

西北医疗航母

——国际医学（000516.SZ）

医药生物/医疗服务


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

西北地区医疗航母。公司旗下现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、西安国际生殖医学中心等医疗机构，三年内合计医疗床位数将达到 12000 张。全部投入使用后有望实现营业收入规模超百亿。

西安国际医学中心医院积聚了一大批顶级专家队伍，基本可满足床位全部实现开放所需病区主任层面的人才使用需求。西安国际医学中心医院现有医护人员 3900 余人，从知名三甲医院、部队医院引进的占 85%，各专科医院院长、科室主任中，博士以上占 61%；医生中，硕士及以上占 55%；高级职称占 22%。医院新设病区所需骨干人员已基本齐备，后续只需补充基本医务人员即可，压力较小。

西安高新医院学科实力雄厚，已超负荷运行，原址扩建患者快速上量可期。西安国际医学高新医院是西安高新区目前唯一一所三甲医院，虽然床位规模和员工人数并不占优，但门诊量和住院量与唐都医院和西安红会医院基本持平。医院在当地已形成一定口碑，床位使用率长期超过 100%。学科方面，高新医院神经内科为国家级临床重点专科，学科实力在所有市级三甲医院中亦属优秀。

辅助生殖医院获西京医院顶级专家团队加盟，业务经营前景明朗。目前西京医院原生殖内分泌科、生殖中心主任黄艳红教授已加盟国际医学。作为当地唯一一家民营辅助生殖医疗机构，业务上量可期。

投资建议：现有床位使用率的快速提升和人才团队的持续积聚是公司业绩快速发展的关键要素。即使短期受新建项目投用影响出现亏损，长期发展仍值得期待。我们预计 2020-2022 年，公司营业收入分别为 15.9 亿元、35 亿、60 亿元，归母净利润分别为 0.47 亿元、0.82 亿元和 3.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.04 元、0.16 元。当前股价对应 2020~2022 年 PE 为 328、201、48。

风险提示：1) 公司有大量新建医院项目处在建设和运行早期，资金需求巨大，在现有医疗项目顺利运行进入现金流平衡阶段前，公司面临较大的资金压力。2) 现阶段，当地医保支付标准与西安国际医学中心医院疑难危重症医疗中心定位尚不能匹配，可能对未来盈利预期产生一定影响。3) 公司所建医疗机构规模体量较大，人才需求多，虽然已经具备了较为完备的高级人才储备，但中坚力量的招募仍存在不及预期的可能，可能对床位使用率的提升带来一定影响。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	2,039	991	1,585	3,499	5,995
增长率（%）	-49.8%	-51.4%	60.0%	120.7%	71.3%
归母净利润（百万）	2,184	(404)	47	81	341
增长率（%）	1001.0%	-118.5%	-111.6%	74.6%	318.9%
净资产收益率（%）	38.1%	-8.2%	0.9%	1.3%	5.1%
每股收益(元)	1.11	(0.21)	0.02	0.04	0.16
PE	7.00	(37.00)	328.10	201.69	48.15
PB	2.67	3.09	2.93	2.60	2.47

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

增持（首次）

2020 年 12 月 02 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

程佳

研究助理

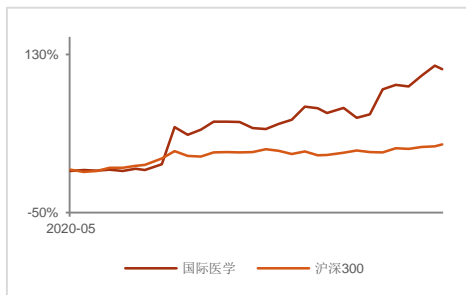
chengjia@shgsec.com

交易数据

时间 2020.12.01

总市值/流通市值（亿元）	171.68/168.01
总股本（万股）	197,104.93
资产负债率（%）	57.83
每股净资产（元）	2.26
收盘价（元）	8.71
一年内最低价/最高价（元）	3.92/9.46

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 传统零售切入医疗打造民营医疗航母.....	4
2. 国际医学中心医院未来发展可期.....	6
2.1 西安医疗市场竞争大潜力也大	8
2.2 西安国际医学中心医院发展可期.....	9
2.2.1 差异化区域定位 差异化发展策略.....	9
2.2.2 抓住改革契机快速积累大量人才.....	11
2.2.3 医院盈利前景明朗	12
2.3 盈收预测.....	14
3. 学科实力雄厚的西安高新医院.....	16
3.1 盈收预测.....	17
4. 商洛国际医学中心	18
4.1 盈利预测.....	20
5. 辅助生殖中心.....	21
5.1 盈利预测.....	22
6. 盈利预测与估值	22
6.1 关键假设:	22
6.2 盈利预测:	23
6.3 风险提示.....	23

图表目录

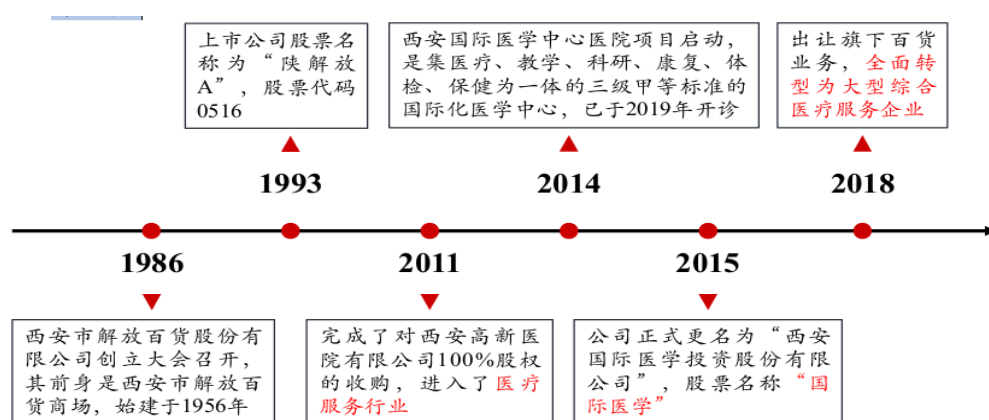
图 1: 国际医学发展历程	4
图 2: 公司医疗收入快速增长	4
图 3: 国际医学负债比例快速上升	5
图 4: 公司资产负债率略高于同侪	5
图 5: 国际医学股权架构	5
图 6: 西安国际医学中心医院	6
图 7: 国际医学中心开诊以来业绩增长迅速.....	7
图 8: 2019 年 9 月 25 日至 2020 年 10 月 27 日在院人数.....	7
图 9: 西安国际医学康复医院效果图	7
图 10: 西安市人口持续净流入	8
图 11: 西安经济保持持续高速增长	8
图 12: 西安市人均 GDP 在全国省会中排第 15.....	8
图 13: 西安市千人口医疗床位在全国省会中排第 16.....	8
图 14: 西安三甲医院数量在全国名列前茅	9
图 15: 西安几乎一力承担了全省的高等级医疗	9
图 16: 西安高新区中央创新区示意图	10
图 17: 西安高新区中央创新区效果图	10
图 18: 医院可优先覆盖郊县 200 万人口	10
图 19: 医院是郊县居民就诊的必经之路.....	10
图 20: 医院盈利能力的关键要素.....	13
图 21: 西安国际医学高新医院营业收入.....	16
图 22: 西安国际医学高新医院净利润	16

图 23: 陕西各地级市人口	18
图 24: 陕西各地级市 GDP	18
图 25: 陕西各地级市人均 GDP	18
图 26: 陕西各地级市千人口床位	18
图 27: 商洛国际医学中心医院业绩增长迅速	19
图 28: 商洛地区医疗机构区位图	20
表 1: 满负荷运转下公司医疗收入有望破百亿	4
表 2: 国际医学中心医院床位规模在国内首屈一指	6
表 3: 西安市高新区大事记	9
表 4: 部队医院改革相关政策	11
表 5: 国际医学抓住机遇网罗大量顶级专家	12
表 6: 各级综合医院医护配置要求	12
表 7: 医院财务模型示例	13
表 8: 国际医学中心医院盈收预测（百万）	15
表 9: 西安国际医学康复医院盈收预测	15
表 10: 西安高新医院在当地林立的三甲医院中仍属前列	16
表 11: 西安高新医院一期盈收预测	17
表 12: 西安高新医院二期盈收预测	18
表 13: 商洛市各医院情况	19
表 14: 商洛医院盈利预测	20
表 15: 陕西省辅助生殖牌照情况	21
表 16: 辅助生殖中心营收预测	22
表 17: 国际医学盈利预测	23
表 18: 国际医学可比公司一致性估值（A 股）	23
表 19: 公司盈利预测表	25

1. 传统零售切入医疗打造民营医疗航母

从商业到医疗,逐步打造西北医疗航母。国际医学的前身是西安解放百货股份有限公司,1993 年以“陕解放 A”的名称上市,主要经营百货商场业务。2011 年,公司并购西安高新医院,自此步入了医疗服务行业。2015 年公司更名为西安国际医学投资股份有限公司,股票名称“国际医学”。2018 年公司完全剥离旗下零售资产,成为纯正的医疗服务企业。近年通过不断扩张,公司现已发展成为国内大型上市医疗产业集团之一。旗下拥有西安国际医学高新医院(1500 床)、西安国际医学中心医院(5037 床)、西安国际医学商洛医院(1800 床)等医疗机构,三年内合计医疗床位数将达到 12000 张,预计满负荷情况下年收入体量有望接近 100 亿。

图1: 国际医学发展历程



资料来源:招股书,申港证券研究所

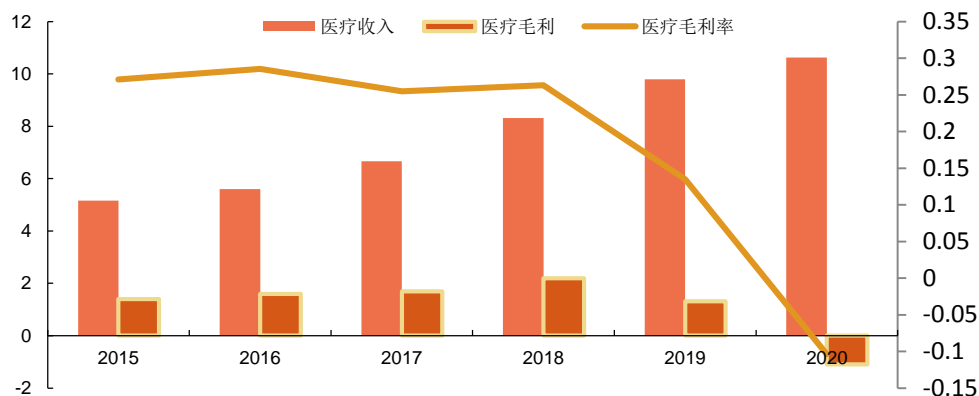
表1: 满负荷运转下公司医疗收入有望破百亿

医院	床位数	单床产出	收入预计
西安国际医学高新医院	1500	100 万	15 亿
西安国际医学商洛医院	1800	30 万	5.5 亿
西安国际医学中心医院	5037	100 万	50 亿
西安国际医学康复医院	3600	100 万	36 亿
合计(百万)	11937		

资料来源:公司公告,申港证券研究所

公司医疗服务板块收入快速增长,受大量新医疗项目投入运行影响,短期业绩承压。2015 年至今,公司医疗服务板块营业收入从 5.16 亿已快速增长到近 10 亿,2020 年前三季度完成 10.63 亿,期间 CAGR 为 17.4%;毛利率基本保持稳健维持在 25%左右,因 2019 年西安国际医学中心医院投入运行,运营成本随之增加,公司开始出现亏损,毛利率下降。

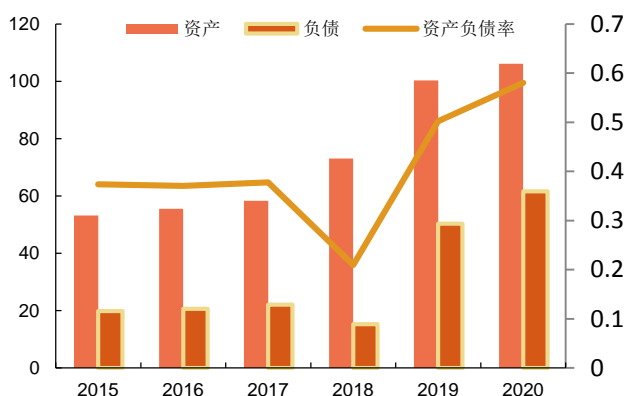
图2: 公司医疗收入快速增长



资料来源: 招股书, 申港证券研究所

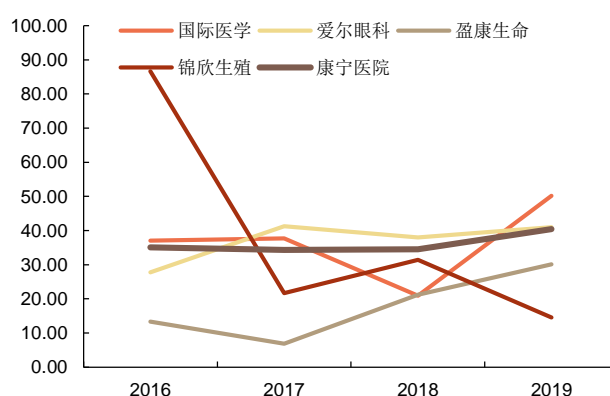
公司资产负债率略高于行业同侪。随着公司零售业务的剥离以及大量医院项目的建设扩张,公司负债水平快速增长,当前资产负债率接近 58%,处于正常水平,但后续债务融资规模已经比较有限。

图3: 国际医学负债比例快速上升



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

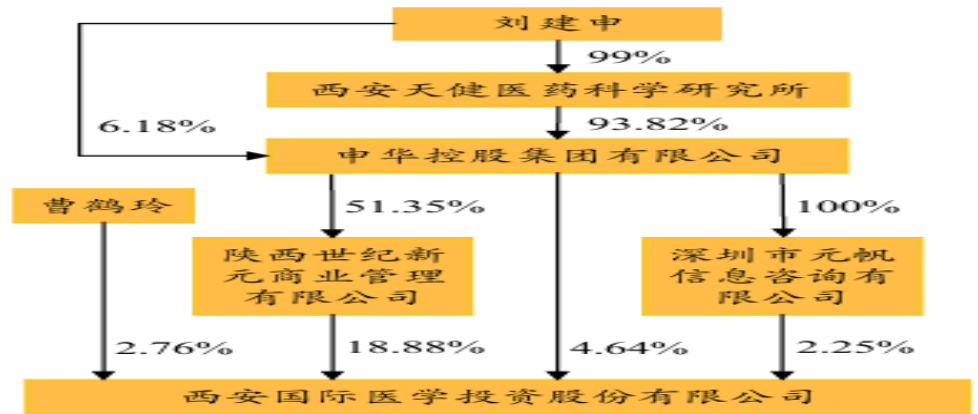
图4: 公司资产负债率略高于同侪



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

股权架构稳定,实控人地位稳固。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。中华控股集团、元帆信息、曹鹤玲分别持有公司 4.64%、2.25%、2.76%股权。中华控股集团是陕西世纪新元的控股股东;元帆信息是中华控股集团的控股子公司;曹鹤玲是中华控股集团、陕西世纪新元、元帆信息的法定代表人。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,待公司 2020 年向控股股东非公开发行完成后,实控人地位将进一步稳固。

图5: 国际医学股权架构



资料来源：招股书,申港证券研究所

2. 国际医学中心医院未来发展可期

学科品类齐全的巨型医院。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,设各级手术室 80 余间,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。

表2：国际医学中心医院床位规模在国内首屈一指

排名	医院	床位数	开放/编制
1	郑州大学第一附属医院	10000	开放
2	华中科技大学同济医学院附属同济医院	6000	开放
3	吉林大学第一医院	5939	编制
4	徐州市中心医院	5500	开放
5	徐州医科大学附属医院	5500	开放
6	哈尔滨医科大学附属第一医院	5228	开放
7	华中科技大学同济医学院附属协和医院	5000	编制
8	中国医科大学附属盛京医院	4750	编制
9	哈尔滨医科大学附属第二医院	4500	开放
10	山东大学齐鲁医院	4500	开放

资料来源：看医界,申港证券研究所

医院目前是西北大学、陕西中医药大学附属医院,内设脑科、心血管、消化、胸科、肿瘤、血液病、骨科、妇科肿瘤、康复、整形、妇儿 11 个专科医院及泌尿、肾病、内分泌、眼科、口腔、耳鼻喉等一大批综合门诊科室,拥有影像中心、放疗中心、检验中心等开放式技术平台等。此外,医院的质子放疗设备已获批,也成为全国第六家,民营第一家质子治疗中心。

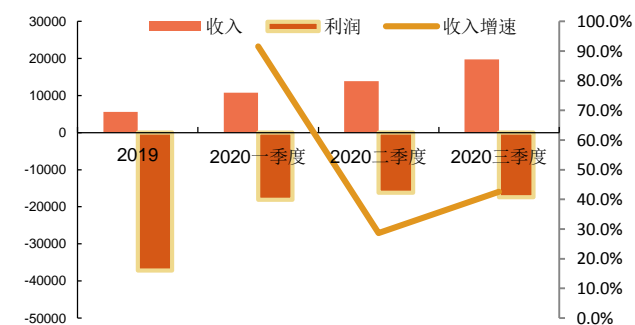
图6：西安国际医学中心医院



资料来源：公司官网, 申港证券研究所

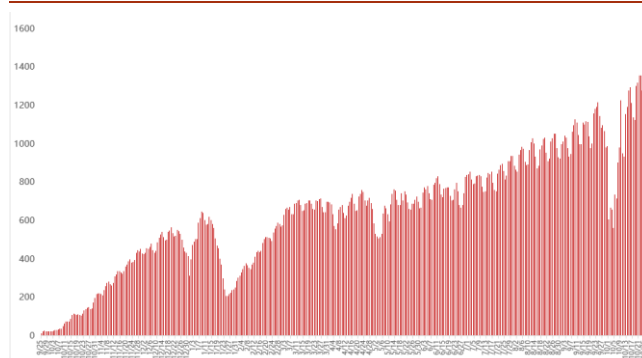
开业以来业绩成长迅速。西安国际医学中心医院自 2019 年 9 月 25 日开诊后, 医疗门诊、住院人数持续高速增长。开诊仅 1 年, 医院日门诊量已突破 1,600 人次、日住院量已突破 1,350 床, 服务住院床位已超过公司成熟运营了 18 年的西安高新医院。截至目前, 国际医学中心医院累计门诊超 25 万人次, 住院 3 万余人次。

图7：国际医学中心开诊以来业绩增长迅速



资料来源：公司公告, 申港证券研究所

图8：2019 年 9 月 25 日至 2020 年 10 月 27 日在院人数



资料来源：开放日资料, 申港证券研究所

西安国际医学康复医院也正在建设中, 设计床位数 3600 张, 拟设置康复医院、骨科医院、妇儿医院, 目前医院已完成封顶, 预计 2021 年完成全部工程, 2022 年投入使用。

图9：西安国际医学康复医院效果图

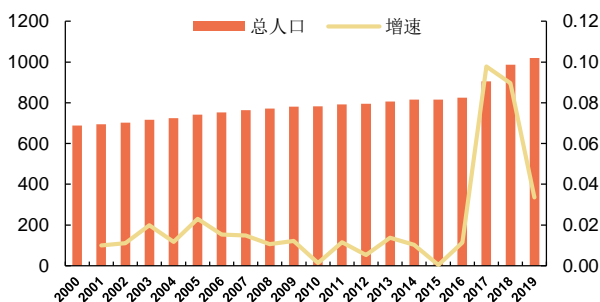


资料来源: 国际医学官网, 申港证券研究所

2.1 西安医疗市场竞争大潜力也大

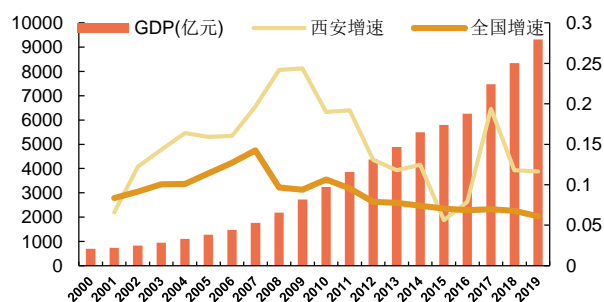
西安是一个人口持续净流入,经济高速发展的城市。2019年,西安总人口数量达1020万人,20年来持续人口净流入,期间CAGR0.05%。同年西安地区GDP超过9300亿元,期间CAGR14.7%,近二十年经济增长速度始终超过全国平均水平。

图10: 西安市人口持续净流入



资料来源: 西安统计年鉴, 申港证券研究所

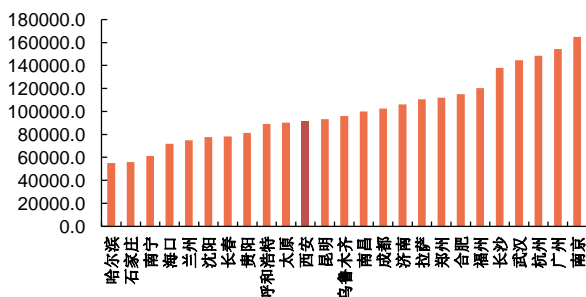
图11: 西安经济保持持续高速增长



资料来源: 西安统计年鉴, 申港证券研究所

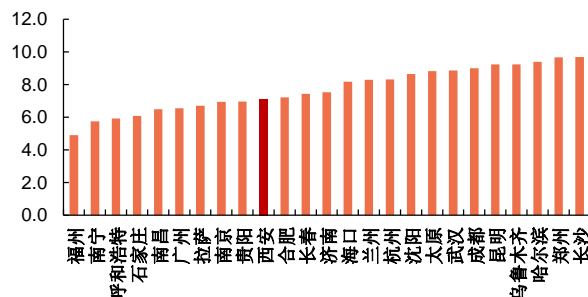
- ◆ 西安的经济发展水平和医疗资源丰富度在全国省会中处于中游,三甲医院数量名列前茅,是名副其实的陕西医疗中心。西安在全国省会城市中,人均GDP9.13万,排名第15位,相应的千人口床位数7.1张,排名全国第16位,均处于中游水平。

图12: 西安市人均GDP在全国省会中排第15



资料来源: 各省市卫生统计公告, 申港证券研究所

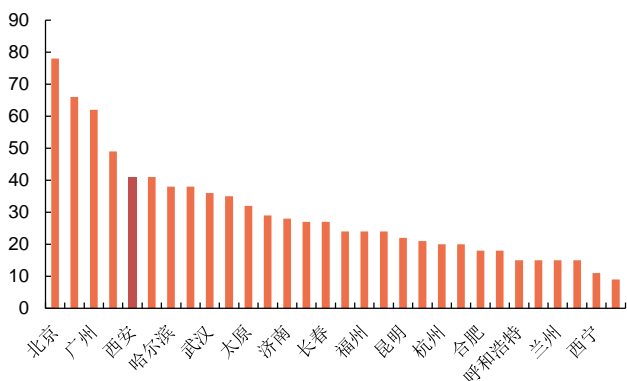
图13: 西安市千人口医疗床位在全国省会中排第16



资料来源: 各省市卫生统计公告, 申港证券研究所

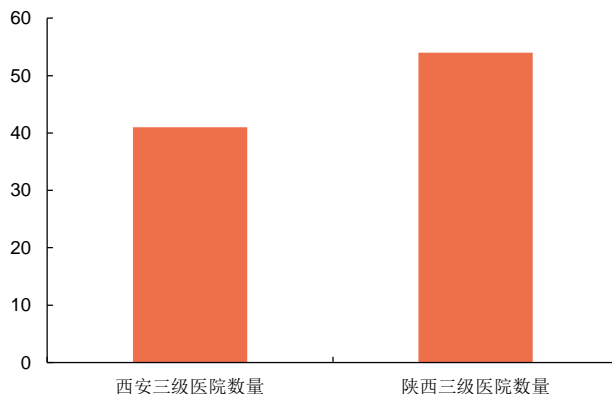
- ◆ 西安几乎一力承担了整个陕西省乃至西北地区的高等级医疗,是全省的病人集聚中心。三级医院数量方面,作为西北重镇的西安共有 41 家,在全国省会城市中名列前茅。同期,陕西全省的三级医院数量是 54 家,西安一地承担了全省高等级医疗的接近 80%,是名副其实的区域医疗中心。整个陕西省的医疗机构中,三级医院仅占 4.78%,远低于全国平均水平 7.5%。

图14: 西安三甲医院数量在全国名列前茅



资料来源: 各省市卫生统计公告, 申港证券研究所

图15: 西安几乎一力承担了全省的高等级医疗



资料来源: 各地市卫生统计公告, 申港证券研究所

虽然西安市三甲医院林立,貌似是个竞争激烈的市场,但我们认为正是得益于当地丰富的三甲医院资源,给国际医学广泛开展学科合作提供了舞台,特别是公司的医务人员中有相当数量就直接来自西京医院、唐都医院等当地顶级三甲医院。

2.2 西安国际医学中心医院发展可期

2.2.1 差异化区域定位 差异化发展策略

西安高新区未来发展可期,医院区位将更显价值。西安国际医学中心医院位于西安市高新区西太路 777 号,属于西安高新区中央创新区的核心位置,待周边建设成熟后,利用医院差异化的区域定位,未来将有望发挥出独特的辐射优势。

- ◆ 西安高新区正处于蓬勃发展。西安高新区是 1991 年 3 月国务院首批批准成立的国家级高新区之一, 2015 年 8 月,国务院正式批复同意西安高新区建设国家自主创新示范区。2017 年 4 月,陕西自贸区正式挂牌,高新功能区作为陕西自贸区面积最大、以特殊监管区外保税等通关模式创新为特色的核心片区正式启动建设。2018 年 11 月,高新区正式托管雁塔、长安和鄠邑等 3 区 10 街道。至此,高新区面积达 1019 平方公里。据统计公报,高新外贸进出口总额占西安的 83%、陕西省的 76%。

表3: 西安市高新区大事记

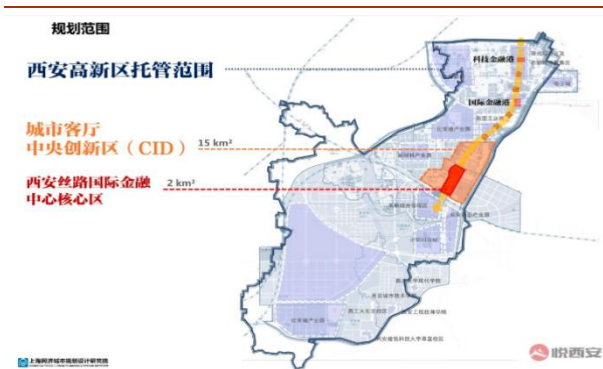
时间	事件
1997 年 9 月	经国务院批准西安高新区率先加入了亚太经合组织 (APEC) 科技工业园区网络。
2001 年 2 月	被列入我国“十五”期间重点建设的五个国家示范高新区之一。
2005 年 6 月	被国家列为我国“十一五”期间五个重点建设成世界一流的科技工业园区之一。
2006 年 6 月	被国家列为重点要建设成为世界一流高科技园区的六个高新区之一。

2009 年 8 月	被国家科技部火炬中心评为“科技部科技企业加速器试点单位”。
2010 年 1 月	被国家科技部确定为“国家通信高新技术产业化基地”。
2015 年 8 月	国务院正式批复同意西安高新区建设国家自主创新示范区。
2016 年 8 月	国家科技部发布全国国家高新区综合评价结果。
2017 年 4 月	陕西自贸区正式挂牌,高新功能区作为陕西自贸区面积最大、以特殊监管区外保税等通关模式创新为特色的核心片区正式启动建设。
2018 年 11 月	西安高新区正式托管雁塔区、长安区、鄠邑区 10 个镇街。
2020 年 2 月	陕西省西安市高新技术产业开发区的西安比亚迪开始复工复产。

资料来源：西安高新区官网,申港证券研究所

- ◆ **西安高新区的三次创业,助力医院成为核心中央创新区的医疗核心。**西安高新区的第一次创业,围绕高新路、科技路打造了沿线区域商业、教育、医疗等产业。“二次创业”打造了唐延路、锦业路的城市 CBD 超高层集聚区。而三次创业的主战场,便是中央创新区 (CID),其中包含面积约 2 平方公里的西安丝路国际金融中心核心区。按照官方的规划目标,未来高新 CID 将建设成为首善区的城市客厅,配套西北超高层地标建筑集群——未来之瞳,集科创研发、办公、星级酒店等功能于一体。而公司的国际医学中心医院与未来之瞳仅一路之隔。我们在调研时了解到,新的地铁 6 号线行将开通,且将设置专门的西安国际医学中心站,医院未来区位便捷度将得到提升。

图16：西安高新区中央创新区示意图



资料来源：申港证券研究所

图17：西安高新区中央创新区效果图



资料来源：申港证券研究所

- ◆ **未来光明,现阶段多措并举,确保患者来源。**虽然现阶段医院区位尚略显偏远,但从区位上看,医院是户县、长安区、蓝田县、周至县等西安下属区县居民赴市中心大医院就诊的必经之路。正基于此,医院积极拓展分级诊疗网点,全力打造新型医联体,先后设立了西安蓝博社区卫生服务中心、三星、比亚迪医务站等,托管 204 职工医院,截至目前,医院已与陕西省内的 50 余家基层医疗机构签订了合作协议,构建区域医疗合作网络,构建了患者上下流转的良好生态。不仅如此,医院构建了一只数量庞大的转运车队,帮助患者解决路途问题。

图18：医院可优先覆盖郊县 200 万人口

图19：医院是郊县居民就诊的必经之路



资料来源：百度地图,申港证券研究所



资料来源：百度地图,申港证券研究所

2.2.2 抓住改革契机快速积累大量人才

部队医院改革范围涉及全国。2016 年 2 月,中央军委下发了《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》,指出中央军委计划用 3 年左右时间,分步骤停止军队和武警部队一切有偿服务活动。其中,医疗作为第二部改革的 5 个子行业之一。2018 年 6 月,中共中央、国务院、中央军委办公厅印发《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》,强调要 2018 年年底全面停止军队一切有偿服务活动;其中医疗、科研、幼儿教育等行业,主要采取停止项目和军民融合方式处理。

表4：部队医院改革相关政策

时间	颁发机构	文件名	核心内容
2018.6	中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅	《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》	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,坚持坚决全面、积极稳妥、军民融合,按计划分步骤稳妥推进,到 2018 年年底全面停止军队一切有偿服务活动;坚决停止一切以营利为目的,偏离部队主责主业,单纯为社会提供服务的项目
2016.2	中央军委	《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》	中央军委计划用 3 年时间分步停止军队和武警部队一切有偿服务活动,第一步,涉及幼儿教育、新闻出版、文化体育、通信、人才培养、基建营房工程技术、储运设施,民兵装备修理、维修技术、司机训练,2017 年 6 月底前完成;第二部,停止房地产租赁、农副业生产、招接待、医疗、科研 5 个行业的项目

资料来源：各部门官网,申港证券研究所

改名更编、缩减数量、停止有偿服务,频繁改革动作下,军队医院人才流动已成常态。不难理解的是,全面停止有偿服务之后,医护人员奖金取消,这使得“军队医院福利待遇好”的优势不再明显,甚至不如地方医院。加上基层代职、下连队锻炼、出国维和,以及各种援助工作的负担不断加增,使得人才的流动成为一种普遍现象。

抓住机遇网罗人才,阵容豪华。西安国际医学中心医院抓住部队医院改革的契机大量网罗人才,医院现有医护人员 3900 余人,从知名三甲医院引进的占 85%;各专科医院院长、科室主任中,博士以上占 61%;医生中,硕士及以上占 55%;高级职称占 22%。担任省级以上行业主委、副主委、各分会常委 150 余人,硕士、博士生导师 55 人。

表5：国际医学抓住机遇网罗大量顶级专家

专科医院	设计床位	实开床位	医生数量	高级职称	主治医生	护士	院长履历
康复医院	900	250	27	10	17	23	张正湘：陕西省康复医院原副院长
儿科医院	400	150	9	4	5		郭正团：西安交通大学第二附属医院小儿外科原副主任
骨科医院	1050	250	38	15	23		贺西京：西安交通大学第二附属医院原院长
整形医院			31	10	21		郭树忠原西京整形医院院长
妇科医院	200	100	17	2	15	40	王海琳：甘肃省人民医院妇产科原主任
血液病医院	180	180	46	14	32	113	梁英氏，原第四军医大学唐都医院血液科主任
肿瘤医院	800	300	86	16	22		南克俊西安交通大学第一附属医院肿瘤内科原主任
脑科医院	800	200	15	7	8		高国栋原第四军医大学唐都医院脑科医院院长
消化病医院	400	400	80	20	60	130	韩国宏西京医院消化病医院消化介入科原主任
胸科医院	546	400	52	13	39	84	吴昌归西京医院呼吸内科主任
心脏病医院	521	300	46	11	35		王海昌西京医院心内科主任、唐都医院心内科主任

资料来源：公司官网,申港证券研究所,实开床位为根据医生数量推测数据

医院新设病区所需骨干人员已基本齐备,后续只需补充基本医务人员即可,压力较小。医院医师高级职称人数接近 200 人,根据我们的行业调研,通常一个住院病区的床位数量位 50 张左右,该院所有病床全部完成开设约需 100 个病区。根据国家三级综合医院建设标准,各级临床科室至少应具有 1 名主任医师职称的医师,1 名副高以上制成的专业技术人员,并具有明确的专科技术团队,三级一是数量配置合理。按照平均每个病区 2 位高级职称的数量配比来看,完全能够满足所有病区实现运行的要求。

表6：各级综合医院医护配置要求

医院类型	高级职称医师	主治医师	护士
一级综合	无要求	至少 1 名	至少 3 名
二级综合	全院至少 3 名	各科至少 1 名	床护比 1: 0.4
三级综合	各科主任应是	——	床护比 1: 0.4

资料来源：医疗机构基本标准,申港证券研究所

2.2.3 医院盈利前景明朗

医疗机构盈亏平衡的计算模型。通常情况下,医院盈亏平衡需考量人工、药品耗材、资产负担、财务成本几个关键指标。根据我们的行业调研,一般情况下,一所医院的人工成本、药品耗材成本占总收入的比例之和超过 80%时,医院基本没有盈利的可能。在此基础上,财务费用率、折旧摊销比率也要控制在一个合理的水平之内。以上两个因素确保的前提下,可以保障一个医院具备盈利的可能,在此基础上,基于日常精细化管理的成本节约和恰当的经营策略,则决定了一个医院是否能有更强的盈利空间。

图20：医院盈利能力的关键要素


资料来源：草根调研,申港证券研究所

根据上述的几个关键要素,我们实际上已经可以得到一家医院的基本财务结构模型,我们以一家 5000 床的综合医院为例,初步构建如下的损益平衡模型,如下表。

- ◆ **医院财务模型的起点,从建筑面积到床位数。**根据国家三级医院建设标准,单床建筑面积为 86 平米,二级医院建设标准要求单床建筑面积为 45 平米。根据我们的调研,通常一家医院的床位数量和建筑面积存在着“床位数=建筑面积/80 的对应关系”。我们假设建筑面积为 50 万平的医院,通常最大可开床位可以达到 6250 张,如果有诸如放疗科等比较占用面积的科室,则可开床位数要打一定的折扣。
- ◆ **决定资产负担的关键要素,单平造价。**医疗机构的单平造价差异非常明显,具体跟土地价格、装修档次、设备配置档次等因素有关,通常这个数字在 5000 元/平以上,上不封顶。一般医院物业的折旧年限可以选择 35 年或者 50 年,医疗设备的折旧年限在 6 年左右,据此,我们基本可以构建一家医院的折旧成本结构。
- ◆ **融资结构决定财务负担水平。**医院建设运行需要大量的资本投入,合理控制债务融资比重可以将财务费用水平控制在合理范围内。
- ◆ **人工成本、药品耗材占比。**如前述,通常情况下,一家医院人工成本、药品耗材成本合计占总收入的比重应该控制在 80% 以内,方有盈利可能。

表7：医院财务模型示例

指标	数值
收入	
建筑面积 (平米)	500,000
单床面积	100
总床位数	5,000
床位使用率	40.0%
单床收入 (门诊+住院) (万元)	100
医院总收入 (万元)	200,000
资产负担	
单平造价 (元)	10,000
合计投资 (万元)	500,000
其中设备成本 (万元)	60,000
其中物业成本 (万元)	350,000

物业折旧年限	30
设备折旧年限	5
物业年折旧额	11,667
设备年折旧	12,000
经营成本	
人工成本占收入比	30.0%
药品耗材占收入比	45.0%
药品毛利率	0.0%
销售费用率	1.5%
财务费用（万元）	10,000
债务融资比重	50.0%
贷款利率	4.0%
其他成本费用占比（管理折旧、水电燃气等等）	5.0%
盈利水平	
毛利率(扣减人口、药品耗材、设备折旧)	19.00%
净利润（万元）	3,333
净利率	1.7%
盈亏平衡对应在院患者数	1850 床（37%使用率）

资料来源：申港证券研究所

国际医学中心财务模型设计合理,盈利前景明朗。根据医院常规经营模型,我们对西安国际医学中心的个别特异性指标进行确认后,测算得出西安国际医学中心医院盈亏平衡点在 1850 床左右,具体指标说明如下。

- ◆ **收入端,参照高新医院单床收入水平估测,实际未来大概率会超出这一数值。**从 2020 年三季报的情况推算,国际医学中心已开放床位的单床产出约为 80 万元,实际公司高新医院的单床产出约为 100 万元,作为一个专家队伍配置水平更高的医院,我们认为国际医学中心未来单床产出大概率会超出这个数字。保守起见,我们仍按照 100 万/床进行估算。
- ◆ **资产负债,参考公告相关数字推算。**从三季报的情况看,国际医学中心固定资产总值已达 41 亿,其中设备成本约 6 亿,物业成本约 35 亿,推测年折旧在 2.2 亿左右。
- ◆ **经营成本,参考同类医院数据推算。**（1）首先是人工和药品耗材占比,根据我们的草根调研,高新医院的成本结构中,人工、药品、耗材约占总成本的比重分别为 30%、30%、30%,对应占总收入的比重均为 26%左右,考虑到国际医学中心更雄厚的专家队伍,我们认为国际医学中心的人工成本水平应该更高,药品耗材占比会偏低,我们按照人工占收入 30%,药品耗材合计占总收入 45%测算。（2）财务费用方面,结合公告数据推算公司长期借款成本率约为 4%,假设国际医学中心的债务筹资比率为 50%。（3）其他成本费用占比,主要包括水电燃气、办公用品等费用,参考行业调研数据,按照收入比重 5%进行测算。

2.3 盈收预测

1、当前医院人才结构中高级职称人数已经较为充裕,后续新设病区只需要补充基层人员即可,不存在绝对障碍,预计 2020~2024 年平均在院患者人数可达 880 人、2100、3000、4000、5000。

2、医院 2021 年有望实施三级甲等医院评审,由此可带来医院收费标准的提升,考虑到医院在人才等级上的优势,单床收入将持续上升。

3、稳态情况下医院人工成本占比约为 30%,药品和耗材占比合计约为 45%。2021 年仅需补充基层医护,给予人工成本 30%的增长率。

4、康复医院 2022 年投入运行,考虑到开业后公司将把骨科、妇女儿童医院部分迁入康复医院,预计当年平均在院患者数可以达到 800 人以上,随后分别达到 1500 人、2500 人。

5、国际医学中心医院折旧摊销按照 2019、2020 半年报推算得出,其他成本费用根据历史数据倒挤得出;康复医院的折旧摊销和其他费用参照国际中心医院数据根据床位数同比例推算。

表8: 国际医学中心医院盈收预测 (百万)

西安国际医学中心	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总床位数	5037	5037	5037	5037	5037	5037
平均在院	280	882.5	2100	3000	4000	5000
床位使用率	6%	18%	42%	60%	79%	99%
单床产出 (万元)	80	80	100	105	110	116
收入 (百万元)	56	706	2100	3150	4410	5788
收入增速		1160.7%	197.5%	50.0%	40.0%	31.3%
人工成本占收入比	393%	71%	35%	30%	30%	30%
药品占收入比	26%	26%	23%	23%	23%	23%
耗材占收入比	26%	26%	23%	23%	23%	23%
毛利率	-344%	-23%	20%	25%	25%	25%
毛利	-193	-160	420	788	1103	1447
折旧摊销	55.0	220	220	220	220	220
其他费用	124.3	279.9	279.9	279.9	279.9	279.9
净利润 (百万元)	-372.2	-660.3	-79.9	287.6	602.6	947.1

资料来源:公司公告,申港证券研究所

表9: 西安国际医学康复医院盈收预测

西安国际医学康复医院	2022	2023	2024
总床位数	3600	3600	3600
平均在院	800	1500	2500
床位使用率	22%	42%	69%
单床产出 (万元)	100	105	110
收入 (百万元)	800	1575	2756
收入增速		96.9%	75.0%
人工成本占收入比	71%	35%	30%
药品占收入比	26%	26%	26%
耗材占收入比	26%	26%	26%
毛利率	-31%	9%	16%
毛利 (百万)	-245	144	436
折旧摊销 (百万)	110	110	110

其他费用 (百万)	121.5	121.5	121.5
净利润 (百万)	-415.5	-26.7	264.7

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3. 学科实力雄厚的西安高新医院

西安国际医学高新医院是西安高新区唯一一所三甲医院,是我国首家社会资本兴办的三级甲等综合型医院,学科实力雄厚。我们对西安市主要的三甲医院进行了梳理,从床位规模、员工数量、门诊量、住院量、重点专科(学科)数量几个角度进行对比。虽然床位规模和员工人数并不占优,但作为具备明显区位优势三甲医院,高新医院的门诊量和住院量于唐都医院和红会医院基本持平。学科方面,高新医院神经内科为国家级临床重点专科,在所有市级三甲医院中亦属优秀,从重点学科数量的角度,我们认为高新医院在西安市全部 41 家三甲医院中,排名应属前列。

表10：西安高新医院在当地林立的三甲医院中仍属前列

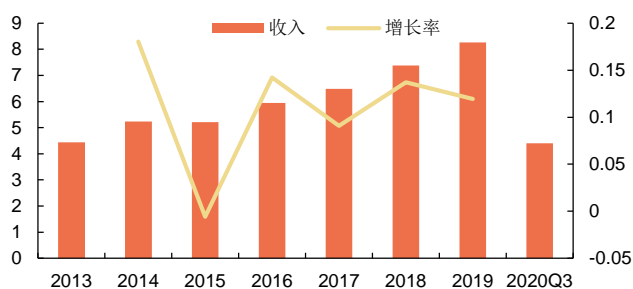
	床位规模	员工数	门诊量	住院量	国家级专科	省级专科	市级专科	合计
西安交通大学第一附属医院	2600	5075	326	15.7	16			16
第四军医大学西京医院	3200	5000	387.25	14.03	26			26
陕西省人民医院	3079	4700	187	12.4				15
西安交通大学第二附属医院	1739	3264	190	9	12	14		26
西安市第四医院	2300	—	147.5	7.8				8
第四军医大学唐都医院	1200	2000	71	5	若干			若干
西安市红十字会医院	1600	2198	70	5	2			2
西安高新医院	808	1782	100	4.3	1	3	4	8
西安市第九医院	1000	1545	66	4				9
西安市中心医院	1000	1967	81	3.7		5	11	16
陕西省第二人民医院	508	690	20	1.8			1	1

资料来源：各医院官网,申港证券研究所

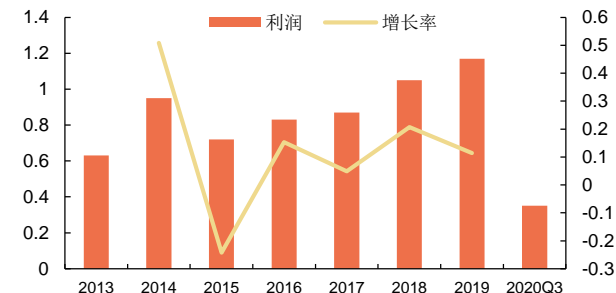
西安国际医学高新医院目前处于超负荷运营状态,但业绩增长依然稳健。2019 年,西安国际医学高新医院门、急诊人次突破 100 万,较 2018 年同期增长 9.61%;出院人次突破 4.3 万,较 18 同期增长 8.69%;实现收入 8.26 亿元,较 2018 年同期增长 12.04%;净利润 1.17 亿元,较 2018 年同期增长 11.17%,该院的床位使用率已经达到了 107%,在床位已经满负荷的前提下仍然保持了稳定增长(2015 年的小幅下滑,主要系新成立血液科、肿瘤放疗科、消化介入科等科室、病房装修改造导致当期费用大幅度上升)。

图21：西安国际医学高新医院营业收入

图22：西安国际医学高新医院净利润



资料来源：公司公告, 申港证券研究所



资料来源：公司公告, 申港证券研究所

原址扩建医院二期工程,业绩成长确定性强。公司于 2015 年 6 月收购获得两块紧靠高新医院的土地,并于 2017 年着手建设医院二期项目,预计总投资 10 亿元,新增建筑面积 12 万平米,新增床位 1000 张,预计将于 2021 年正式投入使用。考虑到高新医院目前处于供不应求的状态,预计二期开业后能很快住至 1000 张床位,2021 年当年有望实现满负荷运营。二期项目投用的同时,高新医院原床位将该做妇产专科医院,总床位数改为 500 张,医院目前相关妇产科室总床位数在 350 张左右。

3.1 盈收预测

1、依托高新医院目前的患者流量,二期开业后床位使用较短时间内就能达到成熟状态,人工成本、药品耗材占比参照高新医院现有水平,折旧摊销及其他费用参照国际医学中心数据根据床位数同比例调整。

2、二期开放后,高新医院原病房将作为妇幼专科医院使用,总床位数改为 500 张,目前高新医院各妇幼相关科室总床位数在 350 张左右,2021~2024 在院病人数按照 350、450、500 计算。药品耗材占比参照妇产专科同类上市公司和美医疗数据。

表11：西安高新医院一期盈收预测

西安高新医院	2019	2020	2021	2022	2023	2024
一期						
总床位数	808	808	500	500	500	500
使用床位数	808	808	350	450	500	500
床位使用率	106%		70.0%	90.0%	100.0%	100.0%
单床年产出 (百万元)	0.96	0.96	1.01	1.06	1.12	1.17
收入 (百万)	826	758	354.4	478.5	558.2	586.1
收入增速			-53.2%	35.0%	16.7%	5.0%
人工占收入比	26%	27%	26%	26%	26%	26%
药品占收入比	26%	27%	15%	15%	15%	15%
耗材占收入比	26%	27%	0%	0%	0%	0%
毛利率	23%	19%	59%	59%	59%	59%
毛利 (百万)	188	144	210	283	331	347
折旧摊销及其他费用 (百万)	70.9		28.4	28.4	28.4	28.4
净利润 (百万)	117.0	75.8	181.6	255.1	302.4	318.9

资料来源：公司公告, 申港证券研究所

表12: 西安高新医院二期盈收预测

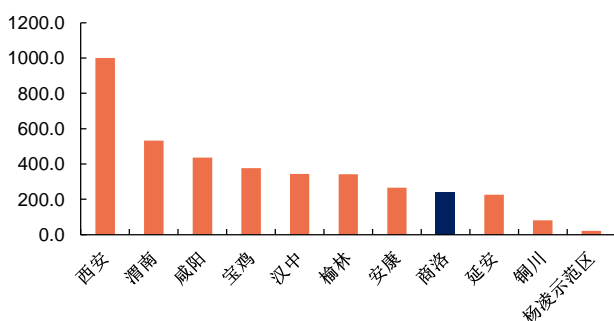
二期	2021	2022	2023	2024
总床位数	1000	1000	1000	1000
使用床位数	800	1000	1000	1000
床位使用率	80%	100%	100%	100%
单床年产出 (百万)	1.00	1.05	1.10	1.16
收入 (百万)	800.0	1050.0	1102.5	1157.6
收入增速		31.3%	5.0%	5.0%
人工收入占比	26%	26%	26%	26%
药品收入占比	26%	26%	26%	26%
耗材收入占比	26%	26%	26%	26%
毛利率	23%	23%	23%	23%
毛利 (百万)	182	239	251	263
折旧摊销及其他费用 (百万)	92.4	92.4	92.4	92.4
净利润 (百万)	90	146	158	171

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

4. 商洛国际医学中心

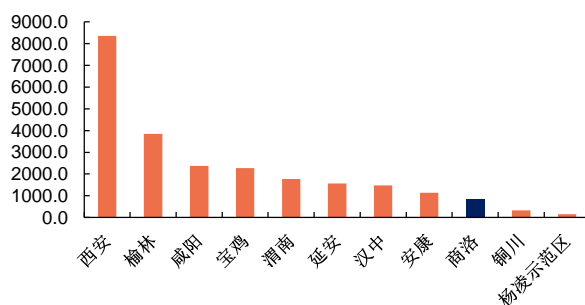
商洛市人口在陕西处于中等,经济欠发达,医疗资源配置水平仍有提升空间。根据陕西省统计年鉴数字,商洛市总人口 238 万,在陕西省排名第 8 位;人均 GDP3.47 万人民币,陕西省倒数第二位;千人口床位数 6.05 张,达到国家 2020 年卫生发展规划床位配置目标,但在整个陕西省排名倒数第三。

图23: 陕西各地级市人口



资料来源: 陕西省统计年鉴, 申港证券研究所

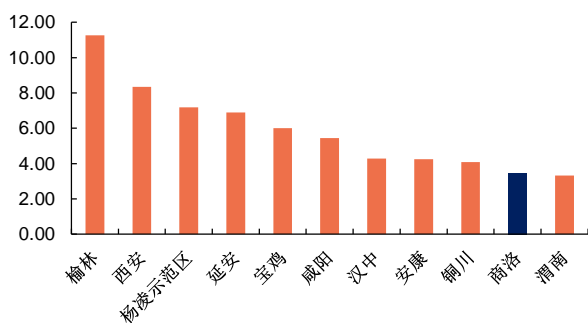
图24: 陕西各地级市 GDP



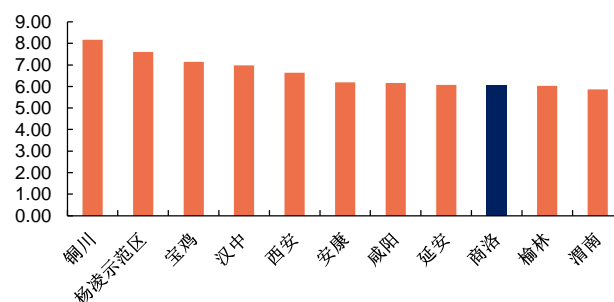
资料来源: 陕西省统计年鉴, 申港证券研究所

图25: 陕西各地级市人均 GDP

图26: 陕西各地级市千人口床位



资料来源: 陕西省统计年鉴, 申港证券研究所



资料来源: 陕西省统计年鉴, 申港证券研究所

商洛国际医学中心医院 (原名商洛市第二人民医院) 实力水平在商洛名列前茅。商洛国际医学中心医院 (老院区) 项目于 2017 年四季度并表。该院位于陕西省商洛市商州区北新街西段, 是一所集医疗、教学、科研为一体的综合性二级甲等医院。开放床位 500 张, 现有职工 487 人。其中医院眼科、骨科、耳鼻喉科、产科为商洛市医学重点学科。年门诊量十余万余人次、出院病人 11000 余人次。从业务体量和重点学科来看, 该医院是商洛当地仅次于中心医院的医疗机构。

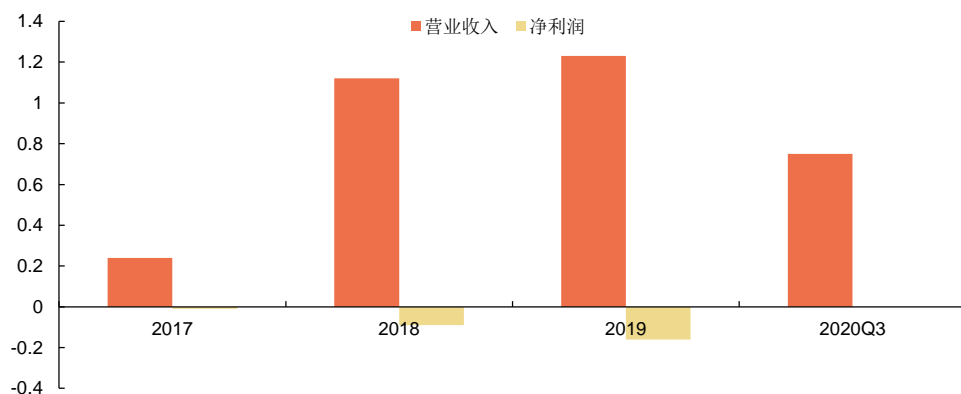
表 13: 商洛市各医院情况

	床位	员工数	诊疗人次	手术	医院级别	国家重点	省重点	市重点
商洛市中心医院	1488	1865	61.4	1.49	三甲		4	4
商洛国际医学中心医院	500	310	12.8	1.1	二级			4
商洛市中医院	400	452	4.8		二甲	3	4	

资料来源: 各医院官网, 申港证券研究所

医院已满负荷运转, 但营收规模仍在快速增长。该院病床使用率已经达到 107.40%; 2019 年全院诊治门诊病人 116,291 人次, 同比增长 31.93%; 诊疗出院病人 11,641 人次, 同比增长 3.59%; 全院共完成手术 5,112 台次, 同比增长 13.20%。2019 年度, 西安国际医学商洛医院实现收入 1.23 亿元, 较上年同期增长 9.62%, 净利润-0.16 亿元, 较上年同期减少 70.48% (主要系为新院区进行人才储备的成本支出增加)。

图 27: 商洛国际医学中心医院业绩增长迅速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

二期迁建项目预计 2021 年开业。新院区项目于 2016 年开始建设, 建筑面积 22 万平方米, 最大床位 1800 张, 预计 2021 年年内开业, 建成后将成为商洛市最高水平三级甲等医院。二期开业后, 原商洛国际医学中心医院老院区将交还政府改为社区卫生服务中心, 全体医护人员迁入新院区。

图28: 商洛地区医疗机构区位图



资料来源: 百度地图, 申港证券研究所

4.1 盈利预测

1、商洛医院二期项目预计 2021 年投入使用, 迁建后原商洛第二人民医院人员全部迁入新址, 预计可迎来大幅业务增长。按照 2021~2024 平均在床人数分别是 800、1200、1500、1800。折旧摊销参照国际医学中心医院根据床位数同比比例测算。

表14: 商洛医院盈利预测

商洛医院	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总床位数	500	500	1800	1800	1800	1800
平均使用床位数	537.00	537.00	800	1200	1500	1800
床位使用率	107%	107%	44%	67%	83%	100%
单床年产出	0.23	0.20	0.24	0.25	0.27	0.28
收入	123.3	110	192.8	303.7	398.6	502.2
收入增速			75.3%	57.5%	31.3%	26.0%
人工成本占收入比	51.8%	51.8%	36%	25%	25%	25%

药品占收入比	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%
耗材占收入比	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%
毛利率	-3%	-3%	12%	23%	23%	23%
毛利	-4	-3.6	23.3	71.4	93.7	118.0
折旧摊销及其他费用	11.5	11.5	165.0	165.0	165.0	165.0
净利润	-15.5	-15.1	-141.6	-93.6	-71.3	-47.0

资料来源：公司公告，申港证券研究所

5. 辅助生殖中心

整个陕西省有 10 个辅助生殖牌照,全部集中在西安,公司是唯一一家民营机构。截至目前,陕西省有 10 家辅助生殖医学机构,其中具备 IVF 执业资格的医疗机构有 5 家。公司将成为陕西省唯一一家获得 IVF 技术运行资质的民营医院。

表15：陕西省辅助生殖牌照情况

序号	医疗机构	准入技术	运行状态
1	西北妇女儿童医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		供精人工授精技术(AID)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	正式运行
		植入前胚胎遗传学诊断技术(PGD)	正式运行
2	空军军医大学唐都医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		供精人工授精技术(AID)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	正式运行
		植入前胚胎遗传学诊断技术(PGD)	正式运行
3	空军军医大学西京医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	正式运行
4	西安市第四医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	正式运行
5	西安交通大学医学院第一附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	试运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	试运行
6	陕西中医药大学附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行
7	宝鸡市妇幼保健院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行
8	西安高新医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行
9	西安安琪儿妇产医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行
10	资料来源：申		批准筹建

港证券研究
所西安交通
大学医学院第
二附属医院

资料来源：陕西省卫健委, 申港证券研究所

公司辅助生殖中心万事俱备,只欠东风。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,设计具备年 4 万个 IVF 周期服务能力,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。该中心于 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展 IVF 业务。

西安辅助生殖顶级专家团队加盟,医院经营前景明朗。目前西京医院原生殖内分泌科、生殖中心主任黄艳红教授已加盟国际医学,出任该中心负责人。黄教授是陕西省妇女保健学会副主任委员、陕西省性学会生殖医学专业委员会副主任委员。

5.1 盈利预测

1、陕西省的辅助生殖医院主要集中在西安,当地最大的西北妇女儿童医院体量最大,年 IVF 周期数超过 15000 例,考虑到公司引进了西京医院黄艳红团队,我们看好公司辅助生殖业务的成长。我们预计公司 2021 年公司可以获得 IVF 牌照,2021~2024 年周期数分别是 1000、5000、10000、15000。

表16: 辅助生殖中心营收预测

辅助生殖中心	2021	2022	2023	2024
IVF 周期数量	1000	5000	10000	15000
单价	5	5	5	5
收入	50	250	500	750
毛利率	50%	50%	50%	50%

资料来源：申港证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1 关键假设:

1、国际医学中心医院预计 2020~2024 年平均在院患者人数可达 880 人、2100、3000、4000、5000。医院 2021 年有望实施三级甲等医院评审,由此可带来医院收费标准的提升,考虑到医院在人才等级上的优势,单床收入将持续上升。稳态情况下医院人工成本占比约为 30%,药品和耗材占比合计约为 45%。

2、国际医学康复医院 2022 年投入运行,考虑到开业后公司将把骨科、妇女儿童医院部分迁入康复医院,预计当年平均在院患者数可以达到 800 人以上,随后分别达到 1500 人、2500 人。

3、西安高新医院二期开业后床位使用较短时间内就能达到成熟状态各项指标参照高新医院现有水平。二期开放后,高新医院原病房按 2021~2024 在院病人数按照 350、450、500 计算。药品耗材占比参照妇产专科同类上市公司数据。

4、商洛医院二期项目预计 2021 年投入使用,迁建后原商洛第二人民医院人员全部迁入新址,预计可迎来大幅业务增长。按照 2021~2024 平均在床人数分别是 800、1200、1500、1800。

5、国际医学中心医院折旧摊销按照 2019、2020 半年报推算得出,其他成本费用根据历史数据倒挤得出;其他各医院折旧摊销和其他费用参照国际中心医院数据根据床位数同比例推算。

6.2 盈利预测:

基于上述假设,我们预计 2020-2022 年,公司营业收入分别为 15.9 亿元、35 亿、60 亿元,归母净利润分别为 0.47 亿元、0.82 亿元和 3.4 亿元,对应 EPS 分别为 0.02 元、0.04 元、0.16 元。当前股价对应 PE 为 328、201、48。

表 17: 国际医学盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	2,039.35	990.95	1,585.34	3,499.37	5,994.89
主营收入增长率	-49.76%	-51.41%	59.98%	120.73%	71.31%
EBITDA (百万元)	3,633.71	362.29	472.65	606.83	940.15
EBITDA 增长率	305.96%	-90.03%	30.46%	28.39%	54.93%
净利润 (百万元)	2,184.29	(403.93)	46.68	81.49	341.35
净利润增长率	1001.01%	-118.49%	-111.56%	74.58%	318.88%
ROE	0.38	(0.08)	0.01	0.01	0.05
EPS (元)	1.11	(0.21)	0.02	0.04	0.16
P/E	7.00	(37.00)	328.10	201.69	48.15
P/B	2.67	3.09	2.93	2.60	2.47
EV/EBITDA	4.02	48.69	36.79	30.31	19.39

资料来源:公司公告,申港证券研究所

相对估值,考虑到相对估值属性的可比性,我们选取爱尔眼科、通策医疗、盈康生命、美年健康等医疗服务公司对比,可比公司 2020~2022 年平均 PE 分别为 266、81、61,公司仍有一定估值优势。

表 18: 国际医学可比公司一致性估值 (A 股)

公司	2020PE	2021PE	2022PE
爱尔眼科	155.65	114.54	86.55
通策医疗	131.52	99.38	76.41
盈康生命	109.54	58.29	43.20
美年健康	666.90	50.26	38.26
可比公司平均	265.90	80.62	61.11
国际医学	328	201	48

资料来源:wind,申港证券研究所

6.3 风险提示

1) 公司有大量新建医院项目处在建设中和运行早期,资金需求巨大,在现有医疗项目顺利运行进行现金流平衡阶段前,公司面临较大的资金压力。

- 2) 西安市医保为按人头付费且人头支付标准较低,低于公司旗下各医院实际人头费用水平,国际医学中心医院目前处在业绩爬坡期,承担医保坏账在所难免,将对未来盈利预期带来一定不确定性。
- 3) 公司所建医疗机构规模体量较大,人才需求多,虽然已经具备了较为完备的高级人才储备,但中坚力量的招募仍存在不及预期的可能,可能对床位使用率的提升带来一定影响。
- 4) 医生护士团队招募速度不及预期,市场营销效果不及预期,患者上量不及预期

表19: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
营业收入	2039	991	1585	3499	5995	流动资产合计	2357	1620	2563	2364	3222		
营业成本	1589	849	1716	2816	4935	货币资金	1429	1086	1876	1294	1600		
营业税金及附加	31	11	17	38	66	应收账款	75	115	184	407	697		
营业费用	36	11	0	11	3	其他应收款	16	31	50	110	189		
管理费用	276	393	390	417	472	预付款项	11	21	27	45	79		
研发费用	2	8	10	5	0	存货	26	53	106	175	306		
财务费用	-9	42	134	128	120	其他流动资产	779	7	12	26	44		
资产减值损失	100	-118	0	0	0	非流动资产合计	4949	8411	8553	9726	10320		
公允价值变动收益	0	17	9	13	11	长期股权投资	241	75	15	15	15		
投资净收益	3041	48	726	6	6	固定资产	628	4536	4266	6906	8502		
营业利润	3053	-379	51	103	415	无形资产	523	595	577	561	544		
营业外收入	4	0	2	1	2	商誉	0	0	0	0	0		
营业外支出	7	6	6	6	6	其他非流动资产	639	460	450	1000	1000		
利润总额	3049	-385	47	98	410	资产总计	7306	10031	11115	12090	13542		
所得税	806	28	-1	15	62	流动负债合计	957	1866	1935	2528	3632		
净利润	2243	-413	48	83	349	短期借款	140	200	0	0	139		
少数股东损益	59	-9	1	2	7	应付账款	588	1279	1537	2006	2809		
归属母公司净利润	2184	-404	47	81	341	预收款项	71	93	102	225	385		
EBITDA	3634	362	473	607	940	一年内到期的非流动负债	1	56	56	56	56		
EPS (元)	1.11	-0.21	0.02	0.04	0.16	非流动负债合计	573	3169	3907	3207	3207		
主要财务比率						长期借款	571	3155	3895	3195	3195		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	1530	5035	5842	5734	6838		
营业收入增长	-49.76%	-51.41%	59.98%	120.73%	71.31%	少数股东权益	49	41	42	43	51		
营业利润增长	1067.16%	-112.42%	-113.54%	100.52%	303.16%	实收资本 (或股本)	1971	1971	1971	2115	2115		
归属于母公司净利润增长	1001.01%	-118.49%	-111.56%	74.58%	318.88%	资本公积	239	218	218	1072	1072		
获利能力						未分配利润	3147	2596	2643	2724	3065		
毛利率(%)	22.10%	14.31%	-8.24%	19.53%	17.68%	归属母公司股东权益合计	5727	4956	5232	6312	6653		
净利率(%)	110.00%	-41.63%	3.01%	2.38%	5.82%	负债和所有者权益	7306	10031	11115	12090	13542		
总资产净利润(%)	29.90%	-4.03%	0.42%	0.67%	2.52%	现金流量表							
ROE(%)	38.14%	-8.15%	0.89%	1.29%	5.13%	单位:百万元							
						2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
偿债能力						经营活动现金流	-772	-34	-148	779	1270		
资产负债率(%)	21%	50%	53%	47%	50%	净利润	2243	-413	48	83	349		
流动比率	2.46	0.87	1.32	0.94	0.89	折旧摊销	82	121	287	376	405		
速动比率	2.44	0.84	1.27	0.87	0.80	财务费用	-9	42	134	128	120		
营运能力						应付账款减少	-11	-41	-69	-223	-290		
总资产周转率	0.31	0.11	0.15	0.30	0.47	预收账款增加	-269	21	9	123	160		
应收账款周转率	29	10	11	12	11	投资活动现金流	43	-2536	305	-1531	-983		
应付账款周转率	3.36	1.06	1.13	1.98	2.49	公允价值变动收益	0	17	9	13	11		
每股指标 (元)						长期股权投资减少	23	165	60	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.11	-0.21	0.02	0.04	0.16	投资收益	3041	48	726	6	6		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.17	0.40	-0.28	0.14	筹资活动现金流	232	2226	634	170	19		
每股净资产(最新摊薄)	2.91	2.51	2.65	2.98	3.15	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	441	2584	740	-700	0		
P/E	7.00	-37.00	328.10	201.69	48.15	普通股增加	0	0	0	144	0		
P/B	2.67	3.09	2.93	2.60	2.47	资本公积增加	-38	-21	0	854	0		
EV/EBITDA	4.02	48.69	36.79	30.31	19.39	现金净增加额	-497	-344	790	-582	306		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内,相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内,相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内,相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内,相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内,相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内,相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内,相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上