

国际医学 (000516.SZ) 2020 年起医院板块产能提升, 利润有望加速释放

2020 年 07 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
杜佐远 (分析师)
蔡明子 (分析师)

duzuoyuan@kysec.cn

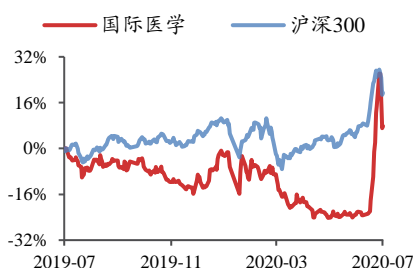
caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790520070001

日期	2020/7/17
当前股价(元)	5.65
一年最高最低(元)	7.07/3.92
总市值(亿元)	111.36
流通市值(亿元)	108.99
总股本(亿股)	19.71
流通股本(亿股)	19.29
近 3 个月换手率(%)	79.13

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 国际医学: 医院产能有较大提升空间, 首次覆盖给予“买入”评级

公司医院病床使用率提升空间较大, 2021 年盈利确定性高; 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.17 亿、1.21 亿、4.76 亿, EPS 分别为 0.01、0.06、0.24 元, 当前股价对应 P/E 分别为 648/92/23 倍, 考虑公司前期医院建设影响利润, 未来业绩弹性大, 给予估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 公司拥有多家优质医疗机构, 床位数量快速扩张带动业绩提升

公司旗下医院中专家资源丰富、影响力强; 远程会诊、手术机器人等配套完善, 获客能力强。其中西安国际医学高新医院是西安高新区目前唯一的三甲医院, 一期项目 800 张床位, 单床产出 100 万/年, 净利率 15%, 二期预计 2020 年内投用, 将新增床位 1000 张; 西安国际医学中心医院产能释放空间最大, 最大容量 5037 张床位, 开业不到 1 年使用床位已超过 800 张超预期, 依靠优质医师资源、同步国际的先进设备、口碑积累, 未来提升空间较大, 单床产出有望超过高新医院; 西安国际医学商洛医院预计 2020 年内开诊, 投入 1800 张床位, 有望成为商洛市最高水平的三甲医院; 西安国际生殖医学中心预计 2020 年年内取得 IVF 业务牌照, 将成为具备 4 万例 IVF 周期运行能力的高水平生殖医学平台。

● 携手阿里打造综合医疗服务体系, 医生资源、口碑优势在陕西名列前茅

公司将在打造综合医疗服务平台的基础上, 陆续布局辅助生殖、康复等医疗服务领域。与阿里巴巴集团强强联手, 共同打造新医疗创新生态体系。医院专家团队影响力大, 且与陕西省内其他基层医院开展转诊合作, 口碑优势明显。

● 控股股东全额认购定增, 彰显公司未来长期发展信心

2020 年 7 月, 公司拟向控股股东陕西世纪新元发行不超过 30487.8 万股, 发行价格 3.28 元/股, 全部用于补充流动资金和偿还银行贷款, 将有效缓解公司资金营运压力, 同时彰显大股东看好公司的信心。2019 年公司回购占总股本 2.17% 的股票, 价格 4.7-6.3 元/股, 拟全部用于实施股权激励计划, 将增强员工积极性。

● 风险提示: 医保控费趋严和医院延迟开业对医院收入的负面影响。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039	991	1,714	4,137	6,697
YOY(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
归母净利润(百万元)	2,184	-404	17	121	476
YOY(%)	1001.0	-118.5	104.3	604.5	292.9
毛利率(%)	22.1	14.3	14.3	19.0	19.0
净利率(%)	107.1	-40.8	1.0	2.9	7.1
ROE(%)	38.8	-8.3	0.4	2.4	8.7
EPS(摊薄/元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
P/E(倍)	5.1	-27.6	647.5	91.9	23.4
P/B(倍)	1.9	2.2	2.2	2.2	2.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

目 录

1、 行业概况：民营医院发展快速，辅助生殖业务增量广阔	4
1.1、 公立医院扩张受限多，国家鼓励社会资本办医	4
1.2、 辅助生殖：行业技术壁垒高、牌照稀缺，供不应求	6
2、 公司概况：公司全面布局医疗服务，床位数量快速提升，医院产能有较大的提升空间	8
2.1、 转型为以医疗服务为主业，旗下拥有多家医疗机构	9
2.2、 国际医学旗下主要医疗服务机构属优质医疗资产	10
2.2.1、 西安国际医学高新医院是社会资本综合医院标杆	12
2.2.2、 西安国际医学中心医院：全球超大型单体医院	13
2.2.3、 西安国际医学商洛医院：跨区域建设医疗服务中心	14
2.2.4、 西安国际生殖医学中心：辅助生殖行业壁垒高	15
2.3、 公司财务概况：营收增长稳定，净利润受新建医院影响波动较大	15
3、 发展亮点：携手阿里打造综合医疗服务体系，医生资源、口碑优势在陕西名列前茅	16
3.1、 公司发展布局清晰，紧抓行业发展机遇	16
3.2、 综合医疗学科齐全，重点专科优势突出	17
3.3、 对接优质医疗资源提升品牌，携手阿里创新医疗生态体系	17
3.4、 控股股东全额认购定增，彰显公司未来长期发展信心	18
4、 公司业务拆分与估值模型	19
4.1、 公司业务拆分	19
4.2、 盈利预测与投资建议	20
5、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 综合性医院总收入平缓增长	4
图 2： 2016-2019 年医院就诊人数和住院人数持续上升	4
图 3： 社会办医机构门诊量增速超过公立医院	4
图 4： 民营医院数量已超公立医院	4
图 5： IVF 技术怀孕成功率高于人工授精和药物治疗	7
图 6： 体外受精-胚胎移植费用占 IVF 总费用一半	7
图 7： 预计 2023 年国内不孕率达 18.2%	7
图 8： 预计 2023 年国内辅助生殖渗透率将提高到 9.2%	7
图 9： 陕西省辅助生殖机构仅 5 家	8
图 10： 陕西省单机构覆盖人数达 767 万	8
图 11： 国际医学实控人股权比例高	9
图 12： 公司目前以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业	10
图 13： 近年公司旗下医疗服务机构陆续成立	11
图 14： 三大综合医疗院区相互依托，搭建综合医疗连锁架构	11
图 15： 西安国际医学高新医院营业收入稳步增长	12
图 16： 西安国际医学高新医院净利润稳步增长	12
图 17： 西安国际医学中心医院医疗设备先进、功能齐全	13
图 18： 西安国际医学中心医院汇集行业专家学者	14

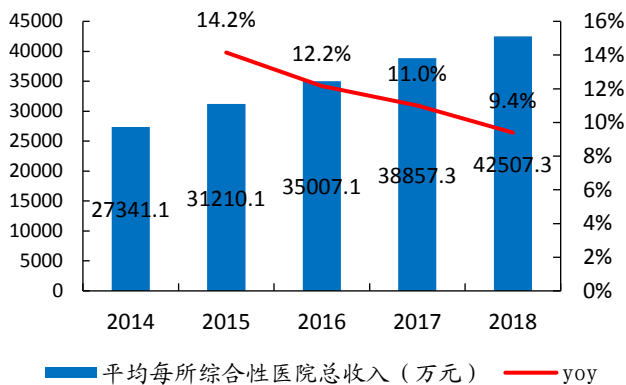
图 19: 西安国际医学商洛医院收入保持稳步增长.....	15
图 20: 2019 年净利润受投资影响波动较大.....	15
图 21: 销售和财务费用率稳定, 管理费用率暂时提升.....	15
图 22: 医疗业务营收稳步上升	16
图 23: 除 2019 年外, 医疗业务毛利率稳定在 25% 以上	16
图 24: 公司与阿里联手创新医疗创新生态体系.....	18
图 25: 公司战略合作伙伴广泛	18
图 26: 定增前实际控制人持股 16.4%	18
图 27: 预计定增完成后实际控制人持股 21%	18
表 1: 政策限制公立医院扩张、鼓励社会办医.....	5
表 2: 国家政策逐步向推动辅助生殖行业发展倾斜.....	6
表 3: 西安国际医学中心医院打造西北区域龙头.....	13
表 4: 公司全面布局医疗服务市场	16
表 5: 公司旗下各医疗机构打造专科特色	17
表 6: 国际医学业务拆分	19
表 7: 国际医学盈利预测	21
表 8: 医疗服务上市公司估值情况: 国际医学业绩弹性大, 给予一定估值溢价	21

1、行业概况：民营医院发展快速，辅助生殖业务增量广阔

1.1、公立医院扩张受限多，国家鼓励社会资本办医

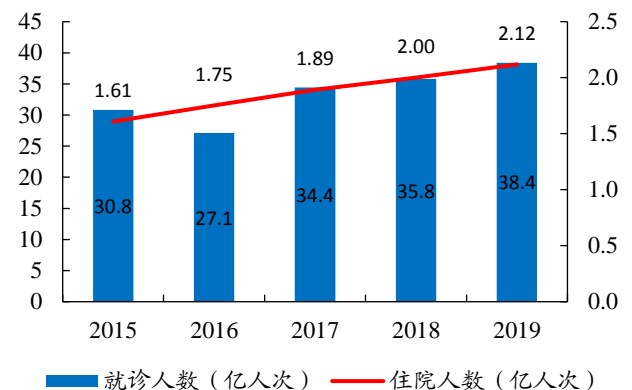
综合性医院年收入增速趋缓，民营医院数量超过公立医院。随着我国人口老龄化程度加大、居民健康意识提升、居民可支配收入增加，综合性医院年收入规模持续增长，根据卫健委统计年鉴数据，我国平均每所综合性医院收入从2014年的2.73亿元上升到2018年4.25亿元，CAGR达11.7%，但增速逐年趋缓。2015年-2019年医院就诊人数中，除2016年小幅下降外，整体呈现上升趋势，由2015年的30.8亿人次上升至2019年的38.4亿人次。住院人数也随就诊数量提升，由2015年1.61亿人次上升至2019年2.12亿人次。2019年我国医院服务中：单次平均门诊费用290.8元，同比上升6.1%；人均住院费用9848.4元，同比上升6%。

图1：综合性医院总收入平缓增长



数据来源：卫健委、开源证券研究所

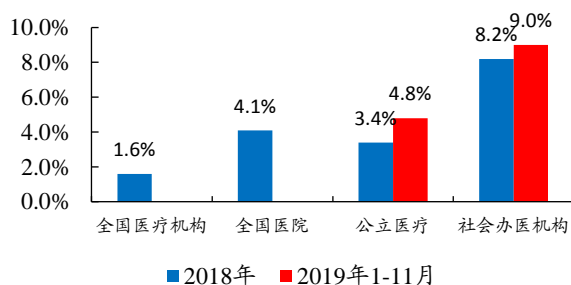
图2：2016-2019年医院就诊人数和住院人数持续上升



数据来源：卫健委、开源证券研究所

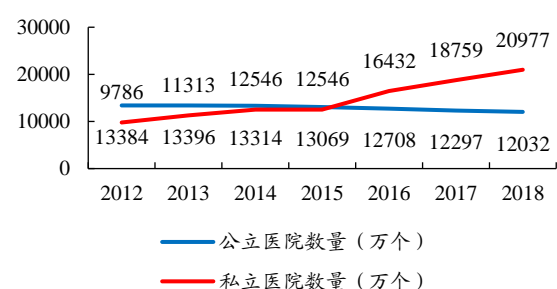
随着国家出台一系列政策限制公立医院扩张、举债经营，公立医院改制速度趋缓，整体数量也呈现逐年减少趋势。同时，随着政策鼓励社会办医，2015年民营医院数量首次超过公立医院，数量达14518家。2015-2018年三年间，共增加了6459家民营医院，CAGR达18.69%。根据国家卫健委公布的数据，2018年民营医院诊疗人次同比增速为8.1%，高于公立医院诊疗人次的同比增速3.4%；2019年1-11月民营医院诊疗人次同比增速为9.0%，亦高于公立医院诊疗人次的同比增速4.8%，社会资本办医在国家政策的积极鼓励下正迅速壮大。

图3：社会办医机构门诊量增速超过公立医院



数据来源：卫健委、开源证券研究所

图4：民营医院数量已超公立医院



数据来源：卫健委、艾媒咨询、开源证券研究所

社会办医机构成为解决医疗资源结构性失衡的突破口，国家政策有望在较长时

间上给社会办医以大力支持。2020年3月4日，中央政治局常务委员会就指出，**要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，要注重调动民间投资积极性**。面对医疗行业新局面，国家各级政府坚持以人民健康为中心，推动医疗卫生体制改革不断走向深入，更多利长远、惠民众的政策陆续出台，明确了支持优质社会办医扩容，支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医，民营医院迎来前所未有的发展机遇。

表1：政策限制公立医院扩张、鼓励社会办医

公立医院相关	社会办医相关
2013年10月，国务院发布的《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》也被业界称为40号文件，其中明确鼓励企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等以出资新建、参与改制、托管、 公办民营 等多种形式投资医疗服务业。	1997年，中共中央、国务院颁布《中共中央、国务院关于卫生改革发展的决定》（中发〔1997〕3号）文件，提出卫生改革与发展应遵循“举办医疗机构要以国家、集体为主， 其他社会力量和个人为补充 ”的基本原则。
2014年6月，原国家卫计委发布《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》，该通知提出“ 四严 ”： 严控公立医院床位审批，严控公立医院建设标准，严控公立医院大型医用设备配置，严禁公立医院举债建设 。	2005年2月，《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》第1条规定：“ 允许非公有资本进入社会事业领域 。支持、引导和规范非公有资本投资教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业的非营利性和营利性领域。”
2017年7月，国务院办公厅发布《关于建立现代医院管理制度的指导意见》，明确要求 从严格控制公立医院床位规模、建设标准和大型医用设备配置，严禁举债建设和豪华装修 ，对超出规模标准的要逐步压缩床位；控制公立医院特需服务规模，提供特需服务的比例不超过10%。	2009年4月，中共中央颁布《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》，成为新医改的纲领性文件， 加快形成多元办医格局 。
在企业医院改革方面，2017年8月，六部门又联合印发《关于国有企业办教育医疗机构深化改革的指导意见》，明确表示，将对国有企业办教育机构、医疗机构分类处理，分类施策，深化改革，2018年年底前基本完成企业办教育机构、 医疗机构集中管理、改制或移交工作 。	2010年7月，《关于公立医院改革试点的指导意见》提出加快推进多元化办医格局， 鼓励、支持和引导社会资本发展医疗卫生事业 。
在部队医院改革方面，根据2018年6月国家《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》，明确强调按照军队不经营、资产不流失、融合要严格、收支两条线的标准，到2018年年底前 全面停止军队一切有偿服务活动 。	2012年3月，国务院关于印发《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》提出到2015年， 非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右 。
2019年6月12日，国家卫生健康委员会《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》， 严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间	2017年4月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》，鼓励通过技术支援、人才培养等方式， 吸引社会办医疗机构加入并发挥作用 。5月23日，国务院《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》。
	2019年6月12日，国家卫生健康委员会《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》。提出加大政府支持社会办医力度，在审批准入、审核评价、校验服务、人员资质、监督管理等涉及医疗质量安全的方面，对社会办医和公立医疗机构一视同仁，同等待遇；在规划、税收、服务能力建设等方面， 向社会办医进一步倾斜
	2020年3月4日，中央政治局常务委员会就指出，要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，要 注重调动民间投资积极性 。

资料来源：国务院、医保局、卫健委、开源证券研究所

1.2、辅助生殖：行业技术壁垒高、牌照稀缺，供不应求

辅助生殖技术是指采用医疗辅助手段使不育夫妇妊娠的技术，包括人工授精（AI）、卵子/配子移植技术、体外受精-胚胎移植（IVF-ET）及其他衍生技术。1988年，我国大陆第一例试管婴儿诞生。30年来，我国辅助生殖技术不断进步，采用试管婴儿（IVF）的患者比例占到采用辅助生殖治疗人数的15%，IVF怀孕率最高，国家标准是35%，但很多辅助生殖机构已经超过50%¹。

政策审批严格，试管婴儿牌照稀缺（一线城市牌照价值5-10亿元，牌照是最核心资产）。受人口政策和伦理道德等因素的限制，国家对辅助生殖产业从严审批、严格监管，规范辅助生殖牌照的发放。申请设立生殖医疗机构壁垒高，必须满足：（1）必须是国家批准的三级医院；（2）生殖医学中心的实验室负责人和临床负责人为高级职称；（3）机构设立后，试管婴儿周期数、妊娠率须达到一定标准，且每2年校验一次，不通过即被暂停资质。同时试管婴儿技术（IVF）是辅助生殖中心的主要盈利项目，是辅助生殖的主流选择，以上几个因素使得**试管婴儿（IVF）牌照成为辅助生殖医疗机构最核心的资产，也是该行业的最高壁垒。**

行业壁垒高，牌照申请、技术、医生是核心扩张要素。辅助生殖行业的核心扩张要素是牌照申请、技术、医生。辅助生殖行业靠技术+口碑，不依赖外中介导流、销售费用率较低，毛利润高达70%，行业净利润高达30%²，高于其它医疗服务行业，属于增速、盈利能力较高的领域；对技术和营销能力要求高，对医生经验技术要求高。牌照和医生的稀缺限制了行业可复制性，行业壁垒高。

表2：国家政策逐步向推动辅助生殖行业发展倾斜

年份	政策	内容
2001	人类辅助生殖技术管理办法	首个较为系统的管理办法，从严审批、严格监管
2001	人类精子库办法	提出系统的管理办法，对医疗机构设立精子库采取审批制
2003	关于印发人类辅助生殖技术规范审批程序，明确“夫精人工授精”由省级卫生与精子库评审、审核和审批	主管部门审批管理程序的通知
2006	人类辅助生殖技术与人类精子库校验实施细则	推动技术规范的法制化管理
2007	关于加强人类辅助生殖技术医疗机构开展人类辅助生殖技术许可全面下放和人类精子库设置规划和监督管理的通知	至省级卫健委
2015	人类辅助生殖技术配置规划	提出各省制定生殖中心规划的主要参考，提出每300万人口设置1个机构
2016	关于简化人类辅助生殖技术简化患者生育证明查验程序，由患者夫妇做成符治疗时生育证明查验程序的合生育政策的书面承诺即可	通知

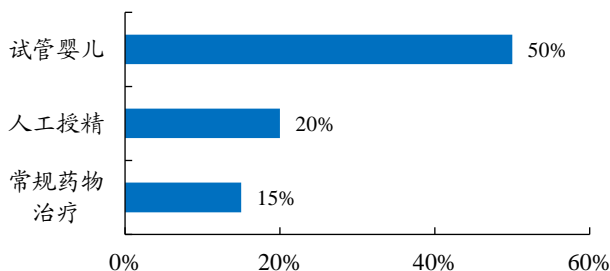
资料来源：卫健委、智研咨询、开源证券研究所

目前，辅助生殖技术主要有三种类型：人工授精、配子移植和试管婴儿技术（IVF）。根据智研咨询数据，三种技术中IVF的总体怀孕率最高，约为40-60%，常规药物治

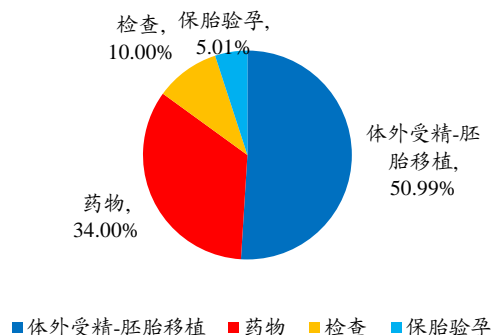
¹ 数据来源：动脉网《千亿元级辅助生殖市场报告：海外试管婴儿成最热门补充》

² 资料来源：前瞻产业研究《2019年中国辅助生殖行业市场现状及发展趋势分析 海外辅助生殖成为医疗热点》

疗、人工授精技术的整体怀孕率分别为 15%、20%，IVF 技术的成功率远远高于其他技术，是不孕夫妇进行辅助生殖的主流选择。IVF 是辅助生殖中心的主要盈利项目，IVF 的治疗费用分为检查、药物、体外受精-胚胎移植、胎儿保存四个部分，其中体外受精-胚胎移植部分费用占总费用的一半。根据智研咨询数据，2018 年国内 IVF 平均医疗费用为 6690 美元，体外受精-胚胎移植费用为 3412 美元，药物费用为 2275 美元，检查费用为 669 美元，怀孕保护费用为 335 美元。

图5: IVF 技术怀孕成功率高于人工授精和药物治疗


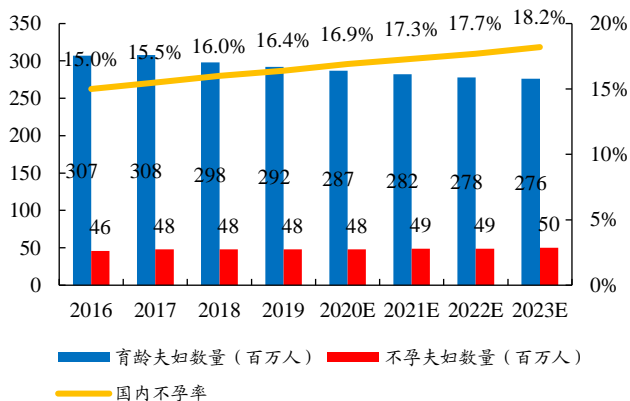
数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图6: 体外受精-胚胎移植费用占 IVF 总费用一半


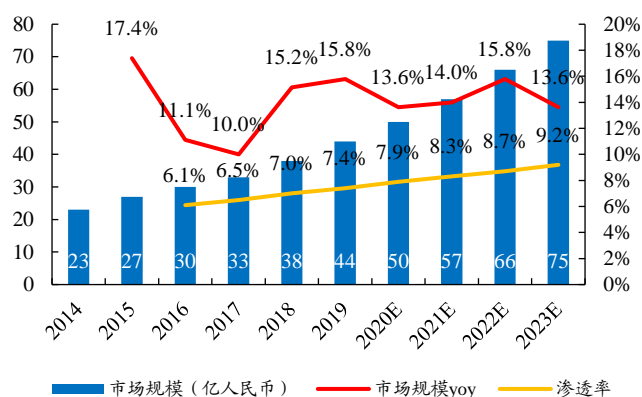
数据来源：智研咨询、开源证券研究所

预计 2020-2023 年中国不孕率将从 16.9% 提高到 18.2%：据智研咨询数据，受环境污染、生活压力、饮食习惯等因素影响，国内不孕率从 2016 年的 15% 提高到 2019 年的 16.4%，预计 2023 年将提升到 18.2%。**中国辅助生殖渗透率提升空间大：**2019 年中国的辅助生殖渗透率 7.4%，和美国 30.5% 相比有很大差距，未来随着技术水平的发展与消费水平的提升，预计 2023 年有望提升至 9.2%。

辅助生殖服务市场预计 2019 年-2023 年 CAGR 将达到 14%：在中国不孕不育率居高（发病率 15%-18%）、二胎政策放开、国人支付能力提升等因素驱动下，中国的辅助生殖服务市场迅速增长，由 2014 年的 23 亿美元增加至 2019 年的 44 亿美元，复合年增长率为 13.85%，预计 2019 年至 2023 年行业 CAGR 还将保持 14% 以上，到 2023 年行业规有望达到 75 亿美元。

图7: 预计 2023 年国内不孕率达 18.2%


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

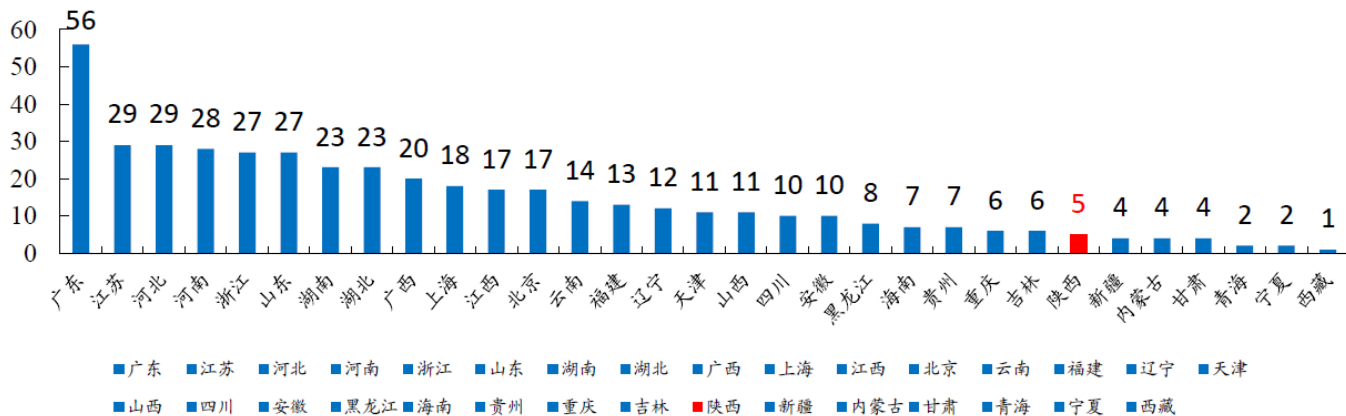
图8: 预计 2023 年国内辅助生殖渗透率将提高到 9.2%


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

国内辅助生殖机构的数量分布不均，陕西全省仅 5 家。辅助生殖机构主要分布在华东、华南等经济发达地区以及人口数量较大的省份。截止 2019 年，陕西全省仅

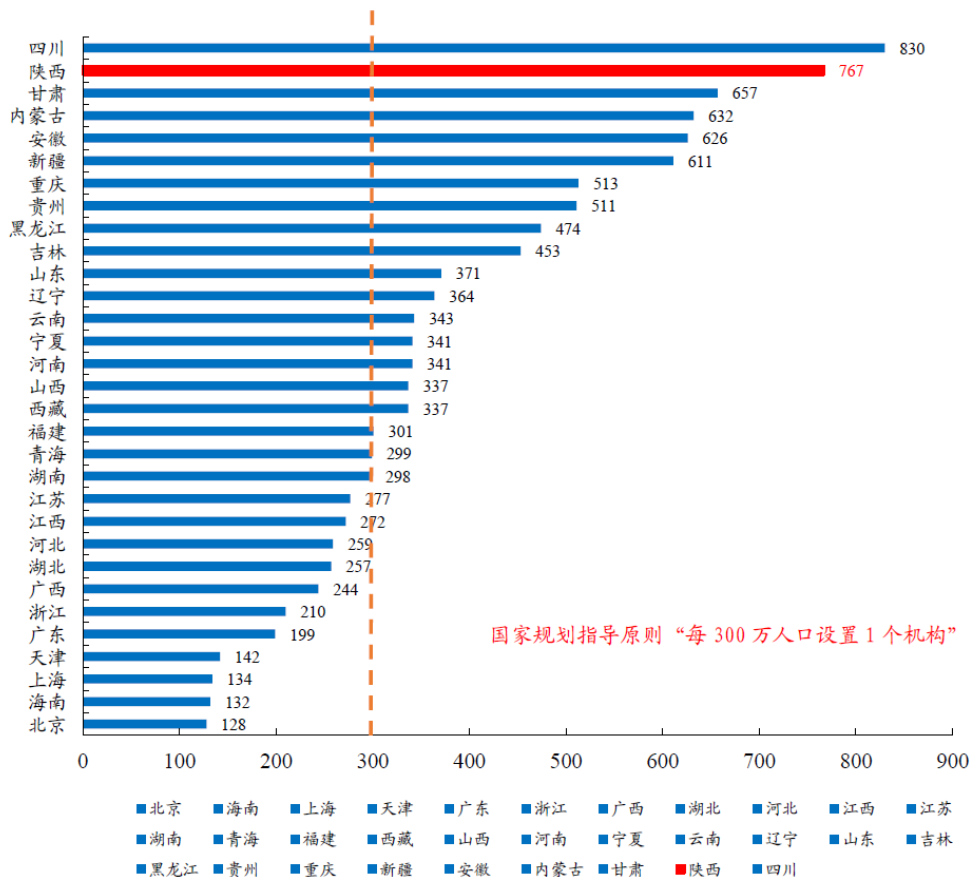
5 家机构，单机构覆盖人数达 767 万，远超过国家“每 300 万人口设置 1 个辅助生殖机构”的规划指导原则。陕西省内辅助生殖机构数量较少，处于严重供不应求状态，景气度高。

图9：陕西省辅助生殖机构仅 5 家



数据来源：动脉网、思宇研究院、开源证券研究所

图10：陕西省单机构覆盖人数达 767 万



数据来源：动脉网、思宇研究院、开源证券研究所

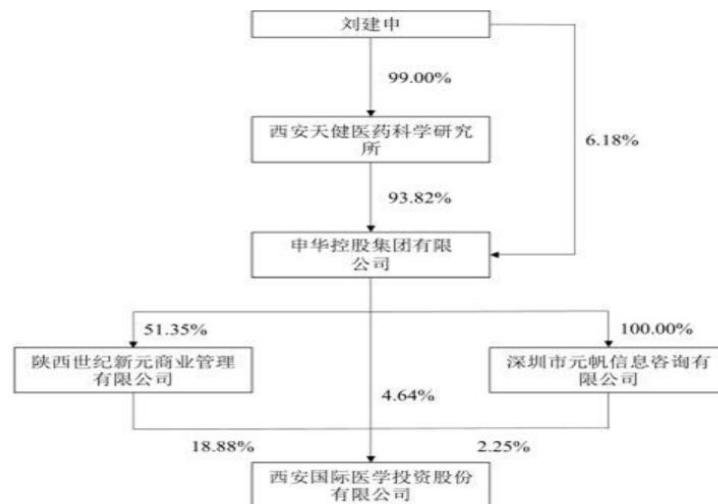
2、公司概况：公司全面布局医疗服务，床位数量快速提升，

医院产能有较大的提升空间

2.1、转型为以医疗服务为主业，旗下拥有多家医疗机构

西安国际医学投资股份有限公司于 1993 年 08 月 09 日在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“国际医学”，国内 A 股市场大型上市医疗产业集团之一。公司控股股东为陕西世纪新元商业管理有限公司，直接持有公司 18.88% 的股权。公司实际控制人为刘建申，其与一致行动人合计控制公司 28.53% 的股权，实控人地位稳固。

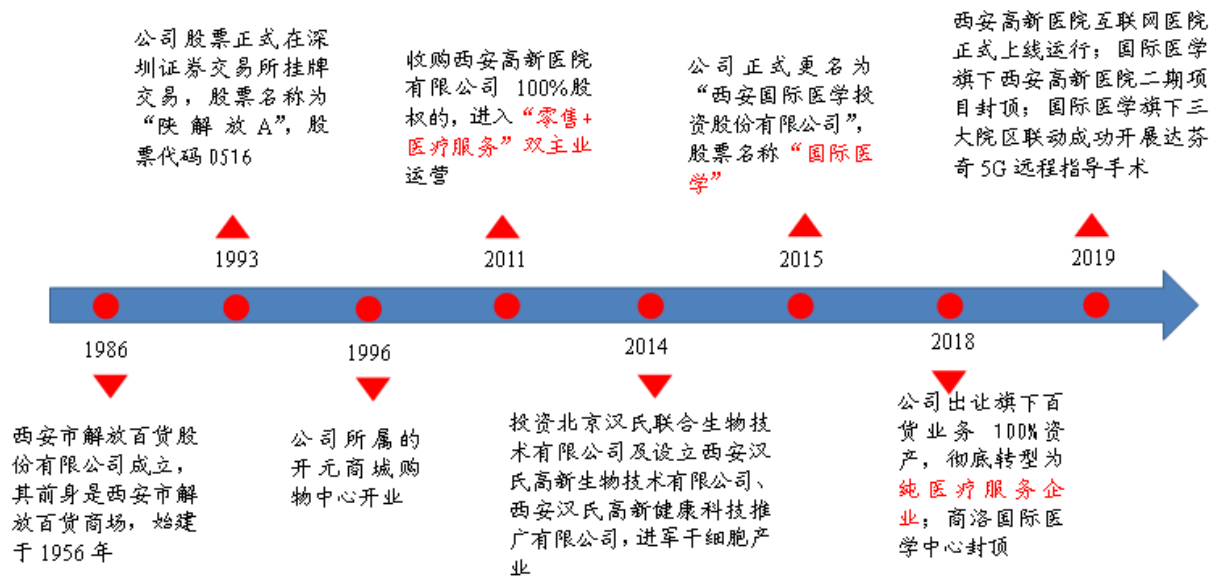
图11：国际医学实控人股权比例高



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司 2018 年剥离零售资产，目前专注于综合医疗服务板块。公司前身为西安百货商场，主业从事百货零售；2011 年收购西安高新医院有限公司，进入到“百货+医院”双主业阶段；2018 年剥离百货资产，以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业，目前旗下拥有西安国际医学高新医院、西安国际医学中心医院、西安国际医学商洛医院等医疗机构。

图12: 公司目前以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

2.2、国际医学旗下主要医疗服务机构属优质医疗资产

公司医疗服务业务历经了20余年的发展——1998年西安国际医学高新医院筹建，并与2002年正式开诊，2009年获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院；西安国际医学商洛医院（老院区）于2017年Q4并表，西安国际医学商洛医院（新院区）始建于2016年，预计2020年开业；2019年9月25日，公司又建成并开诊运营了国内最大的单体医院——西安国际医学中心医院，至此公司实现了旗下西安国际医学中心医院、高新医院、商洛医院“三大医疗服务院区”的发展布局，三家机构辐射范围至中国中西部地区，公司医疗服务连锁网络基本形成。

图13: 近年公司旗下医疗服务机构陆续成立



资料来源：公司公告、开源证券研究院

图14: 三大综合医疗院区相互依托，搭建综合医疗连锁架构



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究院

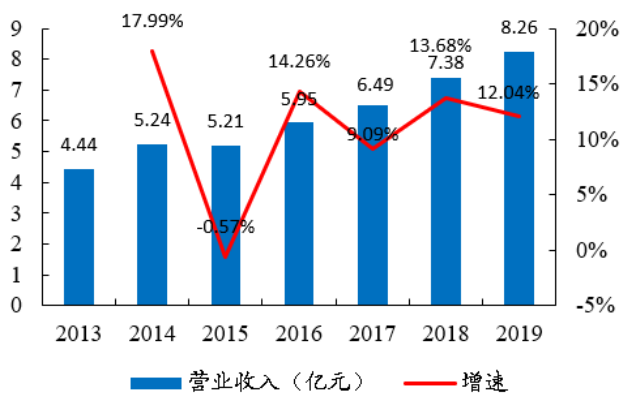
2.2.1、西安国际医学高新医院是社会资本综合医院标杆

西安国际医学高新医院是西安高新区唯一一所三甲医院。2002 年投入运营,2009 年获评三级甲等综合医院,是我国首家社会资本兴办的三级甲等综合型医院,同时也是西安高新区唯一一家三甲医院。由于床位饱和,公司于 2017 年开始建设西安国际医学高新医院二期,总投资 9.83 亿元,新增建筑面积 12 万平米,新增床位 1000 张,预计于 2020 年内投入使用。

西安国际医学高新医院目前处于超负荷运营状态。2019 年,西安国际医学高新医院门、急诊人次突破 100 万,较 2018 年同期增长 9.61%;出院人次突破 4.3 万,较 18 同期增长 8.69%;收治重危病人 7,503 人次,较 2018 年同期增长 17.00%;住院手术人数 34,372 人次,较 2018 年同期增长 14.57%;体检 64,790 人次,较 2018 年同期增长 7.94%;病床使用率 106.09%。医院目前处于超负荷运营状态,二期项目建成后 will 缓解一期床位压力。

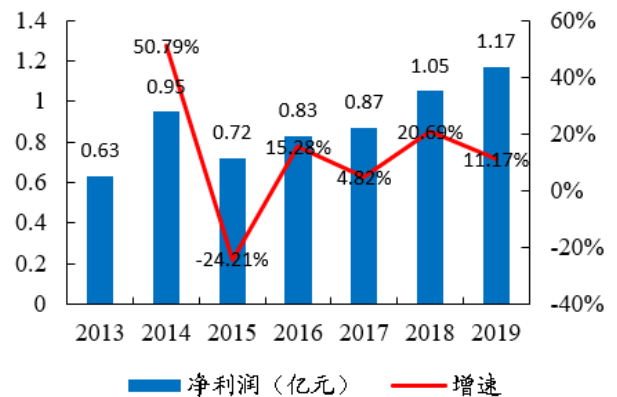
营业收入和净利润稳定增长,短期受投资影响波动较大。2019 年度,西安国际医学高新医院实现收入 8.26 亿元,较 2018 年同期增长 12.04%,净利润 1.17 亿元,较 2018 年同期增长 11.17%,在床位已经满负荷的前提下仍然保持了稳定增长。2013 年到 2019 年,西安国际医学高新医院营业收入及利润一直保持增长;2015 年出现小幅度下滑,主要是由于新成立血液科、肿瘤放疗科、消化介入科等科室、病房装修改造导致当期费用大幅度上升。2017 年利润增速低于营业收入增速,主要是由于医院二期扩建项目费用增加所致。随着西安国际医学高新医院二期项目的开业,医院业绩还有较大增长空间(详见后文收入拆分)。

图15: 西安国际医学高新医院营业收入稳步增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 西安国际医学高新医院净利润稳步增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

西安高新医院床位数、单床年营收仍在提升,未来发展空间大。在床位数方面,2017 年中国年门诊量 TOP10 的医院平均床位数为 5190 张,前 100 名的医院普遍都在 1000 张以上³,而西安高新医院的床位数目前为 808 张。在营业收入方面,部分三甲医院的折算单床年度营业收入突破 300 万元⁴,西安高新医院 2019 年度营业收入和折算单床年度营业收入分别为 8.26 亿元和 102 万元。相较于各城市其他三甲医院情况,西安高新医院在床位数和营业收入方面具有较大的发展空间和潜力。

西安国际医学高新医院二期即将开业,床位瓶颈即将得到突破。公司于 2015 年

³ 数据来源: 筑医台资讯《2017 年中国大医院门急诊量排行前 100 名单》、各医院官网。

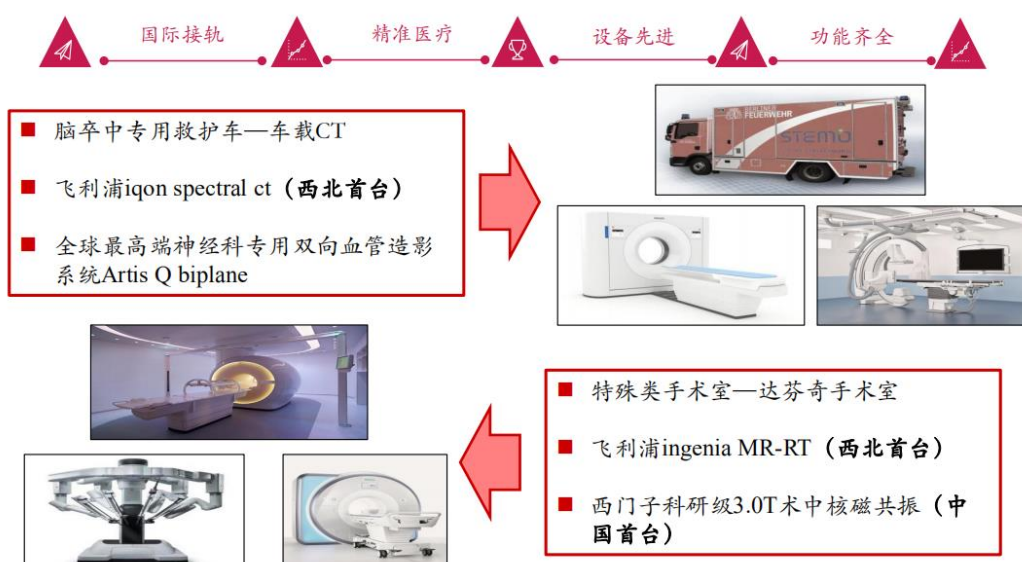
⁴ 数据来源: 统计一线城市部分三甲医院官网披露的收入及床位数据,取平均近似值。

6月以2.3亿元收购西安汇东投资100%股权，从而获得其名下两块紧靠高新医院西侧土地，开始建设一栋医疗综合大楼，以提升高新医院门诊、住院接待规模。二期项目始建于2017年，总投资9.83亿元，新增建筑面积12万平方米，新增床位1000张，预计20年年内开业。，高新医院床位瓶颈即将突破。二期扩建工程竣工后，高新医院将步入陕西省内大型综合三级甲等医院行列。依托医院目前的患者流量，预计二期开业后能住至1000张床位，到2021年有望实现满负荷运营。

2.2.2、西安国际医学中心医院：全球超大型单体医院

西安国际医学中心医院是拥有八大专科的全球超大型单体医院。西安国际医学中心医院占地307.61亩，建筑面积53万平方米，规划最大床位5037张。西安国际医学中心医院内设脑科、心血管、消化、胸科、肿瘤、血液病、骨科、妇科肿瘤8个专科医院及泌尿、肾病、内分泌等综合门诊科室，是集医疗、教学和科研为一体的符合国际认证标准的大型三甲标准现代化综合性医院。

图17：西安国际医学中心医院医疗设备先进、功能齐全



资料来源：公司宣传资料（2020年5月）

表3：西安国际医学中心医院打造西北区域龙头

时间	进程
2019.09.05	西北首台最新版心血管介入手术模拟训练系统投入使用
2019.09	西北首台 5G 达芬奇远程手术、西北首例 5G 远程 B 超、首家刷脸医院
2019.10.18	中心医院神经外科成功完成首例高难度颅内肿瘤切除手术
2019.10.18	中心医院消化病医院消化外科成功完成首例高难度胰腺肿瘤切除术
2019.10.21	中心医院成功实施国内首例 KT 综合征盆腔静脉畸形杂交手术
2019.10.28	中心医院骨科医院成功完成首台椎间孔镜手术
2019.10.30	中心医院心脏外科实施“高风险高难度”手术，救治 54 岁法洛三联症患者
2019.11.05	中心医院泌尿外科成功实施西北首例经尿道前列腺激光剜除术
2019.11.06	耳鼻咽喉头颈外科与眼科成功实施首例经鼻内镜鼻腔泪囊吻合术
2020.2.24	中心医院心脏外科为 78 岁耳聋老人成功植入下腔静脉滤器
2020.4.29	中心医院心脏内科成功实施首例心脏再同步复律除颤器植入

资料来源：公司宣传资料（2020年5月）、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

借助军队医院改革契机，中心医院广泛引进高端医疗人才。根据 2018 年 6 月国家《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》，到 2018 年年底全面停止军队一切有偿服务活动，停止医疗行业项目，军队医院改革。西安的西京医院、唐都医院、兰州军区总医院医疗人员流出，中心医院借机广泛引进高端医疗人才。目前中心医院医疗人员团队 3400 人，来自三甲医院、部队医院的占比超过 85%，高水平的医疗人才突出。

图18: 西安国际医学中心医院汇集行业专家学者



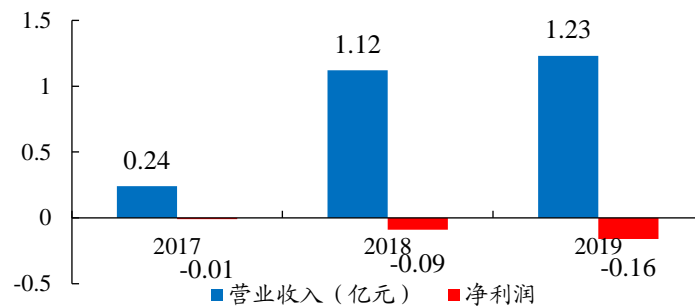
资料来源：公司宣传资料（2020 年 5 月）

中心医院运营时间尚短，新增医疗服务规模可能产生的业绩贡献尚未在本年度经营中充分体现。医院于 2019 年 9 月 25 日正式开诊，省/市/异地医保和农合已全覆盖。2019 年度，中心医院实现收入 5,624.70 万元，净利润-37,215.62 万元。2020 年 7 月初中心医院在院人数最高突破 850 床/日，门诊达到 1000 人，仅历时 8 个月达到高新医院现有在院人数规模，门诊目前受交通条件影响少于高新医院，预计随着西安地铁 6 号线年内开通，交通条件大幅改善，门诊、住院人数有望快速增长，医院单床年收入预计达到高新医院 100 万水平。

2.2.3、西安国际医学商洛医院：跨区域建设医疗服务中心

西安国际医学商洛医院将为打造覆盖陕西全省的医疗服务连锁网络奠定坚实的基础。西安国际医学商洛医院（老院区）项目于 2017 年四季度并表。新院区项目于 2016 年开始建设，建筑面积 22 万平米，最大床位 1800 张，预计 2020 年年内开业，建成后将成为商洛市最高水平三级甲等医院，保障商洛市 250 万百姓及周边省市的医疗健康需求。

2019 年全院诊治门诊病人 116,291 人次，较 2018 年增长 31.93%；诊疗出院病人 11,641 人次，较 2018 年增长 3.59%；病床使用率达到 107.40%；全院共完成手术 5,112 台次，较 2018 年增长 13.20%。2019 年，西安国际医学商洛医院实现收入 1.23 亿元，较 2018 年增长 9.62%，净利润-0.16 亿元，较 2018 年减少 70.48%。

图19：西安国际医学商洛医院收入保持稳步增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

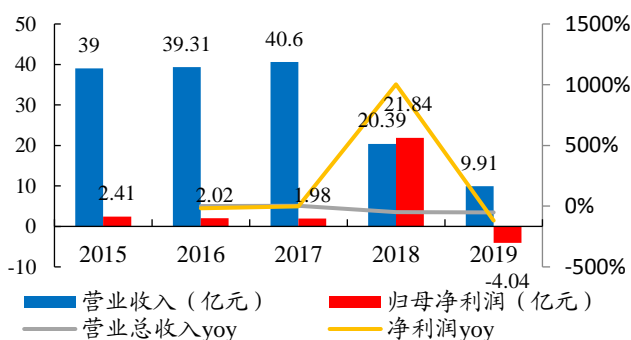
2.2.4、西安国际生殖医学中心：辅助生殖行业壁垒高

西安国际生殖医学中心位于西安国际医学中心医院旁，建筑面积 1.8 万平米，拥有国际一流的硬件和设备，同时引进海内外尖端医疗服务及治疗方案，是目前国内即将全面启用的规模最大的生殖医学中心之一。西安国际生殖医学中心于 2018 年底获得陕西省卫健委准入，已运行超过一年。先期开展人工授精业务，2019 年完成 200-300 例人工授精业务。1 年试运行期已结束，在获得卫生主管部门复审批复后将正式开展 IVF 业务。

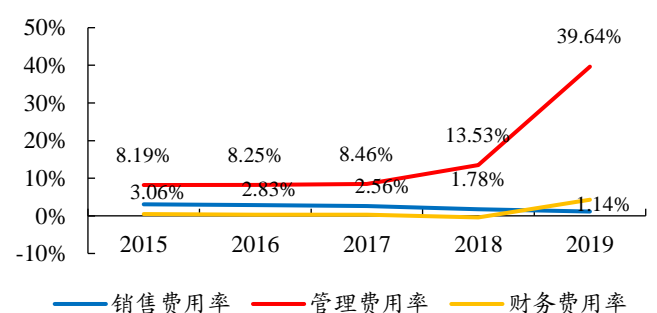
根据规定，公司目前已经提交 IVF 业务申报并等待复审验收，**预计 2020 年年内可以通过验收、取得试管婴儿（IVF）业务资质**。目前陕西全省只有 5 家辅助生殖机构具有试管婴儿（IVF）资质，全部为公立医疗机构，国际生殖医学中心预计是**第 6 家获批机构，有望成为陕西第 1 家取得 IVF 资质的民营机构**。获批后西安国际生殖医学中心将成为具备 4 万例 IVF 周期运行能力的高水平生殖医学平台。

2.3、公司财务概况：营收增长稳定，净利润受新建医院影响波动较大

2019 年公司处在转型升级阶段，受出售零售业务及西安国际医学中心医院开诊后费用增长等因素影响，上市公司净利润亏损 4.04 亿元，医疗业务毛利率下降至 14%。高新医院经营稳定，中心医院和商洛医院均为新建医院，前期投入和折旧摊销等因素对利润影响大。随着新建医院病床使用率的逐步提升，运营稳定后成本费用和折旧摊销对利润影响降低，2020 年通过高新医院的弥补和非经常损益资产的处置，有望实现盈利。

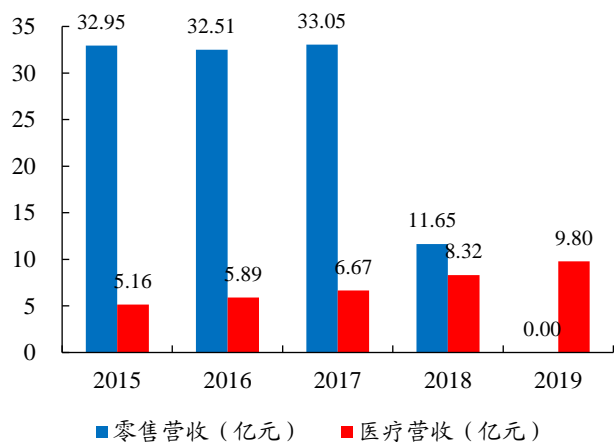
图20：2019 年归母净利润受投资影响波动较大


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：销售和财务费用率稳定，管理费用率暂时提升


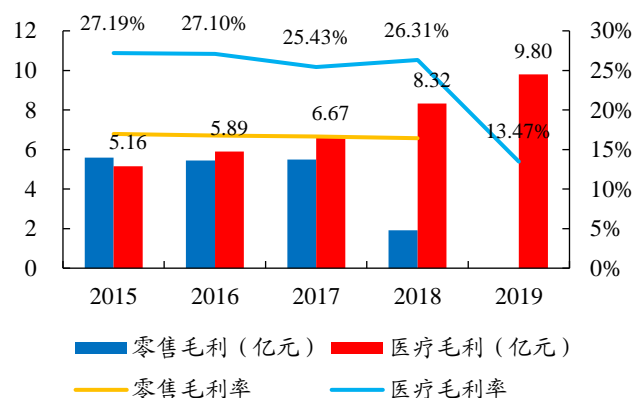
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22: 医疗业务营收稳步上升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 除 2019 年外, 医疗业务毛利率稳定在 25%以上



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

医疗服务营收稳步增长, 资产结构调整助力战略方向拓展。在保持稳健发展的同时, 公司于 2018 年获得出售零售资产的 33.62 亿元现金, 助力大健康医疗服务建设。

3、发展亮点: 携手阿里打造综合医疗服务体系, 医生资源、口碑优势在陕西名列前茅

3.1、公司发展布局清晰, 紧抓行业发展机遇

由于综合医疗服务行业具有资产重、投资周期长, 进入壁垒高等特点, 清晰的提前布局有助于公司抓住医疗服务市场规模不断扩张、国家鼓励社会资本办医的行业新机遇。公司转型彻底、战略清晰, 在打造综合综合医疗服务平台的基础上, 突出“大专科”的特色, 并陆续布局辅助生殖、中医、老年病和康复等医疗服务领域, 旗下医疗机构预计将于 2022 年前后全面、高饱和度运行。

表4: 公司全面布局医疗服务市场

医疗板块	医疗机构	项目面积	最大床位数	运营进度
西安国际医学高新医院	西安国际医学高新医院 (一期) 三甲	5 万 M ²	808 张	2002 年开业
	西安国际医学高新医院 (二期) 三甲 JCI	12 万 M ²	1,000 张	预计 2020 年开业
	+三星 (中国) 半导体公司卫生所	300M ²	——	2012 年开业
西安国际医学高新医院	+高新区蓝博社区卫生中心一级	2700M ²	——	2016 年开业
	+比亚迪 (西安) 公司卫生所	200M ²	——	2017 年开业
	+204 所医院一级	3800M ²	——	2017 年开业
西安国际医学商洛医院	西安国际医学商洛医院 (老院区) 二甲	2.5 万 M ²	500 张	2017 四季度并表
	西安国际医学商洛医院 (新院区) 三甲 JCI	22 万 M ²	1,800 张	预计 2020 年开业
西安国际医学中心医院	西安国际医学中心医院 (八个专科医院) 三甲 JCI	53 万 M ²	5,037 张	2019 年开业

