

成功转型医疗健康, 医疗服务业务蓄势待发

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年一季报, 2018Q1实现营业收入1.4亿元(+268%)、归母净利润3569万元(-30%)、归母扣非净利润3595万元(+272%)。
- **医疗服务贡献业绩增量。** 报告期内公司实现营业总收入为1.4亿元, 同比增长268.34%, 主要系相对2017年同期新增医疗服务产业收入增加所致; 归属上市公司股东的净利润为3569万元, 同比下降30%, 主要系2016年剥离农业资产等带来非经常性损益, 2017年非经常性损益减少所致。
- **成功转型医疗健康领域, 双轮驱动未来增长。** 公司于2017年1月公司完成了对食用菌产业的剥离, 实现向医疗健康领域的转型。目前核心业务主要为: 1) 放疗设备业务。全资子公司玛西普是国内伽玛刀龙头, 伽玛刀装机量近90台, 头部伽玛刀国内市场占有率逾50%。2) 医疗服务业务。公司于2017年2月收购中卫医院100%股权; 2017年5月收购友谊医院75%股权; 2017年8月投资新设长沙星普和长春星普, 已实现在杭州、成都、长沙、长春等地的医疗服务布局, 预计未来将持续性推进全国医疗服务的战略规划。
- **医疗服务: 依托放疗领域的技术优势和设备优势, 友谊医院成功模式有望迅速复制。** 公司在医疗服务领域主打放疗业务, 放疗为肿瘤三大治疗手段之一, 随着肿瘤发病率走高及放疗渗透率提升, 近年来国内放疗市场增速维持在25%左右。放疗业务对设备依赖性极高, 易实现产业化。公司已成功孵化标杆医院四川省友谊医院, 友谊医院是三级综合性医院, 设置床位1200张(目前开放600张), 目前拥有高级职称53人, 教授9余人, 拥有全球最先进的美国断层肿瘤放射治疗系统(TOMO)、医科达直线加速器、玛西普头部伽玛刀、后装治疗机、西门子最新型PET-CT等高端先进诊疗设备。友谊医院2017-2019年承诺的扣非归母净利润总额分别不低于6593万元、8582万元和10594万元。公司已在杭州、长沙、长春等地布局医疗机构, 我们认为依托放疗领域的技术优势和设备优势, 友谊医院成功模式有望迅速复制。
- **医疗设备: 受益于大型医用设备配置放开。** 放疗市场中, 目前直线加速器占比90%左右, 伽玛刀相对直线加速器更精准、安全性更高, 替代直线加速器为大趋势。2018年4月国家卫计委发出关于发布《大型医用设备配置许可管理目录(2018年)》的通知, PET-CT、伽玛刀、手术机器人等将不再由国家卫计委, 而由省级卫计委(卫计委)进行配置审批。我们认为伽玛刀配置审批下放至省级后, 将利好公司伽玛刀销售。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.36元、0.5元、0.69元, 对应估值分别为42倍、30倍、22倍。预计2018年医疗服务与医疗器械对利润贡献均约50%, 参考可比行业, 给予医疗服务业务70倍PE、医疗器械业务35倍PE, 目标PE 53倍, 对应目标价19.08元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 医疗服务业务拓展不及预期风险、并购企业业绩实现或不及承诺、医疗事故风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	329.23	649.52	871.55	1176.71
增长率	-23.87%	97.29%	34.18%	35.01%
归属母公司净利润(百万元)	122.40	196.72	273.86	378.43
增长率	122.21%	60.72%	39.21%	38.19%
每股收益EPS(元)	0.22	0.36	0.50	0.69
净资产收益率ROE	5.69%	8.37%	10.44%	12.61%
PE	67	42	30	22
PB	3.38	3.10	2.78	2.43

数据来源: Wind, 西南证券

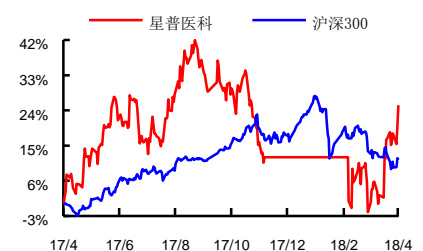
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.47
流通A股(亿股)	2.63
52周内股价区间(元)	15.06-32.41
总市值(亿元)	82.34
总资产(亿元)	26.11
每股净资产(元)	8.24

相关研究

关键假设：

假设 1：医疗服务业务：目前医疗服务核心资产为友谊医院。2017 年友谊医院开放床位为 600 张，单床收入约 40 万元/张，预计在建 600 张床位 2018 年投入使用，预计 2018-2020 年开放床位增速为 25%左右，放疗业务占收入比例提升的背景下，2018-2020 单床收入增速为 10%左右。

假设 2：大设备配置放开后，公司医疗器械业务增速略高于行业（行业增速约 10-12%）。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	329	650	872	1177
yoy	-23.9%	97.3%	34.2%	35.0%
营业成本	142	277	365	490
毛利率	56.9%	57.3%	58.2%	58.4%
医疗服务				
收入	198	498	698	977
yoy		40.0%	40.0%	40.0%
成本	105	239	321	439
毛利率	47.0%	52.0%	54.0%	55.0%
医疗器械				
收入	131	151	173	199
yoy		15.0%	15.0%	15.0%
成本	35	38	43	50
毛利率	72.9%	75.0%	75.0%	75.0%
其它				
收入	1	1	1	1
成本	2	0	0	0

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	329.23	649.52	871.55	1176.71	净利润	138.50	222.28	309.44	427.61
营业成本	141.91	277.10	364.52	489.67	折旧与摊销	34.17	31.25	54.38	78.20
营业税金及附加	3.76	2.90	4.61	7.46	财务费用	-0.25	-0.67	-0.42	-0.79
销售费用	2.74	5.41	7.26	9.80	资产减值损失	1.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	72.90	103.92	130.73	164.74	经营营运资本变动	893.84	-79.03	-8.15	-12.34
财务费用	-0.25	-0.67	-0.42	-0.79	其他	-901.19	0.95	-0.21	-0.05
资产减值损失	1.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	166.82	174.79	355.03	492.62
投资收益	30.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-959.10	-330.00	-330.00	-330.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	766.86	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-192.24	-330.00	-330.00	-330.00
营业利润	161.18	260.85	364.84	505.83	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.03	4.29	4.27	4.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.21	265.14	369.11	510.06	股权融资	141.33	0.00	0.00	0.00
所得税	26.71	42.86	59.67	82.46	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	138.50	222.28	309.44	427.61	其他	-62.25	1.00	0.42	0.79
少数股东损益	16.10	25.56	35.59	49.17	筹资活动现金流净额	59.08	1.00	0.42	0.79
归属母公司股东净利润	122.40	196.72	273.86	378.43	现金流量净额	32.68	-154.21	25.45	163.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	245.36	91.14	116.59	280.00	成长能力				
应收和预付款项	107.50	271.24	348.45	460.09	销售收入增长率	-23.87%	97.29%	34.18%	35.01%
存货	35.41	68.19	90.21	121.49	营业利润增长率	222.43%	61.84%	39.86%	38.64%
其他流动资产	5.98	11.79	15.82	21.36	净利润增长率	187.07%	60.49%	39.21%	38.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	52.49%	49.38%	43.70%	39.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	126.09	434.50	719.79	981.26	毛利率	56.90%	57.34%	58.18%	58.39%
无形资产和开发支出	1927.99	1924.76	1921.54	1918.32	三费率	22.90%	16.73%	15.79%	14.77%
其他非流动资产	162.77	156.33	149.89	143.45	净利率	42.07%	34.22%	35.50%	36.34%
资产总计	2611.09	2957.96	3362.29	3925.96	ROE	5.69%	8.37%	10.44%	12.61%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.30%	7.51%	9.20%	10.89%
应付和预收款项	91.52	152.03	205.71	282.76	ROIC	6.50%	9.36%	11.34%	14.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	59.26%	44.87%	48.05%	49.56%
其他负债	86.93	150.68	191.90	250.91	营运能力				
负债合计	178.45	302.71	397.61	533.67	总资产周转率	0.13	0.23	0.28	0.32
股本	288.39	546.77	546.77	546.77	固定资产周转率	6.00	2.61	1.64	1.47
资本公积	2296.36	2037.98	2037.98	2037.98	应收账款周转率	3.66	6.20	5.21	5.24
留存收益	-161.06	35.66	309.51	687.94	存货周转率	3.64	5.30	4.55	4.60
归属母公司股东权益	2377.59	2574.64	2848.49	3226.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.26%	—	—	—
少数股东权益	55.04	80.61	116.19	165.37	资本结构				
股东权益合计	2432.64	2655.24	2964.68	3392.29	资产负债率	6.83%	10.23%	11.83%	13.59%
负债和股东权益合计	2611.09	2957.96	3362.29	3925.96	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.49	1.56	1.51	1.72
					速动比率	2.26	1.32	1.27	1.48
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.36	0.50	0.69
					每股净资产	4.45	4.86	5.42	6.20
					每股经营现金	0.31	0.32	0.65	0.90
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	195.10	291.43	418.80	583.23					
PE	67.28	41.86	30.07	21.76					
PB	3.38	3.10	2.78	2.43					
PS	25.01	12.68	9.45	7.00					
EV/EBITDA	20.50	27.60	19.15	13.47					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn