



Research and
Development Center

大型综合医院全面开诊在即，助推区域医疗服务龙头快速发展

—— 国际医学（000516.SZ）深度报告

2019年8月16日

吴临平 医药行业分析师
周贤珮 医药行业分析师
龚琴容 研究助理

大型综合医院全面开诊在即，助推区域医疗服务龙头快速发展

2019年8月16日

本期内容提要：

- ◆ **剥离零售，聚焦医疗服务。**2018年4月，公司剥离零售资产、聚焦医疗服务业务；旗下正在运营医院有高新医院、商洛国际医学中心老院区（原商洛市第二人民医院）；即将开业的医疗主体有西安国际医学中心、西安高新医院二期、商洛国际医学中心新院区、辅助生殖医学中心。
- ◆ **我国医疗服务供需严重不平衡，国家鼓励社会资本办医。**与发达国家相比，我国医疗服务市场还有很大发展空间，其中需求端一直在不断增长，而供给端以公立医院、三级医院、发达地区为主、严重不平衡。为了增加供给、倒逼公立医院改革，形成多元办医的格局，国家鼓励社会资本办医；陆续出台一系列政策，逐渐扫除社会资本办医的种种障碍。
- ◆ **西安高新医院是社会资本综合性医院标杆。**1、高新医院是我国首家社会资本兴办的三甲医院、西安高新区唯一一家三甲医院；是社会资本通过新建模式布局医疗服务、最具代表性的综合性医院。2、年门诊量突破93万人次、日门诊量突破3000人次、年出院病人接近4万人次、日均占床突破1000人次，超过核定床位数；门诊和住院次均费用分别约326元、1.03万元，在三甲医院里属于较高水平。3、高新医院二期预计四季度开业，床位规模提升至1500张。
- ◆ **西安国际医学中心开诊在即。**公司投资49亿元打造西安国际医学中心（由8所危重症专科医院构成），规划最大床位数5037张；当地部队医院改制导致人才外流，国际医学中心引入大量专家；相比区域内其他医院，高水平医疗团队优势突出，预计今年8月底开诊。截至目前，西安国际医学中心引进省级及以上中华医学会、中国医师协会、中华护理学会等行业协会主委22人、副主委37人、各分会常委逾56人，高级职称专业技术人员近300人。
- ◆ **公司医疗服务网络计划辐射整个西北地区。**1、由于西北地区优质医疗资源严重匮乏，公司计划以西安为中心、将服务网络拓展到整个西北，最终形成一个大型医疗服务综合体。2、于2017年接管商洛第二人民医院，迈出走出西安第一步。3、以商洛第二人民医院为基础，投资14亿打造商洛国际医学中心，拟设床位1800张、按照三甲标准建设、预计四季度开业。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2019-2021年营业收入分别为12.20亿元、31.22亿元、53.90亿元，分别同比增长（2018年医疗服务收入为8.32亿元）46.63%、155.85%、72.66%；归属于上市公司股东的净利润分别为0.34亿元、1.16亿元、4.85亿元；摊薄EPS分别为0.02、0.06和0.25元。西安和商洛国际医学中心、高新医院二期投入运营后，公司总床位数提高到8337张（提高6.57倍），医疗服务体量大幅度提高，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**西安/商洛国际医学中心、高新医院二期即将开业、医疗服务体量大幅度提高。
- ◆ **风险因素：**医保控费进一步趋严、新医疗主体开业后运营不达预期。

证券研究报告

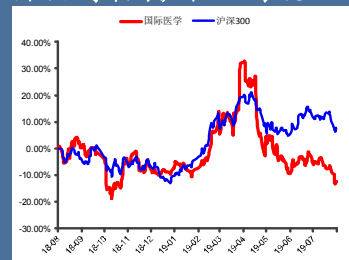
公司研究——首次覆盖

国际医学（000516.SZ）



首次评级

国际医学相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2019.8.16）

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 4.86 |
| 52周内股价波动区间(元) | 4.41-7.21 |
| 最近一月涨跌幅(%) | -3.38 |
| 总股本(亿股) | 19.71 |
| 流通A股比例(%) | 97.87 |
| 总市值(亿元) | 95.79 |

资料来源：信达证券研发中心
信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

吴临平 行业分析师
执业编号：S1500514070004
联系电话：+86 10 8332 6738
邮箱：wuliping@cindasc.com

周贤珮 行业分析师
执业编号：S1500518020001
联系电话：+86 10 83326737
邮箱：zhouxianpei@cindasc.com

龚琴容 研究助理
联系电话：+86 10 8332 6750
邮箱：gongqinrong@cindasc.com

| 重要财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入(百万元) | 4,059.50 | 2,039.35 | 1,220.21 | 3,121.88 | 5,390.09 |
| 增长率 YoY % | 3.28% | -49.76% | -40.17% | 155.85% | 72.66% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 198.39 | 2,184.29 | 33.62 | 116.22 | 485.06 |
| 增长率 YoY% | -1.59% | 1001.01% | -98.46% | 245.70% | 317.38% |
| 毛利率% | 19.89% | 22.10% | 29.30% | 25.32% | 26.13% |
| 净资产收益率 ROE% | 5.58% | 46.74% | 0.59% | 2.05% | 8.11% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.10 | 1.11 | 0.02 | 0.06 | 0.25 |
| 市盈率 P/E(倍) | 48 | 4 | 285 | 82 | 20 |
| 市净率 P/B(倍) | 2.65 | 1.67 | 1.70 | 1.67 | 1.54 |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 8 月 16 日收盘价

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 公司概况 | 3 |
| 公司股权结构 | 3 |
| 公司主营业务 | 3 |
| 公司业绩情况 | 4 |
| 我国医疗服务供需严重失衡，国家鼓励社会资本办医 | 6 |
| 我国医疗服务市场还有很大发展空间 | 6 |
| 我国医疗服务需求一直不断增长 | 8 |
| 我国医疗服务供给以公立医院、三级医院为主 | 8 |
| 国家鼓励社会资本办医 | 10 |
| 陕西省整体医疗资源匮乏，高水平供给以西安为主 | 12 |
| 西安引进大量人才，导致人口增速快 | 12 |
| 西安 GDP 增速超过全国水平 | 13 |
| 陕西整体医疗资源匮乏，高水平供给以西安为主 | 14 |
| 西安高新医院是社会资本综合性医院标杆 | 15 |
| 高新医院是西安高新区唯一一所三甲医院 | 15 |
| 高新医院目前处于超负荷运营状态 | 16 |
| 在超负荷情况下，高新医院收入仍保持 10% 以上增速 | 17 |
| 高新医院二期即将开业，床位瓶颈即将得到突破 | 18 |
| 利用地域优势，与企业合作共建社区服务中心 | 18 |
| 公司拥有非常稀缺的综合性医院经营经验 | 19 |
| 西安国际医学中心定位八大危重症专科、开诊在即 | 20 |
| 西安国际医学中心定位八大危重症专科 | 20 |
| 部队医院改革人才外流，国际医学中心引入大量专家 | 21 |
| 投资建设商洛国际医学中心，公司医疗服务成功跨区域布局 | 23 |
| 西北地区医疗资源匮乏，公司医疗服务计划辐射整个西北 | 23 |
| 接管商洛市第二人民医院，走出西安布局陕南 | 24 |
| 投资建设商洛国际医学中心，打造大型三甲医院 | 24 |
| 我国生殖医学中心牌照稀少且门槛高 | 25 |
| 生殖医学中心审批速度放缓 | 25 |
| 辅助生殖医疗机构最核心资产是试管婴儿牌照 | 26 |
| 截止 2016 年底，我国共有 451 家生殖医学中心 | 27 |
| 二胎政策叠加晚婚晚育，辅助生殖市场空间广阔 | 29 |
| 依托高新医院，打造国内规模最大的生殖医学中心 | 30 |
| 计划引入台湾一流专家，打造国内规模最大的生殖医学中心 | 30 |
| 公司是陕西第六家获得辅助生殖医学牌照 | 30 |
| 盈利预测及假设 | 32 |
| 风险因素 | 33 |

图 目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 国际医学股权结构 (截止 2019 年一季度) | 3 |
| 图 2: 国际医学发展历程 | 4 |
| 图 3: 公司于 2018 年 4 月 30 日剥离零售, 聚焦医疗服务 | 5 |
| 图 4: 主营业务毛利率 (%) | 5 |
| 图 5: 我国人均卫生费用快速增长 | 6 |
| 图 6: 我国卫生费用支出占 GDP 的比重 (%) | 7 |
| 图 7: 2015 年各国卫生总费用占 GDP 比重 (%) | 7 |
| 图 8: 我国历年诊疗人次统计 | 8 |
| 图 9: 我国医院病床使用率 (%) | 9 |
| 图 10: 医师日均担负诊疗人次 | 9 |
| 图 11: 世界不同国家每万人口医师数 | 9 |
| 图 12: 世界不同国家每万人口护士及护产士数 | 9 |
| 图 13: 西安市户籍人口增速显著 | 12 |
| 图 14: 西安市 GDP 增长情况 (亿元) | 13 |
| 图 15: 陕西省高等级医院占比低于全国平均水平 | 14 |
| 图 16: 陕西省三甲医院中有 7 家为部队医院 | 14 |
| 图 17: 卫生机构床位数 (万张) | 15 |
| 图 18: 卫生技术人员 (万人) | 15 |
| 图 19: 西安高新医院营业收入 (万元) 及增速 (%) | 17 |
| 图 20: 西安高新医院利润总额 (万元) 及增速 (%) | 17 |
| 图 21: 西安高新医院改扩建工程 | 18 |
| 图 22: 依托高新医院, 建设了多个卫生服务中心 | 19 |
| 图 23: 西安国际医学城 | 21 |
| 图 24: 我国生殖医学中心发展历程 | 25 |
| 图 25: 试管婴儿牌照申请条件 | 27 |
| 图 26: 全国生殖医学牌照分布 | 28 |
| 图 27: 我国试管婴儿牌照分布 | 29 |
| 图 28: 女性每周期妊娠率 | 29 |
| 图 29: 中国女性平均生育年龄 | 29 |

表 目 录

| | |
|-------------------|---|
| 表 1: 全国医疗卫生机构及床位数 | 9 |
|-------------------|---|

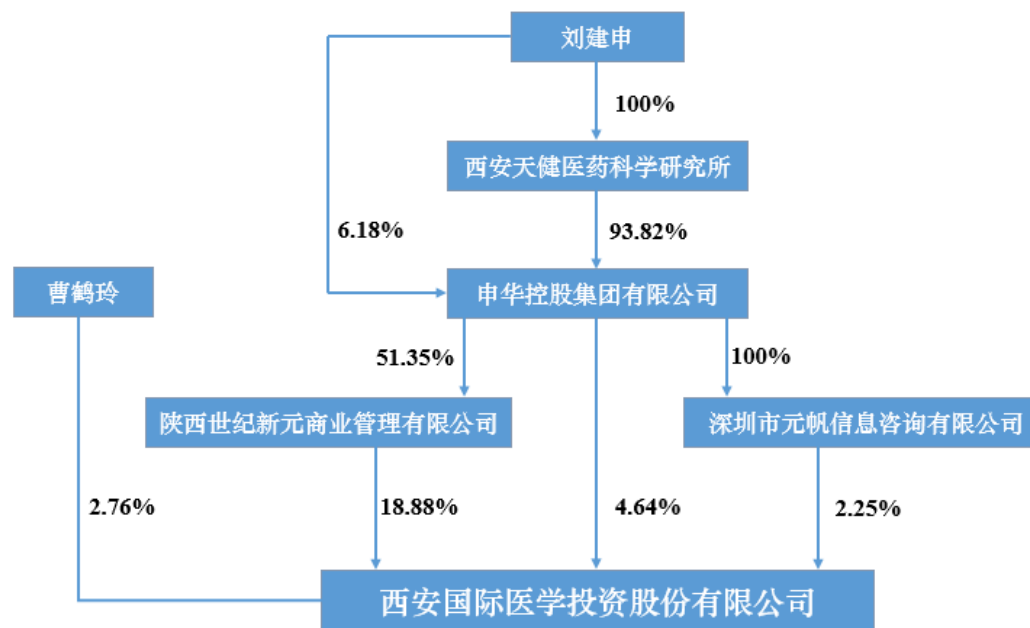
| | |
|---|----|
| 表 2: 限制民营医院发展的障碍..... | 10 |
| 表 3: 2020 年全国医疗卫生服务体系资源要素配置主要指标..... | 11 |
| 表 4: 西安市户籍政策变化..... | 12 |
| 表 5: 西安高新医院周边医院情况..... | 15 |
| 表 6: 西安高新医院运营指标..... | 16 |
| 表 7: 西安重点医院统计..... | 16 |
| 表 8: A 股市场上民营综合医院..... | 20 |
| 表 9: 军队医院改制相关政策文件..... | 22 |
| 表 10: 各省三甲医院、部队医院、三甲部队医院数量..... | 22 |
| 表 11: 西安三甲部队医院情况..... | 23 |
| 表 12: 我国西北五省优质医疗资源匮乏（备注：由于各个省市没有 18 年数据，故而采用 2017 年数据）..... | 23 |
| 表 13: 商洛市主要医院..... | 25 |
| 表 14: 辅助生殖相关法律法规..... | 26 |
| 表 15: 试管婴儿牌照申请流程..... | 27 |
| 表 16: 陕西省生殖中心和试管婴儿牌照..... | 30 |
| 表 17: 各省辅助生殖中心配置规划..... | 31 |
| 表 18: 部分医疗机构次均住院费用（元）..... | 32 |
| 表 19: 公司与医疗服务行业可比公司估值对比分析..... | 33 |