医疗板块	医疗机构	项目面积	最大床位数	运营进度
西安国际医学康复医院	西安国际生殖医学中心	1.8 万 M ²	——	2019 年 IUI 试运行
	妇女儿童医院	42.5 万 M ²	1,200 张	预计 2021 年投用
	骨科医院		1,200 张	预计 2021 年投用
	康复、中医、老年病医院		1,200 张	预计 2021 年投用

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、综合医疗学科齐全，重点专科优势突出

公司在打造综合医疗服务平台的基础上，突出“大专科”的特色。预计 2021 年建成西安国际医学康复医院，打造西安国际医学城。

表5：公司旗下各医疗机构打造专科特色

医院	学科特色
西安国际医学高新医院	中国首家社会资本兴办三甲医院，医院 神经内科 为国家临床重点专科建设项目，床位 808 张满负荷运转。二期项目 2017 年始建，新增建筑面积 12 万平方米，新增床位 1000 张
西安国际医学中心医院	国家三甲标准和国际标准认证的大型医疗综合体，聚焦建设 心、胸、神经、消化、肿瘤、女子疾病、骨科、血液科 等八大专科医院。建筑面积 53.5 万平方米，最大床位 5037 张
西安国际医学商洛医院	国家三甲标准和国际标准认证的区域性国际医学中心，由 妇女儿童医院、康复医院和以神经中心、肿瘤中心、心胸中心 等特色专科为主的综合医院组成。总建筑面积 22 万平方米，最大床位 1800 张，未来将成为陕南地区最高水平的三甲医院
西安国际生殖医学中心	具备 4 万例 IVF 周期运行能力的高水平生殖医学平台，是目前国内规模最大的生殖医学中心之一。于 2018 年底获得陕西省卫健委准入，试运行超过一年，目前已经提交 IVF 业务 申报并等待复审验收。
西安国际医学康复医院	建筑面积 42.5 万平方米，床位 3600 张，由国内外综合顶级设计院倾力打造，按照国际 JCI 认证标准和国家三级甲等综合医院标准规划建设。内设 妇女儿童医院、骨科医院和康复、中医老年病医院 等，是一所集 医疗、科研、教学、培训、康复 于一体的全球超大大专业康复医学中心。

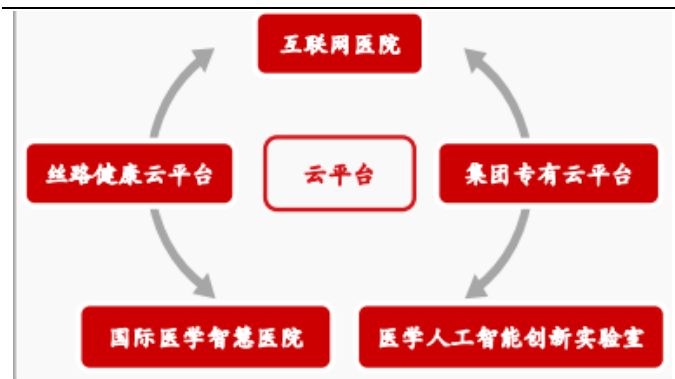
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、对接优质医疗资源提升品牌，携手阿里创新医疗生态体系

公司旗下医院医生专家团队影响力大，在陕西名列前茅，目前西安国际医学中心医院医疗人员团队来自三甲医院、部队医院的占比超过 85%，来自西京、唐都等知名大型三甲医院的各学科带头人十人；2020 年新冠疫情公司向武汉派遣 330 人医疗队，接管武汉第八人民医院，形成良好社会口碑。上市公司与陕西省内其他基层医院开展转诊合作，已经签署 50 家合作医院，未来将向周边省份拓展。

携手阿里，共建西安高新互联网医院及新医疗创新生态体系。公司与阿里巴巴集团及其旗下的“阿里云”、“阿里健康”强强联手，共同打造新医疗创新生态体系。同时通过与国内外著名医疗机构和医学院开展合作，引进美国、日本、德国、瑞士、韩国专业团队。

图24: 公司与阿里联手创新医疗创新生态体系



资料来源: 公司宣传资料 (2020 年 5 月)

图25: 公司战略合作伙伴广泛



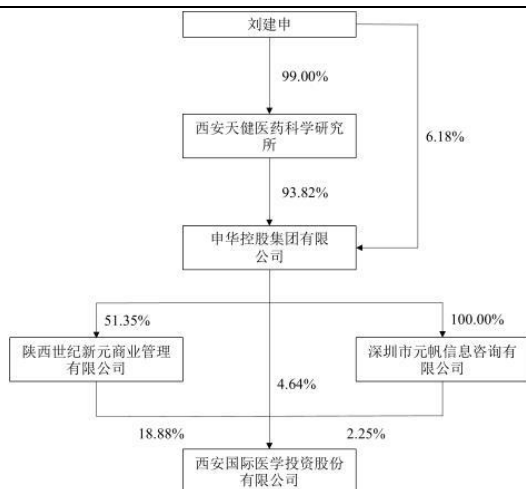
资料来源: 公司宣传资料 (2020 年 5 月)

3.4、控股股东全额认购定增，彰显公司未来长期发展信心

2020 年 7 月 3 日，国际医学签订定增协议。本次非公开发行股票的对象为公司的控股股东陕西世纪新元商业管理有限公司，以 3.28 元/股的价格非公开发行 304,878,048 股（最终发行数量以中国证监会核准的数量为准），发行前公司总股本 1,971,049,302 股，完成后公司总股本将达到 2,275,927,350 股。本次发行完成后，陕西世纪新元将持有上市公司 676,971,198 股股份，占本次发行完成后上市公司总股本的 29.74%，仍为上市公司的控股股东，刘建申先生仍为上市公司的实际控制人，本次发行不会导致公司的控制权发生变化。

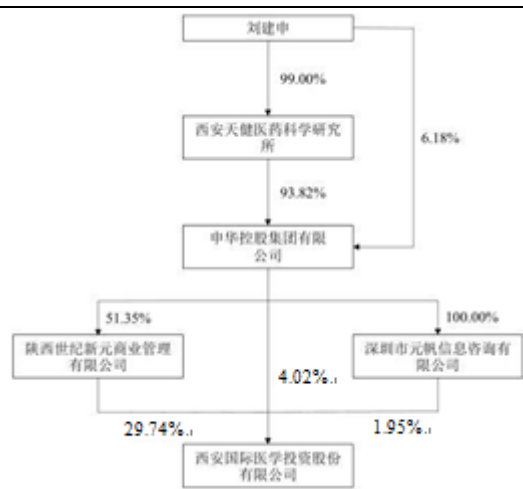
定增进一步增强公司股权结构的稳定性，彰显控股股东对公司未来长期发展的信心。本次发行募集资金在扣除发行费用后将全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，将有效缓解国际医学的营运资金压力，降低财务费用，提高盈利水平，同时有利于满足公司医疗主业快速发展中的资金需求，保障公司的长期发展。同时，定增有利于提高公司控股股东的持股比例，巩固国际医学的控股股东、实际控制人的控制权。2019 年公司回购占总股本 2.17% 的股票，价格 4.7-6.3 元，拟进行股权激励，激励医疗与管理团队。

图26: 定增前实际控制人持股 16.4%



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 预计定增完成后实际控制人持股 21%



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、公司业务拆分与估值模型

4.1、公司业务拆分

假设：1) 西安国际医学高新医院二期假设 2020 年下半年开业，拟定床位 1000 张，原高新医院计划改成拟定床位 500 张的医院。2) 西安国际医学中心医院于 2019 年 9 月 25 日开业，规划最大床位 5037 张，一期投入 1500 张。3) 辅助生殖中心预计 2020 年内拿到 IVF 牌照，2021 年开始收入爬坡。4) 西安国际医学商洛医院（新院区）1800 张床位，假设 2020 年下半年开业。5) 西安国际医学康复医院还在建设期，预计 2021 年投用，暂不给盈利预测。

表6：国际医学业务拆分

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
西安国际医学高新医院	总床位数	808	808	808	500	500	500
	使用床位数	808	808	808	500	500	500
持股比例 100%	床位利用率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	单床年产出（万元）	102	105	108	110	112	114
	收入（百万元）	826	848	873	550	560	570
	收入 YOY	12%	3%	3%	-37%	2%	2%
	归母净利润（百万元）	117	122	127	81	84	86
	利润 YOY	11%	4%	4%	-36%	3%	3%
	净利率	14%	14%	15%	15%	15%	15%
二期	总床位数		1000	1000	1000	1000	1000
	使用床位数		200	500	900	1000	1000
	床位利用率		20%	50%	90%	100%	100%
	单床年产出（万元）		25	100	105	110	115
	收入（百万元）		50	500	945	1100	1150
	收入 YOY			900%	89%	16%	5%
	归母净利润（百万元）		0	30	113	143	161
	利润 YOY				278%	26%	13%
	净利率		0%	6%	12%	13%	14%
一期 + 二期		826	898	1373	1495	1660	1720
	收入 YOY		8.8%	52.8%	8.9%	11.0%	3.6%
	净利润（百万元）	117	122	157	195	227	247
	利润 YOY		4%	28.9%	23.9%	16.5%	9.1%
	净利率	14%	14%	11%	13%	14%	14%
西安国际医学中心医院	总床位数	1500	1500	3000	5000	5000	5000
	使用床位数	150	800	2000	3200	4500	5000
持股比例 100%	床位利用率	10%	53%	67%	64%	90%	100%
	单床年产出（万元）	38	80	110	130	140	150

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
	收入（百万元）	56	640	2200	4160	6300	7500
	收入 YOY		1037.8%	243.8%	89.1%	51.4%	19.0%
	归母净利润（百万元）	-357	-357	66	291	630	900
	利润 YOY			-118.5%	341.2%	116.3%	42.9%
	净利率	-634%	-56%	3%	7%	10%	12%
辅助生殖中心	IVF 治疗周期		0	5000	10000	15000	20000
持 股 比 例	价格（万/周期）		0	5	5	5	5
100%							
	收入(百万元)		0	250	500	750	1000
	归母净利润（百万元）		0	12.5	50	112.5	200
	净利率		0%	5%	10%	15%	20%
西安国际医学商洛医院	总床位数	500	1800	1800	1800	1800	1800
持 股 比 例	使用床位数	537	650	1000	1500	1800	1800
99%							
	床位利用率	107%	28%	43%	65%	100%	100%
	单床年产出（万元）	23	25	30	35	40	45
	收入（百万元）	123	162.5	300	525	720	810
	收入 YOY	9.62%	32.1%	84.6%	75.0%	37.1%	12.5%
	净利润（百万元）	-16	-48	-59	0	36	64
	利润 YOY	-70.48%					
	净利率	-13%	-30%	-20%	0%	5%	8%
其他社会服务业	收入（百万元）	11.06	12.72	14.63	16.82	19.34	22.25
母公司费用	净利润（百万元）	-45	-50	-55	-60	-65	-70
非经损益		65	350	-	-	-	-
合计	总收入（百万元）	990.95	1,714	4,137	6,697	9,449	11,052
	收入 YOY		72.9%	141.4%	61.9%	41.1%	17.0%
	总归母净利润（百万元）	-404	17	121	476	940	1342
	利润 YOY			621.3%	292.6%	97.5%	42.7%
	净利率	-41%	1%	3%	7%	10%	12%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测与投资建议

根据公司床位规划，长期来看，中心医院 5000 张床位和高新医院 1500 张床位，共 6500 张床位将全部投入运营；随着三家医院床位入住率的提升和辅助生殖中心 IVF 牌照的取得，公司未来业绩增量空间大。

盈利预测：国际医学三家医院 2020 年病床使用率提升空间较大，辅助生殖业务预计 2020 年内取得 IVF 牌照，公司盈利能力处于提升期，预计公司 2020-2022 年净利率稳中有升；预计 2020-2022 年收入分别为 17.14 亿、41.37 亿、66.97 亿，归母净利润分别为 0.17 亿、1.21 亿、4.76 亿，EPS 分别为 0.01、0.06、0.24 元，当前股价

对应 P/E 分别为 648/92/24 倍，考虑公司前期医院建设影响利润，未来业绩弹性大，应给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：国际医学盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039	991	1,714	4,137	6,697
YOY(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
归母净利润(百万元)	2,184	-404	17	121	476
YOY(%)	1001.0	-118.5	104.3	604.5	292.9
毛利率(%)	22.1	14.3	14.3	19.0	19.0
净利率(%)	107.1	-40.8	1.0	2.9	7.1
ROE(%)	38.8	-8.3	0.4	2.4	8.7
EPS(摊薄/元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
P/E(倍)	5.1	-27.6	647.5	91.9	23.4
P/B(倍)	1.9	2.2	2.2	2.2	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

表8：医疗服务上市公司估值情况：国际医学业绩弹性大，给予一定估值溢价

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600763.SH	通策医疗	156.86	39.44	28.49	30.76	29.04	71	85	65	50
300015.SZ	爱尔眼科	44.19	36.67	23.31	36.51	30.07	89	107	78	60
002044.SZ	美年健康	15.91	-205.58	161.67	111.34	16.43	-67	120	57	49
可比公司平均							80	104	67	53
000516.SZ	国际医学	5.65	-118.49	104.3	604.5	292.9	-28	648	92	24

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：收盘日期为 2020/7/17，除国际医学外，其他公司均使用 Wind 一致预期，2019 年可比公司平均 PE 剔除负值。

5、风险提示

医保控费趋严和医院延迟开业对医院收入的负面影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2357	1620	307	840	921
现金	1429	1086	0	0	0
应收票据及应收账款	75	115	0	215	216
其他应收款	22	31	0	72	67
预付账款	11	21	0	36	39
存货	26	53	17	160	161
其他流动资产	794	315	290	356	439
非流动资产	4949	8411	9661	14959	21224
长期投资	241	75	26	-35	-92
固定资产	628	4536	5775	9651	14369
无形资产	529	606	656	673	698
其他非流动资产	3552	3194	3204	4670	6250
资产总计	7306	10031	9968	15799	22146
流动负债	957	1866	2310	8041	13710
短期借款	140	200	1268	4374	9639
应付票据及应付账款	588	1279	0	1959	1943
其他流动负债	229	387	1041	1707	2128
非流动负债	573	3169	2645	2621	2811
长期借款	571	3155	2639	2615	2804
其他非流动负债	2	14	5	6	7
负债合计	1530	5035	4954	10662	16521
少数股东权益	49	41	41	44	55
股本	1971	1971	1971	1971	1971
资本公积	239	218	218	218	218
留存收益	3548	2997	3014	3136	3613
归属母公司股东权益	5727	4956	4973	5094	5570
负债和股东权益	7306	10031	9968	15799	22146

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-772	-34	-1141	2380	1018
净利润	2243	-413	18	124	487
折旧摊销	91	129	270	407	635
财务费用	-9	42	-7	152	170
投资损失	-3041	-48	-205	-255	-370
营运资金变动	-185	131	-1213	1951	93
其他经营现金流	128	124	-3	1	3
投资活动现金流	43	-2536	-1107	-5469	-6553
资本支出	1699	3613	1307	5237	6253
长期投资	-1215	995	49	91	57
其他投资现金流	527	2072	250	-141	-243
筹资活动现金流	232	2226	383	-97	170
短期借款	-671	60	289	-79	-100
长期借款	441	2584	-516	-25	189
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-38	-21	0	0	0
其他筹资现金流	500	-397	610	7	81
现金净增加额	-497	-344	-1865	-3185	-5365

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2039	991	1714	4137	6697
营业成本	1589	849	1468	3351	5425
营业税金及附加	31	11	19	46	67
营业费用	36	11	21	41	44
管理费用	276	393	372	636	804
研发费用	2	8	19	21	33
财务费用	-9	42	-7	152	170
资产减值损失	100	-118	0	0	0
其他收益	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	-0	17	0	0	0
投资净收益	3041	48	205	255	370
资产处置收益	-3	-0	-5	-2	0
营业利润	3053	-379	22	143	524
营业外收入	4	0	4	3	2
营业外支出	7	6	6	6	6
利润总额	3049	-385	21	140	520
所得税	806	28	3	16	33
净利润	2243	-413	18	124	487
少数股东损益	59	-9	0	3	11
归母净利润	2184	-404	17	121	476
EBITDA	3127	-152	369	740	1392
EPS(元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
营业利润(%)	1067.2	-112.4	105.9	539.4	265.3
归属于母公司净利润(%)	1001.0	-118.5	104.3	604.5	292.9
获利能力					
毛利率(%)	22.1	14.3	14.3	19.0	19.0
净利率(%)	107.1	-40.8	1.0	2.9	7.1
ROE(%)	38.8	-8.3	0.4	2.4	8.7
ROIC(%)	34.7	-3.6	0.9	2.3	3.7
偿债能力					
资产负债率(%)	20.9	50.2	49.7	67.5	74.6
净负债比率(%)	-12.4	46.6	91.1	152.0	240.3
流动比率	2.5	0.9	0.1	0.1	0.1
速动比率	1.6	0.8	0.0	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	29.5	10.4	45.8	38.4	31.0
应付账款周转率	2.6	0.9	4.2	3.4	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	-0.02	-0.58	1.21	0.52
每股净资产(最新摊薄)	2.91	2.51	2.52	2.58	2.83
估值比率					
P/E	5.1	-27.6	647.5	91.9	23.4
P/B	1.9	2.2	2.2	2.2	2.0
EV/EBITDA	3.3	-86.7	42.4	25.5	17.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn