

拟收购医院，互联网医疗布局值得期待

誉衡药业 (002437)

推荐 维持

核心观点:

分析师

☎: 李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

全铭

☎: (8610) 66568837

✉: quanming@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

1、事件

誉衡药业公告，公司 2015 年 6 月 2 日与刘忠臣、刘岚、维康医药集团有限公司签订《合作意向书》，拟收购维康医药集团有限公司及其下属沈阳维康医院（有限公司）、沈阳沈北维康医院和沈阳维康医院全部或部分股权或权益（包括标的集团拥有的沈阳维康医院与沈北维康医院的土地与房产以及与药品、医疗器械经营相关的全部资质）。拟收购部分股权对应交易价格预计不超过 15 亿。

本次交易事项尚处意向阶段，是否实施和实施时间尚不确定。意向书生效后，各方积极推进本次收购，尽快就收购价格、支付形式、收购步骤、业绩承诺、审批及生效条件达成一致。

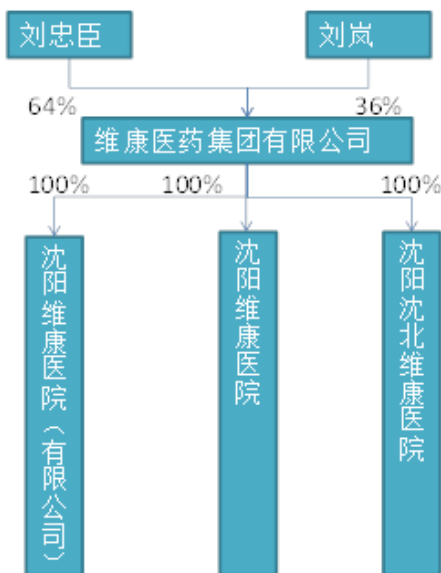
市场数据 时间 2015.6.2

A 股收盘价(元)	41.20
A 股一年内最高价(元)	61.49
A 股一年内最低价(元)	22.53
上证指数	4910.53
市净率	10.39
总股本(亿股)	7.32
实际流通 A 股(亿股)	7.00
流通 A 股市值(亿元)	305

相关研究

银河证券-誉衡药业-002437-年报点评: 业绩符合预期, 布局新型医疗服务-150403

图 1: 标的股权结构



资料来源: 银河证券研究部

1) **沈阳维康医院:** 2009 年成立, 非营利性综合医院, 民营性质。拥有床位 800 张 (牙椅 12 台)。2014 年营业收入 4.6 亿, 净利润 1.1 亿 (未审计)。

2) 沈阳沈北维康医院: 2014 年成立, 非营利性综合医院, 民营性质。拥有床位 290 张 (暂开 180 张)。

2、我们的分析和判断

(一) 收购医院, 迈出互联网医疗第一步

公司在 2014 年年报中提到“2015 年, 公司将依据发展战略, 持续关注行业内的并购机会, 除传统医药特色制造业外, 将更多关注新医疗平台、新医疗资源、新医疗模式等行业内新兴的医疗资源, 进而拓展和完善公司在整体医疗服务体系中的资源配置。”

此次收购医院, 是公司互联网医疗布局的第一步。由于医疗的特殊性, 医院是互联网医疗的核心资源。此次公司大手笔收购维康医院, 表明公司在互联网医疗布局上考虑较为成熟。早在 2013 年底, 在二级市场未关注互联网医疗时, 集团就已经引进了阿里巴巴集团副总裁李俊凌, 董事长与李俊凌及互联网资深专家投资设立北京朱李叶健康科技有限公司, 但目前未注入上市公司。

(二) 沈阳维康医院: 民营三级甲等医院

沈阳维康医院是由辽宁省卫生厅批准设置, 隶属沈阳市卫生局管理的非营利性医院。按三级甲等医院标准, 是东北地区首家民营独资非营利综合医院, 是民营三级甲等医院, 也是国内最大的民营医院之一。医院各科均设高、中、普三个档次病房, 并设有两层 7000 多平米星级宾馆式 VIP 病房, 实行 VIP 会员制, 为会员提供优质医疗服务和健康管理。

医院占地面积近 4 万平方米, 建筑面积近 13 万平方米。开放床位 800 张, 设置科系 40 余个。医院共有员工近千人, 其中医疗技术人员 800 余人, 主任医师 62 人, 副主任医师 65 人。我们认为, 公司将依托沈阳维康医院强大的线下资源, 打造新型的“互联网+大健康”领域新业务, 后续动作值得期待。

3. 公司投资建议

结合公司当前经营情况, 我们预计 2015~2017 年公司实现 EPS 分别为 0.84、1.06、1.45 元, 对应 PE 为 50、39、28 倍。我们看好公司的互联网医疗布局, 维持“推荐”的评级。

4. 主要风险因素

医院收购进度低于预期

表 1: 盈利预测与财务指标

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1307.89	1905.82	2909.89	3594.35	4492.12
增长率(%)	83.94%	45.72%	52.68%	23.52%	24.98%
归属母公司股东净利润	226.74	443.77	613.74	773.18	1063.14

增长率(%)	37.61%	95.72%	38.30%	25.98%	37.50%
每股收益(EPS)	0.310	0.606	0.839	1.056	1.453
市盈率(P/E)	109.88	56.14	40.59	32.22	23.43
市净率(P/B)	10.42	8.25	7.18	6.17	5.17

资料来源：银河证券研究部

表 2: 公司利润表预测

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1307.89	1905.82	2909.89	3594.35	4492.12
减: 营业成本	298.93	705.89	704.93	880.09	1112.36
营业税金及附加	20.68	25.62	39.12	48.32	60.39
营业费用	634.92	406.41	1018.46	1258.02	1572.24
管理费用	172.52	260.14	410.00	500.00	500.00
财务费用	-18.23	24.40	16.16	1.80	-13.42
资产减值损失	1.23	0.73	1.00	1.00	1.00
加: 投资收益	3.55	8.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	201.40	491.15	720.22	905.12	1259.56
加: 其他非经营损益	68.08	56.43	30.00	40.00	40.00
利润总额	269.47	547.58	750.22	945.12	1299.56
减: 所得税	39.87	91.92	120.04	151.22	207.93
净利润	229.60	455.66	630.18	793.90	1091.63
减: 少数股东损益	2.87	11.89	16.44	20.72	28.49
归属母公司股东净利润	226.74	443.77	613.74	773.18	1063.14

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn