



买入

24% ↑

目标价格:人民币 42.00

原目标价格:人民币 38.00

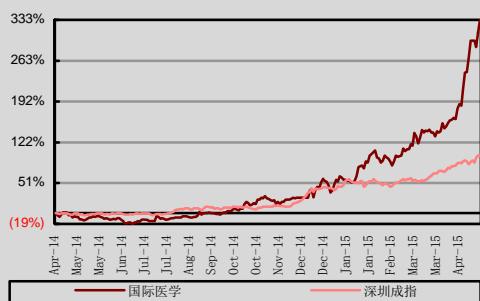
000516.CH

价格:人民币 33.77

目标价格基础:分部估值法

板块评级:中立

股价表现



(% / 百万)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	176.4	81.3	114.5	315.9
相对深证成指	148.4	65.9	85.6	217.6
发行股数(百万)	713			
流通股(%)	99			
流通股市值(人民币 百万)	23,788			
3个月日均交易额(人民币 百万)	699			
净负债比率%(2015E)				
主要股东(%)				
陕西世纪新元商业管理有限公司	21			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年4月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易:一般零售

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM

(8621)20328511

jiangrui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

国际医学

业绩符合预期, 零售及医院业务双轮高增长

公司公布2014年报及2015年一季报情况: 1) 2014年公司实现营业收入38.83亿元, 同比增长8.91%; 归属母公司净利润35,028万元, 折合每股收益0.49元, 同比增长188.21%, 基本符合我们之前每股收益0.50元的预期。公司扣非后净利润为24,767万元, 同比增长58.69%。2) 2015年1季度公司实现营业收入11.02亿元, 同比增长4.37%; 归属母公司净利润9,750万元, 折合每股收益0.14元, 同比增长47.44%, 基本符合我们之前预期。2015年1季度公司扣非后净利润为8,663万元, 同比增长36.69%。我们将目标价格上调至42.00元。

支撑评级的要点

■ **剔除西安银行股权收益后, 14年每股收益为0.37元, 同比增长117%:** 公司于2014年出售西安银行股权, 增厚公司净利润为8,694万元, 按目前公司股本7.14亿计算, 增厚公司每股收益为0.122元, 剔除西安银行股权收益后, 公司14年每股收益为0.37元。公司业绩快速增长, 主要是由于: 1) 公司医疗服务业务经营业绩持续快速增长, 2014年高新医院实现收入5.24亿元, 同比增长18.0%, 实现扣非后利润9,531万元, 医院业务利润折合每股收益约0.134元, 同比增长50.2%。2) 公司百货零售旗舰店开元商业钟楼店去年装修改造, 发生较大金额的固定资产报废损失, 而今年装修完毕, 盈利能力进一步提升, 2014年钟楼店实现收入21.26亿元, 实现利润总额1.63亿元, 按25%税率计算, 折合每股收益约0.171元。而公司其他4家门店西旺店、宝鸡店、咸阳店、安康店均实现盈利, 分别贡献利润总额1,256万元、3,011万元、812万元、94万元。按25%税率计算, 公司零售业务5家门店合计净利润折合每股收益约0.231元。

■ **2014年4季度及2015年1季度净利润保持高增长:** 从单季度拆分看, 2014年4季度公司营业收入10.89亿元, 同比增长9.82%, 增速低于3季度的20.35%; 归属于母公司的净利润15,294万元, 同比增长861.60%, 增速高于3季度的320.79%。扣非后净利润5,767万元, 同比增长83.57%, 增速高于3季度的78.49%。而2015年1季度公司营业收入11.02亿元, 同比增长4.37%, 增速低于2014年4季度; 归属于母公司的净利润9,750万元, 同比增长47.44%, 增速低于2014年4季度。扣非后净利润8,663万元, 同比增长36.69%, 增速低于2014年4季度。公司4季度和1季度净利润保持高速增长, 主要是由于公司百货零售各门店升级改造完毕后, 盈利能力进一步提升; 同时医院业务仍处于高速增长阶段, 利润贡献增长。

评级面临的主要风险

■ **西安商业格局竞争超预期, 未来新医院设备折旧费用影响利润释放。**
估值

■ 按非公开发行2.5亿股本后的全面摊薄股本计算, 我们略上调公司2015-2017年每股收益预测至0.39、0.52、0.68元(对应摊薄前0.52、0.70、0.91元)。以14年为基期的三年复合增长率为22.2%。公司零售主业业绩提升明显, 而医院部分的估值潜力将随着圣安医院扩张、进军干细胞业务领域和互联网智慧医疗, 有较高的成长性。我们维持买入评级, 目标价由38.00元上调至42.00元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	3,566	3,883	4,248	4,631	5,105
变动(%)	5	9	9	9	10
净利润(人民币 百万)	122	350	380	499	656
全面摊薄每股收益(人民币)	0.232	0.491	0.394	0.518	0.681
变动(%)	101.6	111.3	(19.7)	31.4	31.4
市场预期每股收益(人民币)			0.410	0.465	n.a
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.355	0.439	n.a.
调整幅度(%)			11.0	18.0	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	145.3	68.8	85.6	65.2	49.6
价格/每股现金流量(倍)	53.9	78.8	44.4	71.2	45.1
每股现金流量(人民币)	0.63	0.43	0.76	0.47	0.75
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.8	40.8	37.4	33.3	24.4
每股股息(人民币)	0.068	0.000	0.099	0.130	0.170
股息率(%)	0.2	n.a.	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.14 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013	2014	同比变化(%)
营业收入	3,565.67	3,883.35	8.91
-营业税及附加	50.59	46.49	(8.12)
净营业收入	3,515.08	3,836.86	9.15
营业成本	2,849.50	3,081.28	8.13
销售费用	139.22	123.98	(10.95)
管理费用	279.55	278.00	(0.56)
营业利润	188.42	435.48	131.12
非经常性项目	(34.53)	102.61	(397.12)
经常性投资收益	0.00	0.00	N/A
净财务费用	59.80	43.38	(27.46)
利润总额	160.42	437.85	172.93
所得税	38.90	87.59	125.17
少数股东损益	(0.01)	(0.02)	98.32
归属母公司股东净利润	121.54	350.28	188.21
扣除非经常性损益的净利润	156.07	247.67	58.69
每股收益(元)	0.17	0.49	188.21
扣非后每股收益(元)	0.22	0.35	58.69
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	20.09	20.65	
经营利润率	5.28	11.21	
净利润率	3.41	9.02	
扣非后净利率	4.38	6.38	

资料来源：中銀国际研究

图表 2.15 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 1 季度	2015 年 1 季度	同比变化(%)
营业收入	1,055.54	1,101.69	4.37
-营业税及附加	15.44	14.73	(4.61)
净营业收入	1,040.10	1,086.96	4.51
营业成本	846.12	883.65	4.44
销售费用	28.01	27.43	(2.05)
管理费用	72.88	66.48	(8.77)
营业利润	83.28	119.02	42.92
非经常性项目	2.75	10.87	294.88
经常性投资收益	0.00	0.00	N/A
净财务费用	13.00	10.40	(20.01)
利润总额	83.72	119.84	43.15
所得税	17.59	22.34	27.02
少数股东损益	0.00	(0.01)	404.63
归属母公司股东净利润	66.13	97.50	47.44
扣除非经常性损益的净利润	63.38	86.63	36.69
每股收益(元)	0.09	0.14	47.44
扣非后每股收益(元)	0.09	0.12	36.69
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	19.84	19.79	
经营利润率	7.89	10.80	
净利润率	6.27	8.85	
扣非后净利率	6.00	7.86	

资料来源：中銀国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	3,566	3,883	4,248	4,631	5,105
销售成本	(2,849)	(3,081)	(3,361)	(3,657)	(3,972)
经营费用	(352)	(216)	(310)	(334)	(281)
息税折旧前利润	364	586	576	640	852
折旧及摊销	(116)	(107)	(12)	(20)	(27)
经营利润(息税前利润)	248	479	565	620	825
净利润收入/(费用)	(56)	(40)	(12)	97	109
其他收益/(损失)	(148)	(108)	(92)	(45)	(57)
税前利润	160	438	487	640	841
所得税	(39)	(88)	(107)	(141)	(185)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	122	350	380	499	656
核心净利润	150	348	390	509	666
每股收益(人民币)	0.232	0.491	0.394	0.518	0.681
核心每股收益(人民币)	0.286	0.488	0.405	0.529	0.692
每股股息(人民币)	0.068	0.000	0.099	0.130	0.170
收入增长(%)	5	9	9	9	10
息税前利润增长(%)	6	93	18	10	33
息税折旧前利润增长(%)	4	61	(2)	11	33
每股收益增长(%)	102	111	(20)	31	31
核心每股收益增长(%)	130	71	(17)	31	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	160	438	487	640	841
折旧与摊销	116	107	12	20	27
净利润息费用	68	54	48	(30)	(26)
运营资本变动	886	416	(1,730)	(2,192)	(2,797)
税金	39	88	107	141	185
其他经营现金流	(942)	(796)	1,809	1,878	2,492
经营活动产生的现金流	328	306	733	457	722
购买固定资产净值	0	0	(200)	(150)	(150)
投资减少/增加	285	14	(4)	(12)	(4)
其他投资现金流	(485)	(126)	280	119	40
投资活动产生的现金流	(201)	(112)	76	(43)	(114)
净增权益	0	0	1,515	0	0
净增债务	(16)	55	200	200	200
支付股息	(36)	(36)	0	(95)	(125)
其他融资现金流	(89)	(389)	(715)	(70)	26
融资活动产生的现金流	(140)	(371)	1,000	35	101
现金变动	(13)	(177)	1,809	449	709
期初现金	1,254	1,073	2,882	3,331	4,040
公司自由现金流	139	207	845	482	691
权益自由现金流	55	208	1,011	659	854

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,254	1,073	2,882	3,331	4,040
应收账款	39	39	0	0	1
库存	33	40	34	37	40
其他流动资产	20	196	91	94	103
流动资产总计	1,367	1,372	3,027	3,482	4,204
固定资产	1,577	1,507	1,692	1,828	1,957
无形资产	303	294	287	281	274
其他长期资产	360	201	72	10	93
长期资产总计	2,264	2,034	2,071	2,139	2,345
总资产	3,631	3,405	5,098	5,621	6,548
应付账款	460	410	403	439	477
短期债务	697	745	0	0	0
其他流动负债	1,096	632	894	851	930
流动负债总计	2,253	1,787	1,297	1,290	1,406
长期借款	70	124	324	524	724
其他长期负债	26	(103)	(16)	(90)	(10)
股本	713	713	963	963	963
储备	566	881	2,526	2,930	3,461
股东权益	1,279	1,594	3,489	3,893	4,425
少数股东权益	3	3	3	3	3
总负债及权益	3,631	3,405	5,098	5,621	6,548
每股账面价值(人民币)	2.45	2.23	3.62	4.04	4.59
每股有形资产(人民币)	1.37	1.82	3.32	3.75	4.31
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.68)	(0.29)	(2.65)	(2.91)	(3.44)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.2	15.1	13.6	13.8	16.7
息税前利润率(%)	7.0	12.3	13.3	13.4	16.2
税前利润率(%)	4.5	11.3	11.5	13.8	16.5
净利率(%)	3.4	9.0	8.9	10.8	12.9
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.8	2.3	2.7	3.0
利息覆盖率(倍)	3.7	8.9	17.0	27.1	22.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.7	2.3	2.7	3.0
估值					
市盈率(倍)	145.3	68.8	85.6	65.2	49.6
核心业务市盈率(倍)	118.1	69.2	83.4	63.9	48.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	146.9	86.1	103.7	79.5	60.7
市净率(倍)	13.8	15.1	9.3	8.4	7.4
价格/现金流(倍)	53.9	78.8	44.4	71.2	45.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.8	40.8	37.4	33.3	24.4
周转率					
存货周转天数	4.2	4.3	4.0	3.5	3.5
应收账款周转天数	4.0	3.7	1.7	0.0	0.0
应付账款周转天数	47.1	38.6	35.0	33.2	32.7
回报率					
股息支付率(%)	29.4	0.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	9.5	22.0	15.0	13.5	15.8
资产收益率(%)	5.2	11.2	10.4	9.0	10.6
已运用资本收益率(%)	12.7	20.0	19.1	16.7	19.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371