



收购二甲绵阳富临医院，推进四川地区肿瘤服务布局

2017.02.20

	唐爱金(分析师)	陈家华(研究助理)	冯俊曦(研究助理)
电话:	020-88836115	020-88836115	020-88836115
邮箱:	tangaij@gzgzhs.com.cn	Chenjiahua@gzgzhs.com.cn	Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310516100001		

事件:

2017年2月20日，公司发布关于收购绵阳富临医院90%股权的公告。根据协定，在富临集团将绵阳富临医院变更为盈利性医疗机构后，公司以1.35亿元受让富临集团持有该医院90%股权。

点评:

● 收购绵阳二甲综合富临医院，逐步积累四川地区肿瘤患者资源:

本次收购的绵阳富临医院是二甲综合医院，配置460张床位，临床一线医护人员362人。2015年该医院门诊人次14.8万，出院量1.1万人次，手术3770例，医院患者资源充足，收购绵阳富临医院有利于公司在四川地区逐步积累肿瘤患者资源。

● 收购标的未来有望贡献超千万利润，目前收购价格合理:

按照公告披露的数据，绵阳富临医院2015年营业收入1.02亿元。绵阳富临医院由非营利性转为盈利性医院，并通过有效的管理后，绵阳富临医院有望未来增厚公司千万元净利润（假定医院净利率水平约10%），本次收购90%股权估值1.35亿，不到15倍PE，我们认为价格合理。

● 以“收购医院+设立医生集团”模式布局肿瘤服务，实现医生-患者资源对接:

由于公立医院掌握大部分患者资源，因此患者资源成为民营资本布局医疗服务的关键。公司通过收购医院，逐步丰富患者资源，解决民营资本对患者资源缺乏的困境。同时对接四川地区布局的医生集团，有望实现医生资源和患者资源充分对接，公司“收购医院+设立医生集团”的肿瘤医疗服务布局模式符合我国当前现状。

● **盈利预测与估值:** 预计公司16-18年EPS分别为0.51、0.66、0.77元，对应PE分别为32、25、21倍，考虑公司肿瘤服务启动高增长态势及服务领域巨大前景，维持“强烈推荐”评级，目标价22.32元。

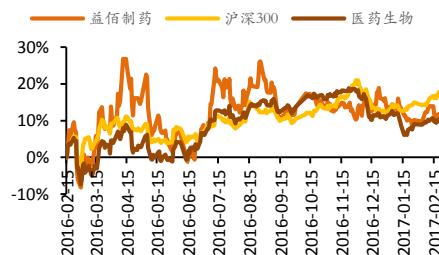
● **风险提示:** 药品销售不及预期；药品招标降价风险；肿瘤医院、肿瘤治疗中心的布局和运营不及预期；公司控费不及预期等。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3302.52	3709.36	4340.44	4870.13
同比(%)	4.61%	12.32%	17.01%	12.20%
归属母公司净利润	189.38	401.77	521.52	611.31
同比(%)	-60.42%	112.15%	29.80%	17.22%
每股收益(元)	0.24	0.51	0.66	0.77
P/E	68.46	32.22	24.89	21.34
P/B	3.66	3.31	3.25	3.11
EV/EBITDA	16.85	19.72	16.27	14.06

强烈推荐

现价:	16.43
目标价:	22.32
股价空间:	35.85%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
益佰制药	1.17	-1.68	-6.27
医药生物	2.59	-6.63	-3.51
沪深300	3.47	0.88	3.16

行业估值走势



行业估值

当期估值	40.96
平均估值	38.22
历史最高	74.37
历史最低	18.80

相关报告

广证恒生-益佰制药(600594)-点评报告-泉州肿瘤临床医学中心落地，布局福建肿瘤健康服务-20160213

广证恒生-益佰制药(600594)-点评报告-收购淮南朝阳医院，大肿瘤平台进一步完善-20160118

广证恒生-益佰制药(600594)-公司深度-药品销售触底反弹，肿瘤服务启动高增长态势-2016.12.29



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2579.97	3107.18	3225.23	3561.27	营业收入	3302.52	3709.36	4340.44	4870.13
货币资金	1049.75	1248.23	1050.53	1050.92	减:营业成本	632.28	716.27	920.56	1056.44
应收帐款	236.27	277.02	317.34	359.89	营业税费	55.32	62.32	68.58	73.05
应收票据	51.21	82.77	82.08	100.39	销售费用	2044.68	2095.79	2387.24	2676.14
预付帐款	353.29	387.10	505.93	575.78	管理费用	312.38	326.42	325.53	316.56
存货	208.27	338.58	369.19	461.53	财务费用	52.80	38.78	36.71	39.82
其他流动资产	681.17	773.48	900.16	1012.77	资产减值损失	7.58	22.26	17.36	18.51
非流动资产	3007.61	3042.25	3140.78	3184.72	投资和汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	5.68	2.84	4.26	营业利润	-2.93	0.00	0.00	0.00
固定资产	905.20	948.85	1026.57	1046.92	加:营业外净收支	194.54	447.52	584.45	689.62
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	40.76	41.71	41.23	41.47
无形资产	335.65	361.36	408.01	445.48	减:所得税	7.96	9.11	8.54	8.82
其他非流动资产	1766.76	1726.36	1703.36	1688.06	净利润	227.33	480.12	617.15	722.26
资产总额	5587.58	6149.43	6366.01	6745.99	减:少数股东损益	35.34	74.42	89.49	104.37
流动负债	1702.10	1889.55	2019.73	2214.72	母公司所有者净利润	191.99	405.70	527.66	617.90
短期债务	801.55	655.54	732.67	709.54	EPS	0.24	0.51	0.66	0.77
应付帐款	158.48	151.00	212.40	233.23					
其他流动负债	742.06	1083.01	1074.65	1271.95	主要财务比例	2015	2016E	2017E	2018E
非流动负债	299.94	284.48	294.62	293.31	成长能力				
长期借款	251.00	251.09	251.17	251.26	营业收入增长率	4.61%	12.32%	17.01%	12.20%
其他非流动负债	48.94	33.39	43.44	42.05	营业利润增长率	-62.88%	130.04%	30.60%	17.99%
负债总额	2002.03	2174.03	2314.35	2508.03	净利润增长率	-60.42%	112.15%	29.80%	17.22%
少数股东权益	13.43	17.35	23.50	30.09	获利能力				
股本	791.93	791.93	791.93	791.93	毛利率	80.85%	80.69%	78.79%	78.31%
留存收益	2011.80	2397.74	2863.82	3439.49	净利润率	5.81%	10.94%	12.16%	12.69%
股东权益	3572.12	3958.05	4028.17	4207.88	ROE	5.39%	10.63%	12.99%	14.75%
负债与股东权益	5587.58	6149.43	6366.01	6745.99	ROIC	4.97%	9.01%	11.15%	12.61%
					偿债能力				
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	35.83%	35.35%	36.35%	37.18%
经营活动产生现金流量	573.68	569.80	467.45	710.62	负债权益比	52.57%	41.70%	42.51%	38.31%
净利润	191.99	401.77	521.52	611.31	流动比率	151.58%	164.44%	159.69%	160.80%
加:折旧和摊销	100.40	128.61	148.06	164.39	速动比率	139.34%	146.52%	141.41%	139.96%
资产减值准备					营运能力				
财务费用	52.80	38.78	36.71	39.82	总资产周转率	59.59%	63.21%	69.36%	74.29%
投资收益	2.93	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1370.48%	1445.32%	1460.55%	1438.26%
少数股东损益	5.43	-12.49	16.63	4.97	应付账款周转率	493.66%	462.89%	506.64%	474.13%
营运资金的变动	220.12	13.14	-255.47	-109.86	估值比率				
投资活动产生现金流量	-935.12	-170.78	-254.27	-215.77	PE(X)	68.46	32.22	24.89	21.34
融资活动产生现金流量	322.20	-200.54	-410.89	-494.47	PB(X)	3.66	3.31	3.25	3.11
现金流净增加额	-39.24	198.48	-197.70	0.39	EV/EBITDA	16.85	19.72	16.27	14.06

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

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 4 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。