

业绩释放略低于预期、医疗服务盈利提升空间大

■ **业绩释放略低于预期。**2015年上半年公司实现营业总收入17.85亿元，同比增127.58%，实现净利润8,425.94万元，同比增长71.87%，其中归属于母公司所有者的净利润为8,141.59万元，同比增长75.68%；同时公告前三季度业绩同比增40%-60%，净利润区间为1.2-1.38亿。整体业绩释放进度略低于我们全年主业2.5亿左右的预测，不考虑中肽生化并购，下调全年业绩预期至2.1亿。

■ **医疗服务业加速布局，利润提升空间大。**公司上半年完成对仁怀新朝阳医院、六枝博大医院、黔东南众康医院的投资布局，肿瘤医院的综合二病区完成改造并投入使用，仁怀新朝阳医院一期投入试运行；截至目前公司床位数达到3500张，同比增长约35%，公司在贵州省内医疗资源优势明显，模式先进，拓展空间大，预计5-8年内完成省内2万张的床位布局可能性较大。另一方面，我们认为医疗服务利润提升空间大，为了支持未来的医院扩张，公司通过自主培养、合作等方式培养了一批医疗人才队伍，费用投入短期拖累利润表现，如肿瘤医院上半年净利润率为6%，合理提升至12%-15%可能性较大。

■ **区域线下资源优势明显，看好互联网医疗进展。**公司下属医院及贵医附院的年门诊量约为200万人次，是贵州省内最具影响力的医疗平台之一。公司开发运营的“贵医云”平台已投入使用，目前用户超2万，形成了集患者、医生、药师、数据、服务为一体的云平台，为患者提供“小病咨询”、“大病预诊”、“慢病管理”等专业服务。未来形成区域健康管理平台可能性较大，其盈利模式有望向医疗保险、综合健康服务等深度延伸。

■ **投资建议：**基于中期业绩释放节奏及中肽生化并表进度延后（假设15年底完成重组，16年完全并表），调整15-17年净利润预期至2.1亿、4.2、5.6亿，按照增发完成后17.4亿的总股本计算，对应EPS分别为0.17、0.24、0.32元。医疗服务行业是我们最看好的细分领域，公司是医疗服务板块最优质的公司之一，未来内生利润率提升空间大，互联网医疗的衍生商业模式值得期待。维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**互联网医疗进展低于预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	569.5	2,476.2	3,884.4	5,348.8	6,789.2
净利润	40.2	144.8	210.5	421.3	562.7
每股收益(元)	0.03	0.12	0.17	0.24	0.32
每股净资产(元)	0.83	1.92	2.63	3.44	3.68

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	387.1	107.6	74.0	51.4	38.5
市净率(倍)	15.1	6.5	4.7	3.6	3.4
净利润率	7.1%	5.8%	5.4%	7.9%	8.3%
净资产收益率	3.9%	6.0%	6.4%	7.0%	8.8%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	4.5%	16.9%	8.3%	17.2%	13.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

20.00元

股价(2015-08-28)

12.45元

交易数据

总市值(百万元)	15,576.65
流通市值(百万元)	9,136.54
总股本(百万股)	1,251.14
流通股本(百万股)	733.86
12个月价格区间	10.62/57.10元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.58	-12.29	-87.92
绝对收益	-15.88	-43.15	-43.31

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001
wuyq@essence.com.cn
010-66581629