公司概况

公司股权结构

公司第一大股东是陕西世纪新元商业管理有限公司，直接持有公司 18.88% 股份；中华控股集团、元帆信息、曹鹤玲分别持有公司 4.64%、2.25%、2.76% 股权。中华控股集团是陕西世纪新元的控股股东；元帆信息是中华控股集团的控股子公司；曹鹤玲是中华控股集团、陕西世纪新元、元帆信息的法定代表人。公司实际控制人为刘建申先生，合计控制公司 28.53% 股权。

图 1: 国际医学股权结构 (截止 2019 年一季度)



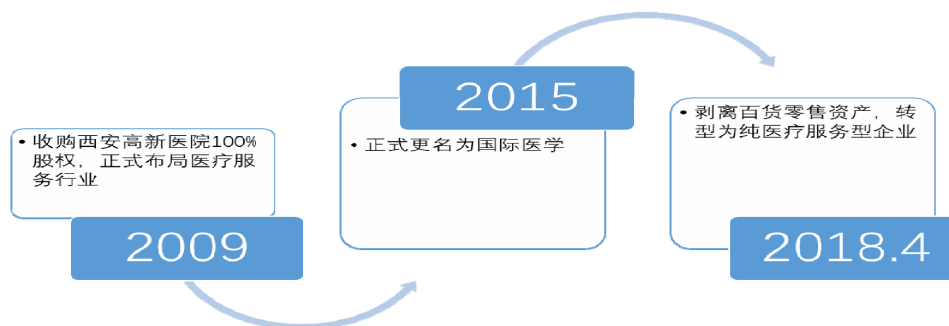
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主营业务

国际医学是一家以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业的投资管理型企业集团，是陕西省和西北地区第一家上市公司。公司以百货零售起家，2002 年，公司实际控制人刘建申先生在上市公司体外创建的西安高新医院正式开诊；2009 年，西安高新医院有限公司以存续分立的方式分立为西安高新医院有限公司和西安高新医院，分立后的西安高新医院有限公司更名为陕西世纪新元商业管理有限公司。2011 年，上市公司以自有资金 2.97 亿元收购西安高新医院 100% 股权，正式进入医疗

服务领域，以百货零售和医疗服务为主营业务；2015年，公司正式更名为西安国际医学投资股份有限公司；2018年4月，公司将全资子公司开元商业100%股权作价33.62亿元出售给银泰百货，剥离百货零售资产，聚焦医疗服务业务。

图2：国际医学发展历程



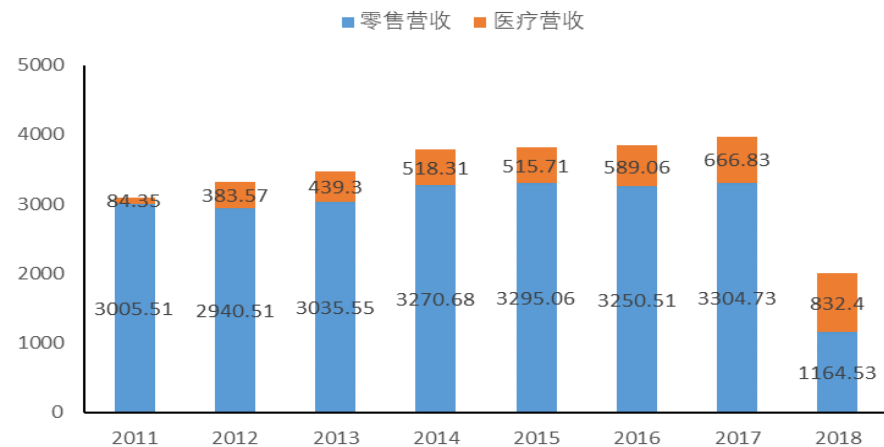
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前，公司旗下正在运营的医疗主体有西安高新医院一期、商洛国际医学中心老院区（原商洛市第二人民医院）、二〇四医院等；正在建设中的医疗服务项目有西安国际医学中心、西安高新医院二期、商洛国际医学中心（新院区）、西安国际康复医学中心、辅助生殖医学中心等。近年来，公司积极拓展分级诊疗网点，先后设立了蓝博社区卫生服务中心、三星医务室、比亚迪医务室。

公司业绩情况

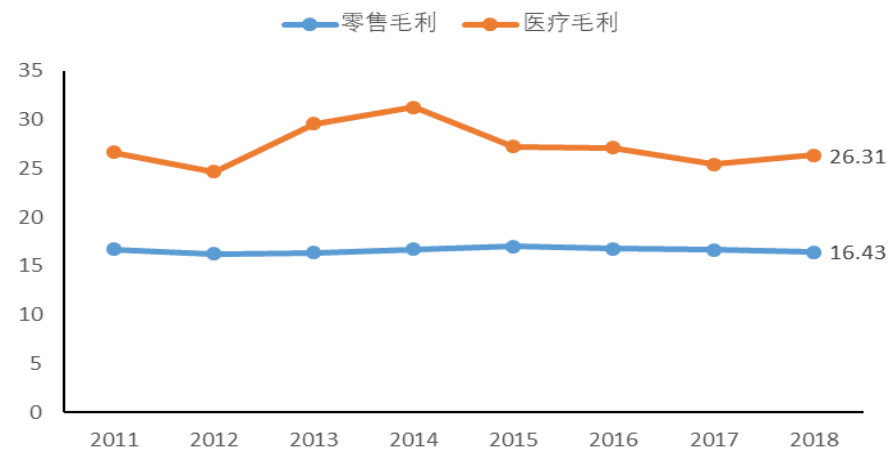
公司于2011年收购西安高新医院，当年对上市公司贡献了8435万元收入，仅占营业总收入的2.73%；2011年以后，医疗服务业务收入占比逐渐提高。2018年公司实现营业收入20.39亿，同比下滑49.77%，其中百货零售业务收入为11.65亿元，占营业总收入的57.10%；医疗服务业务收入为8.32亿元，占营业总收入的40.82%，同比增长24.83%。除了2015年医疗服务收入略微下滑外，其余年度均保持10%以上的增速。

图 3: 公司于 2018 年 4 月 30 日剥离零售, 聚焦医疗服务 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 主营业务毛利率 (%)



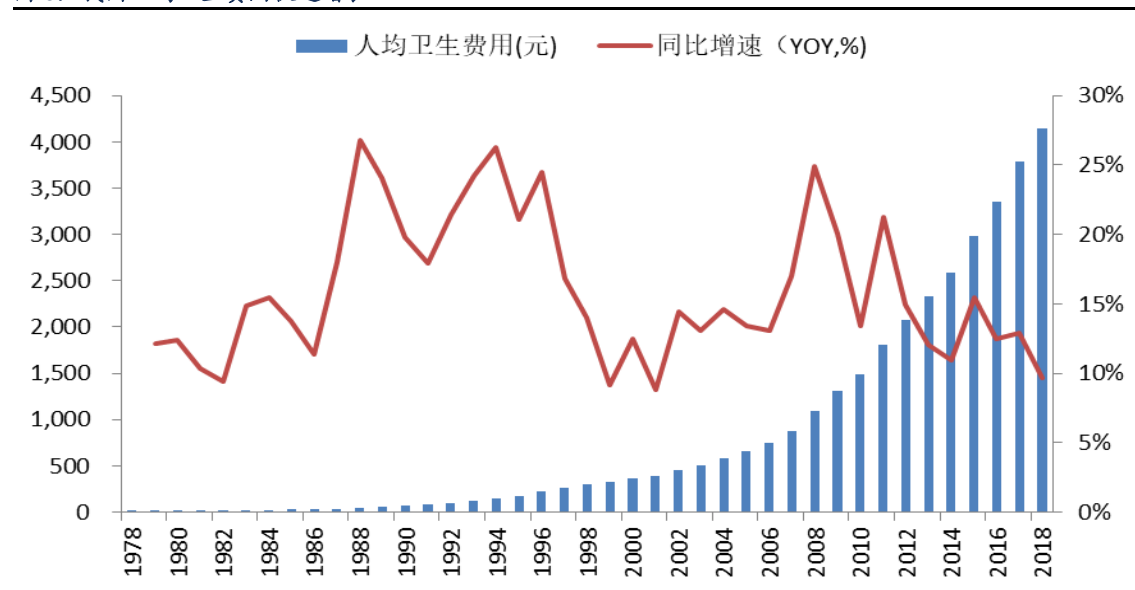
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国医疗服务供需严重失衡，国家鼓励社会资本办医

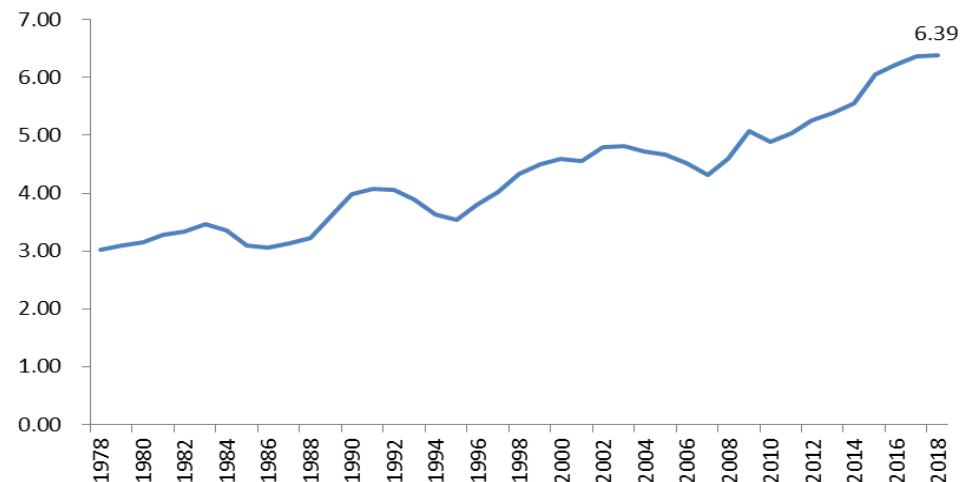
我国医疗服务市场还有很大发展空间

近十年来，我国居民人均医疗卫生费用年均增速超过 14%；卫生费用支出占 GDP 的比重逐年提高，2018 年已达 6.39%，但是与发达国家（占比 10%以上）相比，仍有较大差距。随着人民经济收入的增长、老龄化加剧、全民健康意识的加强、医疗技术的更新发展、以及医疗卫生体制的深化改革，医院医疗事业迎来了一个快速发展的良机。

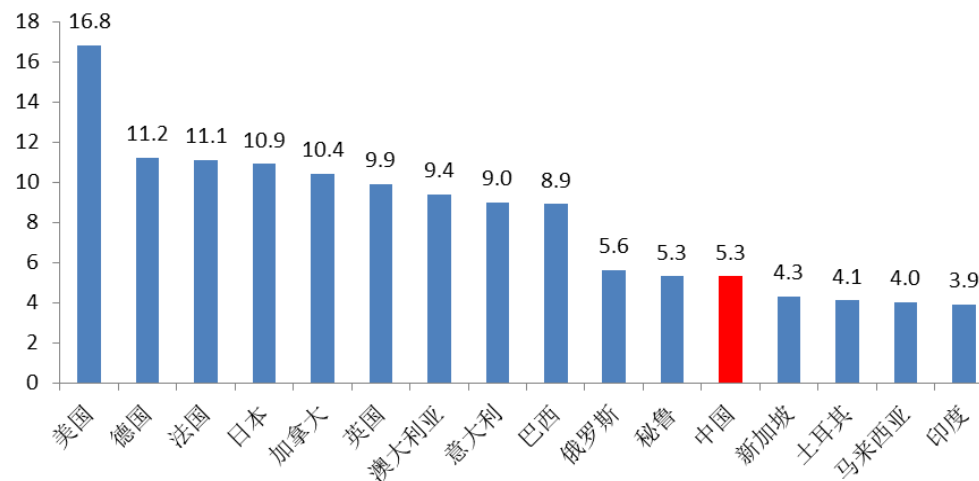
图 5：我国人均卫生费用快速增长



资料来源：卫生统计年鉴，信达证券研发中心

图 6：我国卫生费用支出占 GDP 的比重 (%)


资料来源：卫生统计年鉴，信达证券研发中心

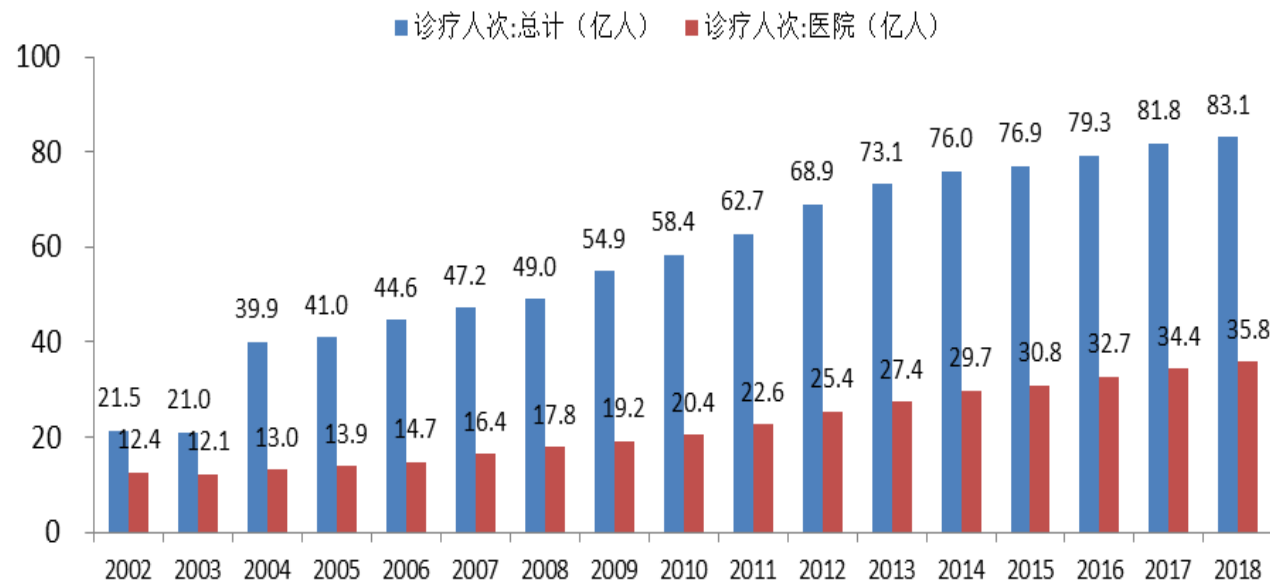
图 7：2015 年各国卫生总费用占 GDP 比重 (%)


资料来源：中国卫生健康统计年鉴，信达证券研发中心

我国医疗服务需求一直不断增长

2018 年全国总诊疗人次 83.1 亿人次，同比增长 1.6%；医院诊疗人次 35.8 亿人次，同比增长 4.1%。我国医疗服务需求一直不断增长，需求增长主要来自于人口老龄化、人口患病率的上升（保健意识提高）以及医保覆盖的提升。

图 8：我国历年诊疗人次统计



资料来源：国家卫计委，信达证券研发中心

我国医疗服务供给以公立医院、三级医院为主

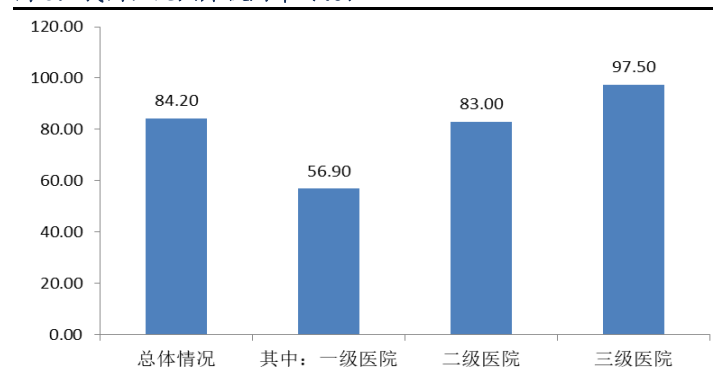
按照 2018 年数据，公立医院数量占比 36.45%，而床位数占比高达 73.66%；三级医院数量占比仅 7.7%，而床位数占比高达 39.37%。我国医疗服务供给端，呈现出以公立医院、三级医院为主的格局。

目前，我国医院总体病床使用率已经超过 84%，其中承担最主要医疗任务的三级医院病床使用率更是高达 97.5%，医生人均每天负担诊疗人次 7.0 次，基本属于满负荷甚至超负荷运转的状态。同时，我国每万人口医师数为 18，每万人口护士数 23，远低于德国、澳大利亚等发达国家。

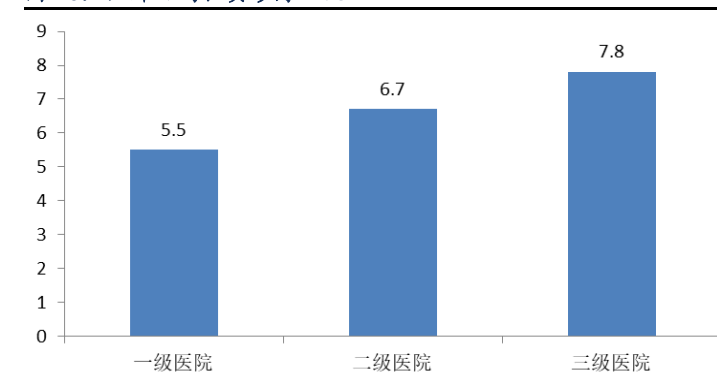
表 1: 全国医疗卫生机构及床位数

| | 机构数(个) | | 床位数(张) | |
|----------|--------|--------|---------|---------|
| | 2018 | 2017 | 2018 | 2017 |
| 总计 | 997434 | 986649 | 8404088 | 7940252 |
| 医院 | 33009 | 31056 | 6519749 | 6120484 |
| 公立医院 | 12032 | 12297 | 4802171 | 4631146 |
| 民营医院 | 20977 | 18759 | 1717578 | 1489338 |
| 医院中:三级医院 | 2548 | 2340 | 2567138 | 2359911 |
| 二级医院 | 9017 | 8422 | 2554366 | 2450707 |
| 一级医院 | 10831 | 10050 | 630281 | 584911 |
| 基层医疗卫生机构 | 943639 | 933024 | 1583587 | 1528528 |
| 专业公共卫生机构 | 18034 | 19896 | 274394 | 262570 |
| 其他机构 | 2752 | 2673 | 26358 | 28670 |

资料来源: 2017 及 2018 年卫生统计公报, 信达证券研发中心

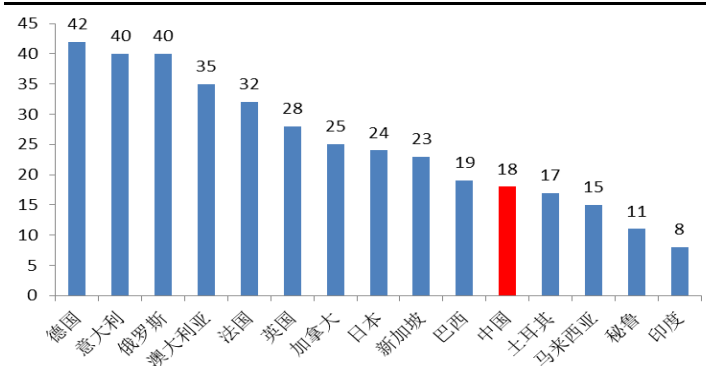
图 9: 我国医院病床使用率 (%)


资料来源: 2018 年卫生统计公报, 信达证券

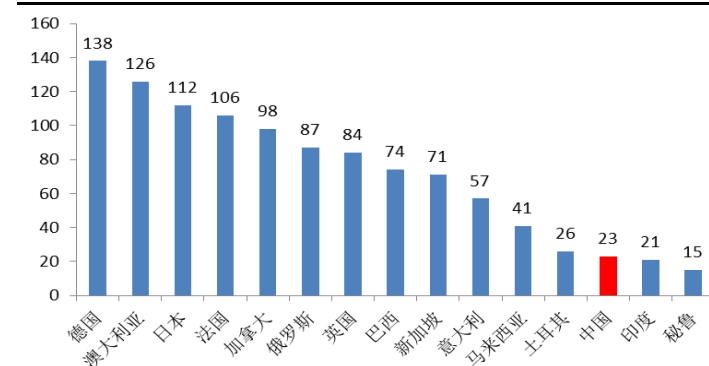
图 11: 世界不同国家每万人口医师数
图 10: 医师日均担负诊疗人次


资料来源: 2018 年卫生统计公报, 信达证券

图 12: 世界不同国家每万人口护士及护产士数



资料来源：2018 年中国卫生健康统计年鉴，信达证券



资料来源：2018 年中国卫生健康统计年鉴，信达证券

国家鼓励社会资本办医

我国社会资本办医长期以来受到较大限制，一直未得到充分发展，重要限制因素有税收、医院评级、医保、自主定价、科研学术、医生职称、医生身份等。

表 2: 限制民营医院发展的障碍

| 制约因素 | 社会资本办医 | 公立医院 |
|------|---|--------------------------------------|
| 税收 | 非营利性医院免税，营利性医院所得税仍为 25% | 免税 |
| 医保 | 58 号文指出要将符合条件的非公立医疗机构纳入医保定点范围,民营医院部分存在准入门槛及报销歧视,核定费用与报销比例上与公立医院存在差距 | |
| 医院评级 | 多为专科医院,规模小,评级首重床位数 | 正常评级,近年来由于扩张较快在评三甲医院方面受到政策限制 |
| 科研学术 | 缺乏学术资源与学术话语权,多数游离于主流学术体系之外 | 公立三甲医院在学术资源方面享有优势,壁垒较高 |
| 医生职称 | 受限于学术资源与学术话语权短板,相当多的民营医院未包含在职称体系之内 | 由于在学术资源和学术话语权方面的垄断,大型三甲医院医生更容易获得相应职称 |
| 自主定价 | 政府管制 | 政府管制 |
| 医生身份 | 企业编制待遇 | 事业单位编制待遇 |

资料来源：信达证券研发中心

近年来，国家出台了一系列政策，上述障碍逐渐在扫除：

- 2010年，国务院《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，为社会资本进入医疗服务行业提供了政策破冰支持，同年卫生部公布的《2010年卫生工作要点》指出，将开展公立医院改革试点，鼓励、支持和引导社会资本举办非公立医院，加快形成多元化办医格局。
- 2012年，国务院《“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年10月，国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》，对我国社会资本介入医疗服务行业提供了进一步政策支持：第一，首次提出“健康服务业”的概念；第二，鼓励社会开办医院；第三，对非公立医疗机构和公立医疗机构同等对待；第四，健康服务业可享高新技术企业税收优惠政策。把健康服务业的发展提升到国家战略层面。
- 2014年，国家卫生计生委《关于加快发展社会办医的若干意见》，鼓励各地探索各种形式的办医模式，对社会资本要实行“非禁即入”原则，重点引导社会资本举办非营利性医院。
- 2015年，国务院《关于促进社会办医加快发展若干政策措施》，要求进一步放宽并完善社会办医的准入审批、投融资渠道、税收、医保等政策。

2017年，发布的国资发【2017】134文件明确要求企业办医疗机构按照移交地方、关闭撤销、资源整合和重组改制四种方式分类处理，相关工作原则上要求在2018年年底前基本完成；国资厅发改革【2018】8号文件要求少数大型企业集团医疗机构暂时难以移交的、经国资部门批准可先行整合，并引入健康产业为主业的企业参与重组改制，在限期内实现有序退出。

2015年，国务院出台《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》，明确增加社会办医设置规划，在2013年每千常住人口0.52张床位数的基础上，2020年要增加到1.5，而对公立医院尤其是省属及以上三级医院则是限制其发展规模。

表 3：2020 年全国医疗卫生服务体系资源要素配置主要指标

| 主要指标 | 2020年目标 | 2013年 | 指标性质 |
|--------------------|------------|-------------|------------|
| 每千常住人口医疗卫生机构床位数（张） | 6 | 4.55 | 指导性 |
| 医院 | 4.8 | 3.56 | 指导性 |
| 公立医院 | 3.3 | 3.04 | 指导性 |
| 其中：省办及以上医院 | 0.45 | 0.39 | 指导性 |
| 市办医院 | 0.9 | 0.79 | 指导性 |
| 县办医院 | 1.8 | 1.26 | 指导性 |
| 其他公立医院 | 0.15 | 0.60 | 指导性 |
| 社会办医院 | 1.5 | 0.52 | 指导性 |

资料来源：全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年），信达证券研发中心

陕西省整体医疗资源匮乏，高水平供给以西安为主

西安引进大量人才，导致人口增速快

2018年1月，《关中平原城市群发展规划》正式经国务院获批，西安被列为国家中心城市；是继北京、天津、上海、广州、重庆、成都、武汉、郑州之后，获批建设的第九个国家中心城市。

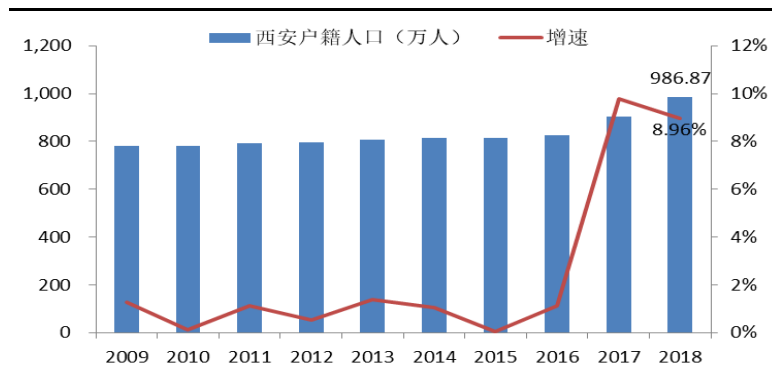
自2017年，西安市不断深入实施户籍、人才、创新创业“三大新政”，以前所未有的力度引进人才。2018年末全市常住人口1000.37万人，比上年末净增加38.70万人。2018年末户籍人口986.87万，较上年增长8.96%；其中引进产业发展与科技创新类人才36.64万人，培养实用型人才6.07万人。

表 4：西安市户籍政策变化

| 时间 | 落户政策内容 |
|-----------|---|
| 2017年3月 | 出台了史上最低门槛的户籍新政，率先在全国同等城市中推出“流程最简、门槛最低、条件最少”的落户政策。其中提出“三放四降”：放开普通大中专院校毕业生的落户限制、放宽设立单位集体户口条件、放宽对“用人单位”的概念界定，降低技能人才落户条件、降低投资纳税落户条件、降低买房落户条件、降低长期在西安市区就业并具有合法固定住所人员的社保缴费年限。 |
| 2017年6月 | 将本科以上学历落户年龄放宽至45岁，硕士研究生及以上学历人员不设年龄限制。 |
| 2018年2月 | 个人落户一站式全办结，通过学历、人才、投资纳税落户的，即便是落在集体户上，也可同步完成举家迁入。 |
| 2018年3月 | 网络“掌上户籍”绿色通道正式运行，即凭学历落西安社区集体户，只需通过“掌上户籍室”APP提交资料即可。 |
| 2018年3月 | 在校大学生仅凭学生证和身份证即可在线完成落户西安，该政策推出当天，西安共迁入落户人口达到创纪录的8050人。 |
| 2018年4月1日 | 全面开放在西安创业的35岁以下企业法人、股东和企业员工落户大西安，户籍新政助力打造青年创业之城。 |
| 2019年2月 | 全国高等院校在校学生均可落户西安，本科(含)以上学历不受年龄限制。 |

资料来源：西安市政府网站，信达证券研发中心

图 13：西安市户籍人口增速显著

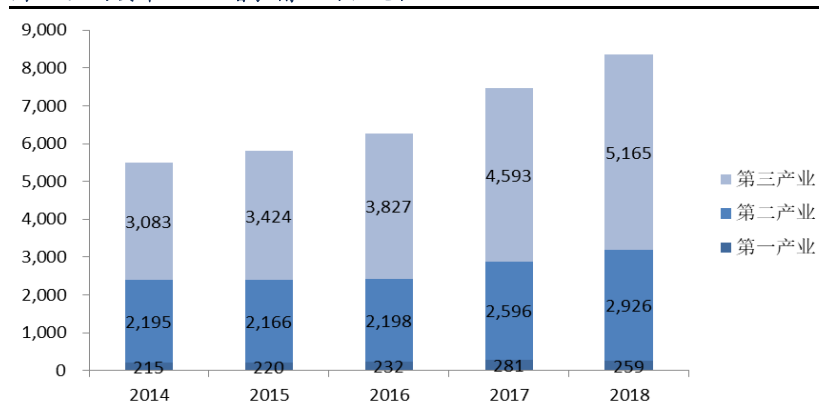


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

西安 GDP 增速超过全国水平

西安市 2018 年 GDP 约 8349.86 亿元，比上年增长 8.2%，超过全国 GDP 增速（6.6%）1.6 个百分点；其中第一产业增加值 258.82 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 2925.61 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 5165.43 亿元，增长 8.3%。按常住人口计算，全年人均生产总值 85114 元，比上年增长 5.2%。

图 14: 西安市 GDP 增长情况（亿元）

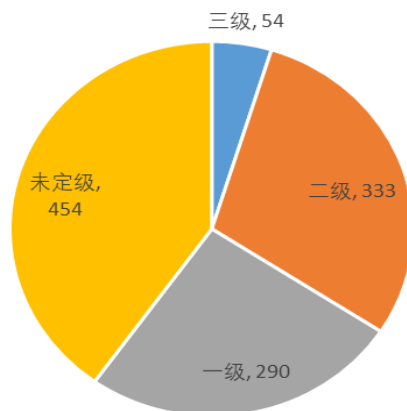


资料来源：西安市统计局，信达证券研发中心

陕西整体医疗资源匮乏，高水平供给以西安为主

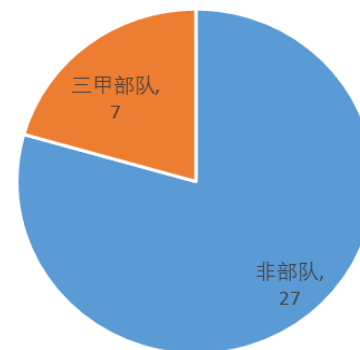
陕西省有 37255 家医疗卫生机构，其中医院有 1131 家，三级医院有 54 家，占陕西省医院总数的 4.78%，远低于全国平均水平（7.5%左右）；54 家三级医院中有 34 家是三甲医院，仅占陕西省医院总数的 3%，低于全国平均水平（约 4%）。陕西省共有 10 家部队医院，其中有 7 家是三甲医院，有 5 家位于西安市。

图 15: 陕西省高等级医院占比低于全国平均水平



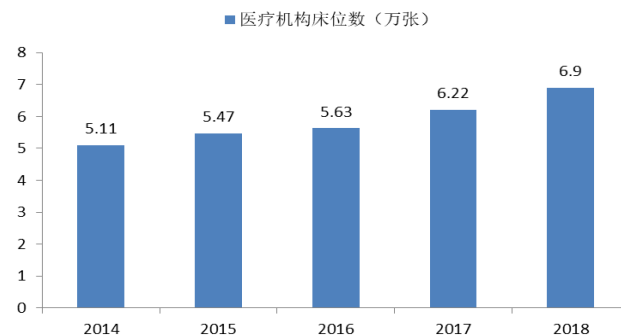
资料来源: 卫计委, 信达证券研发中心

图 16: 陕西省三甲医院中有 7 家为部队医院

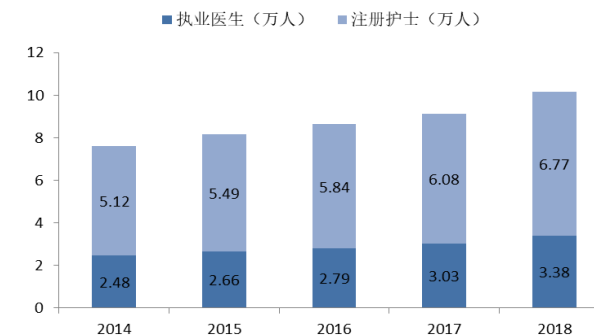


资料来源: 卫计委, 信达证券研发中心

2018 年末西安市共有各类卫生机构 6638 个，其中医院 343 个、社区卫生服务中心(站)222 个、卫生院 119 个；各类卫生技术人员 10.15 万人，其中执业(含助理)医师 3.38 万人；各类卫生机构床位 6.90 万张。

图 17: 卫生机构床位数 (万张)


资料来源:《西安市国民经济与社会发展年报》, 信达证券研发中心

图 18: 卫生技术人员 (万人)


资料来源:《西安市国民经济与社会发展年报》, 信达证券研发中心

西安高新医院是社会资本综合性医院标杆

高新医院是西安高新区唯一一所三甲医院

西安高新医院2002年投入运营, 2009年获评三级甲等综合医院, 是我国首家社会资本兴办的三级甲等综合型医院, 同时也是西安高新区唯一一家三甲医院; 是西安交通大学医学院附属医院、延安大学医学院教学医院和博士后工作站、西安医学院附属医院, 具有药物临床试验机构资格; 是陕西省十一个地市城镇职工、城镇居民医疗保险定点医院和新型农村合作医疗定点医院。

高新医院设有51个科室, 拥有多项优势科室, 其中神经内科是国家临床重点专科建设项目、陕西省优势医疗专科; 心血管外科、普通外科是陕西省特色专科; 妇科、产科、医学影像科、核医学科是西安市医学优势专科。

表 5: 西安高新医院周边医院情况

| 医院 | 等级 | 床位数 (张) |
|-----------------|------------|---------|
| 陕西光大医院 | | |
| 西安日化医院 | 一级非营利性综合医院 | 99 |
| 陕西第二人民医院 (高新分院) | 三乙综合性医院 | |

资料来源: 信达证券研发中心整理

高新医院目前处于超负荷运营状态

2018年，高新医院年门诊量突破93万人次，同比增长11.7%；日门诊量突破3000人次；出院病人接近4万人次，同比增长8.1%；日均占床突破1000人次，超过核定床位数808张，处于超负荷运营状态。2018年，门诊次均费用为326.83元，同比增长7.21%；出院次均费用为1.03万元，同比增长2.9%，主要是受益于持续引进重病症医疗权威以及病源结构调整；平均住院日从17年的8.2日缩减到7.9日，远低于三级医院平均水平。从单次收费来看，目前出院次均费用高于三甲医院平均水平；随着二期项目年内开业，业绩还有较大增长空间。

表 6: 西安高新医院运营指标

| 项目 | 2017 年高新医院 | 2018 年高新医院 | 2018 年三级医院 |
|------------|------------|------------|------------|
| 床位数 (张) | 808 | 808 | |
| 门诊人次 | 832591.00 | 932374.00 | |
| 门诊次均费用 (元) | 304.86 | 326.83 | |
| 出院人次 | 37004.00 | 39712.00 | |
| 出院次均费用 (元) | 10014.02 | 10310.42 | |
| 平均住院日 | 8.20 | 7.90 | 9.5 |
| 出院者占用总床日数 | 303433 | 316000 | |

数据来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

西安市重点三甲医院有空军军医大学附属西京医院和唐都医院、西安交通大学一附院和二附院、省人民医院和西安高新医院，以高新医院目前配置来看，占地面积、医护人员数量、床位数等硬性指标都不及其余几家。但是从各项医院运营指标来看，高新医院高于唐都医院，与西安交大一附院、二附院和省人民医院处于同一个水平。

表 7: 西安重点医院统计

| 医院名称 | 占地面积/万 m ² | 医护人员数量 | 年门诊量/万人次 | 日门诊量 | 床位数 | 年住院人次 (万人次) |
|---------|-----------------------|--------|----------|-------|------|-------------|
| 西京医院 | 29 | 5000 | 387 | 10602 | 3218 | 14.03 |
| 唐都医院 | 27 | 2000 | 71 | 1945 | 1200 | 4.96 |
| 西安交大一附院 | 14.8 | 4723 | 265 | 7260 | 2560 | 12.8 |
| 西安交大二附院 | 7.5 | 3264 | 190 | 5205 | 1739 | 9.0 |
| 省人民医院 | 10.6 | 4730 | 160 | 4383 | 3000 | 11.6 |

| | | | | | | | |
|------|-------|-------|------|----|------|------|---|
| 高新医院 | 一期 | 3.69 | 1336 | 93 | 2554 | 808 | 4 |
| | 二期建成后 | 15.69 | | | | 1500 | |

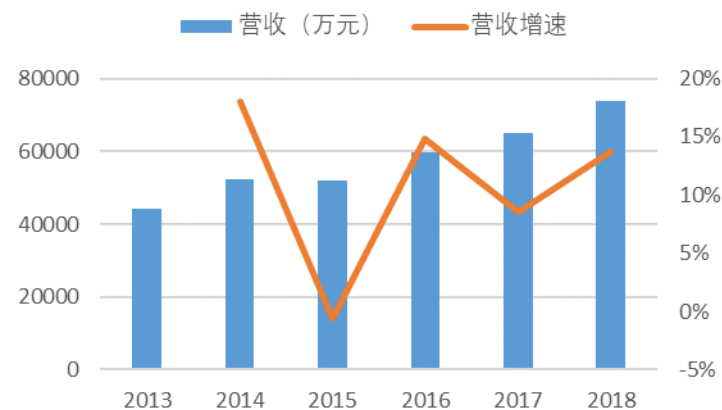
数据来源：各医院官网，信达证券研发中心

在超负荷情况下，高新医院收入仍保持 10%以上增速

2018年，高新医院实现收入7.38亿元，同比增长13.68%；实现利润总额1.24亿元，同比增长20.39%；实现净利润1.05亿元，同比增长20.74%。2019年一季度，受益于病源结构调整，高新医院实现归母净利润3158.68万元，同比增长19.81%，在床位已经满负荷的前提下仍然保持了快速增长。

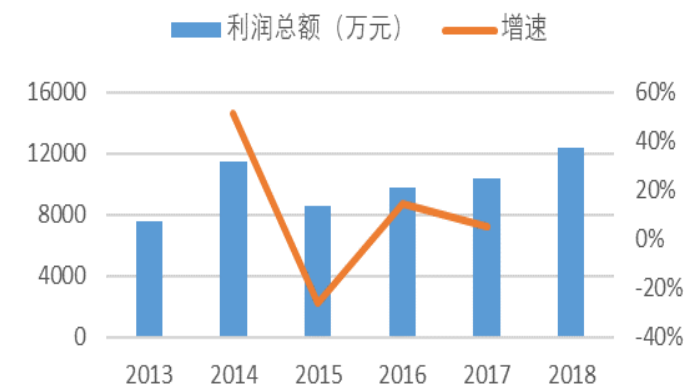
2013年到2018年，高新医院营业收入及利润一直保持增长；只有2015年出现小幅度下滑，主要是由于新成立血液科、肿瘤放疗科、消化介入科等科室、病房装修改造导致当期费用大幅度上升。2017年利润增速低于营业收入增速，主要是由于医院二期扩建项目费用增加所致。

图 19：西安高新医院营业收入（万元）及增速（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：西安高新医院利润总额（万元）及增速（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高新医院二期即将开业，床位瓶颈即将得到突破

公司于2015年6月以2.3亿元收购西安汇东投资100%股权，从而获得其名下两块紧靠高新医院西侧土地，拟建设一个医疗综合楼，拟设1000张床位数，提升高新医院的门诊、住院接待规模，为高新医院后续业绩持续增长提供必要条件。原高新医院计划改造成妇幼专科医院，拟设定床位500张，总共床位数提升至1500张，规模提高一倍。高新医院二期目前已封顶，正处于设备采购安置期，预计2019年四季度投入运营；二期扩建工程竣工后，西安高新医院将步入陕西省内大型综合三级甲等医院行列。依托高新医院目前的患者流量，二期开业后床位马上就能住满1000张，我们预计2021年就能住满1500张床位。

图 21：西安高新医院改扩建工程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

利用地域优势，与企业合作共建社区服务中心

截至2018年末，西安市常住人口数为1000.37万，户籍人口数为986.87万；西安市共有10个区、3个县，城镇人口总数为740.37万，其中隶属于高新区的人口突破100万，占西安市城镇人口总数13.51%。在同等级前提下，患者会优先选择近的医院；高新医院作为高新区唯一一所三甲医院，是高新区人民看病的首选。

高新区是 1993 年 3 月经国务院首批批准的国家级高新技术产业开发区，综合实力排名国家级高新区前 5 位，占地面积 1019 平方公里，GDP 贡献占西安市约 20%；目前全区有 4 万余家企业，其中 1320 家是高新技术企业。公司充分利用高新医院的区域优势，与三星合作建立了三星（中国）半导体公司卫生所（2012 年开业）、比亚迪合作建立了比亚迪（西安）公司卫生所（2017 年开业），还建立了蓝博社区卫生服务中心（2016 年开业）、改制了兵器工业 204 职工医院，将医疗服务提供地点拓展到院外。

图 22: 依托高新医院，建设了多个卫生服务中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司拥有非常稀缺的综合性医院经营经验

A股主营业务涉及医院的上市公司有国际医学、恒康医疗、信邦制药、复星医药、金陵药业、创新医疗、爱尔眼科和通策医疗等，其中爱尔眼科和通策医疗经营专科医院；恒康医疗主要通过收购现有二甲到三甲级别的医院资产，目前旗下最优质的医院是瓦房店第三医院；信邦制药旗下核心医院资产是肿瘤医院和贵州医科大学附属白云医院，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院是贵州省有较高知名度的三级综合性医院；复星医药从2009年开始进入医疗服务领域，旗下拥有禅城医院、恒生医院、钟吾医院、温州老年病医院、广济医院、济民医院等多家医院，其中禅城医院是复星医药2013年收购的一家三甲综合医院（荣获2017年中国非公立医院竞争力排名第一名）；金陵药业医疗服务主要由宿迁医院、仪征医院和安庆医院提供，均为综合性医院，其中宿迁医院为三级乙等。从目前在运营的医院体量上来看，国际医学不及复星医药和金陵药业，但是复星医药和金陵药业的医院都是通过外延并购而来，公司的高新医院从成立至今，都是公司在运营，公司拥有市场上非常稀缺的综合性医院长期经营的成功经验。

表 8: A 股市场上民营综合医院

| 上市公司 | 旗下最优质医疗资产 | 取得方式 | 等级 | 床位数 (张) | 年门诊量 (万次) | 日均门诊量 | 年营业收入 |
|------|-----------|------|------|---------|-----------|-------|----------|
| 恒康医疗 | 瓦房店第三医院 | 并购 | 二甲综合 | 1500 | 43 | | 4.7 亿元 |
| 信邦制药 | 白云医院 | 并购 | 三乙综合 | 1000 | | 1600 | |
| 复星医药 | 禅城医院 | 并购 | 三甲综合 | 1200 | 250 | 6849 | 13.43 亿元 |
| 金陵药业 | 宿迁医院 | 并购 | 三乙综合 | 1500 | | | 10.31 亿元 |
| 创新医疗 | 建华医院 | | 三甲综合 | | | | |
| 国际医学 | 高新医院 | 自建 | 三甲综合 | 808 | 93 | 3000 | 6.49 亿元 |

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心整理

西安国际医学中心定位八大危重症专科、开诊在即

为了拓展公司医疗服务范围和提高医疗服务体量, 公司投入大量资金打造国际医学城, 提供全生命周期、全方位医养健康管理服务, 力争成为西部最大的上市医疗产业集团。西安国际医学城总建筑面积 150 万平方米, 规划总床位数 15000 张; 内设西安国际医学中心、西安国际康复医学中心、西安高新老年病医院、西安高新中医院、西安国际生殖医学中心、西安国际健康管理中心等医疗机构; 设有西安国际医学院、生命科学研究院、院士工作站等教学研究平台, 集综合医疗、康复、医养、慢性病管理、老年病管理、中医、科研和医护教育于一体。

西安国际医学中心定位八大危重症专科

西安国际医学中心占地 307.61 亩、建筑面积 53 万平方米、规划床位数 5037 张; 总投资 49 亿元 (不含质子治疗中心), 其中 15 亿是公司于 2015 年通过非公开发行股份筹资所得。西安国际医学中心由八所专科医院构成, 覆盖了现代社会高发、突发的危、重、疑难疾病, 其中八所专科医院分别是心脏医院、胸科医院、神经疾病医院、肿瘤医院、血液医院、消化医院、骨科医院及妇科医院, 对应西北地区最常见的几大类重症。该中心由国内外医疗建筑行业顶尖设计机构设计, 以医技楼为中心, 专科医院围合式布局, 设有四个住院大厅、八个专科门诊, 实现资源共享、减少交叉感染、提高运营效率。员工已于 2019 年 7 月中旬进驻, 目前处于试运行状态, 预计今年 8 月底正式开诊。同时, 西安国际医学中心已与陕西省内的 50 余家基层医院签订了合作协议, 构建区域医疗合作网络, 将优质医疗资源下沉到基层, 同时服务更多的危重症患者。

图 23: 西安国际医学城



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

部队医院改革人才外流，国际医学中心引入大量专家

1998年7月，党中央和中央军委为确保人民军队性质、宗旨和政治本色的高度，禁止军队和武警部队从事经商活动；停止经商活动之后，允许15个行业在保证完成军内任务的前提下，结合业务工作、利用富余资源，为社会提供服务并适当收取一定费用。这15个行业分别是：幼儿教育、新闻出版、文化体育、通信、人才培养、基建营房工程技术、储运设施、民兵装备修理、维修技术、司机训练、房地产租赁、农副业生产、招接待、医疗、科研。

2016年2月，中央军委下发了《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》，对军队和武警部队全面停止有偿服务工作进行了总体部署，《通知》指出中央军委计划用3年左右时间，分步骤停止军队和武警部队一切有偿服务活动。第一步，涉及幼儿教育、新闻出版、文化体育、通信、人才培养、基建营房工程技术、储运设施、民兵装备修理、维修技术、司机训练10个行业的项目，2017年6月底前完成全面停止任务；第二步，是停止房地产租赁、农副业生产、招接待、医疗、科研5个行业的项目。

2018年6月，中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅印发《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》，

强调要准确把握军队全面停止有偿服务重大战略决策意图，按照军队不经营、资产不流失、融合要严格、收支两条线的标准，坚持坚决全面、积极稳妥、军民融合，按计划分步骤稳妥推进，到 2018 年年底前全面停止军队一切有偿服务活动；其中医疗、科研、幼儿教育等行业，主要采取停止项目和军民融合方式处理。

表 9: 军队医院改制相关政策文件

| 时间 | 颁发机构 | 文件名称 | 核心内容 |
|---------|------------------------|---------------------------|---|
| 2018.6. | 中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅 | 《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》 | 按照军队不经营、资产不流失、融合要严格、收支两条线的标准，坚持坚决全面、积极稳妥、军民融合，按计划分步骤稳妥推进，到 2018 年年底前全面停止军队一切有偿服务活动；坚决停止一切以营利为目的、偏离部队主责主业、单纯为社会提供服务的项目 |
| 2016.2 | 中央军委 | 《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》 | 中央军委计划用 3 年左右时间，分步骤停止军队和武警部队一切有偿服务活动。第一步，涉及幼儿教育、新闻出版、文化体育、通信、人才培养、基建营房工程技术、储运设施、民兵装备修理、维修技术、司机训练 10 个项目，2017 年 6 月底前完成全面停止任务；第二步，是停止房地产租赁、农副业生产、招接待、医疗、科研 5 个项目 |

资料来源：相关部门官方网站，信达证券研发中心

陕西省有 10 家部队医院，其中有 7 家是三甲医院，受军队医院改制影响，这些医院人员编制和床位数都计划缩减，促进部分优质医师流动，为国际医学中心提供优质医师人才。

西安国际医学中心持续推进人才战略，广泛引进高端医疗人才，拥有以“国之名医”、三级以上教授、国家突出贡献的中青年专家、享受政府特殊津贴专家、长江学者奖励计划特聘教授等各学科带头人为核心，职称、年龄结构合理的医疗人才队伍。截至目前，西安国际医学中心引进省级及以上中华医学会、中国医师协会等行业协会主委 22 人、副主委 37 人、各分会常委逾 56 人，拥有近 300 名高级职称专业技术人员，相较于区域内其他医院，高水平的医疗人才优势突出。

表 10: 各省三甲医院、部队医院、三甲部队医院数量

| 省份 | 三甲医院 | 部队医院 | 三甲部队 | 省份 | 三甲医院 | 部队医院 | 三甲部队 |
|-----|------|------|------|----|------|------|------|
| 北京 | 58 | 23 | 13 | 福建 | 29 | 11 | 3 |
| 天津 | 56 | 6 | 2 | 河南 | 60 | 14 | 10 |
| 上海 | 43 | 8 | 4 | 湖北 | 88 | 14 | 6 |
| 重庆 | 25 | 4 | 3 | 湖南 | 50 | 4 | 3 |
| 吉林 | 43 | 12 | 3 | 海南 | 10 | 4 | 1 |
| 黑龙江 | 69 | 7 | 1 | 贵州 | 18 | 1 | 1 |
| 辽宁 | 95 | 24 | 7 | 四川 | 34 | 12 | 2 |
| 河北 | 61 | 24 | 4 | 广东 | 101 | 15 | 6 |

| | | | | | | | |
|----|----|----|----|----|----|----|---|
| 山西 | 26 | 7 | 2 | 云南 | 19 | 9 | 2 |
| 内蒙 | 15 | 4 | 2 | 广西 | 61 | 8 | 2 |
| 江苏 | 75 | 14 | 8 | 陕西 | 34 | 10 | 7 |
| 浙江 | 45 | 7 | 2 | 甘肃 | 19 | 9 | 3 |
| 安徽 | 38 | 6 | 3 | 青海 | 14 | 2 | 1 |
| 山东 | 82 | 17 | 10 | 新疆 | 19 | 10 | 2 |
| 江西 | 35 | 3 | 1 | 西藏 | 4 | 4 | 1 |
| 宁夏 | 4 | 0 | 0 | | | | |

资料来源：卫计委，信达证券研发中心

表 11：西安三甲部队医院情况

| 医院 | 床位数 | 年门诊量（万人次） | 医护人员数量 |
|----------------|------|-----------|------------------|
| 中国人民解放军 323 医院 | 800 | 50 | 1000+ |
| 唐都医院 | 1200 | 71 | 2000+ |
| 西京医院 | 3218 | 387 | 5000+ |
| 第四军医大学口腔医院 | 144 | 50+ | 拥有一大批国内外著名口腔医学专家 |
| 中国人民解放军 451 医院 | 550 | 30 | |

资料来源：各医院官方网站，信达证券研发中心

投资建设商洛国际医学中心，公司医疗服务成功跨区域布局

西北地区医疗资源匮乏，公司医疗服务计划辐射整个西北

我国西北五省（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）三级医院总数为 162 家，仅占全国三级医院的 7%；三甲医院总数为 98 家，仅占全国三甲医院总数的 7.5%，优质医疗资源远低于全国平均水平、整体比较匮乏。

表 12：我国西北五省优质医疗资源匮乏（备注：由于各个省市没有 18 年数据，故而采用 2017 年数据）

| 省份 | 三级医院 | 三甲医院数量 |
|----|------|--------|
| 陕西 | 57 | 34 |
| 甘肃 | 36 | 17 |
| 青海 | 18 | 10 |

| | | |
|----|------|------|
| 宁夏 | 13 | 6 |
| 新疆 | 38 | 31 |
| 全国 | 2340 | 1308 |

资料来源：卫计委，信达证券研发中心

由于我国西北地区医疗比较落后，公司高度重视西北地区带来的医疗需求增量，计划以西安为中心、再打造一系列区域中心，将医疗服务网络拓展到整个西北地区，最终成为西北地区的一家大型综合医疗服务机构。

接管商洛市第二人民医院，走出西安布局陕南

公司于 2017 年 1 月完成对商洛市第二人民医院的接管，2017 年 9 月完成改制，2017 年四季度并表。商洛第二人民医院完成改制并表，标志着公司医疗服务成功走出西安市布局陕南。商洛市第二人民医院是一所集医疗、教学和科研为一体的综合性二级甲等医院，始建于 20 世纪 70 年代，占地面积 56 亩，建筑面积 2.5 万平方米。医院现有职工 310 人，其中专业技术人员 269 人，高级卫生技术人员 39 人，中级技术人员 50 人，有突出贡献的专家 3 人，硕士研究生 9 人。医院开放病床 460 张，设有内科、外科、骨科、妇科、产科、儿科、眼科、耳鼻喉科、急诊科等 16 个临床科室，设放射科、CT 室、检验科、B 超室、病理科等医技科室 11 个和行政职能科室 10 个。医院承担着商洛市 6 县 1 区及毗邻省市部分地区的医疗保健任务，年门诊诊疗病人 10 万余人次，出院病人 8000 余人次，手术 4000 余例，2018 年实现收入 11245.05 万元。

投资建设商洛国际医学中心，打造大型三甲医院

2015 年 5 月，公司与商洛市人民政府、商洛职业技术学院签订了《商洛国际医学中心项目投资建设合同》及《合作协议》，由公司出资在商洛市建设一所 1800 张床位规模、按照三甲标准建设的医院（即商洛国际医学中心）。商洛国际医学中心于 2016 年 3 月 25 日开工，占地 201 亩，建筑面积 35 万平方米，最大床位容量 1800 张；由妇女儿童医院、康复医院和以神经中心、肿瘤中心、消化中心、心胸中心、肾病中心、糖尿病中心、眼病中心等特色专科为主的综合医院组成。商洛国际医学中心主体楼已于 2018 年 10 月 26 日全面封顶，预计 2019 年四季度投入运营，投运后将作为商洛市大型三级甲等标准医院。

商洛国际医学中心背靠国际医学具备的优质医疗资源，可以实现集团内西安高新医院、西安国际医学中心及商洛国际医学中心三大医疗院区联动，保证商洛国际医学中心区域医疗中心的地位。商洛市目前只有两家三级医院，其中商洛市中医院是三乙中医院，另一家规模较大的综合性医院是商洛市中心医院。商洛市中心医院始建于 1939 年，2019 年 3 月通过“三级甲等综合医院”评审并挂牌。医院现有一院四区（本部、东区、儿科医院、精卫中心），占地面积 78.8 亩，建筑面积 90220 平方米；设有临床、医技、行政科室 86 个，其中急诊医学科、新生儿科为第一批省级临床重点培育专科，神经内科、儿科、外科、骨科、

神经外科为市级临床重点专科；在职人员 1738 人，其中卫技人员 1435 人，硕博研究生 293 人，副高及以上职称人员 184 人；开设床位 1440 张，年总诊疗人次 47.9 万人次，手术 1.2 万人次。

表 13：商洛市主要医院

| 医院 | 等级 | 床位数（张） |
|----------|-------------|--------|
| 商洛市中心医院 | 三甲非营利性综合性医院 | 1440 |
| 商洛第三人民医院 | 一级非营利性综合医院 | 99 |
| 商洛市中医院 | 三乙中医院 | |
| 商洛第二人民医院 | 二甲营利性综合医院 | 460 |

资料来源：各医院官网，信达证券研发中心

我国生殖医学中心牌照稀少且门槛高

生殖医学中心审批速度放缓

辅助生殖技术许可审批权在 2007 年就下放至省级卫计委：拟开展人类辅助生殖技术的机构必须由所在省、区、市卫生行政部门根据区域规划、医疗需求予以初审，并上报卫生部批准筹建；筹建完成后由卫生部组织专家进行预准入评审，试运行一年后再行正式准入评审。从 2007 年到 2012 年，我国辅助生殖机构迎来高速发展期，机构数量从 2007 年的 95 家增长到 12 年的 356 家，平均每年新增 50 家辅助生殖机构；2013 年开始，审批速度放缓，每年仅增加 20 家左右，至 2016 年年底我国共有 451 家生殖中心。按照我国“每 300 万人设置一个辅助生殖机构”标准，剩下的牌照空间比较小。

图 24：我国生殖医学中心发展历程



资料来源：信达证券研发中心

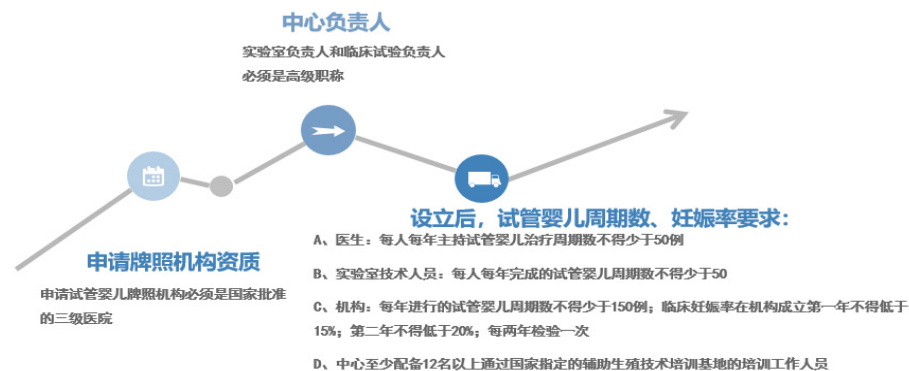
表 14: 辅助生殖相关法律法规

| 时间 | 法律法规 | 主要内容 |
|------|--|--|
| 1989 | 《关于严禁用医疗技术鉴别胎儿性别和滥用人工授精技术的紧急通知》 | 严加管理人工授精技术，除用于科学研究外，其他医疗保健机构一律不得开展 |
| 2001 | 《人类辅助生殖技术管理办法》 | 首个系统的辅助生殖技术管理办法，对辅助生殖机构的设立采取审批制，从严监管 |
| 2003 | 《卫生部关于印发人类辅助生殖技术与人类精子库评审、审核和审批管理程序的通知》 | 将低端“夫精人工授精”牌照下放给各省卫计委审批，其余项目由卫生部审批 |
| 2003 | 《修订人类辅助生殖技术与人类精子库相关技术规范、基本标准和伦理原则的通知》 | 提高多胎妊娠、卵细胞浆植技术等质量标准和技术规范要求，防止滥用人类辅助生殖技术 |
| 2007 | 《国务院关于第四批取消和调整行政审批项目的决定》 | 将“医疗机构开展人类辅助生殖技术许可”全面下放至省级卫计委审批 |
| 2015 | 《人类辅助生殖技术配置规划指导原则（2015版）》 | 提出“每 300 万人口设置 1 个机构”原则，是各省制定生殖中心的主要参考依据 |
| 2016 | 《关于简化人类辅助生殖技术治疗时生育证明查验程序的通知》 | 简化人类辅助生殖技术治疗时生育证明查验程序，不再查验患者夫妇的生育证明 |

资料来源：卫计委，信达证券研发中心

辅助生殖医疗机构最核心资产是试管婴儿牌照

人类辅助生殖技术包括体外受精-胚胎移植（IVF-ET）及其衍生技术和人工授精（AI）两大类，其中最核心的资质是试管婴儿，牌照门槛高、含金量高，申请设立机构必须满足：（1）必须是国家批准的三级医院；（2）生殖医学中心的实验室负责人和临床负责人为高级职称；（3）机构设立后，试管婴儿周期数、妊娠率须达到一定标准，且每 2 年校验一次，不通过即被暂停资质。以上几个条件使得试管婴儿牌照取得门槛高、牌照含金量高。另一方面，在审查流程上必须通过省卫计委、国家卫计委审查，在试运行一年后进行复审才能拿到牌照，随后每 2 年还得进行一次校验；申请流程较为复杂，使得从申请到最终拿到试管婴儿牌照的时间跨度也较长。辅助生殖医疗机构最核心的资产就是试管婴儿牌照，也是该行业最高的壁垒；试管婴儿牌照发放主要考虑医疗机构资质、医生资源、医疗技术及质量监督管理等几个方面。

图 25: 试管婴儿牌照申请条件


资料来源：卫计委，信达证券研发中心

表 15: 试管婴儿牌照申请流程

| 环节 | 内容 |
|-----------------|---|
| 1、论证、评审 | 省卫计委组织专家论证； 场地建设、人员培训完成后（半年至一年内），由国家卫计委专家组评审 |
| 2、试运行 | 评审通过后，试运行一年；如果评审不通过，继续筹建 国家卫计委专家对试运行进行复评，通过后正式运行，不通过，则再试运行一年 |
| 3、申请试管婴儿资质 | 人工授精正式运行后，才能申请试管婴儿资质 |
| 4、检验 | 每2年进行一次校验，不通过即被暂停 |
| 5、申请 PGD/PGS 资质 | 试管婴儿运行 4-5 年后，才可申请 PGD/PGS 资质 |

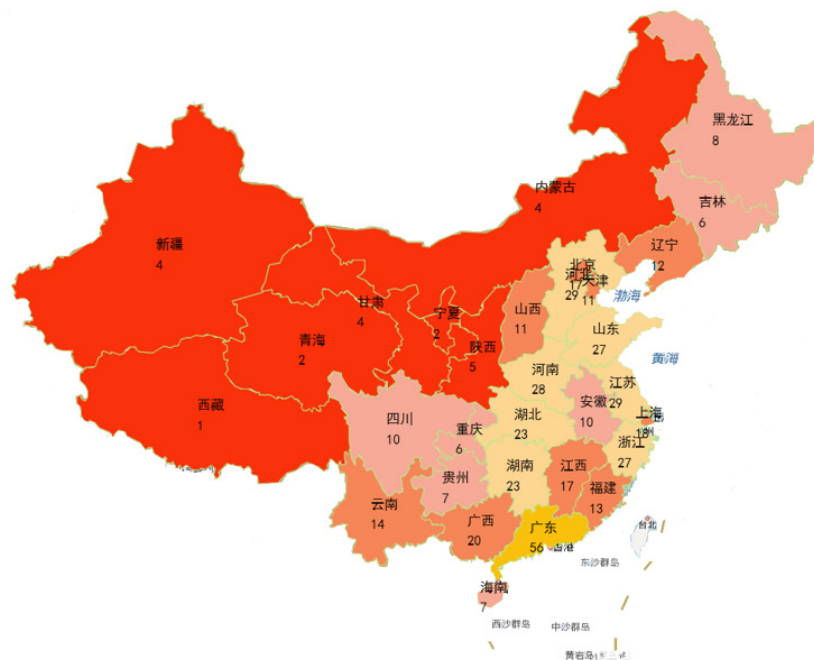
资料来源：卫计委，信达证券研发中心

截止 2016 年底，我国共有 451 家生殖医学中心

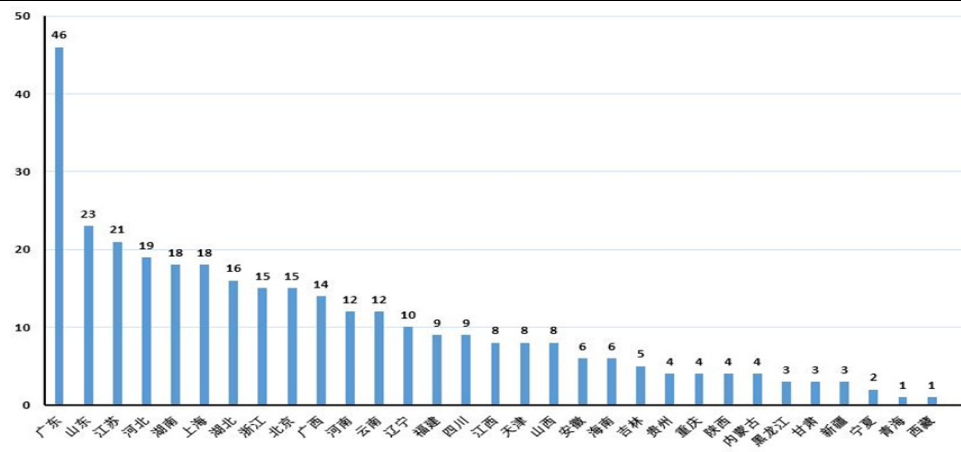
2015 年，卫计委提出“每 300 万人口设置 1 个生殖医学机构”原则，限制了生殖医学机构的总量。到 2016 年年底，我国共有 451 家生殖医学中心，其中获试管婴儿牌照的机构仅有 327 家，仍有 28% 的生殖医学中心达不到试管婴儿技术要求；民营

性质仅约 40 家左右。2016 年底,我国共有三甲医院约 776 家,获试管婴儿牌照的医院占比 42.1%;共有私立医院数量约 15800 家,获试管婴儿牌照的私立医院占比不到 0.3%。

图 26: 全国生殖医学牌照分布



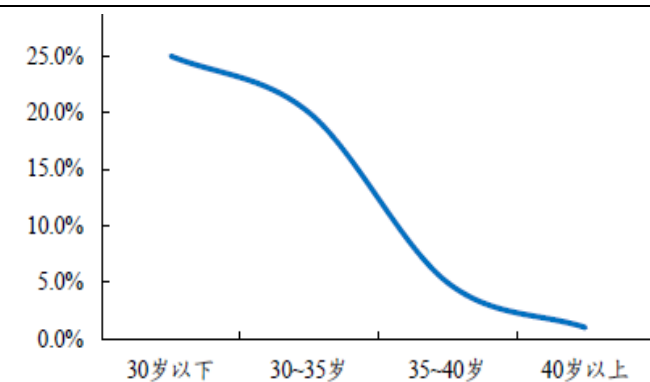
资料来源: 各省卫计委, 信达证券研发中心

图 27: 我国试管婴儿牌照分布


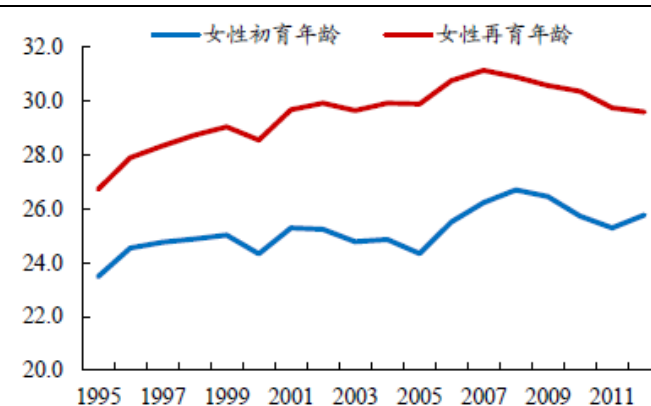
资料来源: 卫计委, 信达证券研发中心

二胎政策叠加晚婚晚育, 辅助生殖市场空间广阔

目前, 我国已婚夫妇不孕不育发病率大约在 12% 左右, 并在不断增加, 主要因素有: (1) 晚婚晚育导致女性生育年龄不断增加; (2) 环境污染; (3) 生活压力大; (4) 人工流产增加, 其中晚婚晚育是最主要的原因。此外, 二胎政策全面放开, 给辅助生殖市场带来较大的增量市场, 我国目前辅助生殖服务市场规模约为 180 亿元。

图 28: 女性每周期妊娠率


资料来源: 万方, 信达证券研发中心

图 29: 中国女性平均生育年龄


资料来源: 万方, 信达证券研发中心

依托高新医院，打造国内规模最大的生殖医学中心

计划引入台湾一流专家，打造国内规模最大的生殖医学中心

按照卫计委要求，生殖医学中心必须设立在三级医院体系内，因此，公司设立的西安国际生殖医学中心目前是隶属于西安高新医院。西安国际生殖医学中心建筑面积 18000 平方米，预计总投入 1.6 亿元，整体建设已于 2018 年 3 月完成，已获得省卫计委许可。中心规划辅助生殖周期每年 4 万例，投入运营后将是目前国内规模最大的生殖医学中心之一。刚投入运营的时候，仅可开展人工授精业务，运营一年后获得试管婴儿牌照才可开展试管婴儿业务。

技术方面，计划引入台湾最大的辅助生殖医学中心-台北医学大学附设医院专家，同时还聘请韩国生殖医学团队作为长期技术指导，提供技术保障。在辅助生殖医学领域，台湾地区在技术层面全球排第二（第一是美国）。

公司是陕西第六家获得辅助生殖医学牌照

截止 2016 年底，陕西省共有 5 家医疗机构获得辅助生殖机构牌照，分别是第四军医大学附属西京医院和唐都医院、西北妇女儿童医院、西安市第四医院和西安交通大学医学院第一附属医院，其中只有 4 家持有试管婴儿牌照，西安交大一附院没有试管婴儿牌照；业务量最大的是西北妇女儿童医院，2017 年完成试管婴儿 1.4 万例，其他几个机构体量较小。按照省卫计委颁发的《人类辅助生殖技术配置规划（2016-2020 年）》，陕西省到 2020 年规划设置 10 家辅助生殖医学机构，公司是第六家、也是唯一一家获得辅助生殖医学牌照的民营医疗机构。从整个西北地区来看，共有 18 家医疗机构获得生殖医学牌照，其中陕西 6 家、甘肃 4 家、宁夏 2 家、新疆 4 家、青海 2 家。

表 16：陕西省生殖中心和试管婴儿牌照

| 医院 | 生殖中心牌照 | 试管婴儿牌照 | 平均妊娠率 | 年完成数/例 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 西京医院 | ✓ | ✓ | 40% | |
| 唐都医院 | ✓ | ✓ | 55% | |
| 西北妇女儿童医院 | ✓ | ✓ | 30-35% | 1.4 万 |
| 西安市第四医院 | ✓ | ✓ | 55% | |
| 交大一附院 | ✓ | × | | |

资料来源：各医院官网，信达证券研发中心

表 17: 各省辅助生殖中心配置规划

| 省份 | 2020 年规划生殖 | | | 省份 | 2020 年规划生殖 | | |
|-----|------------|------|----|----|------------|------|----|
| | 中心数量 | 现有数量 | 缺口 | | 中心数量 | 现有数量 | 缺口 |
| 全国 | 550 | 451 | 99 | 重庆 | 9 | 6 | 3 |
| 江苏 | 40 | 29 | 11 | 河南 | 30 | 28 | 2 |
| 安徽 | 20 | 10 | 10 | 山西 | 13 | 11 | 2 |
| 湖北 | 30 | 23 | 7 | 吉林 | 8 | 6 | 2 |
| 山东 | 33 | 27 | 6 | 甘肃 | 6 | 4 | 2 |
| 云南 | 20 | 14 | 6 | 河北 | 30 | 29 | 1 |
| 福建 | 19 | 13 | 6 | 西藏 | 2 | 1 | 1 |
| 辽宁 | 18 | 12 | 6 | 浙江 | 27 | 27 | |
| 四川 | 16 | 10 | 6 | 广西 | 20 | 20 | |
| 贵州 | 13 | 7 | 6 | 新疆 | 4 | 4 | |
| 内蒙古 | 10 | 4 | 6 | 宁夏 | 2 | 2 | |
| 湖南 | 28 | 23 | 5 | 上海 | 17 | 18 | |
| 陕西 | 10 | 6 | 4 | 江西 | 16 | 17 | |
| 北京 | 21 | 17 | 4 | 海南 | 6 | 7 | |
| 天津 | 15 | 11 | 4 | 青海 | 1 | 2 | |
| 黑龙江 | 12 | 8 | 4 | 广东 | 54 | 56 | |

资料来源: 各省卫计委, 信达证券研发中心

盈利预测及假设

核心假设

仅考虑 3 年内开业确定性高的医疗主体（高新医院一期+二期、西安国际医学中心、商洛国际医学中心、生殖医学中心），暂不考虑其余在建医疗主体的贡献。这些医疗主体正式投入运营后，公司合计床位数为 8337 张，相对目前 1268 张床位提高了 6.57 倍，医疗服务体量得到大幅度提高。折旧均按照年限平均法计提

- 高新医院：一期核定床位 808 张，目前床位使用率超过 100%；二期新增床位 1000 张，预计 19 年四季度开业，投入运营后，一期将整改成 500 张妇产科床位；我们假设 19-21 年开放床位数分别为 1000、1300、1500 张。
- 西安国际医学中心：最大床位 5037 张、总投资大概 49 亿，2019 年 7 月 19 日员工已经进驻，预计今年三季度正式开诊。
 （1）19-21 年开放床位数分别为 1000 张、2000 张、3000 张，床位利用率分别为 25%、45%、60%；（2）由于国际医学中心主要开展心脏医院、胸科医院、神经疾病医院、肿瘤医院、血液医院、消化医院、骨科医院及妇科医院八大专科，次均费用应该比高新医院要高，假设次均费用为高新医院的 1.5 倍。
- 商洛国际医学中心：目前运营主体是原商洛市第二人民医院，开放床位为 460 张；新建商洛国际医学中心，床位为 1800 张，预计 2019 年四季度开业；我们假设 19-21 年开放床位数分别为 800、1200、1500 张，床位利用率分别为 70%、80%、90%。
- 辅助生殖医学中心：根据政策规定，开业第一年只能开展人工授精等业务，假设顺利第二年拿到试管婴儿牌照，才能开展试管婴儿业务；由于短期对公司业绩贡献较少，根据访谈，公司将把前期的人工授精业务放在高新医院进行，等到条件成熟后，再在辅助生殖医学中心开展试管婴儿业务。因此，我们暂不考虑辅助生殖医学中心对业绩的贡献。
- 总体假设：（1）土地使用权、建安费及设备费用均用年限平均法计提、残值率均为 5%，其中土地使用权计入无形资产按 50 年摊销，建安费按 35 年摊销，设备按 6 年摊销。（2）高新医院、商洛国际医学中心所得税率为 15%，西安国际医学中心所得税率为 25%。（3）19-21 年，各医院门诊和住院次均费用保守按照 5% 增长。（4）由于 2018 年 4 月 27 日公司才正式剥离零售资产，我们以 2018 年第三季度的管理费用率（11.68%）为参考。

表 18: 部分医疗机构次均住院费用（元）

| 年份 | 凤凰医疗 | 济南:公立医院:三级 | 济南:公立医院:二级 |
|------|-----------|------------|------------|
| 2011 | | 17,775.50 | 6,374.60 |
| 2012 | 13,127.00 | 16,666.10 | 6,830.10 |
| 2013 | 15,558.00 | 16,967.20 | 7,178.60 |

| | | | |
|------|-----------|-----------|----------|
| 2014 | 17,667.00 | 18,063.30 | 7,587.40 |
| 2015 | 19,177.00 | 18,053.50 | 7,953.20 |
| 2016 | 17,969.00 | 18,766.10 | 9,068.30 |
| 2017 | | 18,449.10 | 9,517.80 |
| 2018 | | 17,442.40 | 8,553.70 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利预测

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 12.20 亿元、31.22 亿元、53.90 亿元，分别同比增长（2018 年医疗服务收入为 8.32 亿元）46.63%、155.85%、72.66%；归属于上市公司股东的净利润分别为 0.34 亿元、1.16 亿元、4.85 亿元；摊薄 EPS 分别为 0.02、0.06 和 0.25 元。

公司 19 年会陆续有医院开业、投入运营，前期可能由于折旧摊销、前期费用投入等影响导致 19 年利润下滑。整体来看，公司未来体量大幅度提高，后续业绩具有高增长性；2019 年 PEG 低于医疗服务行业可比公司平均值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 19: 公司与医疗服务行业可比公司估值对比分析

| 股票代码 | 股票名称 | 股价 (2019-8-16) | PE(TTM) | PE | | | EPS | | | PEG |
|--------|------|----------------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2019-8-16 | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E |
| 600196 | 复星医药 | 25.91 | 24.46 | 20.32 | 16.94 | 14.20 | 1.28 | 1.53 | 1.83 | 1.03 |
| 300015 | 爱尔眼科 | 31.88 | 90.55 | 72.97 | 55.27 | 42.23 | 0.44 | 0.58 | 0.75 | 2.32 |
| 600763 | 通策医疗 | 94.28 | 74.64 | 64.06 | 48.99 | 38.07 | 1.47 | 1.92 | 2.48 | 2.16 |
| 002044 | 美年健康 | 11.67 | 54.56 | 39.97 | 29.31 | 21.42 | 0.29 | 0.40 | 0.54 | 1.09 |
| | 平均 | | 61.05 | 49.33 | 37.63 | 28.98 | | | | 1.65 |
| 000516 | 国际医学 | 4.86 | 4.47 | 284.95 | 82.43 | 19.75 | 0.02 | 0.06 | 0.25 | 1.05 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 除国际医学为信达预测外, 其余为 Wind 一致预期

风险因素

- 1、医保控费进一步趋严；
- 2、新医疗主体开业后运营不达预期。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 2,111.16 | 2,356.93 | 2,214.84 | 3,313.43 | 4,770.85 |
| 货币资金 | 1,926.03 | 1,429.42 | 1,334.37 | 2,328.85 | 3,664.49 |
| 应收票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款 | 63.74 | 74.72 | 44.71 | 114.38 | 197.48 |
| 预付账款 | 9.93 | 11.28 | 6.13 | 16.55 | 28.27 |
| 存货 | 68.45 | 25.96 | 14.09 | 38.09 | 65.05 |
| 其他 | 43.01 | 815.55 | 815.55 | 815.55 | 815.55 |
| 非流动资产 | 3,721.47 | 4,949.39 | 4,686.44 | 4,328.35 | 4,072.38 |
| 长期股权投资 | 263.34 | 240.62 | 240.62 | 240.62 | 240.62 |
| 固定资产(合计) | 1,416.44 | 627.74 | 2,176.50 | 1,830.89 | 1,748.75 |
| 无形资产 | 518.13 | 522.84 | 477.60 | 439.58 | 402.83 |
| 其他 | 1,523.57 | 3,558.19 | 1,791.73 | 1,817.26 | 1,680.19 |
| 资产总计 | 5,832.63 | 7,306.32 | 6,901.29 | 7,641.78 | 8,843.23 |
| 流动负债 | 2,067.56 | 956.83 | 654.74 | 1,275.88 | 1,979.17 |
| 短期借款 | 811.00 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | 140.00 |
| 应付票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 626.90 | 587.91 | 319.25 | 862.77 | 1,473.48 |
| 其他 | 629.66 | 228.93 | 195.49 | 273.11 | 365.70 |
| 非流动负债 | 134.46 | 573.30 | 573.30 | 573.30 | 573.30 |
| 长期借款 | 130.00 | 570.90 | 570.90 | 570.90 | 570.90 |
| 其他 | 4.46 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 |
| 负债合计 | 2,202.01 | 1,530.14 | 1,228.04 | 1,849.18 | 2,552.48 |
| 少数股东权益 | 10.98 | 49.15 | 50.06 | 53.20 | 66.29 |
| 归属母公司股东权益 | 3,619.63 | 5,727.03 | 5,623.18 | 5,739.40 | 6,224.46 |
| 负债和股东权益 | 5,832.63 | 7,306.32 | 6,901.29 | 7,641.78 | 8,843.23 |

重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 4,059.50 | 2,039.35 | 1,220.21 | 3,121.88 | 5,390.09 |
| 同比(%) | 3.28% | -49.76% | -40.17% | 155.85% | 72.66% |
| 归属母公司净利润 | 198.39 | 2,184.29 | 33.62 | 116.22 | 485.06 |
| 同比(%) | -1.59% | 1001.01% | -98.46% | 245.70% | 317.38% |
| 毛利率(%) | 19.89% | 22.10% | 29.30% | 25.32% | 26.13% |
| ROE% | 5.58% | 46.74% | 0.59% | 2.05% | 8.11% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.10 | 1.11 | 0.02 | 0.06 | 0.25 |
| P/E | 48 | 4 | 285 | 82 | 20 |
| P/B | 2.65 | 1.67 | 1.70 | 1.67 | 1.54 |
| EV/EBITDA | 24.31 | 3.26 | 35.04 | 16.73 | 9.63 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 4,059.50 | 2,039.35 | 1,220.21 | 3,121.88 | 5,390.09 |
| 营业成本 | 3,252.14 | 1,588.57 | 862.64 | 2,331.27 | 3,981.47 |
| 营业税金及附加 | 63.71 | 31.08 | 18.60 | 47.58 | 82.16 |
| 销售费用 | 104.02 | 36.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 343.40 | 275.92 | 312.42 | 617.88 | 767.08 |
| 研发费用 | 0.00 | 1.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 12.99 | -8.58 | 7.17 | 11.33 | -1.77 |
| 减值损失合计 | 1.47 | 99.60 | 1.53 | 3.91 | 6.75 |
| 投资净收益 | -21.93 | 3,040.78 | 20.99 | 30.99 | 44.86 |
| 其他 | 1.70 | -3.00 | 0.47 | 0.43 | 0.45 |
| 营业利润 | 261.54 | 3,052.64 | 39.31 | 141.32 | 599.72 |
| 营业外收支 | 3.88 | -3.49 | 1.31 | 0.77 | 0.47 |
| 利润总额 | 265.42 | 3,049.16 | 40.62 | 142.09 | 600.19 |
| 所得税 | 68.64 | 805.88 | 6.09 | 22.73 | 102.03 |
| 净利润 | 196.78 | 2,243.27 | 34.53 | 119.35 | 498.16 |
| 少数股东损益 | -1.61 | 58.98 | 0.91 | 3.14 | 13.10 |
| 归属母公司净利润 | 198.39 | 2,184.29 | 33.62 | 116.22 | 485.06 |
| EBITDA | 433.56 | 3,156.41 | 293.67 | 615.09 | 1,069.16 |
| EPS(当年)(元) | 0.10 | 1.11 | 0.02 | 0.06 | 0.25 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|-----------|---------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | 386.36 | -772.11 | 12.59 | 1,078.95 | 1,503.74 |
| 净利润 | 196.78 | 2,243.27 | 34.53 | 119.35 | 498.16 |
| 折旧摊销 | 127.22 | 91.29 | 224.26 | 444.21 | 440.18 |
| 财务费用 | 40.92 | 15.96 | 28.79 | 28.79 | 28.79 |
| 投资损失 | 21.93 | -3,040.78 | -20.99 | -30.99 | -44.86 |
| 营运资金变动 | 12.86 | -185.33 | -256.59 | 513.14 | 574.77 |
| 其它 | -13.35 | 103.47 | 2.59 | 4.44 | 6.71 |
| 投资活动现金流 | -944.15 | 42.93 | 58.61 | -55.67 | -139.31 |
| 资本支出 | -893.88 | -1,699.13 | 37.62 | -86.65 | -184.17 |
| 长期投资 | 8.63 | 2,401.97 | 20.99 | 30.99 | 44.86 |
| 其他 | -58.90 | -659.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -159.38 | 231.91 | -197.55 | -28.79 | -28.79 |
| 吸收投资 | 0.00 | 2.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | -72.33 | 402.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付利息或股息 | 102.93 | 23.27 | 197.55 | 28.79 | 28.79 |
| 现金流净增加额 | -717.17 | -497.27 | -126.35 | 994.49 | 1,335.64 |

医药生物研究小组简介

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012 年加入信达证券研究开发中心。

周贤珮，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，2015 年加入信达证券研究开发中心，曾从事农林牧渔、轻工制造行业研究。

龚琴容，北京师范大学物理学学士，北京大学理论物理专业博士，2017 年加入信达证券研究开发中心。

医药生物行业重点覆盖公司

| 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| 誉衡药业 | 002437 | 康恩贝 | 600572 | 天坛生物 | 600161 | 利德曼 | 300289 |
| 华润双鹤 | 600062 | 嘉事堂 | 002462 | 博晖创新 | 300318 | 乐普医疗 | 300003 |
| 同仁堂 | 600085 | 昆明制药 | 600422 | 天士力 | 600535 | 羚锐制药 | 600285 |

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。