



中珠医疗(600568.SH)

肿瘤放疗中心，中珠肿瘤治疗产业一体化

2016年11月24日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：27.15 元
目标价：37 元

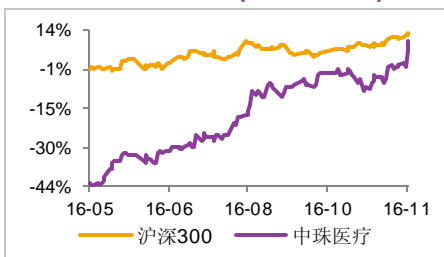
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
电话：010-64408937
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：李志新

电话：010-64408516
邮箱：lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	922	1420	2000	2080
(+/-)		54.0%	40.8%	4.0%
净利润	72	275	377	426
(+/-)		284.2%	36.9%	13.0%
EPS(元)	0.14	0.39	0.54	0.60
P/E	164	69	50	45

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

事件

近日，公司公告旗下全资子公司深圳市一体医疗科技有限公司（下称“一体医疗”）与哈尔滨嘉润医院有限公司（以下简称“嘉润医院”）签订《肿瘤放疗中心合作协议》，合作成立“肿瘤放疗中心”，合作期限 15 年。

牵手民营三级综合医院，合作肿瘤中心 2018 年预计将达 50 家

嘉润医院是哈尔滨民营三级综合性医院，成立于 2006 年，员工近 500 人，拥有临床科室、医技科室、辅助科室等 40 余个，最新开放病床 650 张，新农合、城镇居民医保、市医保和省医保等多种医疗保险定点医疗机构。公司与嘉润医院合作成立肿瘤放疗中心，提供价值 1225 万元的设备及中心运行的技术服务、专家资源、市场运营等，合作期限内扣除成本后收益分配按嘉润医院 20%，一体医疗 80%比例实施。目前，公司合作在营肿瘤中心 30 多家（一体医疗），年度门诊量 30 万人次以上，加上今年已公告的濮阳市肿瘤医院 PPP 项目和嘉润医院项目，未来两年，一体医疗和上市公司母公司预计将新增总计 10 家合作医院，预计 2018 年底合作运营肿瘤中心约 50 家，5 年内公司计划通过各种方式共建运营 100 家肿瘤治疗中心及 30 家控股医院，形成覆盖全国的肿瘤诊疗线下医联体。

高端放疗器械（伽马刀）企业切入下游服务是必然趋势

伽马刀是当前所有肿瘤放疗设备中，国内产品与国际差距最小的领域，而且由于国内大型医疗设备采取配置证政策，国家鼓励支持医疗机构采购国产器械，在伽马刀保有量上，基本形成了国内 4（玛西普、深圳奥沃、一体医疗、上海伽马星）+国外 1（瑞典医科达）的市场格局，国产伽马刀占据 90%以上保有量。

国内伽马刀放疗服务市场规模远大于单纯的伽马刀设备销售规模，据 Frost & Sullivan 一线市场调研数据，2015 年国内伽马刀产生的放疗服务收入达到 66.7 亿元，是单纯销售伽马刀设备收入规模的十倍以上。国际伽马刀巨头瑞典医科达放疗医学服务收入占公司营收约 40%，单纯仪器销售占比在 60%以下，国内玛西普等企业也在尝试向下游医疗服务延伸，高端放疗器械（伽马刀）企业切入下游服务是必然趋势，中珠医疗战略高瞻远瞩。

中珠打造肿瘤治疗产业一体化

公司目前在肿瘤治疗产业前端（药物研发、肿瘤放疗医疗器械）、中端（肿瘤诊疗中心、肿瘤医院）和后端（与地产相结合的肿瘤康复中心）进行产业一体化布局。前端肿瘤药物研发方面，上市公司和集团在研三个抗肿瘤一类生物新药：重组改构人肿瘤坏死因子（GMP 认证阶段）、重组人内皮抑素腺病毒（三期临床）和中珠 1018（美国二期临床、国内临床前期）；通过并购



一体医疗迅速切入高端放疗医疗器械，并布局肿瘤诊疗服务。中端与医院合作共建肿瘤诊疗中心（主要为放疗），既带动自产医疗器械销售，同时也进入更为广阔的肿瘤放疗服务领域，获取稳定的现金流；后端与公司原有房地产业务有机结合，在形成肿瘤诊疗中心和肿瘤医院全国布局基础上，开拓肿瘤放化疗后康复治疗中心，实现肿瘤治疗前、治疗中和治疗后全产业一体化。

◇ 盈利预测与估值

盈利预测：

公司目前主营业务分两块：地产业务（原有业务）和医疗板块（主要是一体医疗贡献），我们采取分部盈利预测和估值。

医疗板块：一体医疗主营业务来自两块业务：医疗合作分成收入和医疗仪器销售（伽马刀、超声肝硬化检测仪）。

1、医疗合作分成：2015 年签约和运营项目 28 个，2015 年全年实现合作收入约 2.33 亿元（2014 年为 2.26 亿元），平均每个项目贡献约 800 万营收，运营净利润率约在 35%左右，我们预测 2016-2018 年签约及运营项目数量分别为 35/40/50，贡献营业收入分别为 2.8/3.2/4.0 亿元，贡献利润约为 0.98/1.12/1.40 亿元。

2、医疗器械销售：2016-2018 年，预测肝硬化检测仪销量为 350/450/550 台，单价约为 38 万元/台，贡献销售额 1.3/1.7/2.1 亿元，伽马刀分别假设销售 1/1/1 台，单价 640 万/台，两者合计贡献器械销售收入 1.4/1.8/2.2 亿元，由于肝硬化检测仪为公司自有知识产权产品，毛利率较高，我们预测销售净利润约 40%，贡献净利润约为 0.56/0.72/0.88 亿元。

我们预期一体医疗 2016-2018 年营收分别为 4.2/5.0/6.2 亿元，净利润分别为 1.5/1.8/2.3 亿元，略超一体医疗业绩承诺。

地产板块：公司房地产业务尚包括珠海及深圳等地储备项目，公司战略转型肿瘤诊疗医疗服务，我们认为公司将不会在地产方面投入更多资源，考虑深圳珠海房价涨幅巨大，我们预测 2016-2018 年地产板块业务营收 10/15/15 亿元，净利润约为 1.3/2.0/2.0 亿元（参考万科、保利地产 13%的净利润率）

2016-2018 年，我们预测中珠医疗营收 14.2/20.0/20.8 亿元，净利润为 2.8/3.8/4.3 亿元，合每股 EPS0.39/0.54/0.60 元，现价对应 PE 69/50/45X。

估值讨论：目前医疗器械（SW）行业整体 PE（TTM）69 倍，可比公司星河生物 PE（2016 年一致预测）约为 80 倍，考虑公司非公开发行融资 13 亿元及未来房地产给医疗板块发展提供充足现金流，我们认为给予公司 2017 年 70 倍 PE 是合理的，对应公司合理股价 37 元/股，现价有约 36%上升空间。

◇ 风险提示

肿瘤中心拓展速度低于预期，一体医疗整合风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,287	5,000	5,450	6,182	经营活动现金	189.05	360	540	641
现金	528	1,320	1,203	1,032	净利润	71.66	275	377	426
应收账款	34	338	364	401	折旧摊销	20.18	22	28.58	34.08
其他应收账款	36	110	122	155	财务费用	23.51	25	21	20
预付账款	78	222	236	292	投资损失	-25.88	0	0	0
存货	2,526	2,968	3,482	4,245	营运资金变动	78.3	80	110	153
其他流动资产	85	43	42	57	其他经营现金	21.28	-42.3	3.48	8.12
非流动资产	1,005	2,862	2,934	3,185	投资活动现金	-680.89	-282	-534	-680
长期投资	1	1	1	1	资本支出	76.17	-65	-65	-65
固定投资	195	490	521	553	其他投资现金	-757.6	-217	-469	-615
无形资产	134	204	220	241	筹资活动现金	-393.94	715	-123	-132
商誉	10	1,384	1,384	1,384	短期借款	-247.85	8	0	0
其他非流动资产	674	783	809	1,006	长期借款	-12.49	0	0	0
资产总计	4,292	7,862	8,384	9,367	吸收投资	-0.06	1300	0	0
流动负债	1,155	1,290	1,430	1,980	其他筹资现金	-133.54	-143	-123	-132
短期借款	120	192	200	200	现金净增加额	-886	792	-117	-171
应付账款	103	118	143	247	期末现金	528	1,320	1,203	1,032
其他流动负债	932	980	1,087	1,533	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
非流动负债	492	474	474	474	成长能力				
长期借款	354	337	337	337	营业收入	-13.9%	54.0%	40.8%	4.0%
其他非流动负债	138	137	137	137	营业利润	9.4%	428.5%	36.9%	13.0%
负债合计	1,647	1,764	1,904	2,454	归属母公司净利润	126.5%	281.4%	35.7%	13.2%
少数股东权益	208	218	220	223	获利能力				
归属母公司股	2,438	5,880	6,260	6,690	毛利率	20.7%	38.8%	37.5%	39.4%
负债和股东权益	4,292	7,862	8,384	9,367	净利率	8.0%	19.4%	18.8%	20.5%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE	3.0%	4.8%	6.1%	6.4%
营业收入	922	1420	2000	2080	ROIC	2.3%	3.5%	5.1%	5.2%
营业成本	731	869	1251	1261	偿债能力				
营业税金及附加	48	57	80	83	资产负债率	38.4%	22.4%	22.7%	26.2%
营业费用	17	18	26	27	净负债比率	45.9%	30.0%	30.4%	36.7%
管理费用	44	107	150	156	流动比率	2.85	3.88	3.81	3.12
财务费用	24	25	21	20	速动比率	0.65	1.58	1.38	0.98
资产减值损失	19	1	1	1	营运能力				
投资净收益	26	0	0	0	总资产周转率	0.21	0.23	0.25	0.23
营业利润	65	344	471	532	应收帐款周转率	15.12	7.63	22.28	22.70
营业外收入	33	0	0	0	应付帐款周转率	4.53	11.83	13.53	10.38
营业外支出	1	0	0	0	每股指标(元)				
利润总额	97	344	471	532	每股收益	0.13	0.39	0.54	0.60
所得税	26	69	94	106	每股经营现金	0.34	0.50	0.76	0.90
净利润	72	275	377	426	每股净资产	4.43	8.26	8.79	9.40
少数股东损益	-2	-5	-3	-4	估值比率				
归母净利润	73	280	380	430	P/E	163.6	69.0	50.3	45.0
EBITDA	109	358	457	559	P/B	4.9	3.3	3.1	2.9
EPS(元)	0.14	0.39	0.54	0.60	EV/EBITDA	145.59	34.56	24.13	17.42

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华，中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com