

# 转型医疗服务迈出坚实一步

## 买入维持

目标价格 12 元

### 事件:

- 公司拟收购南京医科大学第三附属医院不低于 60% 的股权，收购待其改制为营利性医疗机构后进行。

三附院前身为仪化集团公司职工医院，2003 年底改制后转为职工集体持股。目前为国家二级甲等医院，开设病床数 410 张，年门诊量 30 多万例，骨科、儿科为扬州市重点专科。2011 年底医院账面资产总额 2.65 亿元，净资产 0.94 亿元。

### 核心观点:

- 战略转型医疗服务迈出坚实一步。**此次收购是公司迈出战略转型医疗服务的坚实一步，对估值转变有重大意义。公司目前现金流充沛，预计未来将通过外延式扩张，不断提高医疗服务业务占比。
- 宿迁模式可以复制，收购之后增长空间较大。**此前公司控股的宿迁医院，过去几年保持了高速增长，成为营利性医院中具有代表性的标杆。公司积累了医院管理的丰富经验，并和鼓楼医院保持着良好战略合作关系，使得宿迁医院模式可以复制，为未来的外延扩张提供保证。三附院目前体量中等，对公司当期业绩影响有限。随着改制和收购的完成，我们看好在得到金陵药业和鼓楼医院管理输出之后，该医院有较大的经营改善空间和增长潜力。
- 新一期激励方案出台，压制股价的障碍消除。**前期股东大会通过了新一期的激励方案，具体方案类似前一期，但基数略有提高。我们认为该方案在较长的时间窗口里对公司管理层进行了有效地激励。
- 盈利预测。**预计今年脉络宁注射液的增长和盈利能力有好转的趋势，宿迁医院仍保持较快增速。暂不考虑此次收购的影响，预测 2012-2014 年 EPS 为 0.47、0.53、0.62，目前 PE 分别为 22X、19X、17X。给予 2012 年 25XPE，对应目标价 12 元，继续维持买入评级。

中小市值上市公司研究组  
 资深分析师

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88085761

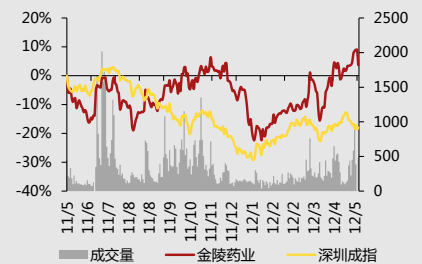
Email: wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话: 010-88085965

Email: wuyang@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数	筹码集中度
20120331	7045	较集中
20111231	6760	较集中
20110930	5847	较集中

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2161	2257	2495	2736	3016
净利润(百万元)	193	165	236	269	310
EPS(百万元)	0.38	0.33	0.47	0.53	0.62
P/E	26.86	31.33	21.91	19.23	16.68
P/S	2.40	2.29	2.07	1.89	1.72
P/B	2.63	2.52	2.34	2.15	1.96

**表 1: 资产负债表预测 (百万元)**

报表科目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	868	934	1100	1303	1546
应收票据	330	352	389	427	470
应收账款	239	261	291	319	351
预付款项	49	37	37	37	37
其他应收款	11	7	10	11	12
存货	282	387	422	461	506
其他流动资产	2	26	26	26	26
长期股权投资	81	72	78	84	92
固定资产	505	490	488	466	434
在建工程	53	97	63	47	38
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	69	67	64	62	60
长期待摊费用	2	2	2	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2744</b>	<b>2958</b>	<b>3212</b>	<b>3508</b>	<b>3859</b>
短期借款	70	100	100	100	100
应付票据	7	10	11	12	13
应付账款	175	192	206	225	247
预收款项	13	33	33	33	33
应付职工薪酬	85	88	92	97	101
应交税费	37	74	81	89	98
其他应付款	132	108	108	108	108
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	17	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>544</b>	<b>633</b>	<b>666</b>	<b>699</b>	<b>735</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>2199</b>	<b>2325</b>	<b>2547</b>	<b>2809</b>	<b>3124</b>

**表 2: 利润表预测 (百万元)**

报表科目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2161	2257	2495	2736	3016
营业成本	1590	1692	1843	2016	2209
营业税金及附加	11	11	12	14	15
销售费用	136	109	118	130	140
管理费用	168	184	204	223	246
财务费用	-5	-6	-12	-15	-19
资产减值损失	4	-10	4	4	5
投资收益	22	15	15	25	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	274	262	351	400	461
营业外收支净额	-2	-2	-2	-2	-2
税前利润	273	260	350	398	459
减: 所得税	40	50	52	60	69
净利润	233	211	297	338	390
减: 少数股东损益	40	45	61	69	80
归属于母公司的净利润	193	165	236	269	310
<b>基本每股收益</b>	<b>0.38</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>	<b>0.53</b>	<b>0.62</b>
<b>稀释每股收益</b>	<b>0.38</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>	<b>0.53</b>	<b>0.62</b>

**表 3: 现金流量表预测 (百万元)**

报表科目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	233	211	297	338	390
折旧与摊销	59	61	68	71	73
经营活动现金流	252	180	260	286	320
投资活动现金流	22	-16	-30	-23	-21
融资活动现金流	-21	-74	-64	-60	-56
现金净变动	254	90	166	203	243
期初现金余额	751	868	934	1100	1303
期末现金余额	1005	958	1100	1303	1546

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员，中国人民大学硕士研究生，14年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、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：中小市值上市公司研究、区域经济主题、战略性新兴产业、主题投资专题研究、投资组合等。

主要研究覆盖公司：首商股份、沱牌舍得、围海股份、金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼等。

**吴洋:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，3年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

**机构销售团队**

华北区域	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>李倩</b> 010-88083561 liqian@hysec.com	<b>王燕妮</b> 010-88085993 wangyanni@hysec.com	
华东区域	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>奚曦</b> 021-51782067 xixi@hysec.com	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>李岚</b> 021-51782236 lilan@hysec.com
华南区域	<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>孙婉莹</b> 0755-82934785 sunwanying@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com		
QFII	<b>方芳</b> 010-88085842 fangfang@hysec.com	<b>胡玉峰</b> 010-88085843 huyufeng@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。