



政策红利和资源禀赋共振，公司成长空间打开

2014. 05. 14

分析师：徐舜

电话：020-88836105

邮箱：xushun@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310513070003

投资要点：

● 有别于市场的观点：

公司正处于从单体医院运营迈向复制扩张阶段，高新医院的成功使公司树立了品牌、积累了管理经验，这将为公司的复制扩张奠定坚实的基础。而政府正敞开大门欢迎民营资本进入医疗服务这一规模巨大的蓝海市场。公司的发展阶段与当前政策导向高度契合，政策红利和公司资源禀赋的共振将打开公司的成长空间。

● 高新医院已进入良性发展阶段，未来仍有很大的成长空间

经过 12 年的发展，高新医院已进入病人增加推动收入增加，推动技术提升、设备投入增加，推动口碑积累和品牌树立，推动病人增加这一良性正反馈阶段。高新医院 2008 年开始盈利，除 2010 年因资产减值等偶发因素导致亏损之外（主营业务盈利），一直保持稳定快速增长。迈过盈亏平衡点后，规模效应带来盈利能力的大幅提升，净利润以远超营收的速度增长，四年间营收增长 1 倍，净利润增长接近 15 倍。

高新医院未来仍有很大的成长空间。（1）人口增长保证病源。高新区现在人口 90 万左右，按照市政府规划到 2020 年将达到总人口 200 万左右。（2）品牌和诊疗水平提升优化病源结构，提升盈利能力。高新医院的病源逐步从简单基本的普通病为主向疑难杂症为主转变，疑难杂症营收和盈利能力都远超普通病。

● 新建+并购，加快扩张步伐，从单体运营迈向集团化

公司已加快扩张步伐，希望复制高新医院的成功（1）计划投资 15 亿新建规模远超高新医院的三甲综合医院圣安医院（1 期床位 1500 张，还预留了 1500 张床位可扩充），目前圣安医院已拿到建设土地，处于确定规划设计方案阶段，预计 2017 年建成，2018 年开业。（2）积极寻找外延并购标的。目前医疗服务市场正处于一个并购高潮期。首先是国企医院改制试点所带来的机会，数量庞大的国企医院亟需引入新的投资者来改普遍面临的经营困境；其次，全国民营医院 1.14 万家，大都处于小、散、乱的状态，当政策大门打开时，民营医院必然走向规范运营，一批缺乏资金实力、管理能力的资本很可能会被淘汰。公司作为上市公司，有资金、品牌、管理等诸多方面的优势，并购有意愿也有实力。

谨慎推荐（首次）

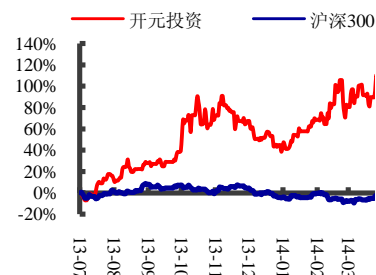
现价：7.22

目标价：8.25

股价空间：14%

医药生物行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开元投资	79.4	62.0	14.8
医药生物 (申万)	13.7	13.8	-0.9
沪深 300	-11.8	-21.6	-9.7

基本资料

总市值(亿元)	51.51 亿
总股本(亿股)	7.13 亿
流通股比例	98.74%
资产负债率	64.48%
大股东	陕西世纪新元 商业管理有限 公司
大股东持股比例	20.86%



- **外部政策东风与内部资源禀赋共振，为公司的复制扩张奠定坚实的基础**

公司此时加快扩张，可以说是内外条件具备，极有可能将高新医院的成功复制到其他医院。(1) 外部：政府敞开大门欢迎民营资本进入医疗服务这一规模巨大而供给短缺的蓝海市场，从中央层面到部委到地方，放松管制、扶持政策次第出台。(2) 内部：公司在成功运营高新医院的12年里，树立了品牌，积累了管理经验。强势品牌能大大缩短医院的培育期，完善的管理能加快推动医院进入良性循环阶段。

- **投资评级与估值**

医疗服务市场规模达万亿数量级而供给短缺。随着医改纵深发展，政府敞开大门欢迎民营资本进入这一蓝海。公司在医疗领域深耕多年，是A股市场上稀缺的三甲营利性医院标的。高新医院的持续快速增长证明了公司已具备成功运作三甲综合医院的实力。随着政策红利的释放，公司把握历史大机遇，战略重点转向医疗服务，加快扩张步伐。我们认为，公司在清晰战略的指引下，凭借外部政策红利加内部资源禀赋，有望从单体医院的运营者朝大型医院集团迈进。

不考虑可能的并购，我们预计公司14-16年摊薄EPS分别为0.26、0.32、0.38元，其中医院业务贡献EPS分别为0.12、0.16、0.20元。由于公司两块业务差异性较大，我们分开估值，医院业务给予2014年50倍PE，商业业务给予2014年15倍PE，目标价8.25，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：**重大医疗事故；圣安医院进展低于预期；商业受电商冲击。



附录：公司财务预测表

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1366.79	1332.40	1851.33	1969.01
现金	1254.01	1177.56	1741.61	1810.42
应收账款	36.64	28.96	32.67	36.14
其它应收款	13.27	31.40	7.66	28.54
预付账款	5.95	29.54	2.46	28.23
存货	33.03	43.11	42.70	42.34
其他	23.89	21.82	24.23	23.34
非流动资产	2244.85	2194.36	2141.94	2126.46
长期投资	278.52	335.13	356.03	382.20
固定资产	1577.48	1482.25	1412.26	1368.86
无形资产	281.62	282.44	285.77	292.46
其他	107.23	94.54	87.88	82.94
资产总计	3611.64	3526.76	3993.27	4095.47
流动负债	2252.87	2028.10	2326.52	2205.43
短期借款	697.00	620.33	646.44	654.59
应付账款	460.15	394.59	561.08	417.54
其他	1095.72	1013.18	1119.00	1133.30
非流动负债	76.03	63.82	42.28	26.92
长期借款	69.70	50.23	33.02	17.20
其他	6.34	13.58	9.25	9.73
负债合计	2328.90	2091.92	2368.80	2232.36
少数股东权益	3.30	3.23	3.14	3.09
归属母公司股东权益	1279.43	1431.61	1621.33	1860.03
负债和股东权益	3611.64	3526.76	3993.27	4095.47

利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3565.67	3696.67	3866.00	4081.47
营业成本	2849.50	2892.84	2989.51	3115.08
营业税金及附加	50.59	53.99	53.88	58.13
营业费用	139.22	144.34	150.95	159.36
管理费用	279.55	276.55	301.02	314.37
财务费用	59.80	57.92	50.92	44.99
资产减值损失	1.02	4.51	2.62	2.97
公允价值变动收益	0.17	0.42	1.27	0.62
投资净收益	2.27	9.02	10.34	7.21
营业利润	188.42	275.97	328.72	394.38
营业外收入	21.33	8.77	10.55	13.55
营业外支出	49.33	21.80	27.15	32.76
利润总额	160.42	262.94	312.11	375.17
所得税	38.90	75.16	86.81	100.85
净利润	121.52	187.78	225.30	274.32
少数股东损益	-0.01	-0.07	-0.09	-0.06
归属母公司净利润	121.54	187.84	225.39	274.37
EBITDA	285.42	447.09	476.83	523.72
EPS (摊薄)	0.17	0.26	0.32	0.38

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

单位：百万元

现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	327.86	214.66	753.07	293.64
净利润	121.52	187.78	225.30	274.32
折旧摊销	116.23	179.15	169.14	161.98
财务费用	59.80	57.92	50.92	44.99
投资损失	-2.27	-9.02	-10.34	-7.21
营运资金变动	-66.70	-203.90	319.78	-179.07
其它	99.27	2.73	-1.72	-1.37
投资活动现金流	-200.57	-120.69	-106.94	-136.96
资本支出	-2.88	-111.08	-69.50	-42.87
长期投资	1.00	56.61	20.90	26.17
其他	-202.45	-175.16	-155.55	-153.66
筹资活动现金流	-140.08	-170.42	-82.08	-87.87
短期借款	75.00	-76.67	26.11	8.15
长期借款	-15.64	-19.46	-17.21	-15.82
其他	-199.45	-74.29	-90.98	-80.19
现金净增加额	-12.78	-76.45	564.05	68.81

主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入增长率	0.05	0.04	0.05	0.06
营业利润增长率	0.12	0.46	0.19	0.20
归属于母公司净利润增长率	0.09	0.55	0.20	0.22
获利能力				
毛利率	0.20	0.22	0.23	0.24
净利率	0.03	0.05	0.06	0.07
ROE	0.10	0.14	0.15	0.16
ROIC	0.06	0.09	0.10	0.10
偿债能力				
资产负债率	0.64	0.59	0.59	0.55
净负债比率	0.60	0.48	0.43	0.37
流动比率	0.61	0.66	0.80	0.89
速动比率	0.59	0.64	0.78	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.98	1.04	1.03	1.01
应收账款周转率	0.01	0.01	0.01	0.01
应付账款周转率	6.07	6.77	6.26	6.37
每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.26	0.32	0.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.30	1.06	0.41
每股净资产 (最新摊薄)	1.80	2.01	2.28	2.61
估值比率				
P/E	27.69	28.64	23.87	19.61
P/B	2.63	3.76	3.32	2.89
EV/EBITDA	10.03	10.91	9.05	8.10



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。