销售费用	104	41	145	199
管理费用	343	223	155	236
财务费用	13	12	23	47
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	-22	70	100	10
营业利润	262	137	150	390
营业外收入	9	3000	7	7
营业外支出	5	10	2	2
利润总额	265	3127	154	394
所得税	69	813	23	59
净利润	197	2314	131	335
少数股东损益	-2	47	0	0
归属母公司净利润	198	2267	131	335
BPS (元)	0.10	1.15	0.07	0.17

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性 (%)				
营业收入增长率	3.3%	-49.5%	-5.6%	103.5%
营业利润增长率	-0.4%	-47.6%	9.0%	160.8%
净利润增长率	-1.6%	1042.8%	-94.2%	156.1%
盈利能力 (%)				
毛利率	19.9%	18.4%	20.8%	23.4%
净利率	4.9%	110.6%	6.8%	8.5%
ROE	5.5%	38.5%	2.2%	5.3%
偿债能力 (%)				
资产负债率	37.8%	12.8%	25.3%	27.3%
流动比率	1.02	2.89	0.54	0.91
速动比率	0.99	2.85	0.52	0.89
营运能力 (次)				
资产周转率	0.71	0.31	0.24	0.43
应收帐款周转率	64.38	41.88	63.93	85.94
每股资料 (元)				
每股收益	0.10	1.15	0.07	0.17
每股经营现金	0.20	1.17	0.16	0.57
每股净资产	1.84	2.99	3.05	3.22
估值比率 (倍)				
PE	52.86	4.63	80.09	31.27
PB	2.90	1.78	1.74	1.65

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn