

国际医学 (000516)

—加速布局医疗服务业务

投资评级 持有 评级调整 首次评级 收盘价 15.19 元

投资要点:

公司商业业务经营稳健,核心门店西安钟楼店装修后进入盈利增长期,是增长的主要推动力。商业方面未来不会有大规模扩张计划。只考虑管理输出的轻资产型扩张。

公司现有医疗业务以西安高新区医院为主,目前床位 760 张,床位利用率已经很高,通过强化优势科室,新设肿瘤和血液病科室,实现内生性增长。

公司继续加大对医疗服务业务的拓展力度。1、扩建现有高新区医院,新增床位 1000 张,预计投入约 15 亿元,17 年底投入运营。2、新建西安国际医学中心,规划床位 1500 张,预计总投资 27.15 亿元,2018 年正式运营。3、走出西安参与商洛市第二人民医院改制,投资建设 1500 张床位的商洛国际医学中心。远期逐步建立覆盖全省的医院连锁网络体系。

公司注资汉氏联合投资干细胞产业,强强携手共同开拓前景广阔的干细胞医疗市场。公司还将持续关注医疗技术前沿领域,不断提升医疗业务盈利能力。

公司未来 2 年的看点主要是在商业和西安高新区医院通过内部结构调整带来的内生性增长,预计总体保持平稳增长态势。投资干细胞产业打开了新的成长空间同时提升了盈利能力,有利于提升公司的估值水平。虽然最近 2-3 年多个医疗项目处于建设期,但也奠定了未来在医疗服务领域加速发展的基础。看好公司的发展前景。预计 15-16 年公司 EPS 分别为 0.42 元和 0.51 元。目前对应 PE 分别为 36 和 29 倍。给予“持有”评级。

发布时间: 2015 年 9 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	37.57/8.04
上证指数/深圳成指	3038.14/9949.92
50 日均成交额(百万元)	620.34
市净率(倍)	7.51
股息率	

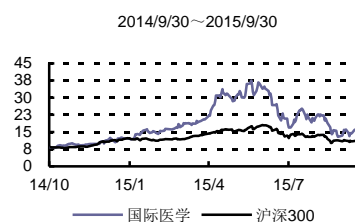
基础数据

流通股(百万股)	704.28
总股本(百万股)	788.42
流通市值(百万元)	10698.07
总市值(百万元)	11976.10
每股净资产(元)	2.02
净资产负债率	120.19%

股东信息

大股东名称	陕西世纪新元商业管理有限公司
持股比例	18.88%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-开元投资 (000516) 2014 年半年报点评》, 2014-8-22

联系方式

研究员: 蒙俊江
执业证书编号: S0020514050004
电 话: 021-51097188-1815
电 邮: mengjunjiang@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

一、公司商业业务稳健经营，没有大规模扩张计划。

公司是老牌商业类上市公司。目前商业百货业务共有五家门店，分布在西安市和陕西省内 3 个主要二线城市的核心商圈，位置优越，稀缺性突出，且自有物业比例超过 90%，具备显著的成本优势。其中西安钟楼店贡献了零售收入的近 70%，是面积最大、盈利贡献最大的门店，2013 年重新装修后，通过对商品结构系统性提升和变革，时尚精品百货的经营定位得以实现。并充分利用移动互联网媒介，创新营销手段，采用线上线下结合的营销方式，不断提升消费者的良好体验。钟楼店再次成为零售收入增长的主推动力。

表 1. 公司商业百货业务经营数据

报告期	2015 中报	2014 年报	2013 年报	2012 年报
报告期	2015 中报	2014 年报	2013 年报	2012 年报
商业收入	174,529.10	327,067.51	303,554.54	294,051.03
YOY	4.89%	7.75%	3.23%	-2.16%
毛利	29,545.54	54,589.24	49,578.48	47,758.00

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

截至 15 年中期，商业百货业务收入占总营业收入 85.8%，占总毛利比重为 73%。目前这块业务年收入过 30 亿元，净利润 1 亿多，一般会有 10 亿现金的沉淀。调研显示，6、7 月股灾后，消费意愿下降明显，因严控三公消费，预付卡业务受到一定影响。零售百货的毛利率有下降趋势。百货零售行业改善前景不大，在此背景下，公司对商业百货业务力求平稳发展为主，不再大规模扩张。条件允许的情况下，可通过合作方式输出管理模式。

表 2.2014 年商业门店主要经营数据			万元
门店名称	营业收入	利润总额	净利润
开元商业钟楼店	212,555.5	16,304.1	12,136.1
开元商业西旺店	48,302.2	1,255.8	976.7
开元商业宝鸡店	53,816.3	3,010.7	2,524.7
开元商业咸阳店	15,152.5	811.7	605.8
开元商业安康店	6,052.8	94.2	68.8

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

二、现医疗业务以西安高新区医院为主，强化优势科室，实现内生性增长。

西安高新区医院成立于 2002 年，在变更为营利性医院，评定为三级甲等之后，于 2011 年底并入上市公司财务报表。该院是全国第一家民营三甲综合医院，也是西安高新区唯一的三甲综合医院。现有床位 760 张，护士 800 人，医生 400 人，其中博导、硕导、教授（主任医师）、副教授（副主任医师）110 多人，享受政府特殊津贴的专家 5 人。共设 51 个科室。重点科室有神经内科（国家级重点学科）、产科（省级高端科室）和普外。2014 年度，西安高新医院实现门诊 70 万人次，实现收入 52,354 万元，扣除非经常性损益后的净利润 9,532 万元。今年上半年，医疗业务收入占总收入 12%，占总毛利 16%。医疗业务业绩没有增长主要是产科今年受羊年影响，出生率下降。另一方面肿瘤科和血液科处于初步运营阶段，未来将成为增长的推动力。

表 3. 公司商业百货业务经营数据

报告期	2015 中报	2014 年报	2013 年报	2012 年 报
医疗收入	24,534.23	51,830.91	43,930.15	38,357.02
YOY	-1.34%	17.98%	14.53%	354.72%
毛利	6,496.43	16,181.37	12,973.38	9,455.64
毛利率(%)	26.48	31.22	29.53	24.65

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

三、公司继续加大对医疗服务业务的拓展力度。

1、扩建现有高新区医院，预计投入约 15 亿元，17 年底投入运营。

高新医院目前的门诊接待量与病床使用率已经接近满负荷状态。随着高新区产业升级和快速发展，高新医院现有规模已远远不能满足广大患者的就医需求。西安市高新区目前总病床数约为 1,400 张，按照高新区目前 80 万的人口数量计算，每千人床位数为 1.75 张，远远低于陕西每千人床位数 3.78 张及西安每千人床位数 5 张。根据世界卫生组织 2014 年的数据，发达国家的每千人医疗床位数超过 30 张。与发达国家人均医疗床位数相比，全国医疗服务供给均存在很大的差距。按照西安市目前的千人床位数情况，对应高新区 80 万人口的潜在需求，病床数需要 4,000 张，根据西安市区域发展规划，高新区未来常住人口将达 250 万人，按上述标准，病床数潜在需求 12,500 张，现有高新区床位缺口数分别为：2600 张和 11000 张。

今年 6 月公司收购汇东投资 100% 股权。通过此次收购，高新医院将取得紧靠高新医院西侧的两块土地所有权，在由工业用地的性质变更为医疗用地性质后，拟建设约 1,000 张床位的医疗综合楼，高新医院的床位由现有的 760 张床位迅速增加为 1,760 张，经营规模迅速扩大。由于是扩建，基本不需要培育期就可实现盈利。现已完成土地收购和规划，预计 2017 年下半年可投入运营。未来高新医院在突出原有科室优势外，还将加大对肿瘤和康复领域等高盈利科室发展。

表 4. 陕西省及西安市主要医疗服务数据

项目	单位	陕西省	西安市
人口	万人	3,763.70	858.81
医院数量	个	937.00	281.00
医院床位数量	张	142,093	42,753
全年诊疗人次	万人	1,742,864.91	5,115.60
医院诊疗人次	万人	6,432.90	2,639.80
全年入院人次	万人	546.90	146.20
医院年均病床使用率	%	87.60	88.10
每千人医院床位数	张	3.78	5.00
每千人执业医师	个	1.98	2.80
每千人注册护士	个	2.38	3.50

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

2、新建西安国际医学中心，预计总投资 27.15 亿元，2018 年正式运营。

上半年公司非公开发行股票，发行价格 20 元/股，募集 15 亿元用于西安国际医学中心项目。该项目已于 2014 年 8 月开工建设，建设周期计划为 48 个月，预计 2018 年 1 季度正式运营。项目总投资 27.15 亿元，规划占地面积 307.613 亩，项目设置临床科室、医技科室 40 个，设万级、千级、百级净化手术室 40 间，编制床位 1,500 张。病房按照星级宾馆客房标准配备，并提供部分 VIP 房间。按照规划：运营第一年实现 900 的床位，未来 3 年递增 200，4 年后实现 1500 张床位。总体上床位还有预留增长的空间。

在建西安国际医学中心与高新区医院相距十公里，区别于高新医院区域性综合医院的定位，西安国际医学中心定位为综合性国际医学中心，对应的投资建设和战略规划起点更高；经营上以“强专科、大综合”为策略，更多的专注于疑难重症及慢病治疗。在医疗人才筹备上，一方面现高新区医院 1200 人属于超编状态，就是在为后续扩张做人才储备，另一方面将与台湾、韩国、德国等医学院合作共同培养医疗人才。还将通过引进国内知名学科带头人及团队的方式，增加特色优势专科的数量，使得其在专业科室上更有优势。

3、走出西安参与商洛市第二人民医院改制，逐步建立覆盖全省的医院连锁网络体系

在商洛市政府支持下，公司参与商洛职院附院即商洛第二人民医院公立医院改制项目，投资建设商洛国际医学中心（包括商洛国际康复中心和商洛国际妇儿医学中心），按三级甲等医院标准建设，计划设置病床 1500 床。项目选址位于商丹循环工业经济园区，用地规模约 260 亩。项目建成后加挂商洛职业技术学院附属医院和商洛市第二人民医院牌子。项目建成投运前，向商洛职院租赁市二院土地、地上附着物等，以商洛国际医学中心名义运营。租赁期最长不超过 4 年。也意味着商洛国际医学中心最晚不迟于 2019 年投入运营。除此之外，租赁、托管、收购等多种模式的对外扩张也会应用在省内其他地区，远期规划还将考虑到医疗资源相对贫乏的西部构建医疗连锁网络。

四、投资干细胞产业，关注医疗技术前沿领域，不断提升医疗业务盈利能力。

通过对汉氏联合的注资，公司实现持股汉氏联合 34% 股权。根据协议承诺，汉氏联合 2015 年-2017 年的净利润分别为 1,000 万元、1,600 万元和 2,800 万元。注资后将会加快在造血干细胞移植和免疫细胞治疗的临床应用。公司在高新区的干细胞美容抗衰老中心即将营业，同时积极筹建干细胞、免疫细胞等的存储库和实验室，未来目标是实现 200 万份存储量。在高新区医院科室建设上，已经成立了生物技术委员会，通过引进国内著名专家开展造血干细胞移植业务。此次战略合作一方面实现了双方产品和渠道的互补，另一方面有利于提高公司医疗技术水平，提升盈利能力。

汉氏联合是致力于专业干细胞技术研发与应用的产业化公司。汉氏联合的主营业务分为三个部分，即胎盘干细胞采集和存储服务、干细胞美容抗衰老和干细胞药物开发。主要收入来源是胎盘干细胞采集和存储服务。值得关注的是在干细胞药物研发方面，汉氏处于国内领先地位。2015 年 1 月，汉氏与军事医学科学院联合完成的“成体干细胞救治放射损伤新技术的建设与应用”项目荣获国家科技进步一等奖。2014 年 3 月，世界首

例胎盘造血干细胞联合脐带血造血干细胞移植治疗重型再生障碍性贫血手术由解放军第307医院成功执行，北京汉氏联合生物技术股份有限公司提供了其手术所用干细胞及技术。上述案例代表胎盘造血干细胞移植技术取得重大突破。未来在国家干细胞政策的逐步推动下，干细胞应用市场前景广阔。

五、投资建议

公司未来2年的主要亮点是在商业和西安高新区医院通过内部结构调整带来的内生性增长，预计总体保持平稳增长态势。投资干细胞产业一方面提升了医疗服务水平和盈利能力，另一方面也涉足到市场广阔的细胞治疗领域。有利于提升公司的估值水平。虽然最近2-3年多个医疗项目处于建设期，但也奠定了未来在医疗服务领域加速发展的基础。看好公司的发展前景。预计15-16年公司EPS分别为0.42元和0.51元。目前对于PE分别为36和29倍。给予“持有”评级。

表 5.主要财务数据预测

报告期	2014 年报	2015 年报	2016 年报
营业收入	3883.35	4216.85	4652.96
YOY	8.91%	8.59%	10.34%
净利润	350.28	344.6	422.09
YOY	188.21	-1.62	22.49
EPS	0.49	0.42	0.51
ROE	21.97%	15.03%	13.52%

数据来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn