

血透全产业链布局先行者，业绩有望翻倍增长

2016.03.14

强烈推荐 (维持)

分析师: 王亮	研究员: 唐爱金	研究助理: 陈顺
电话: 010-57385534	020-88836115	020-88836120
邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn	tangaij@gzgzhs.com.cn	chenshun@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080002		

现价:	21.15
目标价:	35
股价空间:	65%

医药生物行业

投资要点:

● **血透市场规模是现有体量8倍，行业增速保持30-40%增长，国内企业有望受益于进口替代加快。**我国现有终末期肾病患者约200万人，患者通过血透救治率不到20%，我们保守测算血透理论市场是现有规模的8倍，随着医保覆盖强度提升，大病医保政策的推进预计未来3-5年血透市场有望保持30-40%的高速增长，目前国内市场处于进口替代的加速过程，国内企业有望受益。

● **血透生态圈全产业链布局，血透基地全国布局的先行者。**2012年开始，公司围绕血液透析行业先后收购了挚信鸿达（血透粉液）、重庆多泰（血透机）和恒信生物（血透粉液）、博奥天盛（血透管路/动静脉穿刺针）4家公司，再加上自主研发的产品，公司基本完成血透产品的全布局，拥有血透机、血透粉/液、血透管路的注册证，且1年临床完成后也有望获得血透器的注册证。由于血透粉液受限于原材料和物流运输成本，公司在东北（辽宁）、华北（天津）、华中（南昌）、华东（常州）、华南（珠海）、西南（重庆）基本完成全国布局。

结盟经销商整合血透渠道，业绩放量在即。2015年公司加快渠道整合步伐，分别与上海陈连忠和贵州杨泽军两家血透渠道经销商合作，合作公司分别承诺16-18年业绩1500/1800/2200万和500/750/100万，经销商覆盖超100家血透医院，收购渠道公司有利于公司尽快掌握血透终端渠道，促使公司产品销售放量，预计公司有望进一步加快渠道整合步伐，促使业绩放量，我们认为公司近年业绩有望翻倍增长。

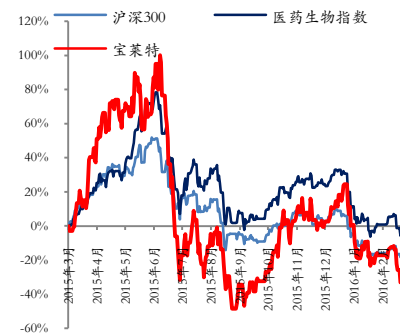
打造肾科医院，连锁血透服务成公司未来增长亮点。公司开启“肾科医院+血透中心”的模式，先收购医院，再设立血透中心，依托中心做大医院肾内科。相比独立血透中心，肾科医院服务范围广、收入来源多、利润空间大。采取并购民营医院做强肾科的扩张方式盈利周期短。公司成立了专门的医疗服务拓展团队和战略投资部，招聘院长及肾科主任等专业人士负责医疗服务拓展，目前已经考察60多家医院，2016年有望落地2-10家。公司计划医院以合伙人制度模式运营，通过管理团队与专家持股，有效激励与锁定管理团队和专家同时，为医院吸引患者，助力公司血透服务业务快速扩张。

● **盈利预测与估值：**我们预计公司16-17年EPS分别为0.44、0.65元，对应49、33倍PE。公司受益血透行业高速增长，业绩持续高速增长可期，给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**外延扩张不达预期；市场竞争加剧；国家政策变化。

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	288.99	380.01	647.90	1012.40
同比(%)	23.06%	31.49%	70.50%	56.26%
归属母公司净利润	33.80	23.26	64.07	95.04
同比(%)	16.86%	-31.20%	175.50%	48.34%
ROE(%)	8.23%	5.33%	13.61%	17.62%
每股收益(元)	0.23	0.16	0.44	0.65
P/E	107.06	135.62	49.23	33.19
P/B	8.80	7.38	6.62	5.61
EV/EBITDA	68.16	65.03	28.89	18.89

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
宝莱特	-22.98	-37.33	6.50
医药生物	-3.85	-22.30	-9.01
沪深300	1.67	-16.83	-9.62

基本资料

总市值(亿元)	30.88
总股本(亿股)	1.46
流通股比例	72.5%
资产负债率	20.76%
大股东	燕金元
大股东持股比例	33.53%

相关报告

广证恒生-医药行业周报-化药注册分类改革方案落地，创新型药企将受益于产业升级 -2016.03.13

广证恒生-儿童药专题报告：小儿儿撼动大市场，童药紧缺儿童药企哪家强



目录

1. 公司主营健康检测和肾病医疗	3
1.1 公司股权结构及子公司	3
1.2 主业可分为医疗监护业务和肾病医疗业务	3
1.3 营收稳步增长，血透业务增长突出	5
2. 血透全产业链布局，业绩放量在即	6
2.1 血透市场需求广阔，进口替代成趋势	6
2.2 完善血透全产业链产品线，血透基地全国布局	8
2.3 加快渠道整合步伐，业绩放量在即	9
3. 投资建设肾专科医院打造连锁血透中心，未来现金流回报可观	9
3.1 血透服务市场随医保覆盖提升及大病医保政策空间巨大	9
3.2 打造肾科医院做连锁血透中心，有望成公司未来业务亮点	10

图表目录

图表 1. 公司股权结构图及子公司业务分布	3
图表 2. 公司未来 5 年战略规划发展 2 大板块，4 支柱，6 个平台	3
图表 3. 公司主营业务可分为监护类和血液净化类	4
图表 4. 公司主要产品的基本信息	4
图表 5. 公司近五年营收（百万）及增长率情况	5
图表 6. 公司归母净利润（百万）及增长率情况	5
图表 7. 公司近五年主要产品及综合毛利率	5
图表 8. 公司近五年三项期间费用率情况	5
图表 9. 2009-2014 中国血透行业供需情况（万支）	6
图表 10. 透析设备行业全球格局	7
图表 11. 国产与外资产品价格与市场占比	7
图表 12. 2012 年至今公司公告并购血透产品业务的事件	8
图表 13. 2012 年至今公司公告新设全资子公司布局血透基地事件	8
图表 14. 公司与渠道商合作新设全资子公司加快血透终端渠道的渗透	9
图表 15. 农村医疗保健支出逐年提高	10
图表 16. 政府与社会卫生的医疗卫生支出比重增加	10

1. 公司主营健康检测和肾病医疗

1.1 公司股权结构及子公司

公司成立于1993年，2011年在深交所上市。实际控制人为燕金元、王石夫妇。燕金元，硕士学历，高级工程师，西安交通大学副教授。控股或参股子公司主营为医疗器械和血液透析相关产品。

图表1. 公司股权结构图及子公司业务分布

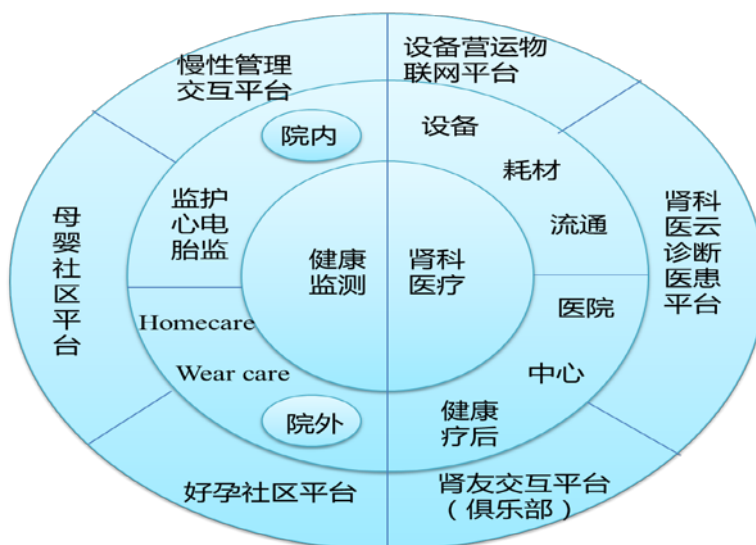


(资料来源：公司公告、广证恒生)

1.2 主业可分为医疗监护业务和肾病医疗业务

公司主营健康监测和肾病医疗业务2个业务板块，发展4大支柱产业：1) 院内专业监护、2) 院外家庭健康监测，3) 血透全产业链生产和全国渠道布局，4) 肾病连锁医院和院内血透中心。未来布局6个平台，其中好孕社区平台已有较多活跃用户、已形成母婴社区平台，正规划慢性管理交互平台、肾友交互平台、肾科医云诊断医患平台、及设备营运物联网平台。

图表2. 公司未来5年战略规划发展2大板块，4支柱，6个平台

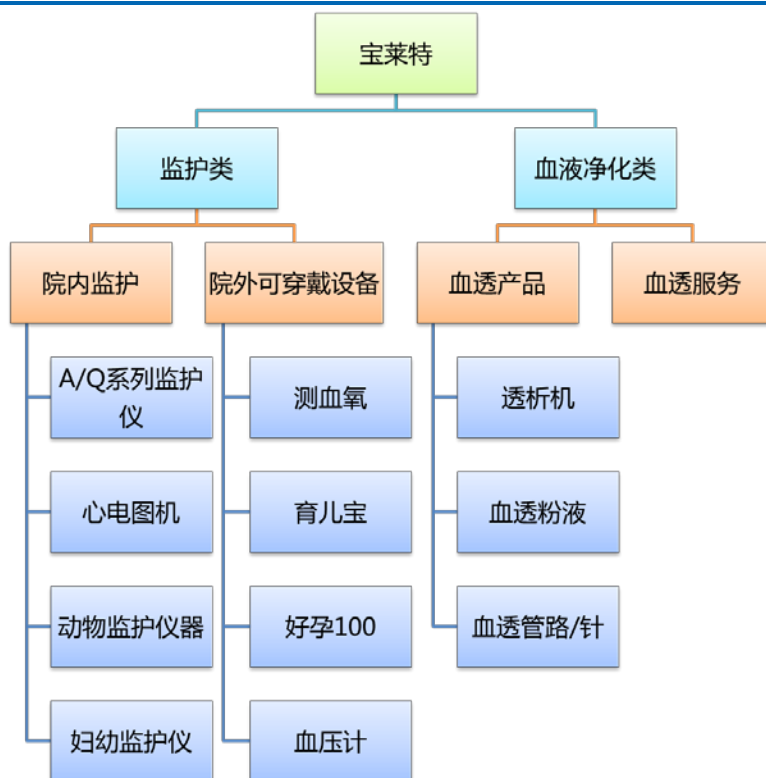


(资料来源：公司官网、广证恒生)

公司主营业务可分成两大类：传统型业务（**监护类**）以及**血液净化类**业务。监护类传统型业务销售额占公司总营收超过一半，可分为院内产品（监护仪）和院外产品（可穿戴设备）。监护类产品有数字心电图机、胎儿监护仪、脉搏血氧仪，以及中央监护系统等。公司是英国攀龙麻醉机的中国总代理。院外产品如可穿戴式仪器，主要为民用家用产品。

血液净化类业务主要包括血透产品和医疗服务。血透产品包括设备与耗材：透析机、透析器、管路、血透粉液，公司拥有血液透析机、血透管路、血透粉液的医疗器械注册证，并形成了广东、江西、辽宁、重庆、天津、常州五大产业基地。

图表3. 公司主营业务可分为监护类和血液净化类



(资料来源：公司官网、广证恒生)

图表4. 公司主要产品的基本信息

类别	产品名称	用途
生命信息监护系列	A 系列、M 系列、Q 系列、V 系列信息监护仪	各个各科病房监护，监测各类生命体征，如心电图、体温、脉搏、呼吸、无创血压等等。
	中央监护系统 BLT-507	配接各个监护仪的中央监护系统。
心电诊断系列	三道心电图机 (E30)、十二道心电图机 (E70、E80)	心脏数据采样和存储，支持心电诊断数据分析。
宠物监护系列	多参数动物监护仪 (M6vet、M7000vet、V6vet)	检测宠物血氧饱和度、脉搏、无创血压、体温等生命信息。
妇幼监护系列	母亲/胎儿监护仪 (F30、F50、F80、F90)	产前检查、产前急救、围产期全过程的胎儿、母亲各参数监护。
可穿戴设备	测血氧 M70、M70、AM70C	监测患者 血氧饱和度和脉率 的手持式设备，可在医院或家庭中使用。

	“育儿宝”智能体温计	接触式智能体温计， 监测婴幼儿体温。
	好孕 100	精准测量体温，预测生理周期，优化受孕。
麻醉机	麻醉机 (SP101、SP102、SP2)	高性能的气动电控麻醉呼吸机，适用于低流量麻醉。
血液净化系列	血液透析机 (D30)	用于血液透析、血液灌流、血液置换、单纯超滤或干超。
	血液透析耗材 (管路、透析器、透析粉液)	血液透析耗材。

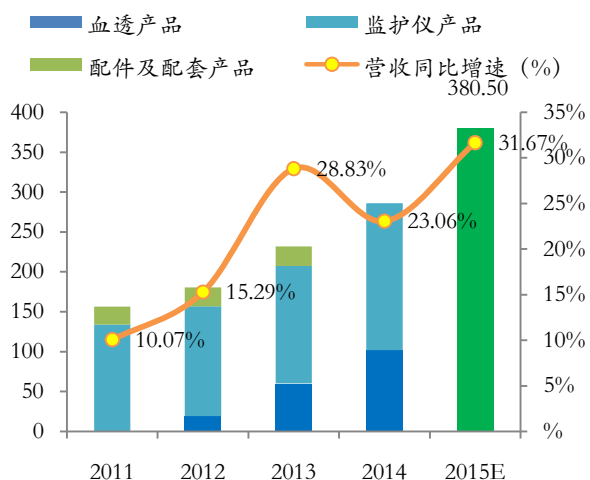
(资料来源: 公司官网、广证恒生)

1.3 营收稳步增长，血透业务增长突出

过去几年公司的业绩增长稳健，收入 30% 增速，其中血液透析产业增速迅猛，血透产品营收和利润占比稳步提升，由 2014 年营收占比 35% 提升到 2015 年的 50%。血透业务营收 3 年复合增长率达 114.6%，2014 年同比增长 69%，2015 年同比增长 86%，我们认为随着血液透析产业链布局完成，终端服务布局展开，预计未来有望更高的增长水平，血透收入规模 2016 年有望突破 5 亿，利润超过传统监护设备。

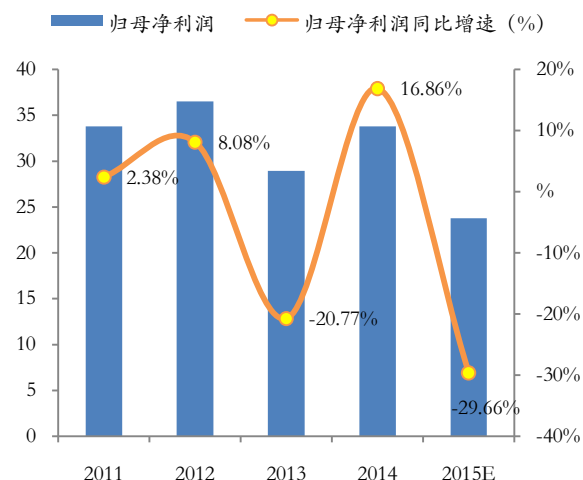
2015 年公司年收入 3.8 亿，增长 31.67%，主要是公司传统业务监护仪产品保持稳定增长，血液透析产品销售收入大幅增长。其中 2015 年归母净利润同比下降 29.66% 的主要原因是：总部研发的血透设备于 2015 年 7 月取得了 CFDA 批文，进度快于收购的子公司重庆多泰，因此重庆多泰的商誉和无形资产提减值准备 933.6 万。2015 年，公司加快建立和完善血液透析领域生态圈，投入大量资金，造成费用增加。我们认为公司血透业务持续放量，业绩有望连续翻倍增长。

图 5. 公司近五年营收 (百万) 及增长率情况



(资料来源: WIND、广证恒生)

图 6. 公司归母净利润 (百万) 及增长率情况



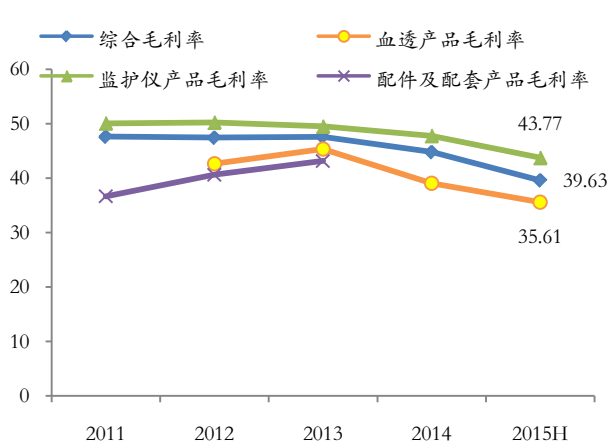
(资料来源: WIND、广证恒生)

监护仪产品毛利率较高，2014 年为 47.80%，血透产品毛利率较低约 40%，由于血透产品的占比提升，从 2012 年的占比 9.49% 上升至 2014 年 30.73%，因此公司综合毛利率近五年略有下降。

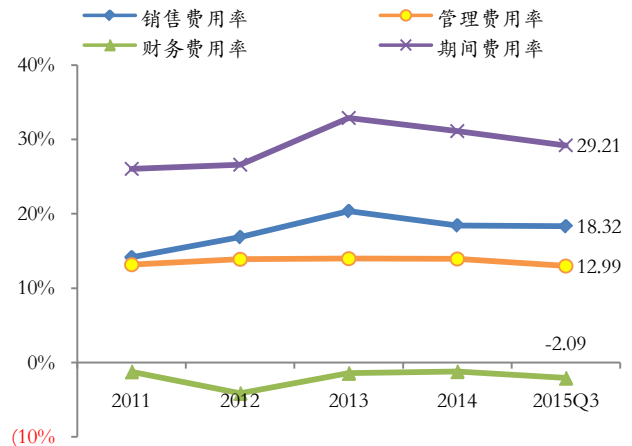
公司的期间费用率维持在 30% 上下，其中销售费用率 18.32%，管理费用率为 12.99%。近 3 年公司，期间费用率成略微下降趋势。

图 7. 公司近五年主要产品及综合毛利率

图 8. 公司近五年三项期间费用率情况



(资料来源: WIND、广证恒生)



(资料来源: WIND、广证恒生)

2. 血透全产业链布局，业绩放量在即

由于医疗监护设备的行业竞争日趋激烈，同时公司看好血透行业巨大的发展空间，公司自 2011 年开始转型血透业务，2012 年先后收购了天津挚信鸿达（血液透析粉/浓缩液）、重庆多泰（血透机）、辽宁恒信生物（血液透析粉/液）以及天津博奥天盛（透析管路/动静脉穿刺针），并不断加大对血透机及相关产品的市场投入。2015 年年中，血透业务的收入首次超过了监护仪的营收规模，标志着公司转型的初步成功，未来几年血透业务是公司发展的主要方向。

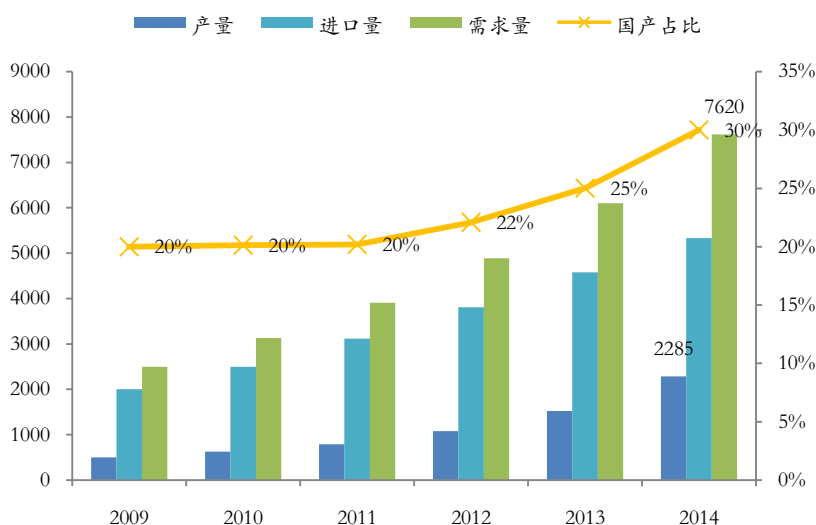
2.1 血透市场需求广阔，进口替代成趋势

血透市场需求巨大，行业保持高速增长

根据流行病学统计，我国现有终末期肾病患者约 200 万人，患者通过血透救治率不到 20%，绝大多数患者因为治疗费用昂贵得不到治疗，透析治疗需求空间巨大，假设我国透析比例达到欧美发达国家 90% 的平均水平，其中 80% 选择血透，按 200 万终末期肾衰竭患者，每年透析费用 40000 元计算（400 元/次*100 次），则整个血液透析终端市场潜在市场规模为 576 亿元（=200 万*90%*80%*40000），为现有规模的 7-8 倍。

每次 300~500 元的治疗费用中，血透耗材和器械（包括透析器、透析管路和透析粉液）约占 40%，血透耗材和器械终端市场潜在规模为 230 亿元。随着生活方式改变导致终末期肾衰竭发病率的提升以及医保覆盖面加大和大病医保政策的推进，预计血液透析市场未来 3-5 年保持 30-40% 的高速增长。从国内血透产品供需和进口量数据分析，我国国产产品的占比稳步提升，从 2009 年 20% 提升至 2014 年 30%，我们认为国家医保控费等政策将进一步加快进口替代的进程。

图表9. 2009-2014 中国血透行业供需情况（万支）



(资料来源：产业信息网、广证恒生)

欧美日主导全球透析市场，国内市场正处于进口替代阶段

全球血液透析产品（含设备耗材）市场集中度较高，欧美和日本企业占据市场份额最大。一线品牌主要是欧美品牌，包括德国 Fresenius、美国百特、德国贝朗等；二线品牌主要是日系品牌，包括日机装、日本尼普洛、日本东丽等。Fresenius 为血液透析产品巨头。

图表10. 透析设备行业全球格局

透析治疗设备	第一名	第二名
透析器	德国费森尤斯	美国百特
透析机	德国费森尤斯	日本日装机
浓缩透析液/粉	德国费森尤斯	美国百特
血液管路系统	德国费森尤斯	美国百特
腹膜透析	美国百特	德国费森尤斯

(资料来源：产业信息网、广证恒生)

透析行业对生产企业的技术要求较高，国内生产厂家起步较晚，缺乏竞争力，国内产量无法满足市场需求。国内血液透析设备主要以外资厂商品牌竞争为主，集中在德国、瑞典和日本等少数发达国家，如德国费森尤斯、贝朗，瑞典金宝，日本东丽、尼普洛、旭化成、日机装等品牌。而血液透析耗材正经历着由国产品牌逐步替代外资品牌的发展阶段，其中血液透析器 80% 市场份额仍属于进口外资产品，血液透析管路 50% 市场份额被国产品牌所替代，血液透析干粉和透析浓缩液，则超过 90% 以上产品为内资品牌。

图表11. 国产与外资产品价格与市场占比

透析治疗设备	国产/外资价格	国产占市场份额	主要厂家
透析器	55 元(朗生)/75 元(尼普洛)	<20%	日本尼普洛、日本东丽、美国百特
透析机	前期投入，资金回收主要是耗材	<15%	德国费森尤斯、贝朗，瑞典金宝，日本东丽、尼普洛、旭化成、日机装
浓缩透析液/粉	20 元（国产外资定价相近）	>90%	山东威高、天津挚信鸿达、等 21 家
透析管路	14 元(三鑫)/20 元(费森尤斯)	50%	珠海大生、江西三鑫、广州信恩，天津博奥天盛

(资料来源：产业信息网、广证恒生)

根据国家食品药品监督管理局网站查询，血液透析粉及透析浓缩液均属于国家 III 类医疗器械注册产

品，由于受限于原材料和物流成本等因素的制约，国内血液透析浓缩液市场主要以国内厂商竞争为主，拥有透析浓缩液注册证的厂家约 20 家，主要集中在天津、河北、东北和广东地区，其中具有竞争力为 6~8 家，约占市场份额的 70~80%，其中宝莱特占据市场 30% 份额。

血液透析行业是国家鼓励发展的行业，国家医疗保险正逐步提高对肾病患者的治疗报销比例，从而保证患者的基本生存权利，同时该产业在行业规划、政策扶持、政府采购等方面均得到国家和地方政府的重视和支持。因此，血液透析行业目前处于市场前景巨大。而国产透析产品有成本价格优势，在医保控费的大环境下，加速了进口替代的进程。

2.2 完善血透全产业链产品线，血透基地全国布局

自 2012 年开始，公司围绕血液透析行业先后收购了挚信鸿达、重庆多泰和恒信生物、博奥天盛 4 家公司。通过外延式并购的方式逐步完善血液透析产品线是公司的发展规划。血透产品中，公司除血透器以外均具有注册证，包括透析机、血透粉/液、血透管路/针。

图表12. 2012 年至今公司公告并购血透产品业务的事件

时间	并购事件	主营业务/产品
2012-05-08	1900 万收购天津挚信鸿达 60% 股权	血液透析干粉和浓缩液
2013-01-18	550 万收购重庆多泰医用 100% 股权	血液透析机、血泵
2013-06-14	1456 万收购恒信生物 100% 股权	血液透析粉和透析液
2014-07-01	1800 万收购博奥天盛 70% 股权	血透管路和动静脉穿刺针

(资料来源：公司公告、广证恒生)

血透基地全国布局基本完善，血液透析粉液为血液透析中的重要耗材，其特征是：1) 大规模工业化生产工艺要求很高，要避免细菌污染和变色等问题；2) 运输成本较高，血透粉和液运输成本分别为 10% 和 25%，合理运输半径为 800 公里；3) 政策壁垒较高，我国目前我国拥有透析粉液生产证书的企业约 20 家，且最近几年无新批透析粉液证书(新申请证书至少要 3-5 年)。由于原材料和物流运输成本等因素的制约，公司在全国布局血透粉液基地。在天津、辽宁、江西分别有 50、80、60 亩工业产业园，投建血液透析耗材产业化建设项目，并由新设子公司负责项目的建设及运营。其中辽宁、天津产业园已开始生产，江西也即将开始生产。珠海两条产业线透析器和透析粉液已经获得 GSP 认证。而西南地区主要用粉居多，重庆多泰成为公司布局西南的中转站。因而基本完成了东北、华北、华中、华东、华南、西南全国布局。

图表13. 2012 年至今公司公告新设全资子公司布局血透基地事件

全国布局	子公司	投建/并购事项	进展情况
东北	辽宁恒信生物	2013 年 6 月，1456 万收购辽宁恒信生物 100% 股权	满产状态，预计增速 30-40%
华北	天津挚信鸿达	2012 年 05 月，1900 万收购天津挚信鸿达 60%	满产状态，预计增速 30-40%
	天津宝莱特	2013 年 8 月，6573 万在天津市北辰区师范工业园区医药医疗产业园区投建血液透析耗材产业化建设项目	预计 2017 年投产
华中	南昌宝莱特	2013 年 12 月，8653.17 万在江西南昌经济技术开发区管委会产业园区投建血液透析耗材产业化建设项目	即将投产，预计 17 年开始产生收入
华东	江苏常州宝莱特	2013 年 12 月，500 万在江苏常州设立常州宝莱特	预计 2016 年投产
华南	珠海宝莱特	租用厂房；同时申请产地建厂	两条产业线透析器和透析粉液已获得 GSP 认证，预计

			2017 年可生产
西南	重庆多泰	2013 年 1 月 550 万收购重庆多泰医用 100% 股权	西南地区用透析粉居多，以后重庆多泰成为公司西南地区透析粉的中转站

(资料来源：公司公告、广证恒生)

截至目前，公司血液透析产业链布局基本完成，包括透析设备、透析器、透析管路、透析粉液和穿刺针，预计 2016 年开始收获，血液透析业务销售额达到 4.5-5 亿，利润有望翻番，到 2017 年公司收入规模有望突破十亿，其中血透业务占 80% 以上。

2.3 加快渠道整合步伐，业绩放量在即

2015 年公司加快渠道整合步伐，与专营血透产品的渠道商合作。并于 2015 年 6 月和 9 月分别与上海陈连忠和贵州杨泽军两家血透产品渠道经销商合作设立子公司。其中上海陈连忠有二十多年血透领域销售经验，向 100 多家医院提供血透的服务，其中参与投放的血透中心达 40 多家。贵州杨泽军有近十五年血液净化领域营销服务经验、向 50 多家医院提供血液透析方面的服务，其中参与投放的血透中心达到 40 多家。公司与渠道经销商合作，有利于尽快掌握血透终端渠道，促使公司产品放量，增厚业绩。预计公司未来有望加快渠道整合步伐。

图表14. 公司与渠道商合作新设全资子公司加快血透终端渠道的渗透

时间	子公司	事件	承诺利润
2015-06-10	珠海申宝医疗	与上海血透经销商陈连忠合作设立血透销售公司：公司出资 510 万元，占注册资本的 51%；陈连忠先生出资 490 万元，占注册资本的 49%。共同设立子公司申宝医疗，注册资本 1000 万元。	承诺 2015 年目标公司净利润不低于 600 万元；2016 年-2018 年各年净利润分别不低于 1500 万元、1800 万元、2200 万元。承诺达成后，公司以现金或 50% 现金+50% 股票形式进一步收购陈连忠等所持的股权。
2015-09-25	珠海宝瑞医疗	与贵州血透经销商杨泽军合作设立血透业务子公司：公司出资 510 万元，占注册资本的 51%；杨泽军先生出资 440 万元，占注册资本的 44%；周涛先生出资 50 万元，占注册资本的 5%。共同设立子公司宝瑞医疗，注册资本 1000 万元。	若目标公司 2016 年度净利润达到 500 万元，杨泽军与周涛(以下简称杨和周)可于 2016 年度审计报告公布后转让其所持有目标公司不超过 10% 的股权，PE=10；2017 年度、2018 年度净利润别达到 750 万元、1000 万元，杨和周可于 2018 年度审计报告公布后转让其所持有目标公司不超过 24% 的股权，PE=15；2019 年度、2020 年度净利润分别达到 1200 万元、1400 万元，杨和周可于 2020 年度审计报告公布后转让其所持有目标公司剩余股权，PE=16。

(资料来源：公司公告、广证恒生)

3. 投资建设肾专科医院打造连锁血透中心，未来现金流回报可观

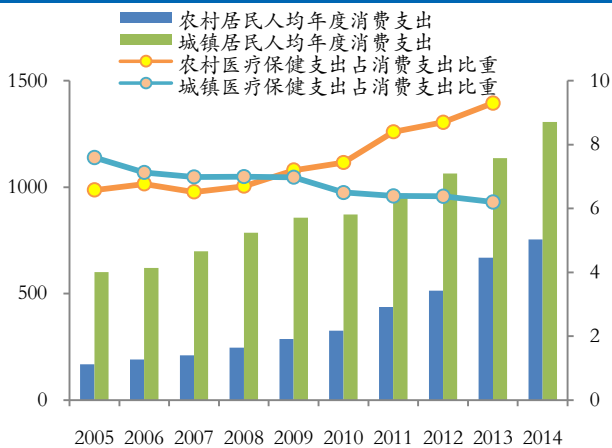
医疗服务是公司血液净化类业务的另一主要构成部分。公司通过打造连锁血透中心提高医疗服务质量，通过建设特有的肾病医院强势涉足血透医疗服务领域，抢占市场份额。业务延伸有望为公司未来提供丰厚现金流回报。

3.1 血透服务市场随医保覆盖提升及大病医保政策空间巨大

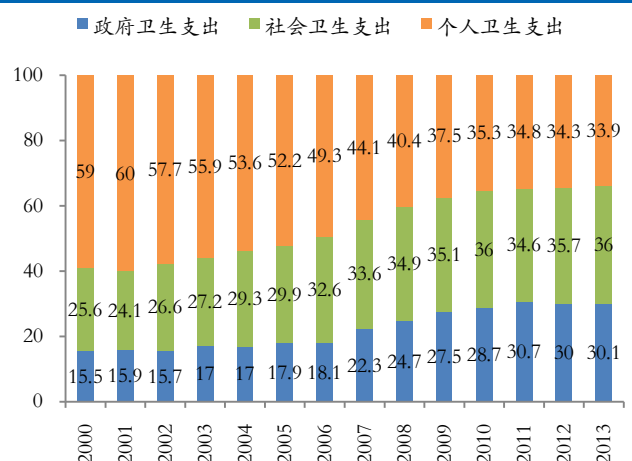
血透行业是国家鼓励发展的行业，国家医疗保险正逐步提高对肾病患者的治疗报销比例，从而保证患者的基本生存权利，同时该产业在行业规划、政策扶持、政府采购等方面均得到国家和地方政府的重视和

支持，如 2012 年 8 月 30 日由国家发改委、卫生部、财政部、人社部、民政部、保险监督管理委员会等 6 部门公布《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，明确指出对终末期肾病（尿毒症）等 8 类大病患者给予保障，目前通过新农合与医疗救助的衔接，使该类疾病补充水平达到 90% 左右。

全国医疗保健支出逐年上升，由于医保的普及程度差异，农村医疗保健支出占家庭消费支出比重不断增加，由 2005 年的 6.58% 上升到 2014 年 9.3%；城镇医疗保健支出占比 05 年后呈不断下降趋势。“十一五”医改政策以来，个人卫生费用支出占比呈下降趋势，政府、社会卫生费用支出占比缓缓扩大，尤其是社会卫生支出，从 2000 年占比 25% 提升到占 36%，未来几年，医疗监控严、医疗全民覆盖以及农村医保、新农合将加大消费者对高质量医疗服务的需求，将使得更多的终末期肾病患者能得到血透的救治。

图表15. 农村医疗保健支出逐年提高


(资料来源: wind, 广证恒生)

图表16. 政府与社会卫生的医疗卫生支出比重增加


(资料来源: wind, 广证恒生)

医疗器械、医疗产品更新快，存货周期长，增长空间有限。但医疗服务还有 4-5 倍的市场容量，需求空间大，医疗服务盈利空间约是耗材的 10 倍左右。2013 年根据实地调研和相关行业数据分析，中国当前获得治疗的终末期肾病患者只有大概 15 万人（目前国内该类患者约为 100-200 万人），按每人每次 400 元的治疗价格推算，每年实际在血液净化治疗方面支出的医疗费达 90 亿元。

公司 2016 年业务重心为提升医疗服务，调整业务结构。主要通过建立血透中心，提高医疗服务质量，打造宝莱特品牌。

3.2 打造肾科医院做连锁血透中心，有望成公司未来业务亮点

打造肾科医院切入血透模式，相比独立血透中心优势明显

传统独立血透中心投资周期长，受限于病患少病床使用率低的问题盈利较弱，管理模式不合理。一般独立血透中心投入 2000 万打造血透中心，共有 70 多台机器，以 280 元/位（市价约 500 元/位）的低价提供血透服务，但机器使用率不到 20%。白求恩基金会只被批准在没有血透中心的边远县级医院设立血透中心，病患少、耗材成本高。独立运营的血透中心，不能接收病情复杂的病患，市场小，收入来源少。

相比独立血透中心，肾科医院为依托的血透服务优势明显：

(1) 肾科医院服务范围广，收入来源多，利润空间大：打造肾科医院，以血透业务为主，还可治疗腹透、慢性肾病、慢性病（如高血压、糖尿病，糖尿病晚期 50% 需作血透）。医院服务范围广，病患多，医院收入预计比独立血透中心收入大 5-10 倍。医院设施更完善，能够接收 90% 的病人，病患至少比独立血透中心模式多一倍。辅透、开单、药品、床位等都是医院的收入来源，可以克服独立的血透中心医生收入来源少，机构庞大，管理成本高的缺点。

(2) 并购肾科医院盈利周期短，增值空间大：重建肾科医院运营周期长，资金回收慢，收购现有医院，投入 1000 万打造血透中心，预计第二年可开始盈利。预计 1 家肾病医院第一年可实现营收 2000 万，

利润 200-300 万，第二年营收可达 4000-5000 万，利润达 600-800 万。

公司计划以收购小的综合新民营医院，再做大肾科并设立医院内血透业务的模式扩张，肾科医院盈利空间大，盈利周期短、增值快。

血透生态圈全产业链布局，公司切入肾科血透连锁医疗服务优势明显

公司开启“肾科医院+血透中心”的模式，先收购医院，再设立血透中心，依托中心做大医院肾内科。逐渐弱化医院其他科室，进而打造肾病专科医院。

公司拥有资源优势和技术优势，拥有高质量设备和材料，因此购进医院内器械与材料拥有价格优势。同时公司储备有血透专家，熟悉血液透析流程。公司进入血透领域早 4-5 年，拥有完整的产业链。

合伙制模式迅速扩张血透医疗服务，有望成公司未来业务拓展亮点

公司成立了专门的医疗服务拓展团队，并成立了战略投资部，招聘医院院长、肾科主任等等业内专业人士主导公司肾科医疗服务的扩张。

公司计划成立医院投资管理公司，以合伙人的模式管理医院，通过管理层的力量，扭转盈利能力较差的医院。合伙人制度的医院管理公司计划新并购的连锁医院中，上市公司占 10% 股权，董事长占 50% 份额，而高管和专家也会占一定股权比例。引进专家持股激励并锁定专家，希望通过专家的品牌，为医院吸引患者，同时也能对专家有股权激励的作用，目前公司已经储备了一些国内顶尖的肾内科专家，如余学清教授（肾病协会主任委员）旗下的 3 个博士、香港医院的专家，第一军区医院院长，在江西也物色好了 2 人等。

公司调研重庆、成都、宜宾、天津、辽宁、朝阳、上海 7 个城市，考察了 60 多家医院，通过三条标准筛选合作医院：地理位置合适、医院具有盈利性、产权清晰（私立医院）。尤其是证照齐全，肾科相对较优的医院。收购医院 51% 股份，医院作为承销商与公司绑定 5-10 年，托管血透中心。

预计 2016 年公司有望落地 4-10 家肾科医院，3-5 年设立 50-100 家肾科医院。公司计划把肾科血透医院做成类似爱尔眼科的连锁医院模式，形成血透品牌。患者可以通过肾友会预约旅游目的地血透中心，达到旅游血透的效果，患者去到旅游当地可以进行血透。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	338.19	398.60	805.67	1181.49	经营活动现金流	42.31	13.61	88.22	49.83
现金	222.49	228.00	515.16	730.61	净利润	35.21	24.61	65.54	96.45
应收账款	50.38	63.65	114.05	174.76	折旧摊销	10.10	17.66	22.10	34.58
其它应收款	3.17	12.62	13.48	25.24	财务费用	-3.53	5.24	5.45	19.78
预付账款	7.32	13.19	22.75	33.53	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	53.43	78.80	137.00	212.42	营运资金变动	5.13	-32.35	-5.67	-100.98
其他	1.40	2.34	3.22	4.94	其它	-4.60	-1.55	0.80	-0.01
非流动资产	180.81	177.70	271.13	387.60	投资活动现金流	-50.70	-14.61	-115.25	-151.22
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	40.99	11.08	91.10	115.51
固定资产	73.46	85.16	142.15	213.03	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	41.72	47.58	74.77	111.59	其他	-9.71	-3.53	-24.15	-35.71
其他	65.64	44.97	54.21	62.99	筹资活动现金流	-7.51	-8.47	-20.74	-30.43
资产总计	519.01	576.31	1076.80	1569.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	79.37	116.91	566.08	972.75	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	14.99	349.93	697.19	其他	-7.51	-8.47	-20.74	-30.43
应付账款	55.38	57.91	145.42	181.32	现金净增加额	-15.90	-9.47	-47.78	-131.82
其他	23.99	44.01	70.73	94.23					
非流动负债	11.69	7.50	7.89	6.81	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	11.69	7.50	7.89	6.81	营业收入增长率	0.23	0.31	0.70	0.56
负债合计	91.07	124.40	573.97	979.56	营业利润增长率	0.17	-0.39	2.11	0.52
少数股东权益	16.60	17.95	19.42	20.83	归属于母公司净利润	0.17	-0.31	1.75	0.48
归属母公司股东权益	411.34	427.30	476.76	562.06	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	519.01	569.65	1070.15	1562.45	毛利率	0.45	0.43	0.42	0.41
					净利率	0.12	0.06	0.10	0.10
					ROE	0.08	0.05	0.14	0.18
					ROIC	0.08	0.05	0.09	0.09
					偿债能力				
					资产负债率	0.18	0.22	0.53	0.62
					净负债比率	0.00	0.03	0.71	1.20
					流动比率	4.26	3.41	1.42	1.21
					速动比率	3.59	2.74	1.18	1.00
					营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
					总资产周转率	0.58	0.69	0.78	0.77
					应收账款周转率	0.17	0.17	0.18	0.17
					应付账款周转率	3.49	3.82	3.73	3.68
					每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
					每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.16	0.44	0.65
					每股经营现金流 (最新)	0.29	0.09	0.60	0.34
					每股净资产 (最新摊)	2.93	3.05	3.40	3.99
					估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/E	107.06	135.62	49.23	33.2
					P/B	8.80	7.38	6.62	5.61
					EV/EBITDA	68.16	65.03	28.89	18.89

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

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（广州证券股份有限公司）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。