



2021-02-21

公司深度报告

买入/首次

国际医学(000516)

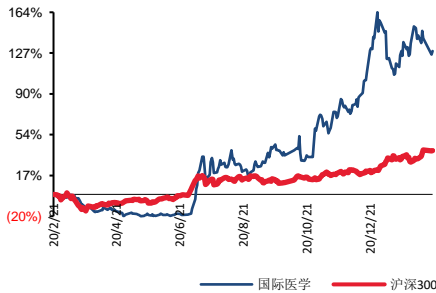
目标价: 15

昨收盘: 11.31

医疗保健 医疗保健设备与服务

综合性医院优质标的，稀缺人才设备铸就宽广护城河

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,276/1,929
总市值/流通(百万元)	25,741/21,816
12 个月最高/最低(元)	13.03/3.97

相关研究报告:

证券分析师: 周豫

电话: 010-88695132

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070002

报告摘要

全国医院医疗市场保持较快增速，高等级医院资源显著稀缺。根据卫健委《中国卫生健康统计年鉴》发布的数据，全国卫生总费用自 2010 年的 19980 亿元增长至 2019 年的 65196 亿元，年复合增长率 14.04%，保持了较高增速。其中，全国医院总数量自 2010 年的 20918 家增长到 2018 年的 33009 家，年复合增长率为 5.87%，三级医院年复合增长率 8.94%，显著高于平均增速。截至 2019 年末，三级医院数量占比仍仅为全部医院总数的 8%，但却承担了 23.62% 的诊疗和 38.42% 的住院需求，且三级医院的病床使用率超 97.5%，国内能提供高质量医疗服务的三级医院处于显著稀缺状态。

主要资产梳理: ①高新医院，中国第一家民营三甲医院，2013-2019 年净利润率均维持在 13% 以上，盈利能力稳定；去年底床位数已从 808 张扩增至 1500 张。②国际医学中心医院，国内已建成最大单体医院，规划最大床位 5037 张，现仅开放 1500 张，人才方面受益军改，设备方面，投入超 10 亿，并成为全国第 6 家、西北首家获得质子放射治疗系统准予许可的医疗机构。③国际医学商洛医院，现为综合性二甲医院，床位设置 500 张，建设中新院区预计 2021 年投入使用，建成后将成为商洛地区最有竞争力的三甲医院，最大床位数 1800 张。④国际医学康复医院，预计 2022 年投入使用，设计床位 3600 张，内设妇女儿童医院、骨科医院和康复、中医老年病医院等。

国际医学中心医院内生增长性强，有望实现控费医疗向消费医疗转变。现阶段中心医院主要以医保患者为主，控费医疗属性重，随着医院口碑的提升，疑难杂症患者比例提升，自费占比将大幅增长。向消费医疗属性的转变将为公司提供强劲的内生增长动能。

综合性医院复制性差，但服务的半径和深度具有大幅拓展的潜力，业绩确定性较强。综合性医院患者具有机构资源导向和专家资源导向。从诊疗人次/常驻人口的数据上看，陕西省的诊疗人次/常住人口比值明显小于北京、上海等医疗服务行业较发达地区，陕西省内尤其西安市的医疗资源优势还不明显，西安市内高等级医院的整体口碑和专家资源优势还不够突出，对陕西及周边省份的虹吸效应还没有显现。随着国际医学大力资本投入，国际医学有望与西京和唐都等西安高端三甲医院慢慢形成集群，在患者，医

保和医生等多领域形成正向虹吸效应。

盈利预测和评级：我们认为 2021 年公司业绩将迎来拐点。一方面，2020 年 12 月 28 日西安地铁六号线国际医学中心站开通将提高病人就诊的便利程度，有利于中心医院门诊就诊量的增长，进而提升门诊患者向住院患者的导流质量；另一方面高新医院新院区投入运营，病人转化率进一步提高、医院整体经营结构更加合理，国际医学整体业绩将逐步释放，未来前景值得期待。截至 2021 年 2 月 19 日，公司的收盘价为 11.31 元，总市值为 257 亿元，我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 16.10 亿元、31.80 亿元和 55.50 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.56 亿元、1.12 亿元和 4.00 亿元，对应的 2020 年-2022 年 EPS 分别为 0.02 元/股、0.05 元/股和 0.18 元/股，市盈率分别为 565.50 倍、226.20 倍和 62.83 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：诊疗环境恢复不达预期；病人数量不及预期；医保控费趋严

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	990.95	1610.00	3180.00	5550.00
(+/-%)	-0.51	0.62	0.98	0.75
净利润(百万元)	-403.93	56.05	111.91	400.38
(+/-%)	-1.18	1.14	1.00	2.58
摊薄每股收益(元)	-0.18	0.02	0.05	0.18
市盈率(PE)	—	565.50	226.20	62.83

资料来源：WIND，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 行业概况.....	5
(一) 医疗规模——营收保持快速增长，非公立医院增速最快.....	5
(二) 三级医院数量增长最快，病床使用率仍维持高位.....	6
(三) 诊疗人次——民营医院就诊人次年复合增长率 14.74%.....	7
(四) 陕西省医疗资源相对落后.....	8
(五) 国家政策持续支持民营医院发展.....	10
二、 公司概况.....	11
(一) 发展历程.....	11
(二) 股权结构.....	12
(三) 经营拐点已现，盈利能力或将加速提升.....	13
三、 主要医疗资产梳理.....	14
(一) 西安国际医学高新医院：中国第一家社会办医三级甲等医院.....	14
1. 收入快速增长，净利润率保持稳定.....	14
2. 高新医院二期扩建——合理分配病房资源，提升盈利水平.....	15
(二) 西安国际医学中心医院：国内已建成的最大单体医院.....	16
1. 受益军改，承接雄厚医疗资源，深挖护城河.....	16
2. 医疗设备达世界领先水平，总投资超 10 亿元.....	18
3. 2021 年或实现扭亏为盈，单月扭亏有望在 5 月实现.....	19
(三) 西安国际医学商洛医院.....	21
(四) 西安国际医学康复医院.....	22
(五) 西安国际生殖医学中心.....	22
四、 国际医学的核心投资价值.....	24
(一) 重资产投资有望带来强大虹吸效应.....	24
(二) 实现控费医疗向消费医疗转变，内生增长性强.....	25
(三) 患者具有机构资源导向和专家资源导向.....	26
五、 盈利预测及估值.....	26
(一) 折旧和摊销.....	26
(二) 盈利预测.....	27
(三) 估值及投资建议.....	28
六、 风险提示.....	29

图表目录

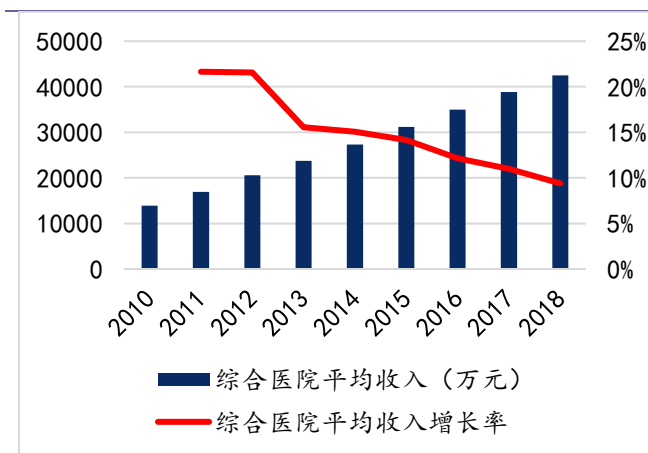
图表 1: 综合医院平均收入 (万元)	5
图表 2: 三级公立医院平均收入 (万元)	5
图表 3: 非公立医院收入 (亿元)	6
图表 4: 医院和三级医院数量	6
图表 5: 三级医院和公立医院数量对比	6
图表 6: 2014 年-2018 年三级医院病床使用率	7
图表 7: 2014 年-2018 年各级医院病床使用率对比	7
图表 8: 2015 年-2019 年全国总诊疗人次 (亿)	8
图表 9: 2015 年-2019 年全国公立、民营医院总诊疗人次 (亿)	8
图表 10: 2018 年各省份 (除港澳台) 三级医院数量排名	9
图表 11: 西安市总人口 (万人)	10
图表 12: 西安市 GDP (亿元)	10
图表 13: 公立医院和私立医院数量对比	11
图表 14: 公司股权结构	13
图表 15: 2018 年 Q3-2020 年 Q3 单季度营收情况 (万元)	14
图表 16: 2013 年-2020 年 Q3 高新医院营收和净利润 (亿元)	15
图表 17: 西安国际医学中心医院床位数量全国前十	16
图表 18: 关于军改的重要文件	17
图表 19: 陕西省三甲部队医院汇总	18
图表 20: 西安国际医学中心医院医护团队	18
图表 21: 部分主要设备	19
图表 22: 2019 年-2020 年 Q3 中心医院营收和净利润 (亿元)	20
图表 23: 2017 年-2020 年 Q3 商洛医院营收和净利润 (亿元)	21
图表 24: 康复医院科室布局	22
图表 25: 不同辅助生殖成功率对比	22
图表 26: 各国不孕不育发病率	23
图表 27: 试管婴儿费用结构占比	24
图表 28: 爱尔眼科、锦欣生殖、国际医学固定资产和营收情况对比	25
图表 29: 控费医疗向消费医疗转变	25
图表 30: 2018 年六省份诊疗人次和常住人口对比	26
图表 31: 预计国际医学主要院区资产折旧、摊销金额	27
图表 32: 盈利预测	28
图表 33: 可比公司估值对比	29

一、 行业概况

(一) 医疗规模——营收保持快速增长，非公立医院增速最快

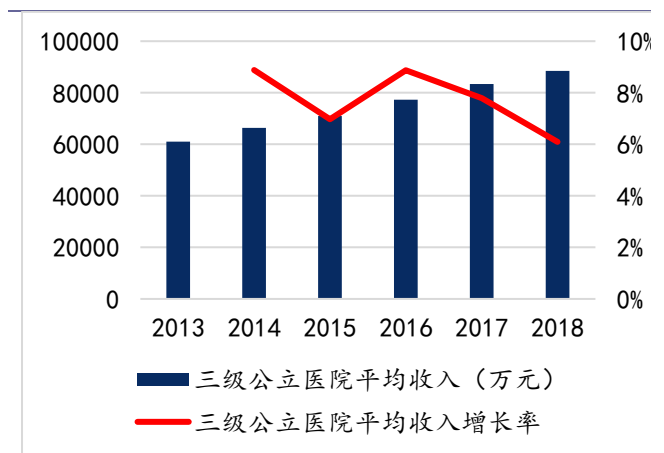
全国医院医疗市场规模广阔，综合性医院收入保持较快增速。随着我国居民可支配收入提高、二胎政策开放、老龄化程度的加剧，居民对优质医疗资源的需求愈加旺盛，因此医院医疗市场规模不断扩大，综合性医院收入规模持续增长。根据卫健委《中国卫生健康统计年鉴》发布的数据，全国卫生总费用自 2010 年的 19980 亿元增长至 2019 年的 65196 亿元，年复合增长率 14.04%，保持了较高增速；综合医院平均年收入自 2010 年的 13906 万元增加到 2018 年的 23132 万元，年复合增长率 10.89%；公立医院的平均年收入从 2010 年的 7179.3 万元增加到 2018 年 24182.9 万元，年复合增长率 13.43%；三级公立医院的平均年收入则由 2014 年的 66383 万元增长到 88411 万元，年复合增长率 7.43%。相较于公立医院，非公立医院的收入规模虽然还有较大差距，但是增速更快。2014 年非公立医院的收入规模仅有 2232.03 亿元，但是到 2018 年已经达到 5065.48 亿元，年复合增长率 22.74%。

图表 1：综合医院平均收入（万元）



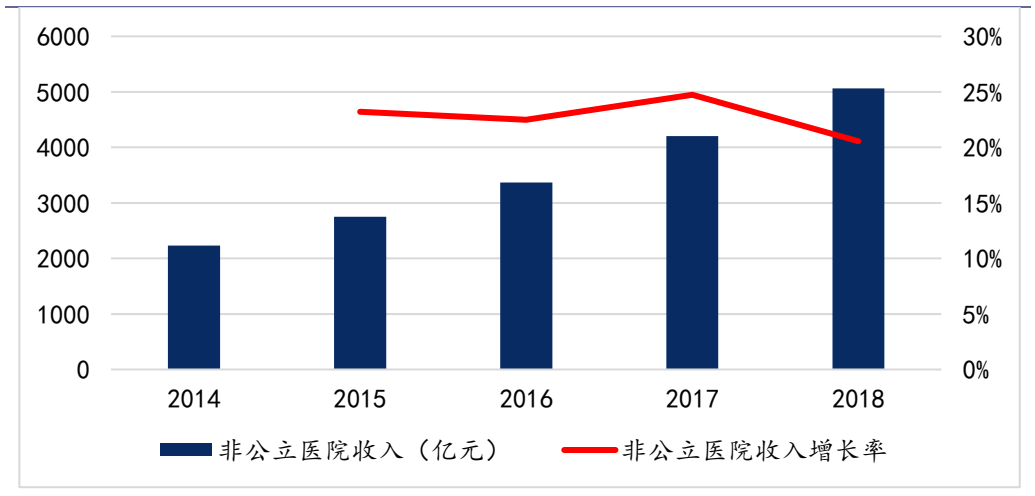
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，太平洋研究院整理

图表 2：三级公立医院平均收入（万元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，太平洋研究院整理

图表 3: 非公立医院收入 (亿元)

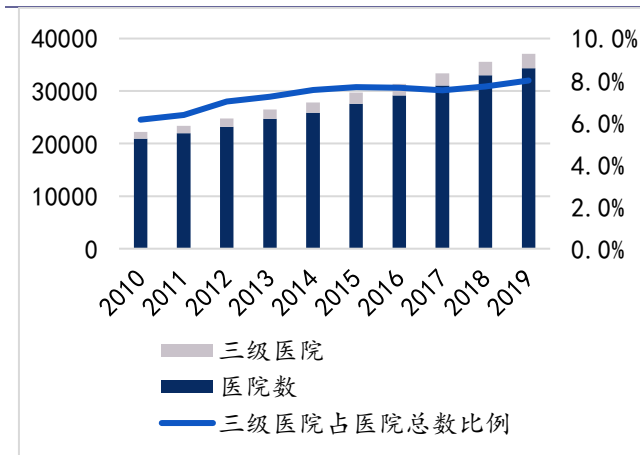


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 太平洋研究院整理

(二) 三级医院数量增长最快, 病床使用率仍维持高位

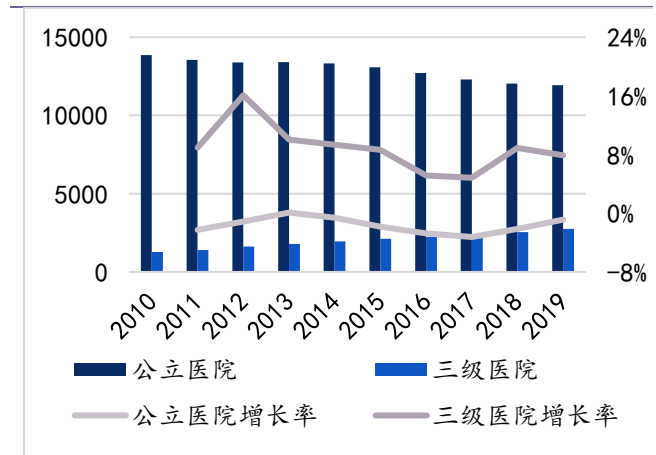
全国医院数量每年增长较为稳定, 三级医院增长相对更快。全国医院总数量自 2010 年的 20918 家增长到 2018 年的 33009 家, 年复合增长率为 5.87%。数据上看, 全国整体公立医院数量在逐年减少, 但是全国三级医院数量和占比却在持续提升。三级医院在 2010 年有 1284 家, 2018 年增长到 2548 家, 占医院总数的 7.72%, 年复合增长率 8.94%。可见患者对三级医院这类优质医疗机构的需求是非常旺盛的。

图表 4: 医院和三级医院数量



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 太平洋研究院整理

图表 5: 三级医院和公立医院数量对比



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 太平洋研究院整理

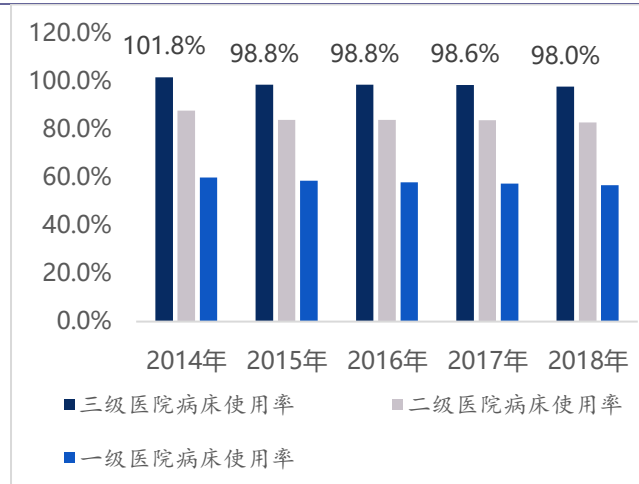
尽管三级医院增长较快，但是绝对数量仍然偏少，承担的诊疗需求偏重。根据《2019年我国卫生健康事业发展统计公报》公布的数据，2019年年末，我国医疗卫生机构中，三级医院数量占比仅为全部医院总数的8%，但是却承担了23.62%的诊疗和38.42%的住院需求。2017年到2019年三级医院的病床使用率均超过97.5%，接近饱和状态。在三级医院中，三级甲等医院能提供更高水平的医疗服务水平，病床使用率更高。由此可见，国内能提供高质量医疗服务的三级甲等医院仍旧非常稀缺。

图表 6: 2014 年-2018 年三级医院病床使用率

	三级医院病床使用率
2014 年	101.80%
2015 年	98.80%
2016 年	98.80%
2017 年	98.60%
2018 年	98%
2019 年 1-11 月	97.70%

资料来源:《中国卫生健康统计年鉴》,太平洋研究院整理

图表 7: 2014 年-2018 年各级医院病床使用率对比

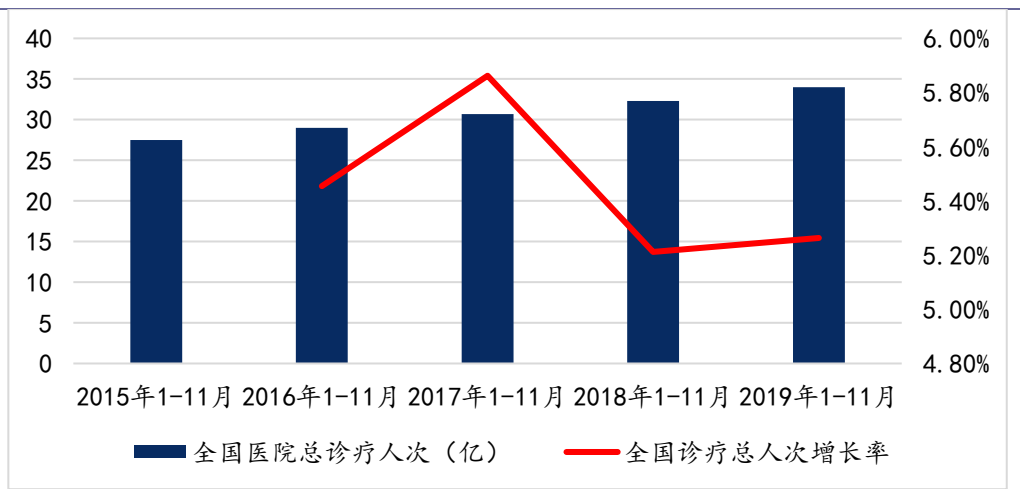


资料来源:《中国卫生健康统计年鉴》,太平洋研究院整理

(三) 诊疗人次——民营医院就诊人次年复合增长率 14.74%

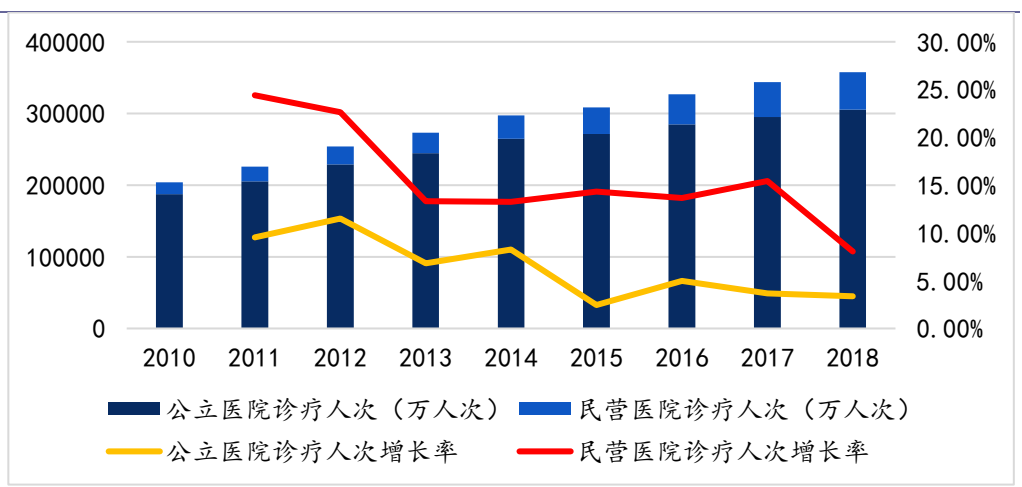
根据卫健委的数据，全国医院总诊疗人次从2015年的27.5亿增长到2019年的34亿人次，年复合增长率5.45%。其中，2015年和2019年公立医院的总诊疗人次分别为24.4亿和28.9亿人次，年复合增长率4.32%；2015年和2019年民营私立医院的总诊疗人次分别为3亿和5.2亿人次，年复合增长率14.74%。从公立医院和民营医院就诊人数上看，虽然仍有较大差别，但是在政策不断开放、公立医院资源受限、居民收入水平提高以及民营医院差异化竞争的大背景下，民营医院就诊总人数的增长率或将持续较大幅超过公立医院。

图表 8：2015 年-2019 年全国总诊疗人次（亿）



资料来源：卫健委，太平洋研究院整理

图表 9：2015 年-2019 年全国公立、民营医院总诊疗人次（亿）



资料来源：卫健委，太平洋研究院整理

（四）陕西省医疗资源相对落后

陕西省医疗资源在全国处于中游靠后位置。根据《中国卫生健康统计年鉴》数据，2018 年陕西省三级医院数量以 64 家位列全国 31 省（除港澳台）第 19 位，三甲医院数量以 39 家同样位列 19 位。全国各省三甲医院占省内医院数量的平均比率为 4.81%，陕西省是 3.32%，陕西省的三甲医院数量低于平均值，仍有较大发展空间。在陕西省的 64 家三级医院中，58 家是公立三级医院，剩余 6 家是民营三级医院。

图表 10: 2018 年各省份（除港澳台）三级医院数量排名

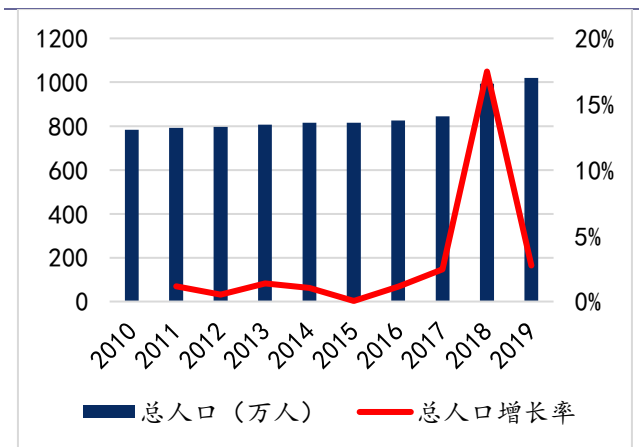
排名	省份	医院数量	三级医院数量	三甲医院数量
1	广东	1553	206	122
2	四川	2344	200	75
3	山东	2580	181	104
4	江苏	1853	161	71
5	浙江	1288	134	67
6	辽宁	1369	134	66
7	湖北	995	130	70
8	北京	648	102	55
9	黑龙江	1105	96	68
10	河南	1825	94	59
11	内蒙古	818	80	33
12	湖南	1552	79	50
13	广西	624	77	46
14	福建	641	77	36
15	河北	2108	71	46
16	江西	716	69	49
17	云南	1280	69	47
18	安徽	1140	68	46
19	陕西	1175	64	39
20	贵州	1309	58	29
21	山西	1368	57	42
22	吉林	780	51	31
23	新疆	907	48	43
24	重庆	800	48	31
25	上海	358	47	32
26	天津	420	43	31
27	甘肃	626	37	17
28	海南	218	22	14
29	青海	220	20	10
30	宁夏	231	13	6
31	西藏	158	12	7

资料来源：中国卫生健康统计年鉴，太平洋证券整理

西安市作为陕西省首府，汇聚了全省最优质的医疗资源，承担了整个省份高端医疗的重任。截至 2020 年 11 月，西安市三甲医院数量 32 家，占陕西省三甲医院数量的 58%。其中，民营三甲医院仅有 2 家。

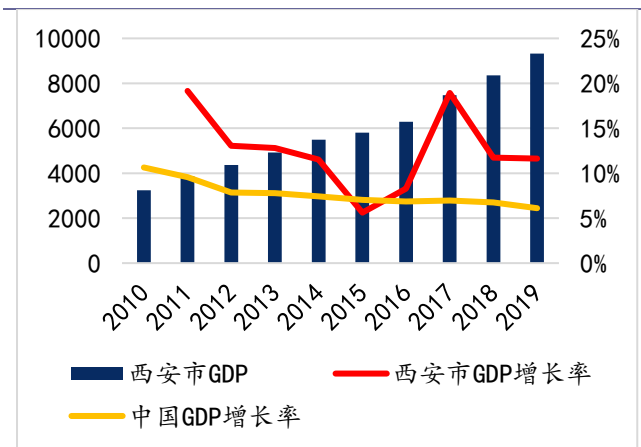
2010-2019 年间，西安市总人口和 GDP 也都保持了一定的增长。2019 年，西安市人口达到 1020 万人，相较 2010 年的 783 万人复合年化增长率达到 3%，每年都保持了人口净流入。2019 年，西安市 GDP 达到 9321 亿，过去 9 年年化复合增长率达到 12.45%，超过全国 GDP 的增速。

图表 11: 西安市总人口 (万人)



资料来源: 国家统计局, 太平洋研究院整理

图表 12: 西安市 GDP (亿元)



资料来源: 国家统计局, 太平洋研究院整理

(五) 国家政策持续支持民营医院发展

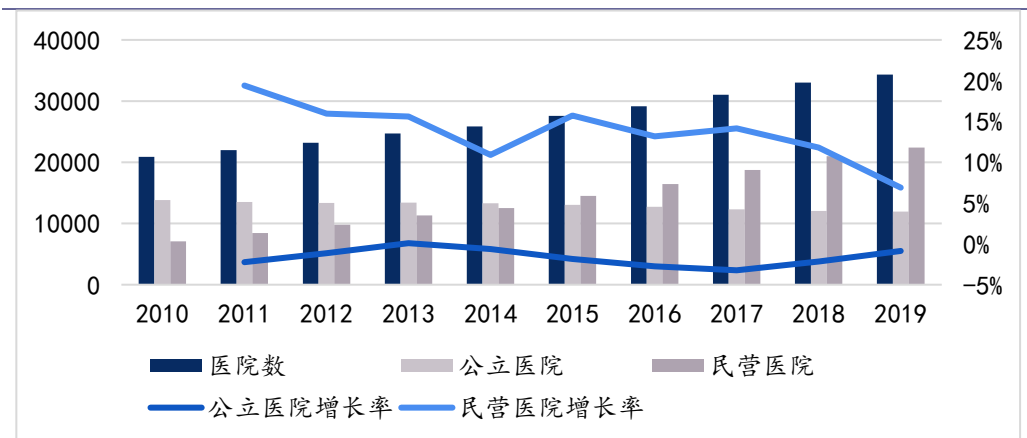
深化医改、改善民生、提升全民健康素质, 国家不断出台政策鼓励社会办医, 为民营医院的发展创造了良好的条件。上世纪五十年代, 所有医院均归国家所有。伴随经济体制改革, 为了满足日益增长的就医需求, 1980年8月国务院批准《关于允许个体开业行医问题的请示报告》, 明确允许个体开业行医, 作为对公立医疗体制的补充。2000年, 国务院体改办、卫生部等八个部门联合制定《关于城镇医药卫生体制改革的指导》, 明确提出要建立新的医疗机构分类管理制度。2009年4月新一轮医疗体制改革启动, 民营医院加速开办, 并于2015年在数量上首次超过公立医院的数量。近十年来, 国务院和多个部委先后发布多个文件, 进一步支持社会办医院, 民营医院持续健康、快速发展。

- 2010年, 发展改革委、卫生部、财政部、商务部、人力资源社会保障部发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》, 促进非公立医疗机构持续健康发展。
- 2012年3月, 国务院印发《“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》明确要求截止到2015年, 非公立医疗机构床位数和服务量大到总量的20%左右。
- 2017年5月, 国务院发布《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》要求到2020年, 社会办医能力显著增强, 医疗技术、服务品质、品牌美誉度显著提高, 打造一大批有较强服务竞争力的社会办医疗机构, 逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。
- 2019年6月, 经国务院同意, 国家卫生健康委员会、国家发展改革委、科技部等10部委联合发布《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、公立医疗机构与社会办医分工合作等意见, 严格控制公立医院数量和规

模，为社会办医留足发展空间。

从卫健委公布的医院数量上看，基于国家政策的倾斜，2014 到 2019 年间，公立医院的数量持续减少的同时，民营医院的数量逐年增加。2014 年，公立医院数量为 13314 家，而到了 2019 年，公立医院数量下降到了 11930 家，年复合增长率为-2.17%；而与此同时，2014 年，民营医院数量为 12546 家，2019 年数量则已上升至 22424 家，年复合增长率为 12.32%。

图表 13：公立医院和私立医院数量对比



资料来源：中国卫生健康年鉴，太平洋研究院整理

二、公司概况

国际医学创建于 1956 年，前期主要从事零售百货行业，于 1993 年 8 月 9 日登录深圳证券交易所。2011 年公司收购西安高新医院有限公司 100% 股权，进入“零售+医疗服务”双主业；又于 2018 年将全资子公司开元商业有限公司 100% 股权出售给银泰百货公司，完全剥离百货零售业务资产，实现整体业务战略转型。目前公司聚焦于“大健康医疗服务”和“现代医学技术转化应用”行业。经过 20 余年的经营与发展，公司已发展成为国内民营综合大型医疗集团之一，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众多优质医疗机构。同时，正在按照三甲标准建设商洛医院（新院区）、康复医院等医疗项目。

近年，公司联合阿里健康建设“互联网+医疗”新模式，建成阿里健康西安高新互联网医院；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、比亚迪医务室等；公司也积极布局干细胞等现代医学技术转化应用。

（一）发展历程

➢ 1993 年，上市股票名称为“陕解放 A”，股票代码 0516。

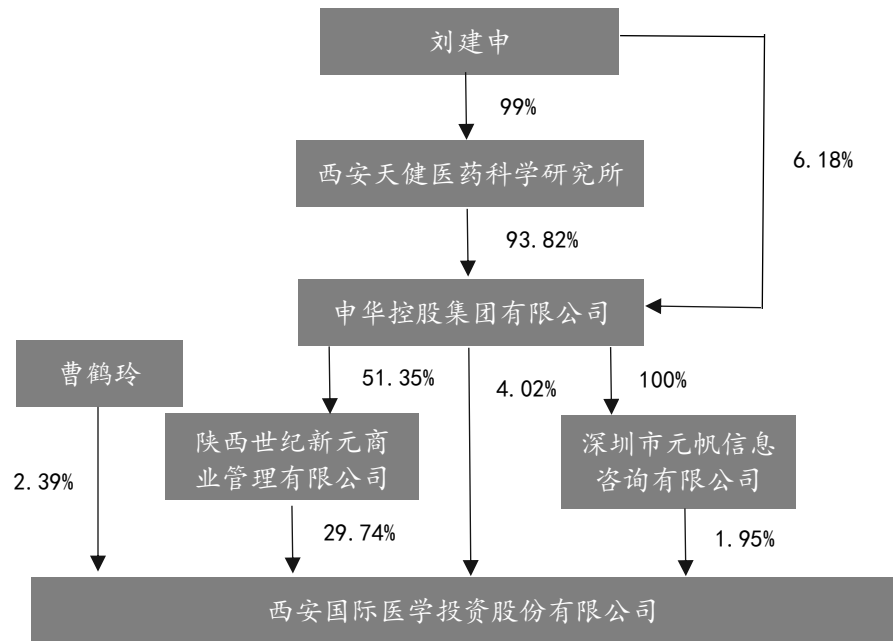
- 2002年，西安高新医院正式开诊。
- 2009年，西安高新医院成为中国第一家社会办医三级甲等综合医院。
- 2011年，完成了对西安高新医院有限公司100%股权的收购，进入了医疗服务行业。
- 2014年，西安国际医学中心医院项目启动。
- 2018年，出让旗下百货业务，全面转型为大型综合医疗服务企业。
- 2019年，西安国际医学中心开诊。
- 2020年，医院获得“质子放射治疗系统”配置许可。
- 2020年，高新医院二期扩建项目投入运营。

(二) 股权结构

公司于2021年2月1日完成了本次非公开发行新增股份的上市，此次发行的股票数量为304,878,048股。发行完成后，陕西世纪新元持有上市公司676,971,198股股份，占上市公司总股本的29.74%，继续为上市公司的控股股东；陕西世纪新元的一致行动人中华控股、曹鹤玲、深圳元帆合计持有上市公司190,220,216股股份，占本次发行完成后上市公司总股本的8.36%。本次发行完成后，陕西世纪新元及其一致行动人合计持有上市公司867,191,414股股份，占上市公司总股本的38.10%。刘建申为上市公司的实际控制人。

截至2021年2月18日，股东陕西世纪新元商业管理有限公司以质押式回购形式质押21290万股股权，占其持有股份数57.22%，占总股本10.80%。股东中华控股集团有限公司以质押式回购形式质押4556.88万股，占其持有股份数49.81%，占总股本2.32%。总计，共质押25846.88万股，占公司总股本13.11%。

图表 14: 公司股权结构

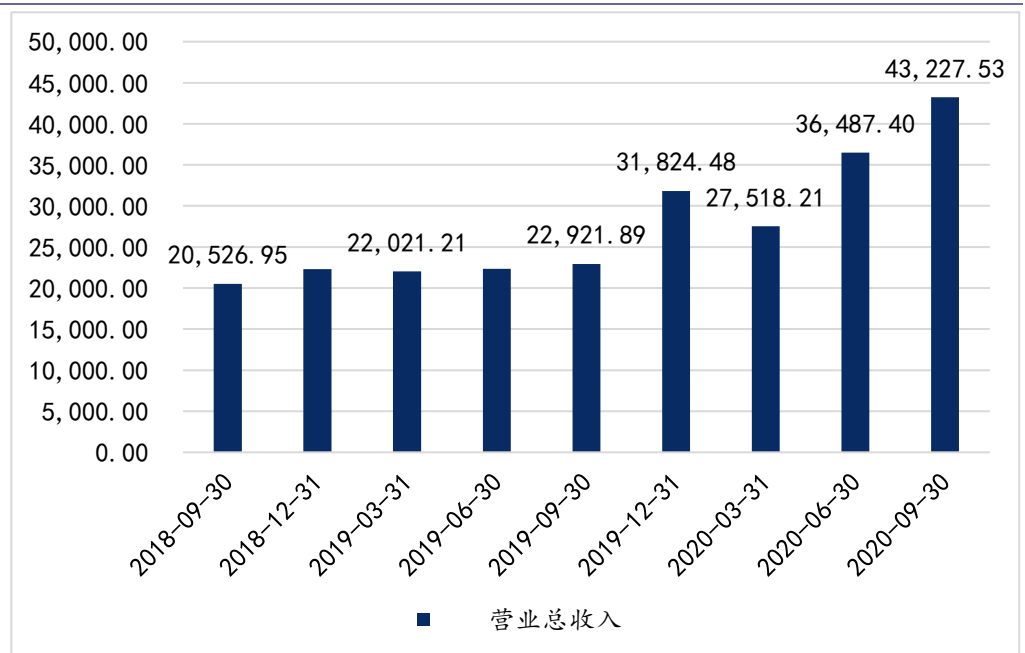


资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

(三) 经营拐点已现, 盈利能力或将加速提升

公司自 2018 年上半年完全剥离零售业务转型医疗服务业务以来, 主营业务收入稳健增长。目前, 公司旗下的三大医疗服务主体经营稳定, 西安国际医学高新医院和西安国际医学中心医院贡献主要收入。2020 年第三季度收入实现 4.3 亿元, 环比增长 18.4%。公司营业收入季度间稳步提升, 主要系中心医院逐步投入使用、疫情控制后门诊恢复及病人数量逐步提升导致。公司收入随着运营病床数量的不断增长已进入稳定爬坡期, 同时公司盈利能力也有望加速兑现。

图表 15：2018 年 Q3-2020 年 Q3 单季度营收情况（万元）



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

三、 主要医疗资产梳理

(一) 西安国际医学高新医院：中国第一家社会办医三级甲等医院

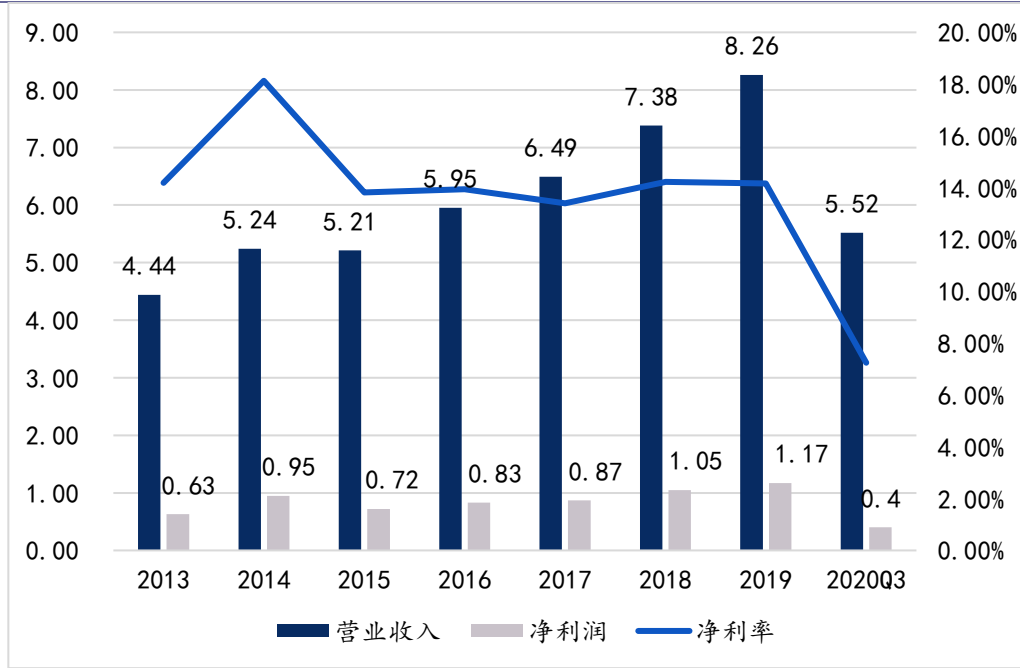
西安国际医学高新医院 2002 年投入运营，2009 年获评三级甲等综合性医院，是我国首家社会资本兴办的三级甲等综合性医院，是西安交通大学医学院附属医院、西北大学附属医院、陕西中医药大学、延安大学医学院的教学医院和博士后工作站、西安医学院附属医院，具有药物临床试验机构资格；拥有国家临床重点专科、陕西省临床重点专科各 1 个，以及陕西省医疗特色专科、西安市医学优势专科各 2 个。医院医师中具有高级技术职称的人员达 25%，硕士、博士学历人员占 21%以上。

1. 收入快速增长，净利润率保持稳定

2019 年，西安国际医学高新医院门诊人次超过 100 万，出院人数 4.3 万，收治重危病人 7503 人次，住院手术人数 34372 人次。有床位 808 张，病床使用率 106.09%。西安国际医学高新医院实现收入 82,629.06 万元，较上年同期增长 12.04%；净利润 11,719.41 万元，较上年同期增长 11.17%。按照 808 张床位计算，单床收入达到 102 万元。2020 年半年度，主要受疫情影响，高新医院实现营收 34478.63 万元，单床收入仅为 85 万元。除 2020 年受疫情影响净利润率大概率下降以外，过

往几年净利润率基本保持在 14%-15%之间，较为稳定。

图表 16: 2013 年-2020 年 Q3 高新医院营收和净利润(亿元)



资料来源: 公司宣传材料, 太平洋研究院整理

2. 高新医院二期扩建——合理分配病房资源，提升盈利水平

西安国际医学高新医院二期扩建项目紧邻高新医院，总投入 9.83 亿元，2017 年着手建设，2020 年 12 月已投入使用。高新医院二期新增建筑面积 12 万平米，新增床位 1000 张，高新医院原院区改为妇产儿专科医院区，总床数调整为 500 张。扩建过后，高新医院设临床科室 38 个，医技科室 16 个专业。其中，神经内科为国家临床重点专科建设项目（2017 年已通过验收）、陕西省优势医疗专科、西安市医学优势专科；心血管外科、普外科为省级医疗特色专科；急诊医学科为陕西省临床重点专科培育项目；妇产科（妇科、产科）、医学影像科为西安市医学优势专科。产科、新生儿科为西安市及雁塔区危重孕产妇及新生儿救治中心。药物临床试验机构获得国家药品监督管理局资格认定，呼吸内科、血液内科、心血管内科、神经内科、肾病学五个专业通过资格认定。截至目前，新老病区 1500 张床位已经全部投入使用。预计二期项目将于 2021 年达到满负荷运转状态，高新医院整体的盈利能力或将带来较大提升。

(二) 西安国际医学中心医院：国内已建成的最大单体医院

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，设各级手术室 80 余间，内设脑科、心血管、消化、胸科、肿瘤、血液病、骨科、整形等 11 大专科医院及泌尿、肾病、内分泌、眼科、口腔、耳鼻喉等一大批综合门诊科室，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，现为西北大学、陕西中医药大学附属医院。

图表 17：西安国际医学中心医院床位数量全国前十

排名	医院名称	床位/张
1	郑州大学第一附属医院	10000
2	中国医科大学附属盛京医院	6500
3	哈尔滨医科大学附属第一医院	6496
4	哈尔滨医科大学附属第二医院	6005
5	徐州医科大学附属医院	6000
6	吉林大学第一附属医院	5939
7	徐州市中心医院	5500
8	安徽省立医院	5450
9	武汉大学人民医院	5000
10	华中科技大学同济医学院附属协和医院	5000

资料来源：看医界，太平洋研究院整理

1. 受益军改，承接雄厚医疗资源，深挖护城河

借力军改，打造金牌团队。2016 年 2 月，中央军委发布了《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》，对军队和武警部队全面停止有偿服务工作进行总体部署。这一工作或将遵循先易后难的原则，分两步实施。第一步，关停行业涉及幼儿教育、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 10 个行业的项目；第二步，关停行业涉及到房地产租赁、农副业生产、招接待、医疗、科研 5 个行业的项目。其中，

对于医疗这类复杂敏感、有较大的社会影响的项目将主要采取纳入军民融合发展体系的方式处理。

2018年6月，中共中央办公厅印发《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》，为军地各级深入推进军队全面停止有偿服务工作提供了重要遵循。

图表 18：关于军改的重要文件

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
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年左右时间，分步骤停止军队和武警部队一切有偿服务活动。对于承担国家赋予的社会保障任务，纳入军民融合发展体系。自《通知》下发之日起，所有单位一律不得新上项目、新签合同开展对外有偿服务活动，凡已到期的对外有偿服务合同不得再续签，能够协商解除军地合同协议的项目立即停止。
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，为永葆我军性质宗旨和本色、提高部队战斗力创造有利条件。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。开展有偿服务的项目，合同协议已到期的应予终止，不得续签，全部收回军队资产。

资料来源：中国军网-解放军报、新华社，太平洋研究院整理

2019年陕西省共有47家三甲医院，部队三甲医院至少有6家，5家在西安市，一家在宝鸡市。在陕西省所有的三甲医院中，空军军医大学西京医院、第四军医大学唐都医院不论是医疗水平、设备还是挂号量都名列前茅。2019年11月，复旦版《2018年度中国医院排行》中空军军医大学西京医院位列第七。

图表 19：陕西省三甲部队医院汇总

名称	级别	所在城市
中国人民解放军第四军医大学西京医院	三级甲等	西安
中国人民解放军第四军医大学唐都医院	三级甲等	西安
中国人民解放军第四军医大学口腔医院	三级甲等	西安
中国人民解放军第三二三医院	三级甲等	西安
中国人民解放军第四五一医院	三级甲等	西安
中国人民解放军第三中心医院	三级甲等	宝鸡

资料来源：陕西省卫健委，太平洋研究院整理

受益于军改，西安国际医学中心医院从部队医院引进了大批国内顶尖的专科主任，打造了一支优质的医护团队。西安国际医学中心医院医疗团队由国内知名专家、教授作为各学科带头人，现有医护人员 3400 余人；专科医院院长、科室主任等学科带头人均在全国知名三甲医院工作 5 年以上，50% 以上来自西京、唐都医院；护士长队伍中 80% 以上具有在西京、唐都医院 5 年以上工作经历；曾、现任省级以上主流学术团体主委、副主委、常委 150 余人。按照国家三甲医院的人员配置要求，西安国际医学中心医院已经有医护骨干人员，后续只需配备基础医务人员。

图表 20：西安国际医学中心医院医护团队



资料来源：公司宣传资料，太平洋研究院整理

2. 医疗设备达世界领先水平，总投资超 10 亿元

西安国际医学中心医院具备进行各类大型手术的硬件条件。2019 年医院申报设备引进计划 230 份，完成 6,000 余台（套）设备引进、安装及调试工作，引进设备总价值约 10 亿元。除此之

外，经国家卫生健康委员会 2020 年第三次会议审议通过，医院获得“质子放射治疗系统”配置许可，成为全国第 6 家、西北首家获得质子放射治疗系统准予许可的医疗机构。

图表 21：部分主要设备

设备

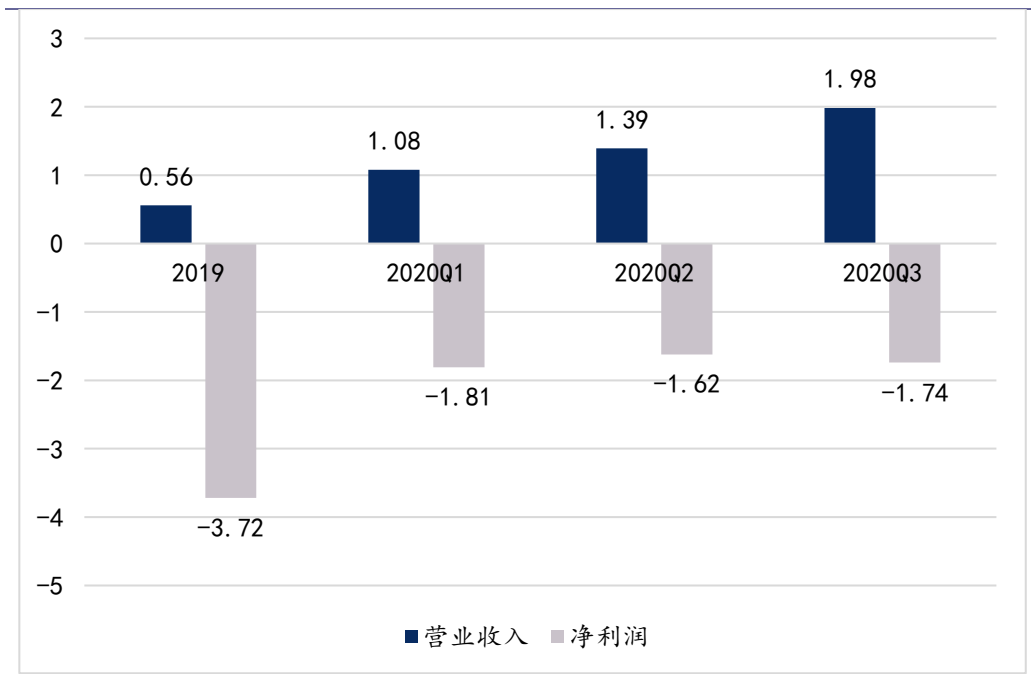
陕西首台超高端西门子双源SOMATOM Force CT
西部首台飞利浦 IQON Spectral CT
西门子“准7T” MAGNETOM Prisma 3.0T磁共振成像设备
西部首台飞利浦Ingenia 3.0T MR-RT放疗定位磁共振
西门子Artis Q biplane双向血管造影
陕西首台飞利浦UNIQ FD20 FlexMove超级巡航手术室DSA
西部首台瓦里安Halcyon（速锐）智慧放疗系统
第四代达芬奇Xi手术机器人
全国首台蔡司 KINEVO 900机器人手术显微系统
奥林巴斯 4K腹腔镜系统
西北首台西门子MAGNETOM SKyra 3.0T术中磁共振成像设备（MRI）
西北首台KARL STORZ ICG荧光 3D高端腹腔镜
西北首辆卒中救护车

资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

3. 2021 年或实现扭亏为盈，单月扭亏有望在 5 月实现

医院于 2019 年 9 月 25 日正式开诊。截至 2020 年 10 月，西安国际医学中心医院已开设床位 1400 张，累计门诊超 220000 人次，住院 24000 人次。20 20 年前 3 季度国际医学中心医院实现营业收入 4.45 亿元。

图表 22: 2019 年-2020 年 Q3 中心医院营收和净利润(亿元)



资料来源: 公司宣传材料, 太平洋研究院整理

成本方面, 2020 年第三季度国际医学中心营业总成本为 3.72 亿元, 营业成本构成主要为医疗成本、员工成本、运营成本以及折旧和摊销等部分。其中员工成本部分, 假设单员工 10 万元薪酬, 预计 2021 年底床位开设至 3500 张、床位和员工比例 1:1.7, 明年底国际医学中心医院总员工数将达到 6000 人, 比今年三季度人员平均增长约 1500 人左右, 人员薪酬成本增加约 1.5 亿元, 平均每季度新增薪酬成本 3800 万元; 折旧和摊销部分, 随着所有设备的验收结束, 2021 年度新增约 0.5 亿元, 平均季度新增约 1300 万元。即季度总成本增加约 5000 万元, 再加上其他成本, 我们预计今年平均季度总成本或将达 4.5 亿元水平。

营收方面, 截至 2020 年 10 月, 病房收入约占总收入的 86.4%, 累计入院患者超 24000 人次, 平均病床周转率约为 9.5 天, 即病床单床每日费用约为 1900 元。

假设病房占中心医院总收入比例下降至 85%, 同时门诊单病人和病房单病床日花费不变的情况下, 即平均日住院患者为 2237 人便可达盈亏平衡。

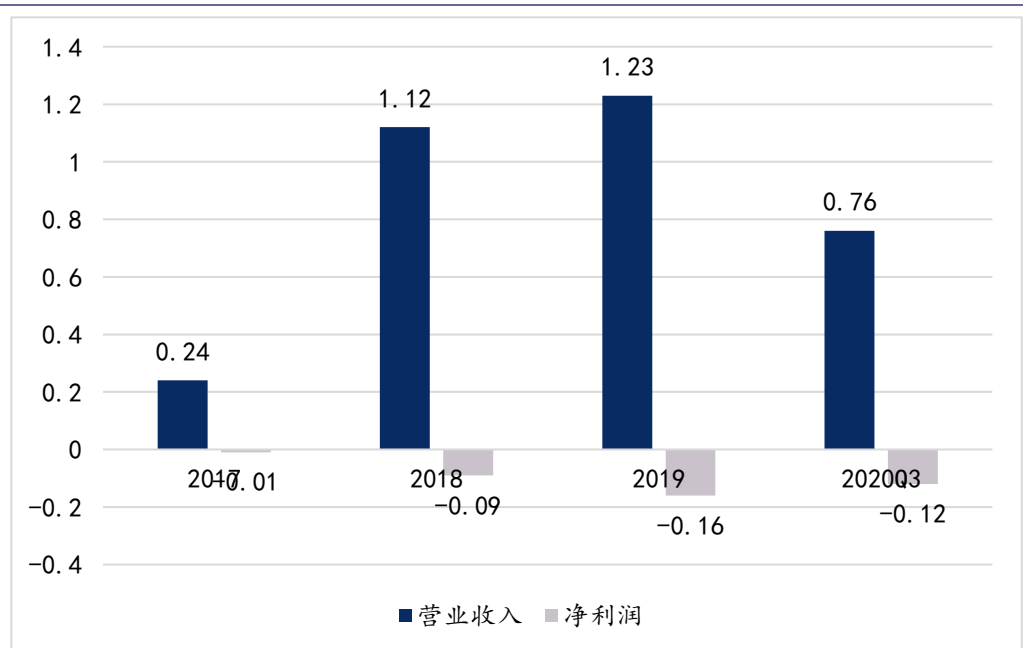
假设病房占中心医院总收入比例下降至 80%, 门诊单病人和病房单病床日花费不变, 平均日住院患者达 2105 人即可达盈亏平衡。

根据中心医院现有日住院床位数增长斜率计算, 单月平均日住院患者人数达 2105-2237 张水平预计将在 2021 年 5 月实现。

(三) 西安国际医学商洛医院

西安国际医学商洛医院是原商洛市第二人民医院。医院的老院区于 2017 年四季度并表，位于商洛市商州区北新街，是一所集医疗、教学、科研为一体的综合性二级甲等医院。医院占地面积 56 亩，建筑面积 25000 平方米，设置病床 300 张，可开放床位 500 张，现有职工 487 人。设 16 个临床科室，其中医院眼科、骨科、耳鼻喉科、产科为商洛市医学重点学科。设 7 个医技科室及 13 个行政职能科室。年门诊量 10 万余人次、出院病人 11000 余人次。2019 年全院诊治门诊病人 116291 人次，同比去年增长 31.93%；诊疗出院病人 11641 人次，同比去年增长 3.59%；病床使用率达到 107.40%；全院共完成手术 5112 台次，同比去年增长 13.20%。2019 年西安国际医学商洛医院实现收入 1.23 亿元，较同期增长 9.62%。

图表 23：2017 年-2020 年 Q3 商洛医院营收和净利润(亿元)



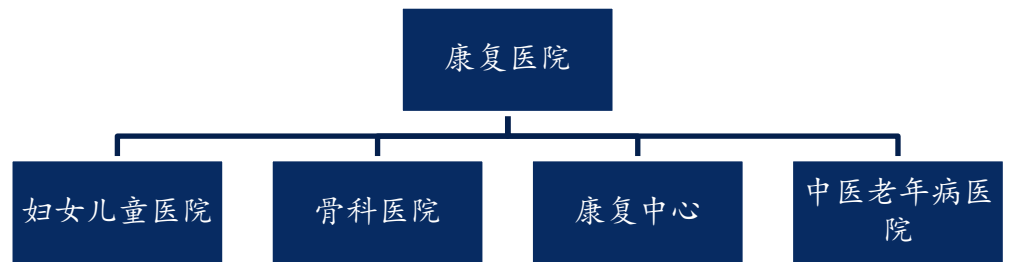
资料来源：公司宣传材料，太平洋研究院整理

商洛医院新院区项目于 2016 年开始建设，建筑面积 22 万平米，最大床位数 1800 张，预计 2021 年投入使用，建成后将成为商洛地区最有竞争力的三甲医院。老院区将交还政府改为社区卫生服务中心。目前新院区已进入内装的收尾阶段，待投用后，商洛医院将整体搬迁至新院区，通公司内部优质医疗资源对接、人才下沉、先进设备等优势的保障，商洛医院将实现跨越式发展。

(四) 西安国际医学康复医院

西安国际医学康复医院建筑面积 42.5 万平方米，床位 3600 张，是一所集医疗、科研、教学、培训、康复于一体的全球超大规模专业康复医学中心，内设妇女儿童医院、骨科医院和康复、中医老年病医院等。康复医院是按照国际 JCI 认证标准和国家三级甲等综合医院标准规划建设。2018 年 5 月开始正式建设，预计 2022 年投入使用。

图表 24：康复医院科室布局

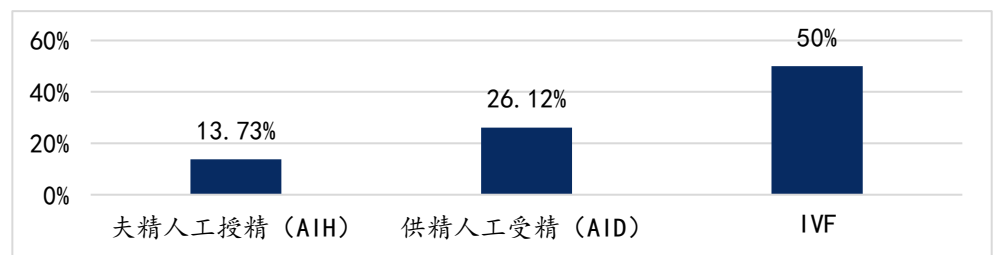


资料来源：公司宣传材料，太平洋研究院整理

(五) 西安国际生殖医学中心

辅助生殖技术是指采用医疗辅助手段使不孕不育夫妇妊娠的技术，包括人工授精和体外受精-胚胎移植技术（IVF-ET）及其衍生技术两大类。试管婴儿（IVF）就是使用该技术体外受精-胚胎移植方法生育的婴儿。和人工授精方式相比，试管婴儿成功率较高，最高可以达到 60%（人工授精在 15%左右），但是对医生和设备要求很高。因此，试管婴儿技术是目前辅助生殖领域的主要方法。

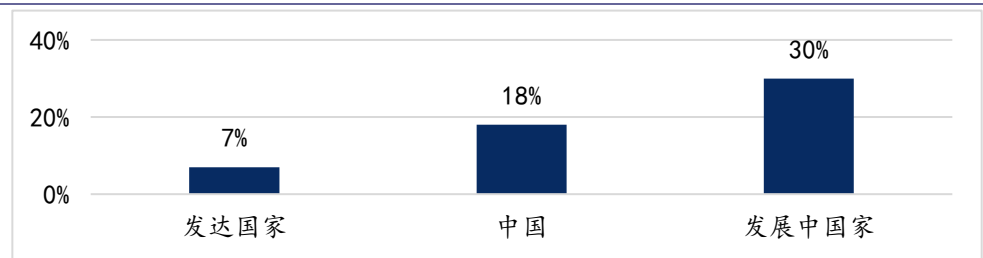
图表 25：不同辅助生殖成功率对比



资料来源：中华医学会生殖医学分会（CSRM），太平洋研究院整理

我国辅助生殖技术市场广阔。自 1983 年中国大陆第一例冷冻精液人工授精成功、1988 年首例试管婴儿诞生后，各类辅助生殖技术发展迅速，借助辅助技术出生的婴儿数量不断增多。截至 2018 年底，每年人类辅助生殖各项技术类别总周期数超过 100 万，出生婴儿数超过 30 万。流行病学调查显示，世界范围内不孕不育发病率逐年升高，发达国家发病率 5%-8%，发展中国家可达到 30%。数据显示我国不孕症患病率约为 18%，且发病率呈上升趋势。随着政策开放和社会开放程度的加强，辅助生殖技术的前景广阔。

图表 26：各国不孕不育发病率

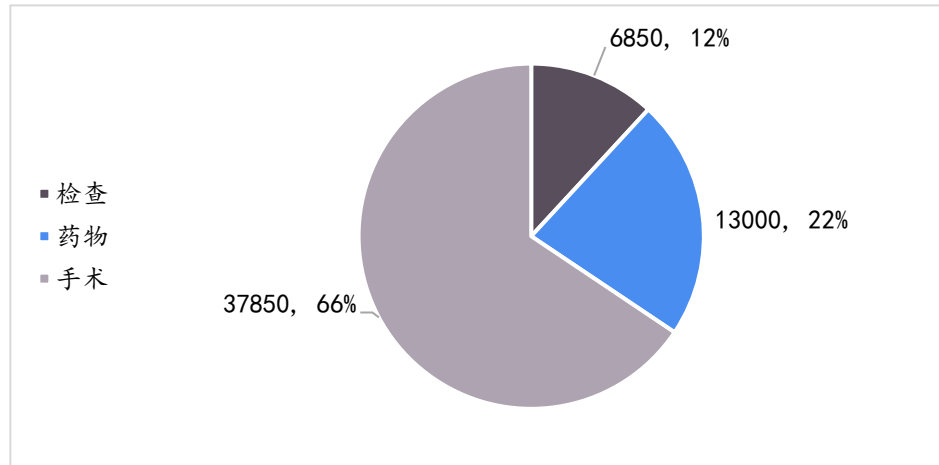


资料来源：WHO，太平洋研究院整理

我国对辅助生殖机构的牌照审批和后续监管都非常严格。受一直以来的人口控制政策和传统道德观念约束，国家对辅助生殖机构的牌照发放非常谨慎，对机构的资质和技术都有非常高的要求。1. 原则上必须是国家批准的三级医院；2. 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、妊娠率必须达到一定标准，且每两年校验一次，不通过即被暂停资质。除此之外，2015 年底，国家卫计委设置辅助生殖医疗机构时，曾提出“原则上每 300 万人口设置一家机构”的标准，那么按照中国 14 亿人口进行计算，全国牌照数量上限约为 467 家。这也反映了国家不会大规模发放牌照的意愿，造成目前市场此类牌照的稀缺性。截至 2018 年底，据卫健委的数据公布，全国经批准开展人类辅助生殖技术的医疗机构 497 家，经批准设置人类精子库的医疗机构 26 家。

试管婴儿（IVF）是主要盈利项目。试管婴儿费用结构主要包括检查费、手术费和药物费用，具体情况以每家医院和病人体质不同也不同。以较为常见的二代试管婴儿技术为例。一般检查费用在 3500 元左右，手术费 28000 元左右，药物分国产药和进口药，价格浮动较大，范围 5000 元到 15000 元不等。根据上市公司锦欣生殖披露信息，其旗下两家医院的每个 IVF 取卵周期客户的平均支出分别为 4.2 万和 4.9 万。其招股书中列示，锦欣生殖的毛利率 2018 年达到 44.8%。除此之外，全国范围内，目前不论是人工授精还是试管婴儿都是完全自费项目，不纳入医保。

图表 27：试管婴儿费用结构占比



资料来源：某医院试管婴儿宣传页费用计算，太平洋研究院整理

西安国际生殖医学中心位于西安国际医学中心附近，建筑面积 1.8 万平方米，是目前国内规模最大的生殖医学中心之一，建成后具备 4 万例 IVF 周期运行能力的高水平生殖医学平台。生殖医学中心拥有一流的硬件和世界顶尖的设备，同时计划引进台湾台北医学大学辅助生殖医学的尖端医疗服务及治疗方案。

陕西省卫健委已经于 2018 年准入西安国际生殖医学中心，2019 年 12 月生殖医学中心通过了卫健委专家复审验收，目前生殖中心一年的试运行期已经顺利结束，完成了 200 多例人工授精业务。

四、 国际医学的核心投资价值

(一) 重资产投资有望带来强大虹吸效应

公司前期投入了大量的资本在人才引入、设备引进和床位建设等方面。2020 年公司的季报列示，公司固定资产已达 46.38 亿元，另外在建工程约 30 亿元。其中，西安国际医学中心医院共投入 55.75 亿元，仅尖端医疗设备就价值超过 10 亿元，另外建设中的康复中心和质子中心预计投入超过 30 亿元；高新医院二期投入 9.83 亿元；商洛中心医院投入 17.98 亿元。国际医学经营大型综合三甲医院前期巨大的资金投入高筑了行业壁垒，提高了准入门槛。尽管前期可能会面临资金压力和较高的负债率（对比三家企业负债率情况），但是资产的价值会随着时间而体现出来。

图表 28：爱尔眼科、锦欣生殖、国际医学固定资产和营收情况对比

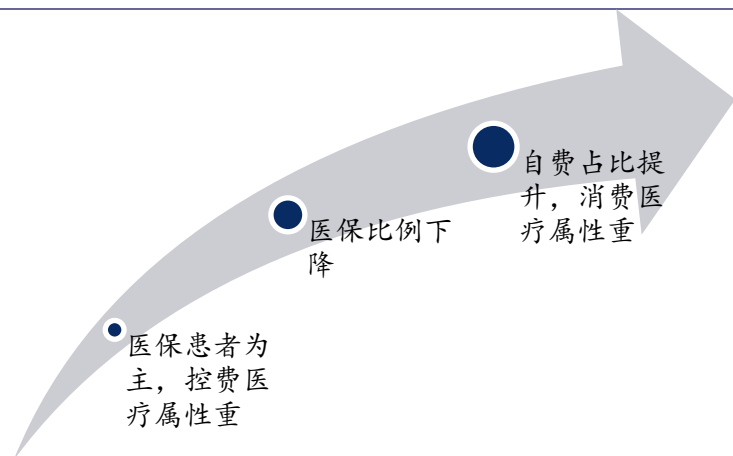
	固定资产 (亿元)	2019 年营业收入 (亿元)	营收/固定资产
爱尔眼科	17.6	99.9	5.68
锦欣生殖	8.57	16.5	1.93
国际医学	45.4	9.9	0.22

资料来源：WIND，太平洋研究院整理

(二) 实现控费医疗向消费医疗转变，内生增长性强

公司有望实现控费医疗向消费医疗转变。分阶段来看，公司现阶段仍以医保患者为主，单床收入偏低，控费医疗属性重；相信随着国际医学中心医院口碑的不断累积，门诊和住院病人数量将进入爬坡阶段，门诊病房转化率和门诊收入占比将出现提升，医保比例将开始下降；最后阶段，疑难杂症患者比例大幅提升，自费占比也随之提升，公司将具有明显的消费属性，医院毛利率提升。

图表 29：控费医疗向消费医疗转变



资料来源：太平洋研究院整理

（三）患者具有机构资源导向和专家资源导向

鉴于公司重资产、重人才的经营属性，想快速实现异地复制几乎不现实。但对于综合性医院来讲，患者，尤其是患有疑难重症的患者往往就诊属地性弱，外出就诊的比例较高。这主要由各地三级公立医院发展不平衡、不充分的问题所致较为明显，住院患者跨省异地就医问题较为普遍。根据卫健委的调查结果，监测分析结果较好的三级公立医院主要集中在北京市、上海市、浙江省、四川省等地。从科研能力看，2018年综合医院中92.08%的科研经费集中在13.26%的医院，80%的临床试验资源主要分布在北京、上海、江苏、广东等8个省份。2018年全国三级公立医院异地就医患者数量高于2016年和2017年。即使上海周边的江苏和浙江等也都具备了较好公立医院资源，但在诊疗人次/常住人口的比例上上海仍旧是国内最高水平，可见患者对于医疗机构和医生的口碑更为看重。从卫健委公布的数据来看，陕西省的诊疗人次/常住人口比值明显小于北京、上海等医疗服务行业较发达地区，陕西省内的医疗资源优势还不明显，对陕西及周边省份的虹吸效应还没有显现，还有较大进步空间。

图表 30：2018 年六省份诊疗人次和常住人口对比

省份	诊疗人次 (亿人次)	常住人口 (亿)	老龄化人口比例	诊疗人次/常住 人口
上海	2.7	0.24	34.40%	11.25
浙江	6.3	0.57	19.60%	11.05
北京	2.4	0.22	16.90%	10.91
广东	8.5	1.13	15.20%	7.52
江苏	5.9	0.79	23.04%	7.47
陕西	2	0.39	18.12%	5.13

资料来源：中国卫生健康统计年鉴，太平洋研究院整理

五、 盈利预测及估值

（一） 折旧和摊销

我们预计，随着新院区的建成和大型医疗设备的引进并达到预定使用条件，国际医学四大院区的折旧和摊销会出现一定程度增长，如下表所示：

图表 31：预计国际医学主要院区资产折旧、摊销金额

		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
高新医院	折旧、摊销 (亿元)	0.4	0.4	0.9	1	1
国际医学中心医院	折旧、摊销 (亿元)	0.6	2.5	3	3.2	3.5
商洛医院	折旧、摊销 (亿元)	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6
康复医院	折旧、摊销 (亿元)	0	0	0	1	2
总折旧、摊销 (亿元)		1.2	3.1	4.5	5.8	7.1

资料来源：太平洋研究院预测

(二) 盈利预测

今年因受新冠疫情影响，去年上半年全国诊疗环境不正常，国际医学营业收入出现了下滑。随着疫情的常态化，预计今年病患情况会大致回归正常。我们预测四大院区病床投入使用情况和单床收入如下：

- 高新医院：新院区 2020 年 12 月底开业，拟定床位 1000 张，和原院区共 1500 张。2021 年因床位数有爬坡过程，预计平均病床数约为 1300 张。2022 年之后年床位数 1500 张满负荷运转计算。单床收入按照 2020 年预计 94 万，2021 年 90 万，2022 年 100 万，2023 年 105 万计算。
- 国际医学中心：2019 年 9 月份开业，最大床位 5000 张。2020 年 12 月 28 日地铁开通，交通设施逐步完善，预计 2021 年至 2023 年平均住院床位分别达到 2200 张、3800 张和 4500 张。单床收入按照 2020 年 75 万，2021 年 80 万，2022 年 85 万，2023 年 90 万计算。
- 商洛医院：目前可用总床位 500 张，商洛医院新院区 2021 年投入使用，届时床位可达 1800 张。预计 2021 年平均床位数 1000 张，2022 年 1500 张，2023 年 1800 张。单床收入 2021 年 25 万元，2022 年 28 万元，2023 年 30 万元。
- 康复中心医院：预计 2022 年投入使用，最大床位数 3500 张。预计 2022 年和 2023 年平均床位数分别达 1000 张和 2000 张，单床收入分别为 40 万元和 50 万元。

图表 32：盈利预测

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	远期
高新医院	年均病床数 (床)	808	808	1300	1500	1500	1500
	单病床收入 (万元)	102	94	90	100	105	130
	总营收 (亿元)	8.26	7.6	11.7	15	15.75	19.5
	净利率	14%	9%	13%	14%	14%	15%
	归母净利润 (亿元)	1.17	0.68	1.52	2.1	2.21	2.93
国际医学中心医院	年均病床数 (床)	70	1000	2200	3800	4500	5000
	单病床收入 (万元)	80	75	80	85	90	100
	总营收 (亿元)	0.56	7.5	17.6	32.3	40.5	50
	净利率	-	-	0%	5%	10%	15%
	归母净利润 (亿元)	-3.72	-6.6	0	1.62	4.05	7.5
商洛医院	年均病床数 (床)	500	500	1000	1500	1800	1800
	单病床收入 (万元)	25	22	25	28	30	35
	总营收 (亿元)	1.23	1.1	2.5	4.2	5.4	6.3
	净利率	-	-	3%	5%	7%	10%
	归母净利润 (亿元)	-0.16	-0.24	0.08	0.21	0.38	0.63
康复医院	年均病床数 (床)	-	-	-	1000	2000	3500
	单病床收入 (万元)	-	-	-	40	50	60
	总营收 (亿元)	-	-	-	4	10	21
	净利率	-	-	-	8%	12%	15%
	归母净利润 (亿元)	-	-	-	0.32	1.2	3.15
病床总数 (床)		2800	3000	6800	8800	10300	11800
总收入 (亿元)		9.91	16.1	31.8	55.5	71.65	96.8
净利润		-4.13	-6.16	1.6	4.25	7.84	14.21
净利润增长率		--	--	--	165.6%	84.5%	--

资料来源：太平洋研究院预测

(三) 估值及投资建议

我们认为 2021 年公司业绩将迎来拐点。一方面，2020 年 12 月 28 日西安地铁六号线国际医学中心站开通将提高病人就诊的便利程度，有利于中心医院门诊就诊量的增长，进而提升门诊患者向住院患者的导流质量；另一方面高新医院新院区投入运营，病人转化率进一步提高、医院整体经营结构更加合理，国际医学整体业绩将逐步释放，未来前景值得期待。截至 2021 年 2 月 19 日，公司的收盘价为 11.31 元，总市值为 257 亿元，我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 16.10 亿元、31.80 亿元和 55.50 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 0.56 亿元、1.12 亿元和

4.00 亿元，对应的 2020 年-2022 年 EPS 分别为 0.02 元/股、0.05 元/股和 0.18 元/股，市盈率分别为 565.50 倍、226.20 倍和 62.83 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33：可比公司估值对比

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300015.SZ	爱尔眼科	88.04	3629	0.45	0.42	0.58	0.76	195	209	152	116
600763.SH	通策医疗	362.20	1161	1.44	1.72	2.31	3.02	251	210	157	120
1951.HK	锦欣生殖	20.30	509	0.19	0.16	0.22	0.27	107	127	92	75
可比公司平均		--	1766	--	--	--	--	184	182	134	104
000516.SZ	国际医学	11.31	257	-0.18	0.02	0.05	0.18	--	565.50	226.20	62.83

资料来源：WIND，股价为 2021 年 2 月 19 日收盘价，国际医学来自太平洋研究院预测，其余数据来自 WIND 一致，太平洋研究院整理

六、 风险提示

诊疗环境恢复不达预期

病人数量不及预期

医保控费趋严

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1086	-1568	-4230	-4683	营业收入	991	1610	3180	5550
应收和预付款项	146	154	334	605	营业成本	849	1650	2400	4180
存货	53	66	104	190	营业税金及附	11	11	13	22
其他流动资产	336	340	356	389	销售费用	11	11	13	22
流动资产合计	1620	-1008	-3437	-3500	管理费用	393	419	477	666
长期股权投资	75	69	63	57	财务费用	42	177	179	187
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值损失	118	0	0	0
固定资产	4536	6463	8598	10959	投资收益	48	8	16	28
在建工程	2485	3202	3863	4480	公允价值变动	17	0	0	0
无形资产开发支出	595	718	805	902	营业利润	-379	69	134	481
长期待摊费用	0	0	0	0	其他非经营损	-5	0	0	0
其他非流动资产	719	715	715	714	利润总额	-385	69	134	481
资产总计	10031	10160	10608	13613	所得税	28	12	20	72
短期借款	200	200	200	200	净利润	-413	57	114	409
应付和预收款项	1279	1505	2448	4452	少数股东损益	-9	1	2	9
长期借款	3155	3155	2255	2255	归母股东净利	-404	56	112	400
其他负债	401	246	538	1129					
负债合计	5035	5107	5440	8036	预测指标				
股本	1971	1971	1971	1971		2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	218	218	218	218	毛利率	0.14	-0.02	0.25	0.25
留存收益	0	0	0	0	销售净利率	0.01	0.01	0.00	0.00
归母公司股东权益	4956	5012	5124	5524	销售收入增长	-0.51	0.62	0.98	0.75
少数股东权益	41	42	44	53	EBIT 增长率	-3.66	0.74	-1.55	1.40
股东权益合计	4996	5053	5168	5577	净利润增长率	-1.18	1.14	1.00	2.58
负债和股东权益	10031	10160	10608	13613	ROE	-0.08	0.01	0.02	0.07
					ROA	-0.04	0.01	0.01	0.03
现金流量表(百万)					ROIC	-3.59%	-4.94%	3.07%	6.98%
	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	-0.18	0.02	0.05	0.18
经营性现金流	-34	564	1215	2721	PE (X)	—	565.50	226.20	62.83
投资性现金流	-2536	-2766	-2799	-3034	PB (X)	2.23	5.71	5.58	5.18
融资性现金流	2226	-452	-1078	-140	PS (X)	11.99	18.33	9.83	5.71
现金增加额	-344	-2653	-2662	-453	EV/EBITDA (X)	-77.75	-62.26	152.91	50.05

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。