相关报告

持续并购彰显平台价值，互联网医疗值得期待	2015-05-05
信邦制药：蒸蒸日上的中成药优势企业：新股分析报告	2010-04-01

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月30日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	569.5	2,476.2	3,884.4	5,348.8	6,789.2	成长性					
减:营业成本	213.9	1,837.9	3,029.8	4,049.1	5,146.2	营业收入增长率	27.2%	334.8%	56.9%	37.7%	26.9%
营业税费	6.6	12.0	35.2	45.6	50.7	营业利润增长率	-18.3%	367.0%	53.2%	101.0%	33.5%
销售费用	248.5	272.0	283.6	427.9	543.1	净利润增长率	-15.9%	259.8%	45.4%	100.2%	33.6%
管理费用	52.6	113.5	178.7	243.4	305.5	EBITDA 增长率	26.7%	322.5%	35.7%	57.1%	25.8%
财务费用	11.4	65.0	90.7	42.5	21.6	EBIT 增长率	4.9%	390.5%	49.5%	62.0%	27.5%
资产减值损失	1.1	6.4	3.3	3.6	4.4	NOPLAT 增长率	5.0%	356.7%	50.8%	62.0%	27.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.9%	205.8%	-21.5%	58.8%	-13.1%
投资和汇兑收益	2.2	5.5	5.0	2.0	2.0	净资产增长率	1.3%	137.3%	36.5%	80.2%	7.0%
营业利润	37.5	175.1	268.1	538.9	719.6	利润率					
加:营业外净收支	10.3	24.0	1.8	1.3	1.9	毛利率	62.4%	25.8%	22.0%	24.3%	24.2%
利润总额	47.8	199.0	269.9	540.2	721.5	营业利润率	6.6%	7.1%	6.9%	10.1%	10.6%
减:所得税	8.1	45.2	59.4	118.8	158.7	净利润率	7.1%	5.8%	5.4%	7.9%	8.3%
净利润	40.2	144.8	210.5	421.3	562.7	EBITDA/营业收入	12.1%	11.7%	10.1%	11.6%	11.5%
						EBIT/营业收入	8.6%	9.7%	9.2%	10.9%	10.9%
						运营效率					
资产负债表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	122	73	67	48	37
货币资金	254.4	659.0	815.7	3,210.7	2,737.1	流动营业资本周转天数	387	179	131	124	127
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	632	318	310	366	387
应收帐款	220.1	1,463.0	1,169.7	2,455.6	2,146.0	应收帐款周转天数	132	122	122	122	122
应收票据	89.7	131.8	19.5	34.3	34.0	存货周转天数	159	63	66	64	64
预付帐款	83.5	426.0	398.8	703.4	697.5	总资产周转天数	892	488	476	480	477
存货	326.5	544.6	886.2	1,025.9	1,404.3	投资资本周转天数	631	325	278	230	208
其他流动资产	80.0	100.0	67.0	82.3	83.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	10.1	3.4	4.5	6.0	ROE	3.9%	6.0%	6.4%	7.0%	8.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	2.9%	4.2%	4.6%	6.4%
长期股权投资	26.4	-	-	-	-	ROIC	4.5%	16.9%	8.3%	17.2%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	285.0	721.8	721.7	713.7	682.6	销售费用率	43.6%	11.0%	7.3%	8.0%	8.0%
在建工程	49.6	144.7	115.8	92.6	92.6	管理费用率	9.2%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%
无形资产	30.6	144.4	138.5	132.5	126.6	财务费用率	2.0%	2.6%	2.3%	0.8%	0.3%
其他非流动资产	40.7	878.0	718.3	743.2	776.2	三费/营业收入	54.9%	18.2%	14.2%	13.3%	12.8%
资产总额	1,486.6	5,223.3	5,054.7	9,198.7	8,785.9	偿债能力					
短期债务	321.9	1,730.5	149.8	-	-	资产负债率	30.3%	52.9%	33.6%	34.2%	26.3%
应付帐款	96.3	682.2	744.7	1,196.4	1,158.3	负债权益比	43.5%	112.5%	50.6%	52.1%	35.8%
应付票据	-	146.0	729.3	440.4	1,046.3	流动比率	2.47	1.23	2.02	4.45	3.13
其他流动负债	8.8	150.0	40.8	53.1	67.2	速动比率	1.70	1.03	1.48	3.84	2.51
长期借款	-	-	-	1,422.0	-	利息保障倍数	4.28	3.69	3.96	13.69	34.30
其他非流动负债	23.8	56.8	33.8	38.1	42.9	分红指标					
负债总额	450.7	2,765.4	1,698.4	3,149.9	2,314.6	DPS(元)	0.01	0.02	0.04	0.07	0.08
少数股东权益	1.0	61.0	61.0	61.0	61.0	分红比率	37.3%	20.7%	26.6%	28.2%	25.2%
股本	173.6	500.0	1,251.0	1,740.0	1,740.0	股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	861.3	1,896.5	2,044.2	4,247.8	4,670.3						
股东权益	1,035.9	2,457.9	3,356.2	6,048.8	6,471.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	39.7	153.9	210.5	421.3	562.7	EPS(元)	0.03	0.12	0.17	0.24	0.32
加:折旧和摊销	20.0	55.8	34.9	37.1	37.1	BVPS(元)	0.83	1.92	2.63	3.44	3.68
资产减值准备	1.1	6.4	-	-	-	PE(X)	387.1	107.6	74.0	51.4	38.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.1	6.5	4.7	3.6	3.4
财务费用	16.6	74.1	90.7	42.5	21.6	P/FCF	-198.8	-24.5	-22.3	144.7	-72.5
投资损失	-2.2	-5.5	-5.0	-2.0	-2.0	P/S	27.4	6.3	4.0	4.1	3.2
少数股东损益	-0.6	9.1	-	-	-	EV/EBITDA	70.7	38.2	37.9	32.1	24.3
营运资金的变动	-154.9	-673.6	848.8	-1,614.2	478.8	CAGR(%)	119.8%	54.1%	64.2%	119.8%	54.1%
经营活动产生现金流量	-21.3	-198.6	1,179.9	-1,115.3	1,098.3	PEG	3.2	2.0	1.2	0.4	0.7
投资活动产生现金流量	-136.9	-373.1	11.7	0.9	0.5	ROIC/WACC	0.4	1.6	0.8	1.6	1.3
融资活动产生现金流量	52.5	927.1	-1,034.9	3,509.5	-1,572.4	REP	10.2	2.0	7.1	2.9	3.9

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴永强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会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, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

