

北医航母 疾速前行

买入 首次

目标价格：28

投资要点：

- 在大股东医疗服务转型布局中扮演重要角色
- 借助新医改政策东风、学习长庚医院，有望产生鲶鱼效应
- 医疗服务转型第一步——肿瘤专科全产业链布局基本完成

报告摘要：

- 在大股东医疗服务转型布局中扮演核心角色。**转型的核心模式是依托于北京大学医学部，通过自建、并购和托管等形式形成医院网络，打造医疗服务全产业链。公司在布局中的主要作用：1、作为大股东旗下唯一的医疗资本证券化平台，担负着整合医疗资源增值及融资的使命；2、作为医疗服务产业链的主体，掌握着医药研发、生产和流通的环节，与其他主体协同合作。目前，子公司北医医药已经和人民医院签订合作协议，标志着流通板块和医院资源对接正式开始。
- 借鉴长庚医院经验，有望在公立医院改革中发挥鲶鱼效应。**目前我国医疗行业的种种问题倒逼医改，政策大力支持社会资本办医。北大医疗集团借助新医改契机大力整合医院资源，为医疗服务全产业链储备动力。同时借鉴长庚医院的经验模式，将企业管理理念引入医院管理中，依托北大医学部向并购及自建医院进行管理、人才、技术输出，提升医院资源质量，也有望在医改中发挥鲶鱼效应。
- 医疗服务转型第一步——肿瘤专科全产业链布局基本完成。**公司从早期开始布局肿瘤药物研发，目前和方正医药研究院合作研发普瑞汀磷酸二钠一类新药。收购一体医疗之后，又完成肿瘤诊断服务的布局。如果再从产权上收购肿瘤专科医院，并借助北大肿瘤医院的经验管理，就可以打造出“北大肿瘤”品牌的医疗服务全产业链。
- 盈利预测与估值。**假定一体医疗15年并表，预测公司14-16年净利润为8721万、1.5亿和2.80亿，EPS为0.15、0.21和0.38元，首次给与“买入”评级，目标价为28元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1947.94	2316.47	2562.72	3067.60	3730.52
增长率(%)	-0.40	18.92	10.63	19.70	21.61
归母净利润(百万)	76.17	78.02	87.21	157.75	280.75
增长率(%)	-33.88	2.43	11.78	80.88	77.97
每股收益	0.13	0.13	0.15	0.21	0.38
市盈率	63.77	62.26	--	88.35	49.64

中小市值研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

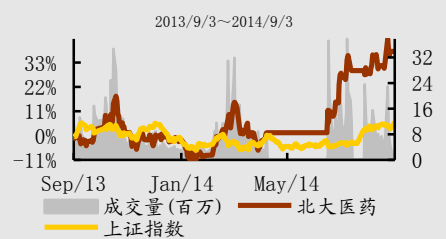
分析师：

岳苗(S1180514080004)

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



相关数据

52周内高	19.39
52周内低	11.59
总市值(百万元)	11252.24
流通市值(百万元)	10549.66
总股本(百万股)	595.99

资料来源：wind

相关研究

《首航节能：定增补充资金，空间巨大》
2014/9/1

《天成控股：坚定看好转型互联网金融前景》
2014/8/31

《平潭发展：稳步经营与自由港共繁荣
值得期望》
2014/8/31

《首航节能：期待下半年增长，看好光
热前景》
2014/8/26

目录

一、医疗服务转型之路	4
(一) 背靠北大和方正，出身正统医学世家	4
1、合成再合成，终成庞大医疗产业集团的核心	4
2、凭借股东的资源优势，打造全产业链的医疗服务企业	4
(1) 撑起中国的医疗航母	4
(2) 依托大股东雄厚的医疗资源崛起	5
(3) 联手人民医院，标志着公司流通板块与医院资源对接开始	8
(二) 凭借新医改东风，实现医疗服务转型	8
3、借鉴长庚医院的发展经验，在医院管理中引入企业经营理念	9
二、医疗服务全产业链布局拉开大旗	11
(一) 打造肿瘤专科服务全产业链三步走	11
1、早期开始布局肿瘤药物研发	11
2、拟收购一体医疗，扩展肿瘤服务产业链	12
3、将肿瘤医院装入旗下	13
(二) 全产业链布局续章猜想	13
三、盈利预测与估值	14
1、基本假设	14
2、盈利预测与估值	16

插图

图 1: 围绕非盈利医院进行全产业链服务的模式.....	5
图 2: 北大医药的实际控制人是北京大学.....	6
图 3: 北大医疗集团打造的医疗服务产业链版图.....	7
图 4: 我国卫生经费占 GDP 的比重与美国和日本对比.....	8
图 5: 医院资源利用非常不合理（医院病床利用率）.....	8
图 6: 垂直整合—提供持续性医疗照护.....	10
图 7: 水平整合—以病人为中心的整合型照护.....	10
图 8: 长庚医院三大任务.....	10
图 9: 发展多元化健康产业.....	10
图 10: 北大医疗集团的商业模式.....	11
图 11: 目前公司已完成的肿瘤专科领域全产业链布局（不包括医疗集团 IT、租赁资源）.....	13
图 12: 心血管领域资源（不含医疗集团 IT、租赁资源）.....	14
图 13: 神经治疗领域资源（医院资源丰富）.....	14

表格

表 1: 公司发展大事记.....	4
表 2: 公司主要股东.....	5
表 3: 新医改以来国家扶持社会资本办医的政策.....	9
表 4: 一体医疗子公司.....	12
表 5: 公司主营业务拆分预测.....	15

一、医疗服务转型之路

(一) 背靠北大和方正，出身正统医学世家

北大医药不单是医药生产和流通企业，更重要的身份是北大方正旗下唯一的医疗资本证券化平台。在北大医疗产业集团推行医疗服务发展的道路上，它扮演了相当重要的角色。

1、合成再合成，终成庞大医疗产业集团的核心

2003年12月，北大方正集团以通过对重庆西南合成制药有限公司增资扩股的形式，成功实现重组，将西南合成收入旗下，并以其为核心探索北大医疗产业集团的发展模式。03年至今，西南合成经过并购大新药业、北医医药等过程，发展成为今天的北大医药，成为方正集团的唯一医疗资产证券化平台。从同业竞争角度看，方正没有也不可能打造第二个医疗领域上市公司，未来的布局依然是将收购的医疗资源整合培育，做大做强后并入上市公司。北大医疗产业集团对北大医药的定位非常明确，也为我们留下了后续医疗资源注入公司的巨大想象空间。

表 1: 公司发展大事记

时间	事件
1965	公司成立
1997	IPO
2003	北大方正通过为西南合成集团增资扩股进行重组
2009	向北大医疗定增，购买北大医疗集团重庆大新药业股份有限公司 90.63%的股权
2011	向北大医疗定增，购买北大医疗集团北医医药 100%的股权
2013	更名为北大医药，突出北大医疗产业集团医疗资源整合上市平台的重要地位
2104	拟收购一体医疗，布局肿瘤专科医疗服务

资料来源：宏源证券，wind

从2003年被北大方正收编以来，公司陆续收购了大新药业、北医医药，丰富自己的医药品种，同时打造覆盖全国的医药流通网络，打通了医药研发、制造和流通上下游环节，夯实自己的主营业务，在此基础上，此次又拟收购一体医疗，进军肿瘤专科医疗服务领域。发展至今，方正10年的医疗产业布局已经呈现出一幅巨大的蓝图，作为旗下唯一的资产证券化平台，收购一体医疗只是其布局医疗服务领域的冰山一角。

2、凭借股东的资源优势，打造全产业链的医疗服务企业

从公司过去几年的发展历程看，以大股东的资产注入整合为主线，通过外延并购发展打通医药制造流通产业链，提升主业业绩，那么公司在大股东医疗产业发展蓝图中扮演了一个什么样的角色？未来还可以整合大股东还有哪些资源？

(1) 撑起中国的医疗航母

公司的医疗服务转型之路可以追溯到从北京大学国际医院的修建。

在冯七评办公室的墙上，挂着这个有1800个床位的医院效果图，与此相对应的是25万平方米的建筑面积、36个医疗中心、49个医疗学科，以及……40亿元人民币的投资！

——方正之道·再合成

40 亿元人民币的投资落在方正的头上，成为方正的使命和责任。但是如何让一个盈利公司建造一个非盈利的医院成为当时的一大难题。为了保证非盈利的医院正常运营，方正只能依托医院发展盈利性的全产业链服务。借鉴了台湾长庚医院的发展模式，方正开始在北大国际医院周围画了很多的圈，圈里是不同的产业，包括医药制造、医药研发、物流配送、医院管理、健康管理、医疗保险、医疗设备租赁等。医院因其每天产生的巨大需求，需要串联起研发、生产和医疗服务等产业的运转，医疗集团的利润主要来自于这个庞大的组织。基于以上的经营战略，方正开始着手打造**围绕北京大学国际医院、以医疗服务为核心的医疗医药全产业链产业**，堪称中国医疗的航空母舰。

图 1: 围绕非盈利医院进行全产业链服务的模式



资料来源：宏源证券，公司网站

而公司作为方正旗下唯一的医疗资源证券化平台，需要不断的并购整合医疗集团的产业链资源并进行市值管理，促进资产增值，同时担负着为医疗产业集团融资的重要使命，是资本和医疗产业融合的接口，在大股东的医疗帝国中扮演重要的角色。

(2) 依托大股东雄厚的医疗资源崛起

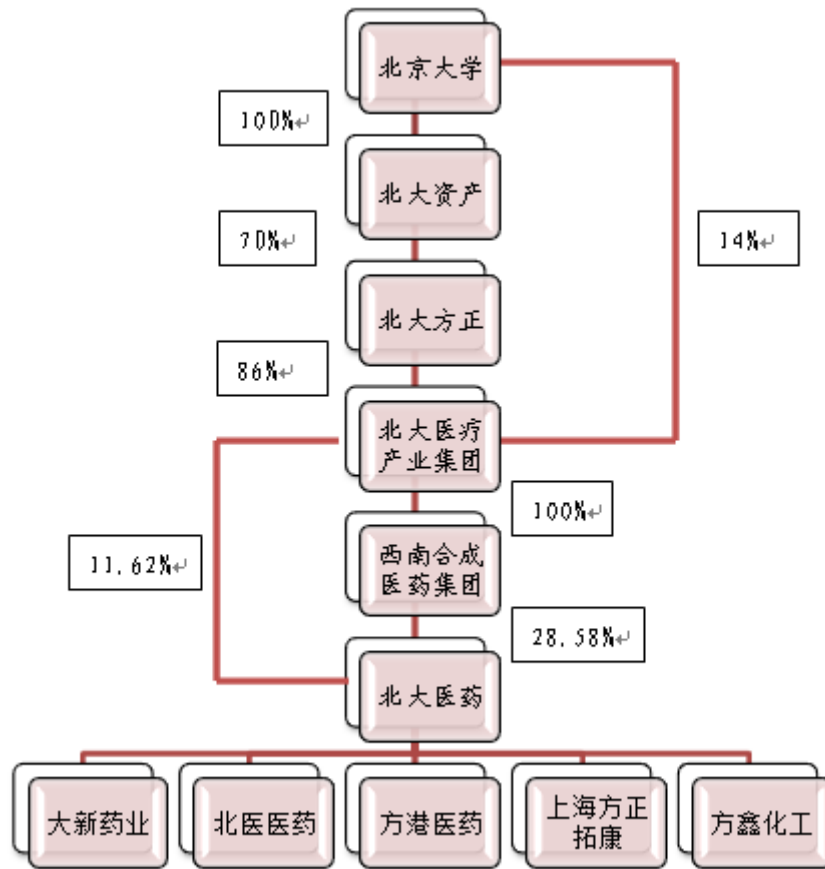
公司的实际控制人是北京大学，其通过西南合成医药集团和北大医疗产业集团持有公司 40.2% 的股权。大股东雄厚的资源是公司坚实的后盾。

表 2: 公司主要股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
西南合成医药集团有限公司	170,356,260	28.58	A 股流通股
北大医疗产业集团有限公司	69,236,545	11.62	限售流通 A 股, A 股流通股
北京大学教育基金会	30,000,000	5.03	A 股流通股
合计	269,592,805	45.23	

资料来源：宏源证券，wind

图 2：北大医药的实际控制人是北京大学



资料来源：宏源证券，公司年报

前面我们论述了公司在大股东发展历史中公司所扮演的资本证券化平台这一角色，由此决定了公司需要不断整合并购北大医疗产业集团的医疗资源。在方正设计的产业链中，各个部分不单是上下游的关系，更是环环相扣、紧密合作的关系。作为全产业链医疗服务版图中的重要一环，公司也要依托大股东的医疗资源，进行内部协同合作，保证在医疗集团内部资源配置效率最大化。

股东资源主要包括北大医疗产业集团内部的医疗、金融和 IT 资源，最核心的医院资源主要靠北大医疗产业集团通过并购、托管和自建等形式获取，同时也和北京大学医学部下属医院开展紧密合作。目前整个医疗服务产业的版图已经完成框架搭建。

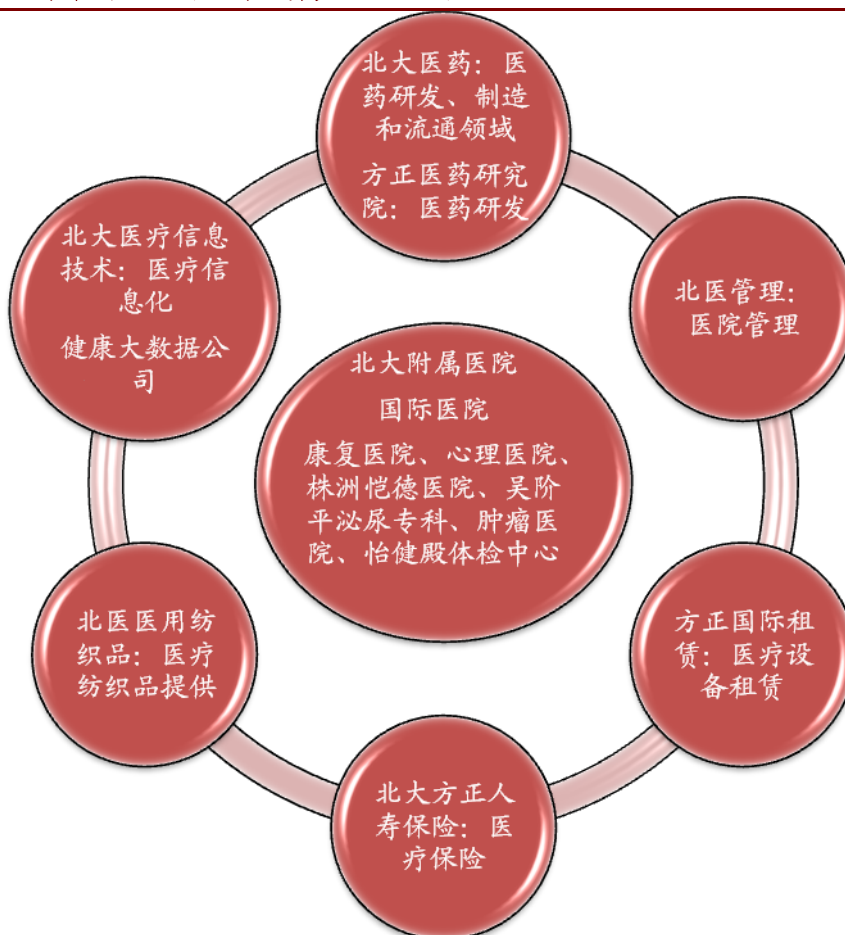
医院资源主要依托于北大医学部，其下属 8 家三级甲等附属医院，13 家教学医院。北京大学医学部拥有 1 个国家重点实验室，1 个国家工程实验室，25 个省部级重点实验室和研究中心；在血液病、肾病、泌尿外科、运动医学、生殖医学等方面处于全国顶尖水平；拥有高级职称医师 2340 人（含中国科学院及中国工程院院士 11 人），每年超过 1800 名毕业生，**为合作医院提供技术、人才、管理等全方位的医疗资源支持。**北京大学国际医院已经分别和北大人民医院、北大第一医院、北大第三医院、北大肿瘤医院、北大口腔医院、北京大学第六医院签约，这一同盟还在继续扩大。近几年，北大医疗集团在全国广泛并购医院资源，收购株洲恺德医院（三级专科）、与贵阳市第二人民医院、贵阳市第四人民医院开展合作、在全国建立吴阶平泌尿外科中心等动作是北大医疗在全国整合医院资源的开端。**北大医疗集团计划 2014-2016 三年内收购 1 万张床位，主要标的为京津冀范围、北大医学部及其附属医院擅长的领域。**

北京大学国际医院与北京大学各大附属医院合作，从中获取人才、管理等方面的资源，同时，又作为人才培育的平台，不断向围绕其发展的集团医疗服务企业提供人才，为医疗集团并购整合的医院提供人才、管理支持。

研发资源的核心支柱是方正医药研究院，它立足于应对**肿瘤和心脑血管**等疾病的药物研发领域，致力于开发拥有自主知识产权的创新药物，**努力为北大医疗产业集团的制造和营销平台快速补充高附加值制剂及原料药品种。可以看出，方正医药研究院努力的方向就是为公司补充制剂和原料药品种，是公司的研发基地。而其专注的肿瘤和心脑血管领域也是公司近几年发展的重点领域，特别是收购一体医疗之后，公司更加重视肿瘤专科领域的开拓。**

除医院和研发资源外，集团中的北大医疗信息技术公司对医院信息系统提供服务，其系统帮助北京大学人民医院成为全亚洲获得美国医院管理机构7级评级的2家医院之一。公司短期规划是先与北医附属医院及教学医院合作；后期将逐渐推广到为其他三级医院（省部级医院/医疗集团、市级医院、区县级医院）。未来还将筹建北京大学医疗健康大数据中心等服务机构。

图 3：北大医疗集团打造的医疗服务产业链版图



资料来源：宏源证券，公司网站

公司作为医疗集团的资产证券化平台，在产业链中牢牢把握最上端最重要的位置，从目前产业链整合情况看，收购一体医疗之后，北大医疗集团可能从产权上收购肿瘤医院并装入公司旗下，未来也可能将其他的医院资产注入。

(3) 联手人民医院，标志着公司流通板块与医院资源对接开始

子公司北医医药近日在北京与北大人民医院签署《体外诊断试剂耗材供应与配送及实验室流程优化长期服务协议》。长期服务协议约定，由北医医药向北大人民医院提供体外诊断试剂与耗材供应及配送，包括供应、贮存、运输、配送及医院相关科室进行优化服务。

本次合作，有助于公司已有流通板块网络的巩固，对未来业务拓展起到积极的推动作用。同时，公司流通板块将汲取更多为医院服务经验，为更多围绕医院进行的业务合作做好准备。此次合作，标志着公司流通板块与医院业务结合已全面启动。

(二) 凭借新医改东风，实现医疗服务转型

公司向医疗服务转型也是因为其符合新医改鼓励社会资本办医的政策，在公立医院改革的大背景下，公司可以整合并购优质医院资源，并依靠北大医学部附属医院进行管理和人才培养。公司可以为并购医院提供设备、管理理念及技术人才，将其换血重造提升级别，成为优质医院，而这些优质医院反过来又为集团庞大的医疗服务全产业链运行提供了动力。正是医院改革的大背景为公司提供了发展医疗服务全产业链的契机。

1、我国医疗产业现在诸多问题倒逼医改加速

目前我国医疗市场存在的主要问题是：

(1) 医疗费用增长过快

医疗费用的增长超过国家、社会和个人的负担能力。虽然目前医疗保险已经覆盖我国95%的人群，但高昂的医疗费用给国家和社会带来了巨大的负担。

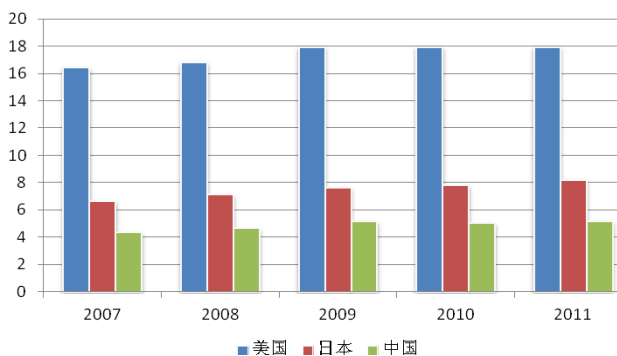
(2) 卫生资源总量不足，配置不合理

我国人均卫生资源占有量较低，卫生总费用占国民生产总值的比重亦很低。我国卫生资源的配置过多集中在城市、城市又相对集中在大中型医院，形成大医院拥挤、小医院和社区医院冷清的状态，造成资源浪费。

(3) 医疗机构补偿机制不合理

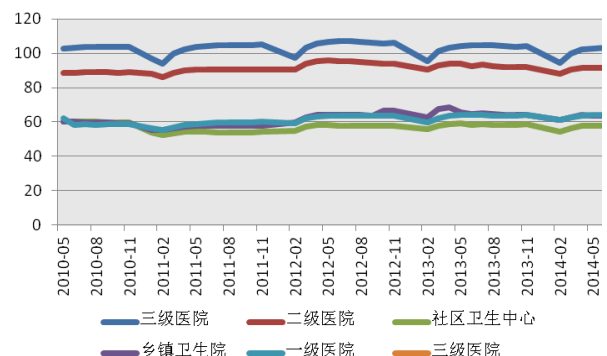
医疗机构经济补偿的主要来源是财政拨款、医疗服务收费和药品进销差价。大多数技术服务项目收费价格偏低，医疗行为扭曲。医院主要靠药品销售、大型医疗设备体检和开展新特项目获得补偿。导致医疗机构过度寻求规模扩张，内部管理粗放。

图 4：我国卫生经费占 GDP 的比重与美国和日本对比



资料来源：宏源证券，wind

图 5：医院资源利用非常不合理（医院病床利用率）



资料来源：宏源证券，wind

混乱的医疗市场倒逼改革，这和当年台湾医疗市场的情况类似。而长庚医院正是在医改背景下产生的社会资本办医的典型，长庚医院的企业管理方式改变了公立医院的陋习，从控制成本、信息化管理、医师负责制、平价收费等方面入手，全面改革医院服务，获得台湾市场的认可，在台湾医疗市场中产生“鲶鱼效应”，倒逼公立医院的改革。

而现在，我们的医疗市场还处于供不应求的阶段，因此绝大部分医院的发展战略还依靠“做大做强”的粗放式经营，医院经营管理注重的是服务效率和技术水平，还没有真正体现“以患者为中心”的服务理念。在这样的背景下，公司整合公立医院，借鉴长庚经验，发展以医疗医药为核心的全产业链模式可能会产生同样的“鲶鱼效应”。

2、公立医院改革和社会资本办医是新医改的重要方向

2009年新医改以来，国家逐步放开社会资本办医的政策，大力推动公立医院改革。近几年，社会资本办医得到了快速发展，2012年与深化医改前的2008年相比，民营医院数量由5403所增长到9786所，增长率达81.1%。相反，公立医院数量由14309所减少到13384所，占医院总量比例从72.6%减少到57.8%，民营医院增长潜力大。

2014年国务院常务会议中指出今年要使县级公立医院改革试点覆盖全国50%以上的县(市)。公立医院改革主要集中在以下四个方面：1、公立医院药房托管一医药分开；2、国有企业对公立医院的整合，目前如金陵药业、复星医药、复旦复华、北大医药等都在着手推进；3、社会资本对非营业性医院的收购；4、由于公立医院等非营利性医院改革带来众多并购预期。

表 3: 新医改以来国家扶持社会资本办医的政策

时间	政策	内容
2009	《国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	建立政府主导的多元卫生投入机制，鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。
2010	《关于公立医院改革试点的指导意见》	非公立医院在医保定点、科研立项、职称评定、继续教育等方面，与公立医院享有同等待遇，在服务准入、监督管理等方面一视同仁。
2011	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围；进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境。
2012	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	明确引导社会资本以多种方式参与公立医院改革；放宽社会资本介入标准，优先支持民办的非营利性医院；明确提出到2015年非公立医疗机构床位数和服务量要达到总量的20%。
2013	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	放宽非公立医疗机构市场准入以及完善财税价格政策；提出2020年健康服务业总规模达到8万亿元以上。
2014	深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务	为了解决民营医院的人才资源瓶颈，国务院明确规定，卫计委、人社部、发改委和中医药局等负责部门需在今年9月底前出台推进医师多点执业的意见，该文件从今年1月开始进入征求意见。工作内容主要围绕放宽准入条件、优化社会办医政策环境、加快推进医师多点执业、推动社会办医联系点和公立医院改制试点工作等方面。

资料来源：宏源证券整理

3、借鉴长庚医院的发展经验，在医院管理中引入企业经营理念

公司医疗服务全产业链的模式主要借鉴了长庚医院的经验，长庚医院为非营利性医院财团法人，创办人王永庆提出走平民化路线，主要服务中低阶层百姓，打破了当时医界存在的种种陋习，取消住院保证金制度，排除因经济因素延误病情，改革医师薪酬制度，明

令禁收红包等。

平价收费、高超医术、便捷服务，使长庚医院广受民众欢迎，仅用3年时间就实现了收支平衡，并开始盈利，大大鼓舞了其他民间财团、大学与宗教团体相继投入医疗产业，捐建国泰、亚东、奇美、慈济等大型民办非营利性综合医院。这也使台湾政府感受到社会力量办医的竞争压力，促使公立医院开始扩大规模、更新设备、快速提升医疗质量，与民间医院开始良性竞争。

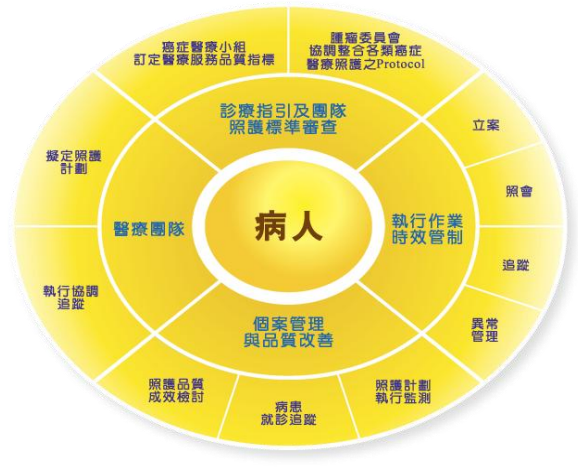
长庚医院的经营模式为：垂直整合—提供持续性医疗照护，建立完整的医疗照护体系，涵盖医疗照护到生活照顾的全方位；水平整合—以病人为中心的整合型照护，以癌症中心为例，设立整合性的癌症照护团队，制定标准化的治疗指引，设立完整的质量指针及监控机制，个案管理制度落实人文关怀。

图 6：垂直整合—提供持续性医疗照护



资料来源：网络资料

图 7：水平整合—以病人为中心的整合型照护

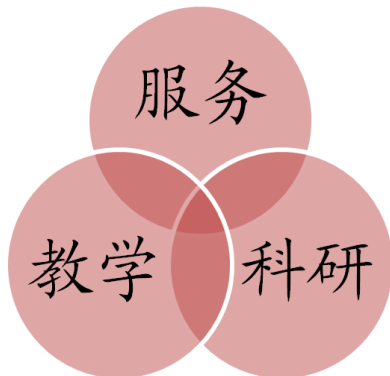


资料来源：网络资料

长庚医院奉行企业化管理的理念，重视人才培养和研发投入，注重科研、教学、服务相结合，医师既是专业的技术人员也是医院的合伙人。将医疗专业体系和行政管理体系分开，这样能够保证医疗专业体系得到公正的监管。

台塑集团围绕长庚医院为核心，发展多元化的健康产业群，提供药品和医疗服务。

图 8：长庚医院三大任务



资料来源：网络资料

图 9：发展多元化健康产业



资料来源：网络资料

和长庚医院类似，北大医疗集团的商业模式是依托于北京大学医学部，通过自建、并购和托管等形式形成医院网络，并以此为基础进行横纵两方向的产业链拓展：以医院为

中心进行横向产业拓展，为医疗机构提供全方位服务；以病患为中心进行纵向产业链延伸，对个人实现全生命周期管理。

图 10: 北大医疗集团的商业模式



资料来源：宏源证券，公司网站

长庚医院以“鲶鱼”之姿，冲破了公立医院的垄断，带活了整体医疗风气改革与医疗效率化追求。2009 年，台湾民办非营利性医院占到台湾总病床数的 39%，公立医院占 34%，剩下的 27% 为私立医院。长庚医院也发展为有 8 个院区以及相关体系，总床位数达 9600 余张的大型综合医疗集团。

目前大陆的医疗现状与 80 年代的台湾十分类似，公立医院改革迫在眉睫，公司打造以医院为核心、遍布医疗医药全产业链的发展模式与长庚医院类似。公司或许可以成为医改中的“鲶鱼”，带动医疗产业高效运行。

二、医疗服务全产业链布局拉开大旗

(一) 打造肿瘤专科服务全产业链三步走

1、早期开始布局肿瘤药物研发

早在 2005 年，公司就开始布局抗肿瘤的药物治疗，进行康普瑞丁磷酸二钠一类新药 I 期临床注册申报。并于 2013 年初获得一类新药 II 期临床批件，但仍需经过 II、III 期临床试验才可向国家食品药品监督管理局申请一类新药生产批件，需耗时 3-5 年左右。

公司于 2013 年 4 月 15 日在重庆与方正医药研究院有限公司签订《技术开发（合作）合同》，双方约定共同参与研究开发康普瑞汀磷酸二钠及注射剂 II 期临床研究项目事项。康普瑞汀磷酸二钠及注射剂 II 期临床研究费用预计约为 2100 万元。在本项目全部完成后以确定的合作双方各自投入的总金额作为本项目最终利益分配的依据。

康普瑞丁磷酸二钠（CA4P）是一种血管靶向药物或内皮破坏药物，其机理是引起肿瘤血流供应迅速中断导致肿瘤由于供氧不足和营养饥饿而死亡，CA4P 这种治疗肿瘤的作用机理与一般细胞毒性的化疗药物不同，也和新血管发育形成抑制类的药物不同，它是

对肿瘤生长过程中新形成血管的未成熟内皮细胞特异性地破坏瓦解，而对正常组织血管成熟内皮细胞没有作用。它是一种正在开发的作用为破坏肿瘤血管系统的抗癌药。

除康普瑞丁磷酸二钠外，2013年10月，公司收到国家核准签发的国家3类化学药“盐酸帕洛诺司琼”的新药证书、药品注册批件及“盐酸帕洛诺司琼注射液”的药品注册批件。盐酸帕洛诺司琼是第二代5-HT₃受体拮抗剂，主要用于治疗及预防中度和重度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐，临床多作为肿瘤辅助用药及手术后恶心呕吐的预防和治疗。该药品上市后，将与公司现有品种盐酸昂丹司琼、盐酸格拉司琼形成产品系列，进一步丰富剂品种，对公司未来的业绩提升产生积极影响。

2、拟收购一体医疗，扩展肿瘤服务产业链

公司公布收购一体医疗，进军肿瘤诊断领域，此次收购是公司布局肿瘤专科领域医疗服务的开端。公司可以利用一体医疗的客户和销售渠道，整合自有医院资源和一体医疗已完成布局的医院资源，以此医院网络为核心，打造肿瘤医药研发、生产、销售以及肿瘤诊断服务的全产业链，后续也有望引入医疗集团的IT、租赁等服务。

深圳一体医疗科技有限公司“医疗设备研发制造销售”与“医疗设备整体解决方案”**两大模块为核心业务，致力于成为专业的肿瘤诊疗设备整体解决方案提供商**。为客户提出富有针对性的肿瘤诊疗设备组合方案，并提供包括国内外高端肿瘤疗设备以及相关技术支持、人才培养、设备维护等增值服务。直接生产并销售具有自主知识产权的伽玛刀、超声肝硬化检测仪、全身热疗系统、全身红光治疗系统等产品；一方面通过项目合作的方式为各医疗机构提供包括自主研发产品，外购PET-CT、直线加速器在内的多种肿瘤诊疗设备，并提供相应的配套增值服务。已形成“放疗、光疗、热疗、诊断”四大系列产品，主要包括：以月亮神全身伽玛刀（Luna-260）、ET-SPACE全身热疗系统为核心的肿瘤诊疗产品系，以hepatest超声肝硬化检测仪为核心的肝硬化诊断检测设备，以及以列奈尔斯量子光能治疗系统为核心的健康康复系列产品。

一体医疗的商业模式是根据客户需求变化，形成以设备销售、合作分成、设备租赁、技术服务四大类基础合作模式。

一体医疗拥有西安、北京两个子公司，情况如下。

表 4：一体医疗子公司

一体医疗子公司	主营业务
西安一体医疗科技有限公司	西安一体医疗科技有限公司的主营业务为以肿瘤治疗设备为核心的大型医疗设备和医学软件的研发、生产和销售，主要产品为Luna-260伽玛射线立体定向回转聚焦放疗机。
北京一体智健医疗科技有限公司	北京一体智健医疗科技有限公司的主营业务为高端肿瘤治疗设备、健康干预与康复设备的市场开拓。

资料来源：宏源证券，wind

一体医疗的客户资源丰富，已经与国内24家医院进行了肿瘤科室的合作，其中21家为三级医院。一体医疗开展医疗合作项目的医疗机构为公立医院、军队医院、武警医院及地方医院，其中绝大部分为三乙及以上级别的大中型医院。收购一体医疗之后，公司可以扩展整合其销售渠道，并入自有医院网络，对公司原有产品和一体医疗的销售是双赢，达到1+1>2的效果。

一体医疗的超声肝硬化检测仪于 2012 年底获得 SFDA 证书，至 2014 年 4 月，公司超声肝硬化检测仪销售量为 67 台，占国内同类产品总销量的 30% 左右。随着肝硬化检测仪产品在 2013 年开始推向市场，一体医疗产品销售结构由伽玛刀及输液加热器等产品为主转为以肝硬化检测仪和伽玛刀为主，产品销售收入占比也越来越大。

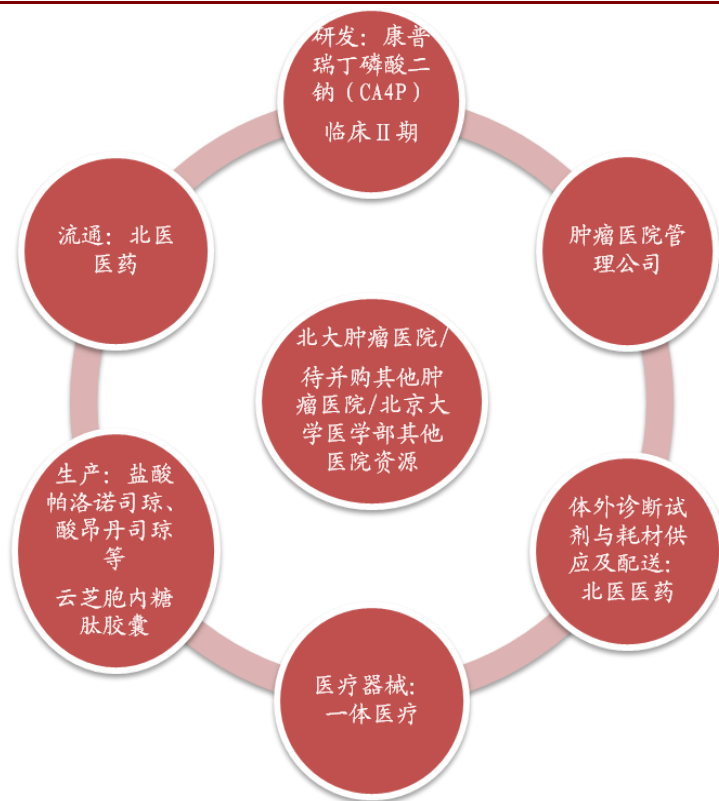
一体医疗承诺 2014—2017 的净利润不低于 7463.65 万、9332.93 万、1.24 亿、1.49 亿。

3、将肿瘤医院装入旗下

经过前面两步布局，公司的肿瘤专科领域全产业链模式已经基本完成，剩下的就是在产权上明确医院资源，将肿瘤医院资源装入公司。未来的肿瘤医疗服务将以京津冀为核心，以北大肿瘤医院目前有效覆盖的区域为主要范围，以国内的合作医院为外延，开展连锁化肿瘤专科医疗管理等业务，建立“北大系”品牌的中国最大肿瘤专科医疗网络。

目前公司与北京大学医学部、北京大学肿瘤医院、北大医疗产业基金、心安医疗签署战略合作协议投资设立肿瘤医院管理公司，公司持股 41%，这有利于实现各方优势互补。对公司在现有肿瘤药品制造、销售的基础上寻求肿瘤治疗领域更多拓展也有帮助。

图 11：目前公司已完成的肿瘤专科领域全产业链布局（不包括医疗集团 IT、租赁资源）



资料来源：宏源证券整理

（二）全产业链布局续章猜想

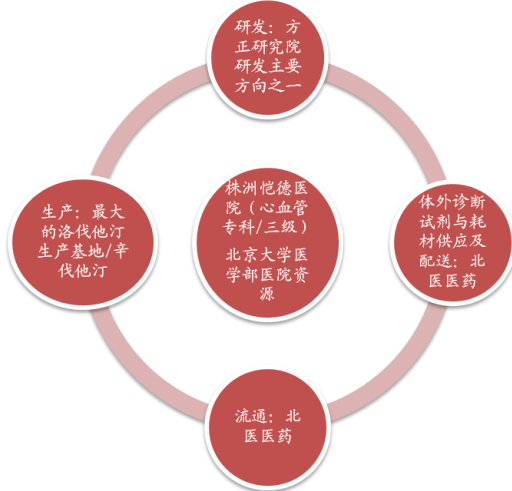
从目前公司的资源看，除肿瘤医院外，未来还可能布局医疗服务专科领域为心血管和神经专科。

在心血管领域，公司拥有全球最大的洛伐他汀生产基地，生产有辛伐他汀片等治疗心血管的药品，凭借北医的流通平台以及耗材配送等资源，收购心血管专科医院株洲恺德医

院，再加上方正医药研究院将心血管领域作为研发的重点领域，不难猜想，公司以后会在心血管专科领域有所作为。

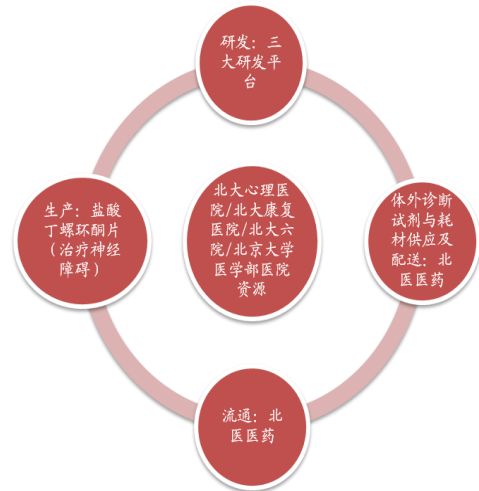
另外公司也拥有治疗神经障碍类的药物，以及北大心理医院、康复医院等自有医院资源，加上北大六院神经卫生研究所的大力支持，也可以在神经专科领域有所突破。

图 12: 心血管领域资源(不含医疗集团 IT、租赁资源)



资料来源：宏源证券整理

图 13: 神经治疗领域资源(医院资源丰富)



资料来源：宏源证券整理

目前公司在肿瘤医院专科领域布局基本成型，医疗服务转型已经迈出了一大步，在公司研发、生产和流通业务的基础上，以自有、并购、托管的医院资源为核心，形成医药全产业链，未来市值空间巨大。

三、盈利预测与估值

1、基本假设

假设公司未来三年在医药制造和医药流通两大板块的业务保持平稳微幅增长。2014—2016 年增速分别为：

医药制造板块：6.29%、7.54%、8.52%；

医药流通板块：18.00%、34.96%、34.84%；在医药流通板块的预测中，将医疗器械也并入此板块，其中假设一体医疗可以在 2015 年并入公司报表，并贡献半年的利润，预测依据是一体医疗历年的收入和承诺利润数据。实际上，医药流通板块药品这块的增速并不快，我们假定保持在 18%。

另外，由于公司北医医药与北大人民医院签订了 8800 万的体外制剂和耗材合同，可以说明北医和医院的对接业务已经正式开始，假定可以影响 2014 年 2 个月的业绩，同时对 2015 和 2016 年的业绩产生影响。

在上述假定的基础上，我们对公司的主营业务进行逐项拆分，得出的 2014-2016 年业绩预测表如下：

表 5: 公司主营业务拆分预测

报告期	2011	2012	2013	2014H	2014E	2015E	2016E
医药制造							
收入	1217.15	1058.46	1285.15	619.38	1366.02	1468.99	1594.16
成本	913.81	814.74	1010.57	480.21	1083.97	1148.92	1218.85
毛利	303.34	243.73	274.58	139.16	282.05	320.06	375.31
毛利率(%)	24.92	23.03	21.37	22.47	20.65	21.79	23.54
药品制造-原料药							
收入	1068.38	890.86	1119.07	524.34	1175.02	1245.52	1332.71
成本	822.62	715.26	921.64	429.25	986.15	1035.46	1087.24
毛利	245.76	175.60	197.42	95.10	188.87	210.06	245.48
毛利率(%)	23.00	19.71	17.64	18.14	16.07	16.87	18.42
药品制造-制剂药							
收入	148.77	167.60	166.08	95.03	190.99	223.46	261.45
成本	91.19	99.48	88.92	50.97	97.81	113.46	131.62
毛利	57.58	68.12	77.16	44.07	93.18	110.00	129.83
毛利率(%)	38.70	40.65	46.46	46.37	48.79	49.23	49.66
药品流通							
收入	631.00	755.10	931.94	471.25	1099.69	1484.13	2001.28
成本	535.20	644.16	803.08	390.71	930.76	1209.24	1575.33
毛利	95.80	110.94	128.86	80.54	168.93	274.89	425.95
毛利率(%)	15.18	14.69	13.83	17.09	15.36	18.52	21.28
药品流通-药品							
收入	555.04	651.94	800.32	403.11	944.38	1114.37	1314.95
成本	489.38	581.41	721.43	350.20	836.86	970.76	1126.08
毛利	65.67	70.53	78.89	52.92	107.52	143.61	188.87
毛利率(%)	11.83	10.82	9.86	13.13	11.39	12.89	14.36
药品流通-医疗制剂							
收入	75.96	103.16	131.62	68.13	155.31	369.77	686.33
成本	45.83	62.75	81.65	40.51	93.90	238.48	449.25
毛利	30.13	40.41	49.97	27.62	61.41	131.29	237.07
毛利率(%)	39.67	39.17	37.97	40.54	39.54	35.50	34.54
商品及材料销售							
收入	90.32	119.59	67.30	77.29	97.01	114.48	135.08
成本	89.67	116.66	64.59	71.92	92.11	107.77	126.10
毛利	0.66	2.93	2.71	5.37	4.90	6.70	8.99
毛利率(%)	0.73	2.45	4.02	6.95	5.05	5.86	6.65
合计							
收入	1938.47	1933.15	2284.39	1167.92	2562.72	3067.60	3730.52
成本	1538.68	1575.56	1878.24	942.84	2106.84	2465.94	2920.28
毛利	399.79	357.59	406.15	225.08	455.88	601.66	810.24
毛利率(%)	20.62	18.50	17.78	19.27	17.79	19.61	21.72

资料来源: 宏源证券, wind

2、盈利预测与估值

从市值角度看，一体医疗估值可以参考福瑞股份和和佳股份，公司本身可以参考复兴医药，未来市值空间巨大。

假定一体医疗在 2015 年中期完成并表，根据我们的盈利预测模型，预测公司 2014-2016 年的收入为 25.62 亿、30.67 亿和 37.30 亿，净利润为 8721 万、1.5 亿和 2.80 亿，EPS 为 0.15、0.21 和 0.38 元，对应的 PE 为 129X\88X\49X，首次给与“买入”评级，目标价为 28 元。

报表预测

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1955.69	1947.94	2316.47	2562.72	3067.60	3730.52
减: 营业成本	1553.64	1587.29	1898.36	2106.84	2465.94	2920.28
营业税金及附加	6.31	4.16	3.99	4.10	9.20	11.19
营业费用	98.64	103.48	119.89	128.14	162.58	197.72
管理费用	145.39	142.08	169.86	179.39	227.00	276.06
财务费用	26.22	16.01	28.51	49.16	28.09	11.54
资产减值损失	2.15	8.98	9.10	6.74	6.74	6.74
加: 投资收益	1.00	1.06	1.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.28	-1.28	0.41	0.40	0.40	0.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	125.62	85.73	88.62	88.75	168.44	307.39
加: 其他非经营损益	12.76	11.20	9.01	9.70	9.70	9.70
利润总额	138.37	96.93	97.62	98.45	178.14	317.09
减: 所得税	23.43	21.92	22.70	14.71	26.66	47.50
净利润	114.94	75.00	74.92	83.74	151.48	269.58
减: 少数股东损益	-0.26	-1.17	-3.10	-3.47	-6.27	-11.16
归属母公司股东净利润	115.20	76.17	78.02	87.21	157.75	280.75
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	369.47	569.07	677.64	25.63	1086.94	1672.62
应收和预付款项	595.61	756.28	847.91	705.03	1151.40	1102.77
存货	334.28	366.78	490.19	418.88	645.14	614.92
其他流动资产	1.28	0.00	15.25	15.25	15.25	15.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1247.71	1745.32	1962.98	2186.65	2193.33	2170.00
无形资产和开发支出	144.61	146.22	161.79	143.34	124.89	106.44
其他非流动资产	2.38	26.41	24.58	24.05	23.52	23.52
资产总计	2695.35	3610.06	4180.34	3518.82	5240.46	5705.51
短期借款	164.69	581.85	887.50	2.02	0.00	0.00
应付和预收款项	855.51	1157.62	1260.21	1387.09	1561.32	1768.23
长期借款	510.41	538.67	561.92	581.92	591.92	601.92
其他负债	124.65	231.43	292.88	292.88	292.88	292.88
负债合计	1655.25	2509.57	3002.51	2263.91	2446.12	2663.04
股本	595.99	595.99	595.99	595.99	736.99	736.99
资本公积	190.36	190.69	199.17	199.17	1458.17	1458.17
留存收益	215.44	276.67	348.62	429.17	574.87	834.17
归属母公司股东权益	1001.79	1063.34	1143.78	1224.33	2770.03	3029.33
少数股东权益	38.31	37.15	34.05	30.58	24.31	13.14
股东权益合计	1040.10	1100.49	1177.83	1254.91	2794.34	3042.48
负债和股东权益合计	2695.35	3610.06	4180.34	3518.82	5240.46	5705.51
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	89.95	97.27	94.08	730.12	-21.91	891.81
投资性现金净流量	-467.29	-377.02	-175.07	-461.36	-291.36	-291.36
筹资性现金净流量	41.45	463.68	195.40	-920.78	1374.58	-14.78
现金流量净额	-335.90	183.86	113.71	-652.02	1061.32	585.67

财务分析和估值指标汇总

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收益率						
毛利率	20.56%	18.51%	18.05%	17.79%	19.61%	21.72%
三费/销售收入	13.82%	13.43%	13.74%	13.92%	13.62%	13.01%
EBIT/销售收入	7.86%	5.74%	5.23%	5.74%	6.50%	8.59%
EBITDA/销售收入	10.20%	8.15%	7.83%	15.83%	16.46%	17.57%
销售净利率	5.88%	3.85%	3.23%	3.27%	4.94%	7.23%
资产获利率						
ROE	11.50%	7.16%	6.82%	7.12%	5.69%	9.27%
ROA	5.70%	3.10%	2.90%	4.18%	3.81%	5.62%
ROIC	13.51%	5.83%	5.20%	5.90%	8.76%	11.32%
增长率						
销售收入增长率	50.54%	-0.40%	18.92%	10.63%	19.70%	21.61%
EBIT 增长率	-50.41%	-27.25%	8.29%	21.44%	35.61%	60.63%
EBITDA 增长率	-45.68%	-20.34%	14.22%	123.59%	24.50%	29.78%
净利润增长率	-57.28%	-34.75%	-0.11%	11.78%	80.88%	77.97%
总资产增长率	40.63%	33.94%	15.80%	-15.82%	48.93%	8.87%
股东权益增长率	23.52%	6.14%	7.56%	7.04%	126.25%	9.36%
经营营运资本增长率	-141.70%	-743.47%	68.95%	-444.90%	121.40%	-314.58%
资本结构						
资产负债率	61.41%	69.52%	71.82%	64.34%	46.68%	46.67%
投资资本/总资产	50.52%	46.23%	47.18%	52.25%	44.45%	35.21%
带息债务/总负债	40.79%	44.65%	48.27%	25.79%	24.20%	22.60%
流动比率	1.14	0.86	0.87	0.74	1.65	1.74
速动比率	0.85	0.67	0.65	0.46	1.28	1.42
股利支付率	36.14%	19.56%	7.64%	7.64%	7.64%	7.64%
收益留存率	63.86%	80.44%	92.36%	92.36%	92.36%	92.36%
资产管理效率						
总资产周转率	0.73	0.54	0.55	0.73	0.59	0.65
固定资产周转率	5.18	4.98	1.61	1.49	1.62	1.99
应收账款周转率	3.66	2.90	3.23	4.36	3.15	4.03
存货周转率	4.65	4.33	3.87	5.03	3.82	4.75
业绩和估值指标						
EBIT	153.76	111.86	121.13	147.10	199.48	320.43
EBITDA	199.39	158.84	181.43	405.67	505.05	655.46
NOPLAT	115.90	79.45	86.83	116.45	160.97	263.78
净利润	115.20	76.17	78.02	87.21	157.75	280.75
EPS	0.193	0.128	0.131	0.146	0.214	0.380
BPS	1.681	1.784	1.919	2.054	4.648	5.083
PE	97.68	147.72	144.22	129.02	88.35	49.64
PEG	-11.02	5.38	2.71	N/A	N/A	N/A
PB	11.23	10.58	9.84	9.19	5.03	4.60
PS	5.75	5.78	4.86	4.39	4.54	3.74
PCF	125.09	115.69	119.60	15.41	-636.12	15.63
EV/EBIT	75.52	106.01	99.74	80.67	67.54	40.24
EV/EBITDA	58.24	74.65	66.59	29.25	26.68	19.67
EV/NOPLAT	100.19	149.24	139.13	101.90	83.70	48.88
EV/IC	8.53	7.10	6.13	6.45	5.78	6.42
ROIC-WACC	13.51%	5.83%	5.20%	4.08%	7.29%	9.60%
股息率	0.004	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 北大医药、天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队

类别	姓名	手机号	手机号	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。