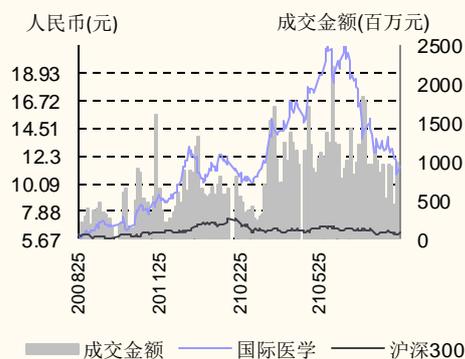


市场价格 (人民币): 11.45 元

目标价格 (人民币): 18.14 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.76
已上市流通 A 股(亿股)	18.94
总市值(亿元)	260.59
年内股价最高最低(元)	21.13/5.67
沪深 300 指数	4888
深证成指	14664



23 载深耕 JCI 三甲三院万床,厚积薄发在即

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	991	1,607	2,824	5,536	6,848
营业收入增长率	-51.41%	62.17%	75.71%	96.05%	23.71%
归母净利润(百万元)	-404	45	-107	314	564
归母净利润增长率	-118%	111%	-336%	394%	79.49%
摊薄每股收益(元)	-0.205	0.023	-0.047	0.138	0.248
每股经营性现金流净额	-0.14	0.01	0.28	1.30	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	-8.15%	0.91%	-1.75%	4.89%	8.07%
P/E	-23.67	546.20	-235.50	80.22	44.69
P/B	1.93	4.95	4.12	3.92	3.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **综合性医院稀缺标的, 医院+床位数量双扩张, 盈亏拐点将至。**经过二十余年的发展, 医疗服务业务规模快速增长。国际医学高新医院、国际医学中心医院和商洛医院新增床位已投入使用, 另新增康复中心和辅助生殖中心。预计 2021/22/23 年实际使用床位数将分别达到 2808、5032 和 8260 张床, 业绩将步入盈利上升通道。此外, 公司已于 2021 年 1 月完成定向增发, 募集资金 10 亿, 将更好助力公司快速发展。
- **地处中西部医疗资源高地, 三甲三院 JCI 品质保证, 空间可期。**(1) 陕西省在西北五省中的三级医院占比相对较高, 而西安作为陕西的省会城市, 汇聚了更优质的医疗资源, 具有明显的虹吸效应。(2) 国际医学中心医院开诊 1 年零 7 个月就通过了 JCI 认证, 总分为 10 分, 西安国际医学中心医院得分为 9.89 分。目前国内共有 62 家医院通过 JCI 认证, 多位于沿海发达城市, 西安市仅西安曲江妇产医院和西安国际医学中心医院, 也是西北五省仅有的两家 JCI 认证医院。同时, 国内 JCI 认证的三甲医院仅十家, 私立三甲医院三家, 西安国际医学中心医院位列其中, 医院实力可见一斑。
- **综合+专科医院充分发挥集团协同效应, 高附加值板块成长性强。**从最初的高新医院到三大院区及至四家医院 12000 张床位, 公司在辅助生殖、医美整形、康复、中高端妇儿等业务板块也进行了布局。我们认为, 综合医院将随着床位数的提升, 巩固其平台效应; 根据业内同行数据, 预计高新医院和中心医院单床收入均可达到 100 万以上, 且逐年增长。同时, 凭借高新医院的学科优势、专业的医师团队以及先进的设备, 结合其市场化运营机制, 公司的辅助生殖业务和康复中心也将快速发展。康复和中高端妇儿市场将能进一步提升公司的盈利能力。

投资建议与估值

- 我们预计公司 2021/22/23 年销售收入为 30.89/54.32/70.52 亿元, 净利润为 -1.14/3.51/6.05 亿元。考虑到公司的成长性和稀缺性, 给予 2022 年 96 倍 PE 估值和 9 倍 PS 估值, 我们审慎选取中间值, 认为公司的合理市值为 412.84 亿元, 对应目标价 18.14 元。给予公司“买入”评级。

风险提示

- 医疗政策风险; 市场竞争风险; 人才短缺风险; 床位使用率不及预期风险。

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

未来三年，高新医院实际使用床位均可达到 1500 张，床位利用率逐年提升。国际医学中心医院床位利用率为 35%、65%和 80%。商洛医院新增床位进展顺利，单床收入虽不及西安地区，也可逐年小幅提高，实现医疗资源向下渗透。辅助生殖中心 2022 年开始着实 IVF 治疗，预计 2022、2023 年完成 2000、4500 例治疗周期。明年康复医院顺利落地。

■ 我们区别于市场的观点

市场对公司的理解存在一定的偏差：部分投资者认为国际医学经历了从商业到医学的转型，属于半路出家；还有部分投资者认为公司聚焦西安，患者的医疗支付能力有限，公司的盈利能力将受到影响。

我们的观点有三：（1）我们认为公司拥有强大的医疗背景，其实际控制人刘建中，早在九十年代就创建了“一支刘制药”、西安众生制药等企业然后做医院，1998 年开始投资建设国际医学高新医院，现在更加升级到国际水平的先进民营医院集团，公司规模不断扩大。（2）在西北五省内，2019 年陕西省的三级公立医院占比 72%，三级民营医院占比 33%，而西安作为陕西的省会城市，汇聚了更优质的医疗资源，具有明显的虹吸效应。（3）民营医院的市场运营经验更为丰富，公司现在康复、辅助生殖板块进行布局，借助国际医学高新医院和国际医学中心医院的学科优势，可发挥协同效应，集团价值进一步得到提升。

我们认为，公司作为 A 股唯一的以三甲综合医院为核心资产，高分通过 JCI 认证，综合医疗实力强劲，同时在高附加值的消费医疗板块也有布局，未来集团的协同效应将进一步显现。

■ 股价上涨的催化因素

国际医学高新医学新增的 1000 张床位已于去年 12 月开诊；国际医学中心医院实际使用床位数量快速增长；商洛医院于今年 3 月开诊，新增 1800 张床位；明年康复医院的 3600 张床位将投入使用。在床位数量和使用率的共同驱动下，2021-2023 年将迎来业绩的高速增长。

同时，公司所布局的康复、医美、辅助生殖板块，附加值高、成长空间大，有望进一步提升公司的盈利能力。

■ 估值和目标价格

公司已经进入业绩增长期，且市场上存在业务相近的可比公司，因而我们采用 PE 和 PS 可比公司分析法进行估值。我们预计公司 2021-2023 年销售收入为 30.89、54.32、70.52 亿元，2021-2023 年净利润为-1.14、3.51 和 6.05 亿元。考虑到公司的成长性和稀缺性，给予 2022 年 96 倍 PE 估值和 9 倍 PS 估值，基于审慎性，取中间价 18.14 元作为 2022 年目标股价，给予公司“买入”评级。

■ 投资风险

医疗政策风险：医疗行业受政策管制较多，行业的政策可能会导致公司外部环境的变化。**市场竞争风险：**近几年医院数量不断增加，医疗资源向下渗透，可能导致公司面临的行业竞争加剧。**人才短缺风险：**卫技人员的增加可能无法满足床位数大幅扩张的运作需求。**床位使用不及预期风险：**由于集团新开设了大量的床位，运营效率较差时，可能导致各医院的床位使用率不及预期和医疗资源的闲置。

内容目录

投资要件	2
40 年从药到医，A 股唯一民营三甲营利性医院，盈亏拐点在即	5
“一枝刘”、高新医院到 12000 床位的研疗一体集团，壁垒高筑	5
高品质医疗资源稀缺、民营贡献持续上升，龙头成长确定	6
地处西部医疗资源高地，三甲三院 JCI 品质保证，空间可期	8
西北五省医疗资源稀缺，西安成为优质医疗资源高地	8
高分通过 JCI 认证，医疗质量和管理水平跻身全球前列，行业影响力提升 ..	10
全球最大营利性医院运营商 HCA，重品质、广布局，国际医学发展有迹可循 ..	10
综合、康复、辅助生殖，全维度医疗服务，专科成长弹性高	14
高新医院：全国首家民营三甲综合医院，综合实力强劲	14
辅助生殖中心：与妇产科联动，提供完善的生殖、产后康复的配套体系	15
康复中心：计划开放 3600 张床位，有效弥补康复服务供给不足	16
盈利预测与投资建议	17
盈利预测	17
投资建议及估值	20
风险提示	21
附录	21

图表目录

图表 1：2010-2020 年各级医院病床使用率	6
图表 2：国家政策鼓励社会资本办医	7
图表 3：2010-2020 年公立医院和民营医院数量	7
图表 4：2016-2020 年公立医院和民营医院就诊人数增长率（2020 年为疫情影响）	8
图表 5：2019 年陕西 vs 其他西北四省各级民营医院	9
图表 6：2019 年陕西 vs 其他西北四省各级公立医院	9
图表 7：2019 年西安市 vs 陕西省医疗资源	10
图表 8：HCA 医疗网络分布	11
图表 9：2007-2020 年 HCA 医院数量	12
图表 10：2007-2020 年 HCA 净利润和同比增长率	12
图表 11：美国医院结构	13
图表 12：西安国际医学高新医院专家团队	14
图表 13：2013-2020 年西安国际医学高新医院营业收入、净利润（亿元） ..	15
图表 14：陕西省经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构名单（至 2020/12/31）	16
图表 15：2019 年康复医学科床位数 vs 总床位数（百万）	17

图表 16: 2015-2020 年西安市卫技人员数量 (万人)	19
图表 17: 营收、净利润预测	20
图表 18: 估值概览	20
图表 19: 可比公司估值比较 (市盈率法)	21
图表 20: 可比公司估值比较 (市销率法)	21
图表 21: 国际医学股权结构 (定增前)	22
图表 22: 国际医学发展历程	22

23 年从药到医，A 股唯一民营三甲营利性医院，盈亏拐点在即

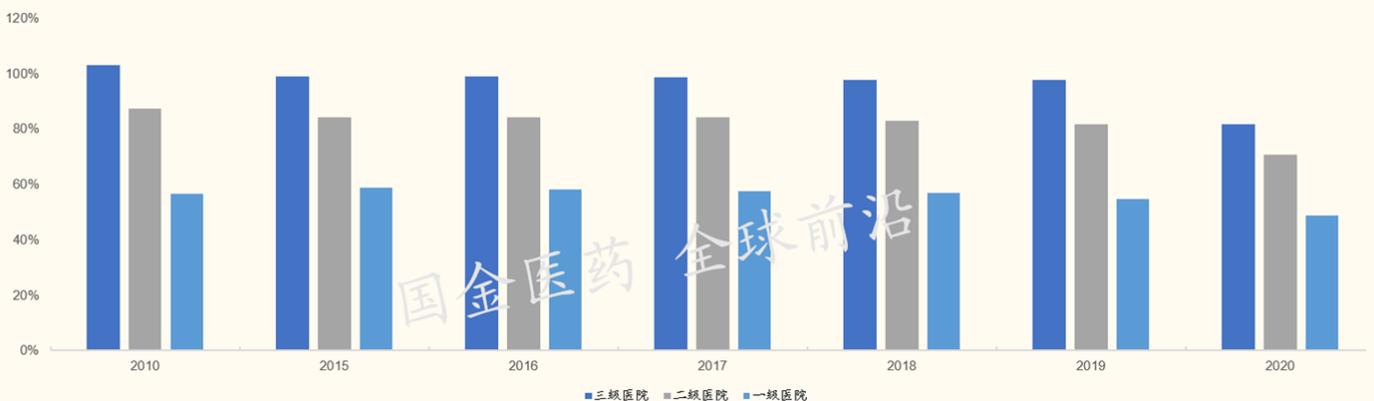
从高新医院到 12000 床位的研疗一体集团，壁垒高筑

- 懂医药的创始人前瞻布局；医院经过十九年经营，已渡过瓶颈；发展基础牢固。
 - 西安高新医院早在 2002 年开业之初就确立了其高端定位、医院花园洋房式的设计与酒店式服务的超前理念、所带来的客户体验也与其齐全的高端诊疗设备与充足的权威专家所带来的较高医疗水平相匹配。在当地有教好的影响力。
 - 西安高新医院的历史，是中国民营医院高质量发展的一个成功案例，亦是 A 股上市公司中，三甲医院综合医疗主业的唯一上市标的。
 - 2021 年 1 月，公司完成定向增发，陕西世纪新元商业管理有限公司以 3.28 元/股认购 3.05 亿股，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，有效缓解营运资本增加带来的压力。
- “软硬”皆强：体制优势强，团队专业强，品牌建造优；设备高端齐全，环境欧式，服务体验好。
 - 作为非隶属的西安交大、西北大学、陕西中医药大学、西安医学院、延安大学医学院附属医院，西安高新医院，不论从高端医疗设备、医疗信息软件系统建设、高低端皆备的病房，还是国家级及省内优势科室及专家的团队，都是西安市级三甲医院中屈指可数的。
 - 医保全覆盖：全西安 11 个县区，包括新农村合作医疗全部覆盖。
 - 西安地区最权威的国营医院主要是第四军医大学附属的西京、唐都、口腔医院等，但他们都在市中心，远离高新区，该区域仅西安高新医院一家三甲医院；而西安高新医院的心脏内外科专家以及普外科专家就是分别来自西京和唐都。
 - 在西安市内拥有陕西省乃至西北、甚至全国都出色的第四军医大附属名院的情况下，西安高新医院的病人组成中仅 40% 来自高新、30% 来自西安，还有 20%-30% 来自省内以及 5% 来自省外。可见医院已经具备的实力与品牌影响力。
- “一个集团+三个院区”，运用以市场需求为导向的创新运营模式，集团进入快速发展的新阶段
 - 公司主要运营以大型三甲综合性医院为主的医疗服务机构，形成了“一个集团+三大院区”战略构架。公司深耕医疗健康行业 20 余年，积累了丰富的建设、运营、管理大型三甲综合性医院的经验，形成了集团化管理，分院区运营，医教研一体，上下游协同，网络化合作，以市场需求为导向的大型综合性医院创新运营模式。
 - 自 1998 年西安高新医院筹建，2002 年正式开诊，2009 年西安高新医院获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院。公司秉承“创国际先进医疗，为百姓健康服务”的发展理念，高新医院经过 19 年发展，探索出适合社会资本举办医院的高效率运营管理模式，被业内称之为“高新模式”。
 - 资源、财务管理、信息管理及专业培训等管理体系，集团医疗体系不断壮大。2019 年 9 月 25 日，国内建成的最大单体医院——西安国际医学中心医院开诊，2021 年 3 月 28 日西安国际医学商洛医院新院区正式投用。公司集中优势资源，加快主业发展，医疗服务业务规模快速增长，预计未来将有 12000 张床位投入使用，行业影响力和竞争力大幅提升。

高品质医疗资源稀缺、民营贡献持续上升，龙头成长确定

- 城市化、老龄化、政策倾斜、疾病类型转变共同驱动经济结构转型，医疗服务市场规模持续扩大。
 - 我国消费结构中，医疗保健领域的居民消费支出与包含国家卫生支出的总体卫生费用都逐年增长。国家卫生费用总支出，从 1980~2020 年 40 年间的 CAGR 达到 16.8%，自 2010~2020 年的近 10 年间的 CAGR 亦高达 13.7%。而居民人均支出中，医疗保健支出占比也从 2013 年的 7% 提升到 2020 年的 9%。
 - 城市化进程。国家统计局数据显示，2020 年我国常住人口城镇化率达到 63.89%，比 2010 年提高了 14.21 个百分点，与前一个 10 年提高 13.46 个百分点相比。城市人均卫生费用是农村的 2.4 倍，城镇化进程加速将推动医疗服务市场持续增长。
 - 政策倾斜。《全国第六次卫生服务统计调查报告》显示 2018 年基本医疗保险覆盖率达 96.8%，比 2013 年提高了 1.7 个百分点，城市和农村居民基本医保参保率分别为 96.1% 和 97.6%。自 2003 年之后，随着医保覆盖面的逐渐扩大和社会医疗保障水平的逐步提高，住院费用报销水平逐年提升，到 2018 年已达 55.4%。除了医保覆盖率的提升，分级诊疗和互联网医疗得到推广，促进医疗资源下沉，分布更加合理。
 - 人口老龄化。2019 年，我国 60 岁以上人口已经达到 2.54 亿，占总人口 18.1%。《中华流行病学杂志》的一项研究显示，3/4 的老年居民患有 ≥1 种慢性病，同时患有 2 种疾病的人群超过 1/3，我国老年人因慢性病的疾病负担远高于美国、英国和日本等发达国家。老龄化的人口趋势将对医疗服务提出更高的要求。
 - 疾病类型转变。目前慢性病占我国整体死亡比例的 85% 和卫生负担的 70%。每年确诊的癌症新病例达到 430 万，超过 1 亿人口饱受糖尿病的痛苦。
- 医疗资源结构性失衡，高质量的社会办医成为重要突破口
 - 医疗需求的不断提升导致优质医疗资源紧缺。三级医院的病床使用率接近 100%，“一床难求”成为普遍现象，而一级和二级医院病床空置率高达 20%-50%。同时，我国医师人才缺口大，我国每万人医师数为 15 人，远低于发达国家每万人 30 位医师的水平。

图表 1：2010-2020 年各级医院病床使用率



来源：中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

- 我国新医改致力于解决“看病难”和“看病贵”的问题，公立医院和民营医院可实现优势互补、相互促进。因而政策不断加大对社会资本办医的支持，加快形成多元办医格局，促进非公立医院机构持续健康发展。

疫情之后，国家继续加大对民营医院的支持。2021 年提出民营医院甲类、乙类大型医用设备配置和自由贸易试验区内的社会办医疗机构乙类大型医用设备配置情况实施“证照分离”，将大大降低社会资本办医的门槛，提升民营医院的医疗设备水平。我们认为，民营医院和公立医院的多元办医格局仍为政策基调，优质医疗资源是关键。

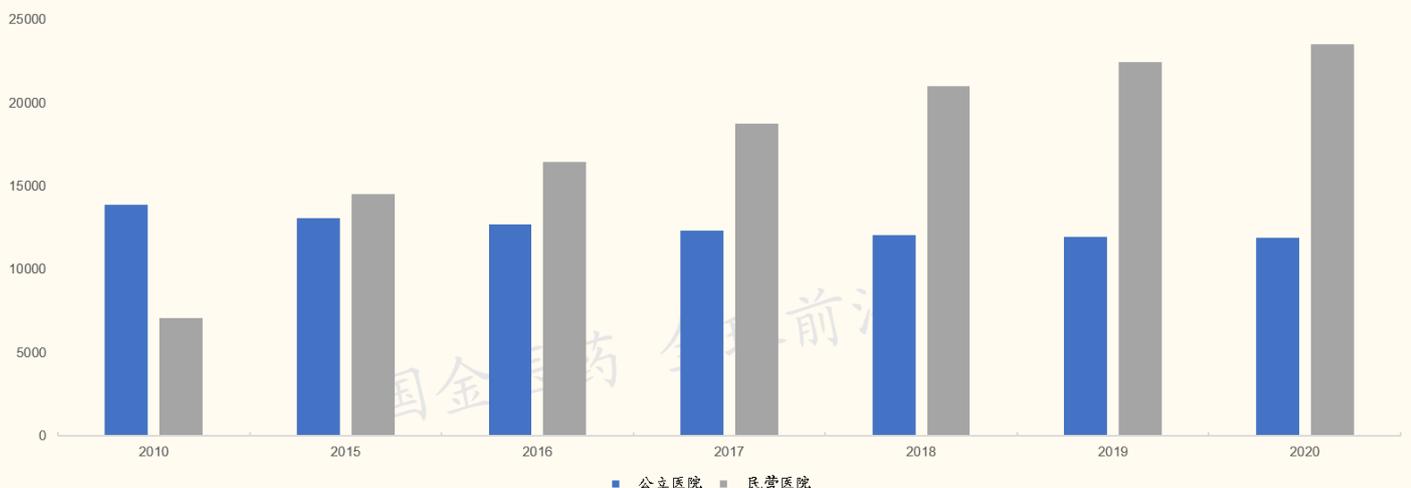
图表 2：国家政策鼓励社会资本办医

年份	政策名称	主要内容
1997年	《中共中央、国务院关于卫生改革与发展的决定》	提出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。
2011年	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	明确鼓励社会资本进入医疗服务领域。
2013年	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	明确提出加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构同等对待的政策。
2016年	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	加强对非营利性社会办医疗机构产权归属、财务运营、资金结余使用等方面的监督管理，加强对营利性医疗机构盈利率的管控，加强医疗养生类节目和医疗广告监管，促进社会办医健康发展。
2017年	《关于2017年深化经济体制改革重点工作的意见》	提出出台支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的政策措施。
2019年	《关于印发康复医疗中心、护理中心基本标准和管理规范（试行）的通知》	鼓励社会力量举办康复医疗机构、护理机构，打通专业康复医疗服务、临床护理服务向社区和居家康复、护理延伸的“最后一公里”。
2020年	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	支持社会办医，推广远程医疗。坚持中西医并重，大力发展中医药事业。提升健康教育、慢病管理和残疾康复服务质量，重视精神卫生和心理健康。深入开展爱国卫生运动，促进全民养成文明健康生活方式。完善全民健身公共服务体系。加快发展健康产业。
2021年	《国家卫生健康委办公厅关于印发社会办医疗机构大型医用设备配置“证照分离”改革实施方案的通知》	在全国范围内对社会办医疗机构甲类、乙类大型医用设备配置和自由贸易试验区内的社会办医疗机构乙类大型医用设备配置情况实施“证照分离”改革，加强事中事后监管措施。

来源：国务院，财务司，国金证券研究所

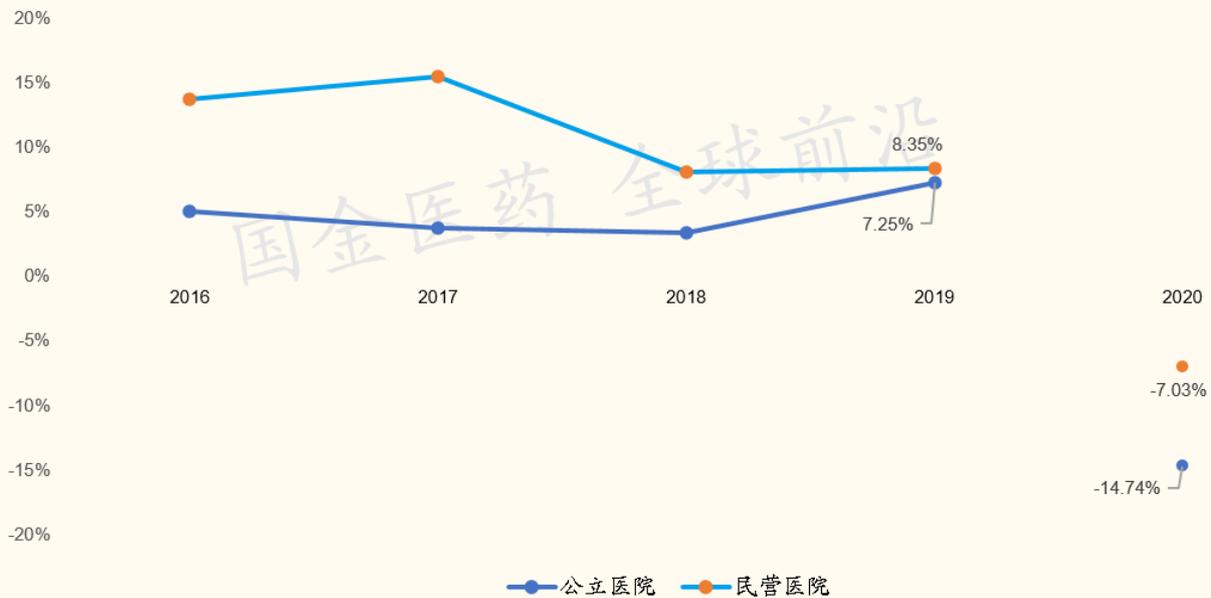
- 在政策的积极引导下，近五年我国民营医院数量高速增长，而公立医院数量逐年降低。随着民营医院数量、质量的提升，2016-2020 年民营医院的增长速度明显高于公立医院。
- 我们认为，公司是为数不多的三甲社会办综合医院集团，拥有高质量的医疗资源，包括 JCI 认证、主板上市的资本优势、质子放射治疗许可以及即将获得的 IVF 批复，在消费结构变化、政策推动下将获得更大的医疗市场空间。

图表 3：2010-2020 年公立医院和民营医院数量



来源：中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

图表 4: 2016-2020 年公立医院和民营医院就诊人数增长率 (2020 年为疫情影响)



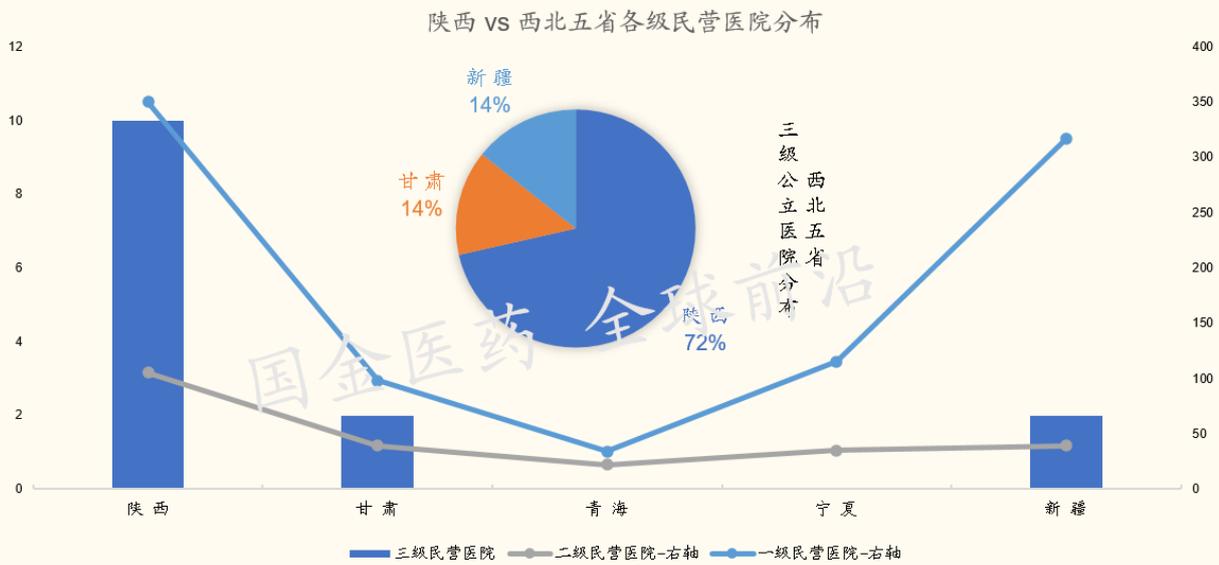
来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国金证券研究所

地处西部医疗资源高地, 三甲三院 JCI 品质保证, 空间可期

西北五省医疗资源稀缺, 西安成为优质医疗资源高地

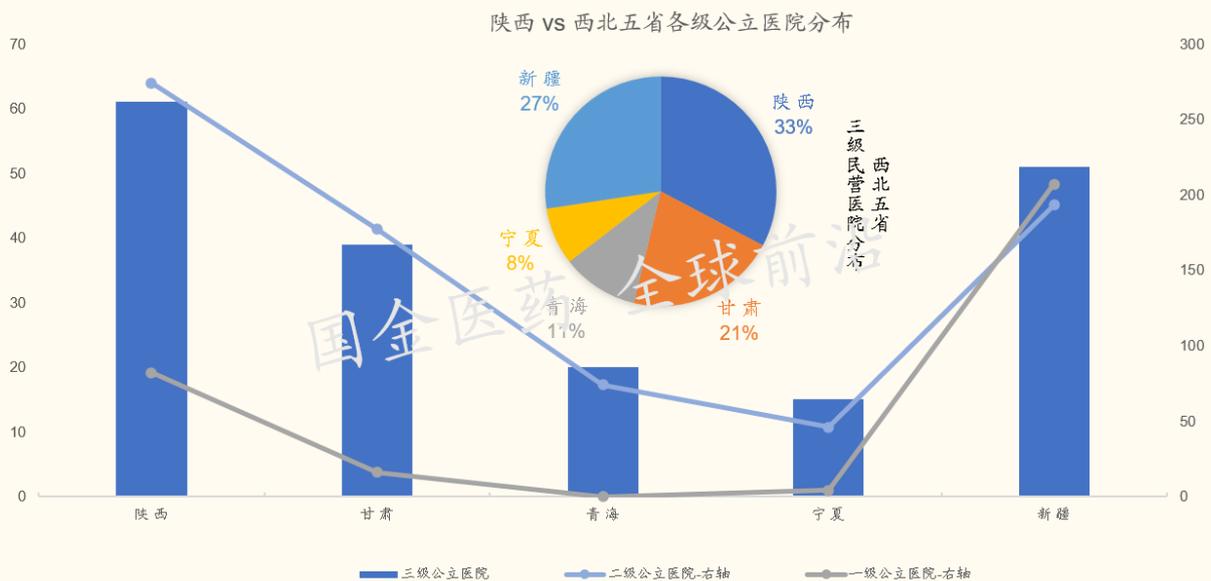
- 西北五省, 在医疗资源上相对落后。根据中国卫生健康统计年鉴, 2019 年陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区和新疆维吾尔自治区的医院数量在 31 个省份中分别位列 14、22、29、30 和 17 名, 而三甲医院数量排序分别为 19、27、29、30 和 23 名, 医疗资源稀缺。陕西省相较其他四省, 医疗资源优势明显, 2019 年, 陕西省公立医院为 450 家, 三级公立医院占西北五省中的 72%, 民营医院为 758 家, 三级民营医院占比 33%。

图表 5: 2019 年陕西 vs 其他西北四省各级民营医院



来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国金证券研究所

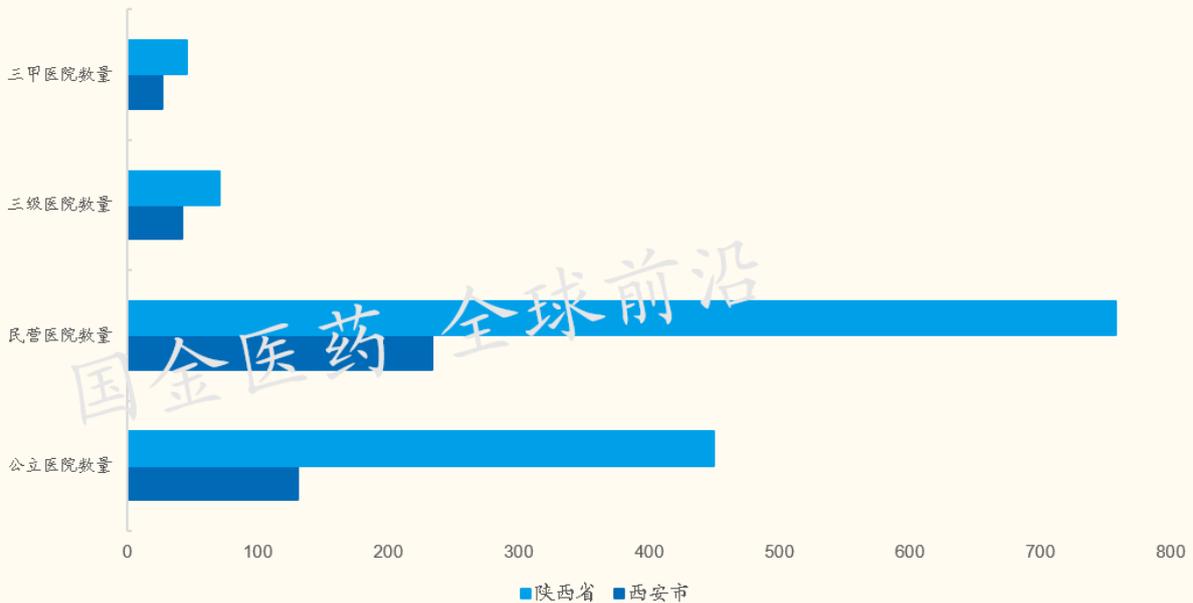
图表 6: 2019 年陕西 vs 其他西北四省各级公立医院



来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国金证券研究所

- 西安作为陕西的省会城市, 汇聚了优质的医疗资源, 2019 年西安市公立医院和民营医院数量在省内占比约 30%。三级医院的优势更为突出, 西安市三级医院 42 家和三甲医院 27 家, 在省内占比均为 59%。2019 年西安市的医生日均担负诊疗 6.6 人次、病床使用率 82.68%, 均高于陕西省 6.2 人次、80.2%的水平。

图表 7: 2019 年西安市 vs 陕西省医疗资源



来源：西安卫健委，中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

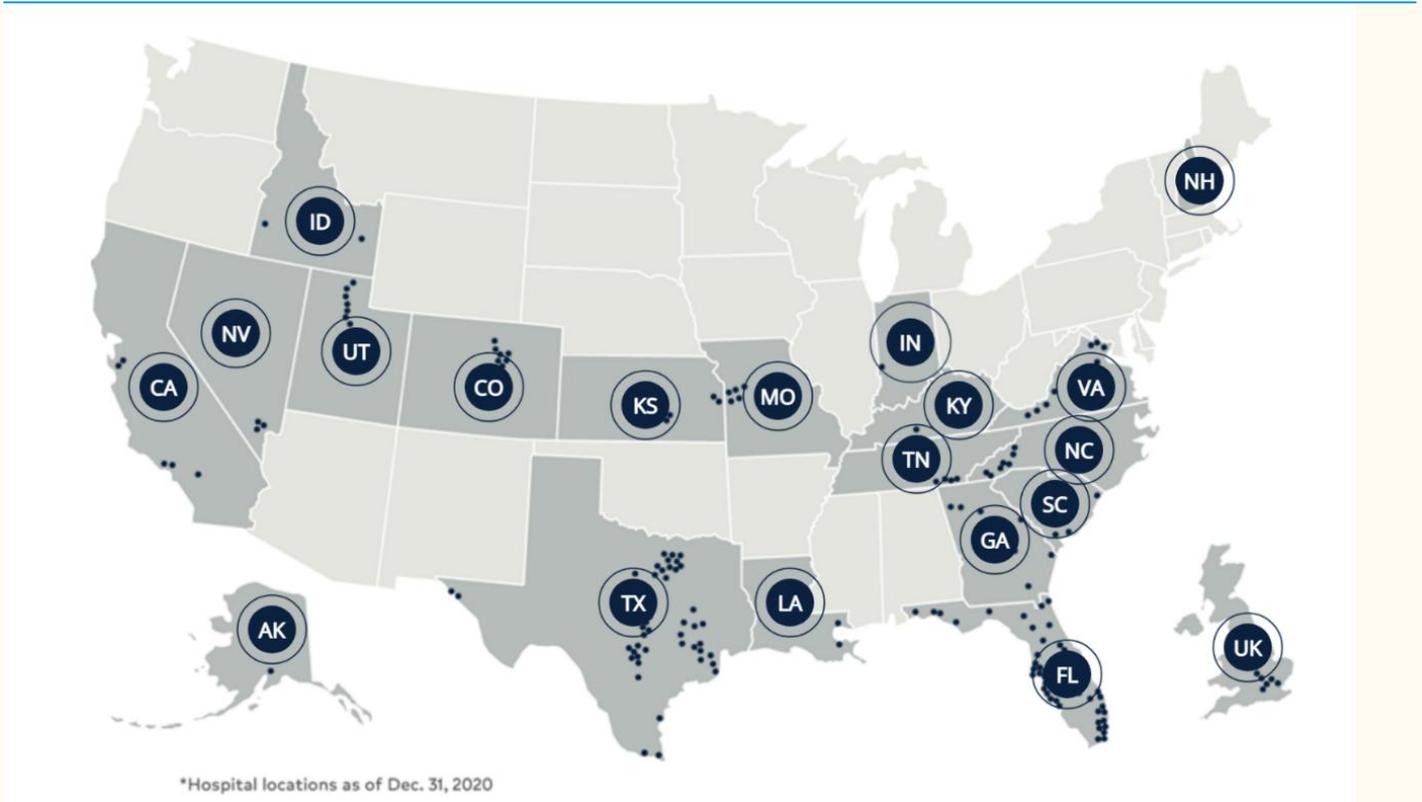
高分通过 JCI 认证，医疗质量和管理水平跻身全球前列，行业影响力提升

- 2021 年 5 月 27 日，公司宣布旗下国际医学中心医院高分通过 JCI 认证。JCI 认证由国际联合委员会、联合委员会（美国最大的保健组织认证机构）国际组织授予，是国际医疗界公认的医疗服务金标准之一。同时，JCI 认证的通过也是医疗机构纳入国际商保的基础要求，为公司拓展国际医疗险奠定了基础。
- 国际医学中心医院开诊 1 年 7 个月就通过了 JCI 认证，总分为 10 分，西安国际医学中心医院得分为 9.89 分，并且在质量改进和患者安全（QPS），感染的预防和控制（PCI），可及和连贯的患者医疗服务（ACC），以患者为中心的医疗服务（PCC），治理、领导和管理（GLD）等章节获得满分。
- 国际联合委员会网站显示，国内共有 62 家医院通过 JCI 认证，多位于沿海发达城市，西安市仅西安曲江妇产医院和西安国际医学中心医院，也是西北五省仅有的两家 JCI 认证医院。同时，国内 JCI 认证的三甲医院仅十家，私立三甲医院三家，西安国际医学中心医院位列其中，医院实力充分彰显。
- 我们认为，公司通过 JCI 认证，标志着该院医疗质量和医院管理水平与国际先进标准接轨，跻身全球医院管理先进行列，将增强平台对于业内专家的吸引力，推动与国际知名医疗机构的合作，竞争力进一步提升。

全球最大营利性医院运营商 HCA，重品质、广布局，国际医学发展有迹可循

- 美国医院有限公司(HCA)是全球最大的营利性连锁医院运营商，HCA 主要经营医院、独立的外科诊疗室、透视成像诊疗中心、肿瘤放射治疗中心、康复理疗中心及美国各种不同的保健设施。公司设有普通医院和急诊医院，向住院病人、重症患者、心脏病患者等提供药物和手术治疗以及紧急救治服务。截至 2020 年，HCA 在美国 21 个州和英国经营着 186 家医院和 2000 多个护理场所，包括手术中心、独立急诊室、紧急护理中心和医生诊所。

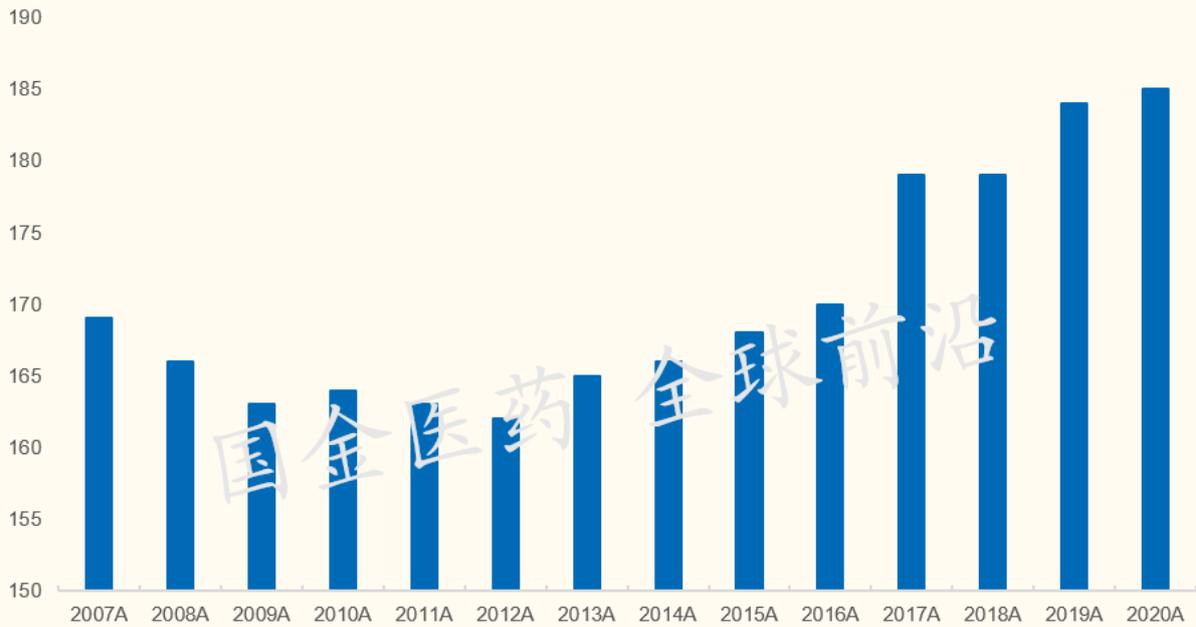
图表 8: HCA 医疗网络分布



来源: HCA, 国金证券研究所

- HCA 自 1968 年成立以来, 经历了三次上市。50 年间, HCA 敏锐地捕捉市场需求, 根据 HCA 最近的 2021 年投资者报告, 该公司在其运营的市场中平均占有 25% 的市场份额。
- 1968-1986 年, 快速扩张, 抢占市场份额: 1968 年, Thomas Frist Sr. 博士、Thomas Frist Jr. 博士和 Jack Massey 成立了 HCA, 并于 1969 年第一次在纽交所上市。HCA 作为美国最早的医院公司之一, 在资本帮助下大量收购和接管医院, 到 1986 年 HCA 已拥有 463 家医院, 公司市值快速增长。
- 1987-2006 年, 剥离+整合, 重视运营效率: 1987 年, HCA 剥离了拥有 104 家医院的 HealthTrust, 之后完成杠杆私有化。1992 年, HCA 再度上市, 带来超过 700% 的投资收益率。1994 年, HCA 与 Columbia Hospital Corporation 合并, 成立 Columbia/HCA。1997 年, HCA 将非医疗部分和非战略重点的企业出售, 随后在 1999 年, HCA 对 Lifepoint 和 Triad 医院集团进行分拆。2006 年 11 月, HCA I 被私人投资者集团收购, 其中包括 Bain Capital Partners, LLC、Kohlberg Kravis Roberts & Co. 和 HCA 创始人 Dr. Thomas F. Frist, Jr. 的附属公司获资助的基金, 总交易价值约 330 亿美元, 成为当时历史上最大的杠杆收购。
- 2007 年以后, 稳健经营, 提升患者满意度: 2003-2017 年期间, HCA 没有进入任何新市场, 根据公司年报, 2007-2020 年的医院数量小幅增长, 规模趋于稳定。公司更注重服务的专业度和患者的满意度, 超过 90% 的住院病人表示, “如果需要再次住院, 仍将选择 HCA 集团旗下的医院”。多次资本重组的效果也逐步显现, 2007-2020 年净利润稳步增长, 13 年间 CAGR 为 11.37%。2021 年 5 月, HCA 与 Google 达成合作, 将利用患者记录开发医疗算法以帮助提高运营效率、监测患者并指导医生的决策。科技赋能下, HCA 的管理效率有望进一步提升。

图表 9: 2007-2020 年 HCA 医院数量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 2007-2020 年 HCA 净利润和同比增长率



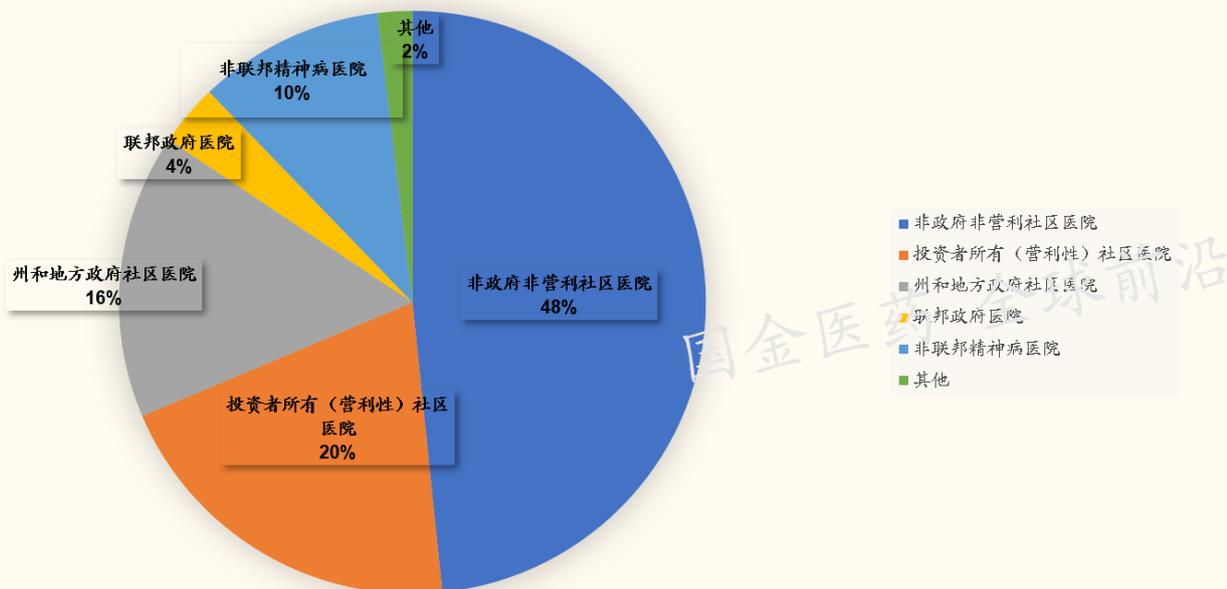
来源: Wind, 国金证券研究所

- 相同点 1: 以患者为中心, 拥有专业团队和先进设备, 高品质医疗服务吸引患者
- HCA 成立伊始, 就定位于提供超越患者预期的高品质服务。其管理层认为, 临床服务质量不仅有利于吸引优秀医生的加盟, 更直接影响到

患者的就医选择，因而 HCA 投入大量资金以招募优秀医生、升级医院信息系统和购置先进医疗设备。

- 与之类似，国际医学从建立之初就致力于打造高水平的医疗机构。2020 年，医院引进瓦里安直线加速器、医科达直线加速器、玛西普伽马刀、SPECT/CT、PET/CT、四代达芬奇手术机器人、蔡司机器人手术显微镜等大型医疗设备，质子、射波刀已获国家卫健委准入许可。同时，为加强各科室专家人才的引进，公司也设置了股权激励计划。
- 相同点 2: 多板块布局，集团化管理、市场化运营充分发挥协同效应
 - 作为营利性医疗机构，HCA 广泛布局，除综合和急症医院外，还包括康复医院和精神病中心，充分满足患者需求。在多次重组整合后，集团化管理下的运营效率更高。
 - 近年来，国际医学板块布局多样化，辅助生殖、康复中心以及医美大楼的建设，将进一步提升公司的盈利能力。依托高新医院、国际医学中心的优势，可实现大平台引流以及资源共享，充分发挥各中心的协同效应。
- 不同点: 中美医疗服务体系不同，医院定位不同，外延并购 vs 内生增长
 - 美国医疗卫生支出占 GDP 比重约 17%，远高于中国 6% 左右的水平。美国的医院中营利性社区医院占比仅 20%，但中国的民营医院数量超过公立医院，占比约 65%，主要是因为我国人口基数大，在医疗资源紧缺的情况下，民营医院的涌现更有利于患者就医。
 - HCA 的医院覆盖美国 21 个州，在英国也有布局；而国际医学聚焦西安，并逐步向周边城市延伸，仍为区域性医院。医院的定位不同导致发展模式的不同，HCA 主要通过外延并购扩大规模，尤其是成立之初，集团规模迅速扩张，之后才逐渐转变为内部整合的集约型模式。而国际医学从最开始的高新医院到后来的国际医学中心、康复中心和商洛医院，均为自建，更能确保运营的统一性和互补性。

图表 11: 美国医院结构



来源: AHA, 国金证券研究所

- 我们认为，虽然国际医学在体量上不及 HCA，战略定位上也有差异，但同样作为优质的营利性综合医疗机构，依托学科优势和市场化运营能力，各

个医院和学科之间相互补充，规模优势将逐步显现，公司未来盈利能力也将趋于稳定。

综合、康复、辅助生殖，全维度医疗服务，专科成长弹性高

高新医院：全国首家民营三甲综合医院，综合实力强劲

- 西安国际医学高新医院是一所集医疗、教学、科研、预防、保健为一体的综合医院，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甲综合医院，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。
- 受益于军改，医院引入大批顶尖的科室主任，专家团队日益壮大。目前。西安国际医学高新医院医师系列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，在国家、省、市医学会及其它各专科分会任职 220 余人次。

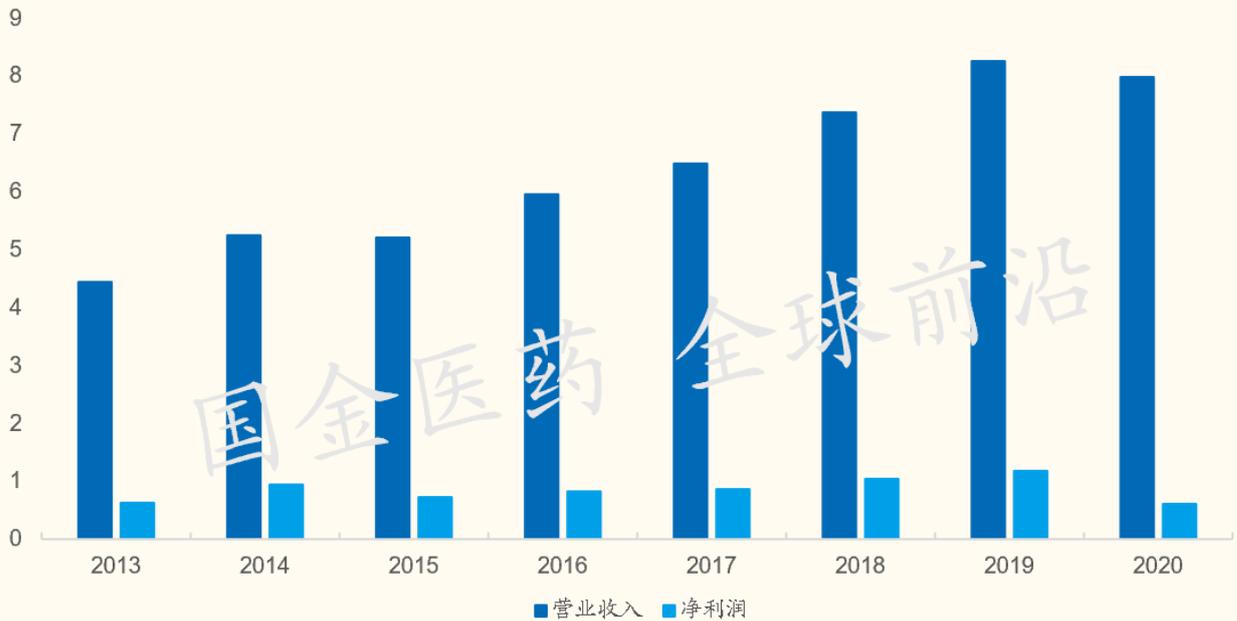
图表 12：西安国际医学高新医院专家团队

 <p>范郁会 西安国际医学高新医院总经理 主任医师 教授 卫生部泌尿医师准入专家委员会陕西专家组成员 中华医学会医学伦理分会临床伦理学组委员 《医学伦理学》、《国外医学·医学地理分册》等杂志编委</p>	 <p>卢占斌 西安国际医学高新医院副院长 妇科主任 主任医师 教授 陕西省医学会妇科肿瘤分会常委 中国女医专家委员会妇科专业副主任委员。</p>	 <p>甘为民 西安国际医学高新医院泌尿外科主任 首席专家 主任医师 教授 硕士生导师 陕西省医学会泌尿外科学分会副主任委员 陕西省抗癌协会泌尿系肿瘤专业委员会副主任委员。 原西安交通大学医学院第二附属医院泌尿外科主任</p>
 <p>宋瑛 西安国际医学高新医院院长 消化病医院院长 首席专家 主任医师 硕士研究生导师 中华医学会食管胃静静脉曲张学组副组长 中华医学会消化内镜学分会内镜协作组副组长 《中国继续医学教育》《中华消化病与影像杂志》等编委</p>	 <p>李维玲 西安国际医学高新医院副院长 产科主任兼国际部产科主任 主任医师 教授 硕士研究生导师 中国妇女发展基金会互联网+女性健康促进基金专家委员会专家</p>	 <p>尹爱萍 西安国际医学肾脏内科主任 首席专家 主任医师 教授 医学硕士 中华医学会肾脏病学分会全国委员 中国医师协会肾脏内科学分会常委 原西安交通大学第一附属医院肾脏病医院肾内科学科带头人</p>
 <p>吕良山 西安国际医学高新医院常务副院长 主任医师 医学博士 微创介入科主任 中国非公医疗机构协会互联网医疗健康分会国家常委 中国医院管理协会民营医院分会国家委员</p>	 <p>王中良 西安国际医学高新医院副院长 中医肛肠科主任 主任医师 教授 全国中医肛肠学科学专家 陕西“王氏肛肠”第三代传人</p>	 <p>荣荣华 西安国际医学高新医院心血管病医院院长兼心血管内科主任 医学博士 副教授 副主任医师 硕士研究生导师 国家卫健委冠状动脉介入培训中心专家组成员、培训导师； 国家自然科学基金同行评议专家 原西京医院心血管内科副主任</p>
 <p>焦凯 西安国际医学高新医院副院长兼内分泌科主任 医学博士 主任医师 教授 博士研究生导师 中华医学会内分泌分会常委 中华医学会内分泌分会垂体组副组长 原空军军医大学唐都医院内分泌科主任</p>	 <p>赵燕麟 西安国际医学高新医院眼科主任 首席专家 主任医师 教授 国家医学教育发展中心眼科专业委员会常务委员 陕西省医学会眼科分会常委 原西安市第一医院眼科医学科副主任</p>	 <p>陈文生 西安国际医学高新医院心血管病医院副院长兼心脏大血管外科主任 医学博士 教授 主任医师 博士生导师 哈佛大学医学院附属医院（麻省总医院和伯明翰医院）心脏外科和血管外科的访问学者和博士后 原西京医院心血管外科副主任</p>

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 和 2020 年高新医院的床位使用率达到 106.09%和 85.80%，同期西安市三级医院的床位使用率为 103.64%和 79.65%，民营医院的床位使用率仅为 61.18%和 53.93%。为解决病床紧缺，高新医院启动二期扩建，新综合医疗大楼已于 2020 年 12 月 21 日正式启用。新综合医疗大楼，增加洁净手术室，扩建门诊和医技中心，新增医疗床位 1000 张，医院整体医疗床位规模提高至 1500 张以上。

图表 13: 2013-2020 年西安国际医学高新医院营业收入、净利润 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 我们认为, 作为首家社会资本兴办的三甲综合医院, 随着二期床位使用率提升, 高新医院业绩将稳步提升。

辅助生殖中心: 与妇产科联动, 提供完善的生殖、产后康复的配套体系

- 据 WHO 估算, 全球共有 4800 万对夫妇和 1.86 亿人患不孕不育症。根据中国人口协会、国家卫健委发布的数据, 中国育龄夫妇的不孕不育率已攀升到 12%-15%, 平均每 8 对夫妇就有 1 对生育困难, 辅助生殖需求旺盛。弗若斯特沙利文预计至 2023 年, 我国不孕夫妇将达到 5000 万。
- 为规范辅助生殖行业, 2021 年 1 月卫健委发布《人类辅助生殖技术应用规划指导原则 (2021 版)》, 强调辅生医疗机构的妇产科实力, 严防妊娠风险, 确保母婴安全。截至 2020 年 12 月 31 日, 全国共有 536 家经批准开展人类辅助生殖技术的医疗机构, 其中有 10 家位于陕西省, 西安高新医院位列其中, 国际医学也是全国第 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 14: 陕西省经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构名单 (至 2020/12/31)

序号	医疗机构名称	准入技术	运行状态
1	空军军医大学唐都医院	夫精人工授精技术	正式运行
		供精人工授精技术	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
		植入前胚胎遗传学诊断技术	正式运行
2	西北妇女儿童医院(陕西省妇幼保健院)	夫精人工授精技术	正式运行
		供精人工授精技术	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
		植入前胚胎遗传学诊断技术	正式运行
3	西安市第四医院	夫精人工授精技术	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
4	空军军医大学西京医院	夫精人工授精技术	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
5	西安交通大学第一附属医院	夫精人工授精技术	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术	试运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术	试运行
6	西安高新医院	夫精人工授精技术	正式运行
7	西安安琪儿妇产医院	夫精人工授精技术	正式运行
8	宝鸡市妇幼保健院	夫精人工授精技术	试运行
9	陕西中医药大学附属医院	夫精人工授精技术	试运行
10	西安交通大学第二附属医院	夫精人工授精技术	试运行

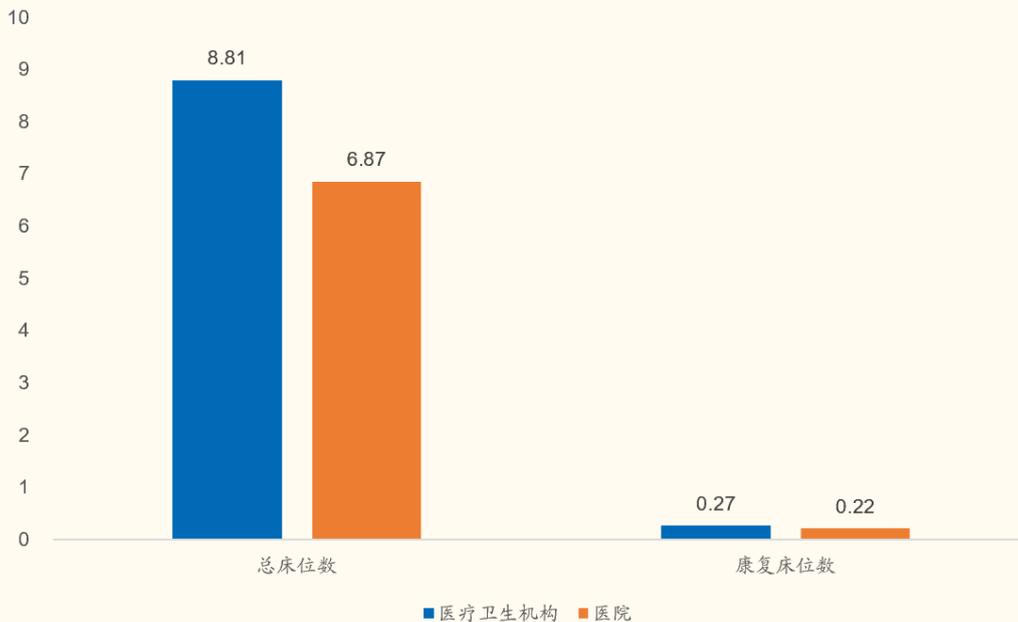
来源: 妇幼保健院, 国金证券研究所

- 西安国际生殖医学中心辅助生殖医学项目于 2019 年初获得卫生主管部门批准后, 开始为期一年的试运行, 目前夫精人工授精业务已通过验收正式运行, 待获得卫生主管部门批复后将启动试运行 IVF 业务。西安国际医学高新医院的新生儿出生率保持全省三甲医院的前三名, 依托高新医院的妇产科优势, 国际医学生殖医学业务的发展将获得有力的保障。
- 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。专家团队中的黄艳红主任经验丰富, 其带领的团队做过 300 例夫精人工授精。同时, 拥有国际一流的硬件和世界顶尖的设备, 同时引进了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。
- 我们认为, 凭借高新医院的妇产科优势、专业的医师团队以及先进的设备, 结合市场化运营机制, 公司的辅助生殖业务将快速发展。

康复中心: 计划开放 3600 张床位, 有效弥补康复服务供给不足

- 西安国际康复医学中心位于集团西安国际医学城院区之内, 2018 年 5 月正式建设, 预计 22 年初开诊。一期建筑面积 42.5 万平方米。中心开设有骨科医院、康复医院、儿童医院、妇产医院、老年病医院、中医医院六大分院和创伤急危重症救治中心, 是一所集医疗、科研、教学、培训于一体的专科学科群中心。
- 2019 年我国医疗机构康复医学科床位为 27 万张, 占医院总床位比重仅 3% 左右, 每千人康复床位仅 0.19 张, 远低于《北京市医疗卫生服务体系规划(2016—2020 年)》提出的每千人 0.5 张康复床位的目标。我国人口基数大, 存在大量需要康复治疗的残疾人群体、老年人群体、慢性病患者群体以及伤残患者群体, 目前康复床位存在巨大缺口。

图表 15: 2019 年康复医学科床位数 vs 总床位数 (百万)



来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国金证券研究所

- 西安国际康复医学中心一期计划开放床位 3600 张, 康复、骨科和中高端妇儿均设置 1200 张床位, 康复中心建成后将与西安国际医学中心医院互为补充, 极大满足患者需求, 有效弥补市场中服务供给的不足。
- 我们认为, 依托国际医学中心医院大平台的引流以及高端设备的共享, 康复中心建成后将高效运转。同时, 康复和中高端妇儿为高附加值的科室, 能进一步提升公司的盈利能力。

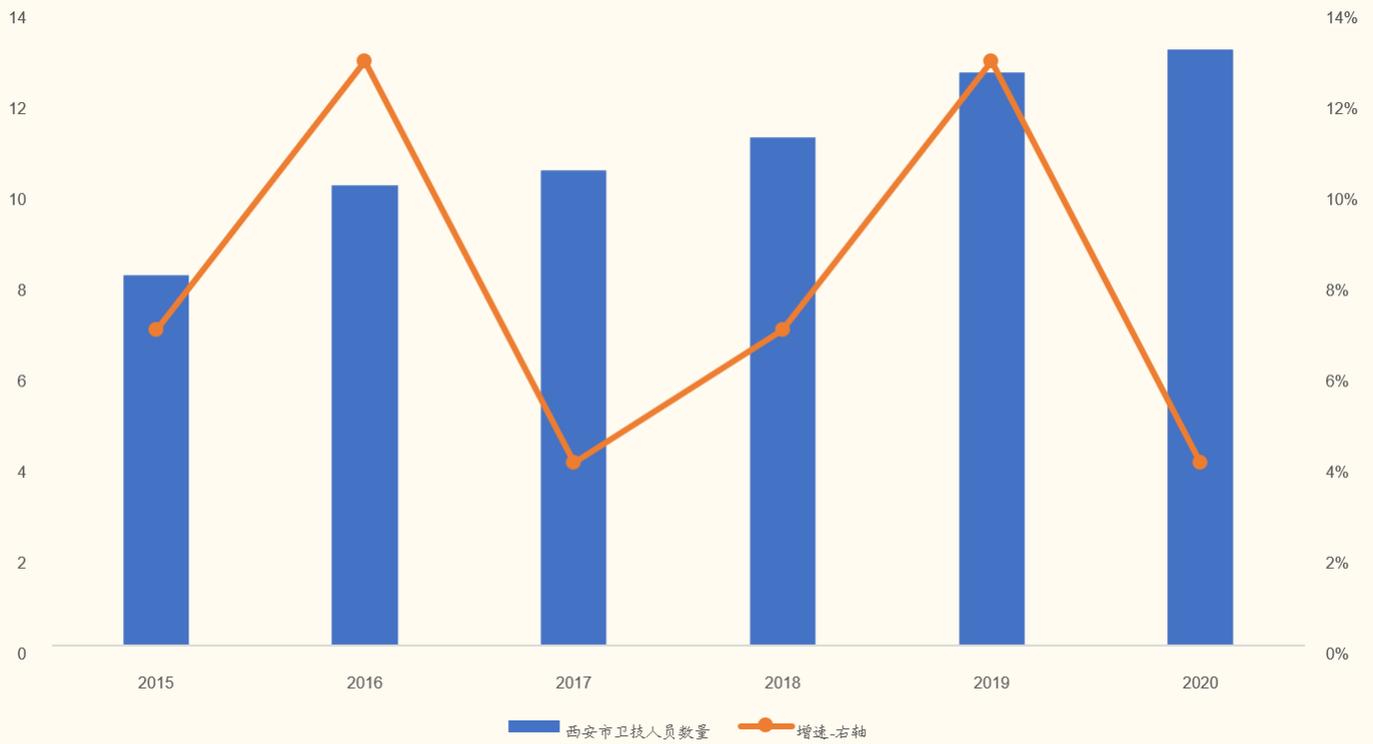
盈利预测与投资建议

盈利预测

- 床位数量与利用率: 2019 年西安三级医院床位使用率超过 100%, 仍需要补充更多的优质医疗资源。2020 年 8 月西安市引发《西安市全面建设健康西安 打造区域卫生健康中心的意见》, 规划到 2022 年全市新建三级医院 13 家, 新增三级医院床位 1.3 万张以上。2020 年西安三级医院床位 4 万左右, 预计 2022 年三级床位增速约 30%。我们认为, 在地方政策的推动下, 公司作为西安地区的优质医院, 病床使用率高于市内三级医院均值, 更具竞争优势, 未来病床使用率将逐步攀升。
- 国际医学高新医院: 二期新增 1000 张床位, 于 2020 年 12 月开诊, 预计 2021 起, 一二期 1500 张床位 2021 年底可住满, 床位使用将经历爬坡过程, 预计 2021-2023 年床位利用率分别为 80%、90%和 100%。
- 国际医学中心医院: 作为国内最大单体医院于 2019 年开诊, 处于成长期, 最大床位数 5037 张, 预计 2021-2023 年, 使用率为 35%、65%和 80%。
- 商洛医院: 新增 1800 张床位, 2021 年 3 月开诊。商洛的医疗资源远不如西安市, 优质资源下沉, 预计 2021-2023 年, 使用率为 50%、70%和 80%。
- 康复医院: 明年一季度 3600 张床位将投入使用。由于现有康复床位的较为紧缺, 预计 2022 和 2023 年使用率为 50%和 70%。

- 辅助生殖中心：公司具有高水平生殖医学平台和经验丰富的专家团队，预计 2022 和 2023 年将完成 2000 和 4500 例治疗周期。
- 单床平均收入：2020 年的数据由公司年报披露的院区收入和预计使用病床数测算得到，考虑到 2020 年的疫情影响，我们适当调增未来三年的单床收入。
 - 国际医学高新医院：2019 年高新医院单床收入为 102 元万元，2020 受疫情影响降低至 99 万元，未来单床收入会恢复正常，预计 2021-2023 年，单床收入为 102、104 和 104 万元。
 - 国际医学中心医院：中心医院单床收入稍低于高新医院，预计 2021-2023 年，单床收入为 93、95 和 96 万元。
 - 商洛医院：商洛地区消费能力低于西安，单床收入也更低，预计 2021-2023 年，单床收入分别为 25、30 和 35 万元。
 - 康复医院：考虑到开诊初期的爬坡过程，预计 2022 和 2023 年单床收入为 50 和 52 万元。
 - 辅助生殖中心：根据国内其他 IVF 机构预计单周期价格为 4.5 万元。
- 成本、费用：公司处于高速扩张期，成本费用将快速增长。
 - 营业成本：由于 2020 年高新医院的新增床位投入使用，初期营业成本较高，营业成本高于收入。预计 2021 年营业成本仍将增长，但由于收入的大幅提升，预计毛利率为 22%，后两年将稳步增长。
 - 管理费用：管理费用提升较快，主要是因为床位增长，需要大量的卫技人员。
 - ✚ 2020 年国际医学卫技人员为 5476 人，测算每张床位对应 2.66 人，由于 2020 年床位使用率较低，预计未来每张床位对应 2 位卫技人员，则 2022 年公司卫技人员将超过万人，管理费用将大幅提升。
 - ✚ 2020 年，西安市卫技人员 13.12 万人，2015-2020 年 CAGR 为 10%。若未来 2 年保持 6% 的增长速度，则 2022 年西安市卫技人员数量将达到 14.75 万人。我们认为，军改后 j 集团已引进大量优秀医生，平台效应逐步体现，叠加公司设置的股权激励，公司有能力强解决专业人才的缺口。
 - 销售费用：医院的销售费用较低，我们预计将基本保持稳定。
 - 财务费用：由于公司目前还有 42 万的长期借款，预计每年仍将保持较高的财务费用。

图表 16: 2015-2020 年西安市卫技人员数量 (万人)



来源: 西安市卫健委, 国金证券研究所

图表 17: 营收、净利润预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
国际医学高新医院				
最大床位	808	1,500	1,500	1,500
实际使用床位	808	1,200	1,350	1,500
床位利用率	100%	80%	90%	100%
单床收入 (万元)	99	102	104	104
收入 (百万元)	799	1,224	1,404	1,560
国际医学中心医院				
最大床位	5,037	5,037	5,037	5,037
实际使用床位	806	1,763	3,274	4,030
床位利用率	16%	35%	65%	80%
单床收入 (万元)	89	93	95	96
收入 (百万元)	721	1,640	3,110	3,868
高洛医院				
最大床位	500	1,800	1,800	1,800
实际使用床位	500	900	1,260	1,440
床位利用率	100%	50%	70%	80%
单床收入 (万元)	21	25	30	35
收入 (百万元)	104	225	378	504
康复医院				
最大床位			3,600	3,600
实际使用床位			1,800	2,520
床位利用率			50%	70%
单床收入 (万元)			50	52
收入 (百万元)			450	917
辅助生殖中心				
IVF治疗周期			2,000	4,500
价格 (万/周期)			4.5	4.5
收入 (百万元)			90	203
整体收入 (百万元)	1,607	3,089	5,432	7,052
整体收入增速		92%	76%	30%
销售毛利	-148	679	1,304	1,763
销售毛利率		22%	24%	25%
管理费用	455	540	608	740
销售费用	10	31	54	71
财务费用	152	187	179	182
归母净利润 (百万元)	45	-114	351	605
归母净利润增速		-351%	408%	72%

来源: Wind, 公司各期财报, 公司官网, 国金证券研究所

投资建议及估值

- 我们分别采用市盈率法与市销率法对公司进行估值并审慎选取中间值。我们估算的合理市值为 412.84 亿元, 对应目标价 18.14 元。给予公司“买入”评级。

图表 18: 估值概览

估值方法	目标价 (区间)	核心方法	假设
可比公司分析	14.80	PE	(1) 各医院床位使用率稳步提升
可比公司分析	21.48	PS	(2) 有效控制成本, 高附加值板块顺利落地

来源: 各公司年报, 国金证券研究所

1. 市盈率法

- 预计公司 2021-2023 年净利润为 -1.14、3.51 和 6.05 亿元, 对应 EPS 为 -0.05、0.15 和 0.27 元。

- 我们选取爱尔眼科、通策医疗及信邦制药 3 家医疗服务企业作为可比公司。其中爱尔眼科是聚焦眼科领域的专科医院，通策医疗以牙科医疗服务为主业，而信邦制药涉及医疗服务、医药流通和医药制造多类业务。我们认为，国际医学作为专注于提供医疗服务的综合三甲医院，与爱尔眼科和通策医疗更为接近。考虑到公司目前盈利体量小，预计 2021 年无法盈利，以 2022 年为预测时间，由于公司目前处于扩张成长阶段，盈利能力尚不及爱尔眼科和通策医疗。给予 2022 年 96 倍 PE 估值，其合理市值为 336.77 亿元，对应股价 14.80 元。

图表 19: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	每股盈利			PE			归母净利润 (亿元)			市值 (亿元)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300015	爱尔眼科	55.54	0.44	0.57	0.74	127.62	97.10	74.62	23.53	30.92	40.24	3002.49
600736	通策医疗	319.00	2.30	3.06	4.03	138.72	104.09	79.12	7.38	9.84	12.94	1023.99
002390	信邦制药	9.50	0.14	0.17	0.22	68.74	54.87	43.88	2.80	3.51	4.39	192.57
	平均值					111.69	85.35	65.88	11.24	14.76	19.19	
000516	国际医学	13.19	(0.05)	0.15	0.27	NA	87.95	37.00	(1.14)	3.51	6.05	300.20
	目标价与估值	14.80					96					336.77

来源: Wind, 国金证券研究所 (以 2021/8/11 收盘价为基准)

2. 市销率法

- 预计公司 2021-2023 年销售收入为 30.89、54.32、70.52 亿元，对应每股销售收入为 1.36、2.39 和 3.10 元。
- 我们选取爱尔眼科、通策医疗及信邦制药 3 家医疗服务企业作为可比公司。考虑到公司目前营收体量小，但随着床位的快速扩张，公司的营业收入将快速增长。给予 2022 年 9 倍 PB 估值，由此估算的合理市值为 488.91 亿元，对应股价 21.48 元。

图表 20: 可比公司估值比较 (市销率法)

代码	名称	股价 (元)	每股销售收入			PS			销售收入 (亿元)			市值 (亿元)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300015	爱尔眼科	55.54	2.80	3.53	4.45	19.81	15.73	12.49	151.55	190.92	240.34	3002.49
600736	通策医疗	305.99	9.13	11.82	15.20	33.53	25.89	20.13	29.30	37.93	48.80	982.23
002390	信邦制药	9.55	3.36	3.87	4.44	2.85	2.47	2.15	68.04	78.41	89.92	193.58
	平均值					18.73	14.70	11.59	82.96	102.42	126.35	
000516	国际医学	12.65	1.36	2.39	3.10	9.32	5.30	4.08	30.89	54.32	70.52	287.91
	目标价与估值	21.48					9					488.91

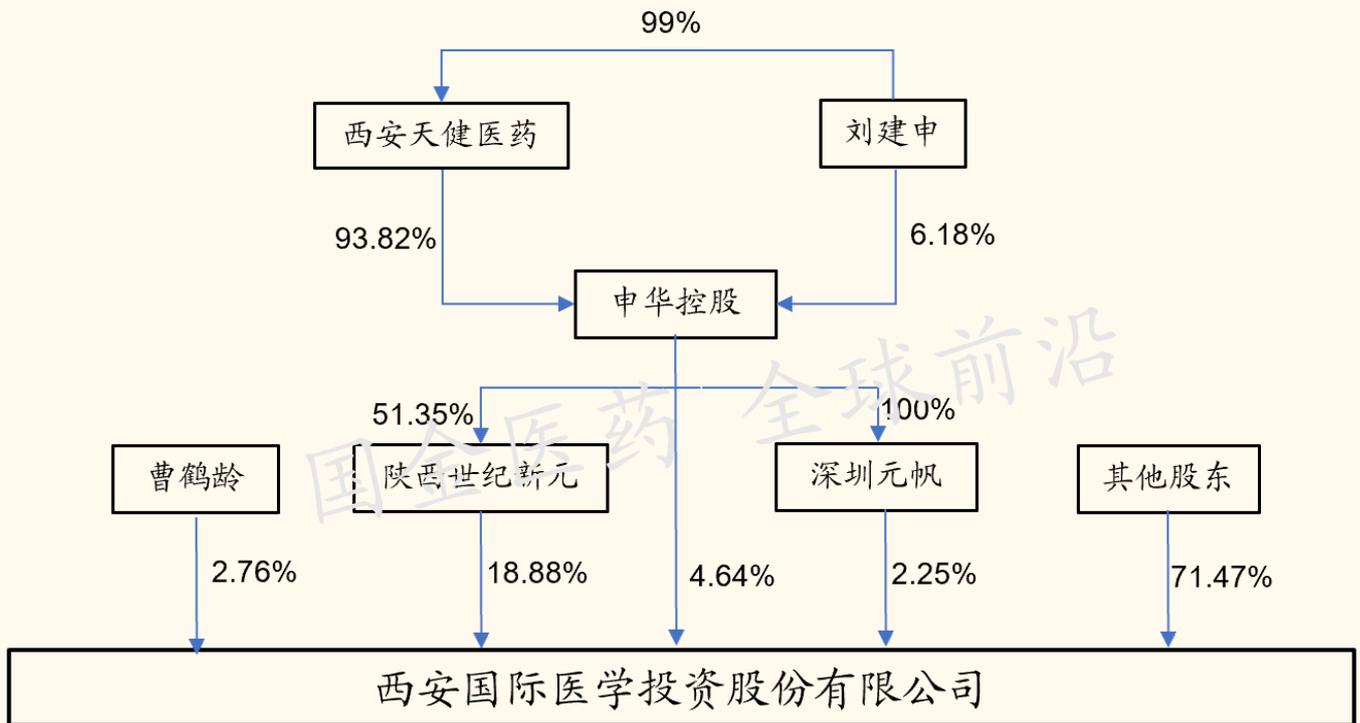
来源: Wind, 国金证券研究所 (以 2021/8/11 收盘价为基准)

风险提示

- 医疗政策风险:** 医疗服务行业受监管程度较高，国家及各级地方卫生部门制定相关的政策法规并对整个行业实施监管。随着行业相关的监管政策将不断调整和完善，医疗服务行业的政策环境可能面临变化。
- 市场竞争风险:** 近几年民营医院数量快速增长，随着公司板块的扩张，在康复、辅助生殖等领域将面临较大的竞争压力，需要公司积极发挥协同效应和人才优势才能促进多业务齐头并进。
- 人才短缺风险:** 医生是医院的重要资源，医生的专业性直接决定患者的治疗效果和满意度。随着医院数量的增长以及对于医疗资源的重视度的提高，对于优秀人才的抢夺也更为激烈。同时，国际医学积极开拓辅助生殖等领域，人才也存在一定的紧缺性。
- 床位使用率不及预期风险:** 国际医学作为民营医院，管理运营能力尤为重要。由于集团新开设了大量的床位，如果床位使用率不能跟上，可能导致医疗资源的闲置，增加公司的运营成本。

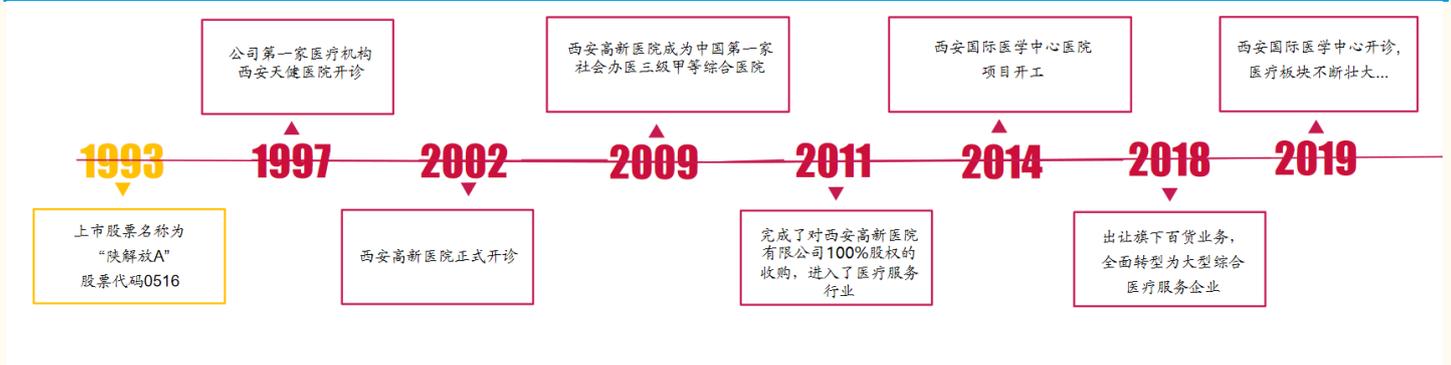
附录

图表 21: 国际医学股权结构 (定增前)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 国际医学发展历程



来源: 公司公告, 国金证券研究所

医

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,039	991	1,607	2,824	5,536	6,848	货币资金	1,429	1,086	1,037	1,260	2,320	2,395
增长率		-51.4%	62.2%	75.7%	96.0%	23.7%	应收款项	96	146	695	658	1,031	1,163
主营业务成本	-1,589	-849	-1,755	-2,174	-4,207	-5,136	存货	26	53	57	60	115	141
%销售收入	77.9%	85.7%	109.2%	77.0%	76.0%	75.0%	其他流动资产	805	336	548	554	575	584
毛利	451	142	-148	649	1,329	1,712	流动资产	2,357	1,620	2,337	2,531	4,042	4,283
%销售收入	22.1%	14.3%	n.a	23.0%	24.0%	25.0%	%总资产	32.3%	16.2%	19.3%	19.4%	25.2%	23.5%
营业税金及附加	-31	-11	-11	-28	-39	-41	长期投资	918	289	236	251	258	265
%销售收入	1.5%	1.2%	0.7%	1.0%	0.7%	0.6%	固定资产	2,828	7,021	8,499	9,362	10,643	12,504
销售费用	-36	-11	-10	-28	-55	-68	%总资产	38.7%	70.0%	70.1%	71.6%	66.4%	68.6%
%销售收入	1.8%	1.1%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	544	618	736	935	1,083	1,187
管理费用	-276	-393	-455	-508	-670	-740	非流动资产	4,949	8,411	9,787	10,547	11,985	13,956
%销售收入	13.5%	39.6%	28.3%	18.0%	12.1%	10.8%	%总资产	67.7%	83.8%	80.7%	80.6%	74.8%	76.5%
研发费用	-2	-8	-10	-13	-19	-21	资产总计	7,306	10,031	12,124	13,079	16,027	18,239
%销售收入	0.1%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	短期借款	141	256	716	300	300	300
息税前利润 (EBIT)	106	-282	-633	72	545	842	应付款项	648	1,364	2,156	2,032	4,031	5,199
%销售收入	5.2%	n.a	n.a	2.6%	9.9%	12.3%	其他流动负债	167	246	269	389	718	896
财务费用	9	-42	-152	-189	-181	-184	流动负债	957	1,866	3,141	2,721	5,049	6,395
%销售收入	-0.4%	4.3%	9.4%	6.7%	3.3%	2.7%	长期贷款	571	3,155	3,906	4,206	4,506	4,806
资产减值损失	-100	121	11	0	0	0	其他长期负债	2	14	44	6	11	14
公允价值变动收益	0	17	24	10	5	6	负债	1,530	5,035	7,091	6,933	9,566	11,214
投资收益	3,041	48	739	0	0	0	普通股股东权益	5,727	4,956	5,001	6,113	6,428	6,992
%税前利润	99.7%	-12.5%	10051%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,971	1,971	1,971	2,276	2,276	2,276
营业利润	3,053	-379	8	-107	370	664	未分配利润	3,147	2,596	2,641	2,534	2,849	3,413
营业利润率	150%	n.a	0.5%	n.a	6.7%	9.7%	少数股东权益	49	41	32	32	32	32
营业外收支	-3	-5	-1	0	0	0	负债股东权益合计	7,306	10,031	12,124	13,079	16,027	18,239
税前利润	3,049	-385	7	-107	370	664							
利润率	150%	n.a	0.5%	n.a	6.7%	9.7%	比率分析						
所得税	-806	-28	27	0	-55	-100		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	26.4%	n.a	-374%	n.a	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	2,243	-413	35	-107	314	564	每股收益	1.108	-0.205	0.023	-0.047	0.138	0.248
少数股东损益	59	-9	-11	0	0	0	每股净资产	2.906	2.514	2.537	2.686	2.824	3.072
归属于母公司的净利润	2,184	-404	45	-107	314	564	每股经营现金净流	-0.392	-0.140	0.010	0.278	1.301	1.163
净利率	107%	n.a	3%	n.a	6%	8%	每股股利	0.090	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	38.14%	-8.15%	0.91%	-1.75%	4.89%	8.07%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	29.90%	-4.03%	0.37%	-0.82%	1.96%	3.09%
净利润	2,243	-413	35	-107	314	564	投入资本收益率	1.20%	-3.59%	-31.02%	0.68%	4.11%	5.90%
少数股东损益	59	-9	-11	0	0	0	增长率						
非现金支出	191	8	372	458	550	675	主营业务收入增长率	-49.76%	-51.41%	62.17%	75.71%	96.05%	23.71%
非经营收益	-3,021	-2	-649	256	212	227	EBIT增长率	-64.26%	-366%	125%	-111%	657%	54.48%
营运资金变动	-185	131	262	25	1,884	1,181	净利润增长率	1001%	-118%	111%	-336%	394%	79.49%
经营活动现金净流	-772	-276	20	632	2,960	2,648	总资产增长率	25.27%	37.29%	20.87%	7.87%	22.54%	13.80%
资本开支	-1,699	-3,606	-1,338	-1,272	-1,980	-2,640	资产管理能力						
投资	1,700	995	204	-5	-2	-1	应收账款周转天数	12.4	35.0	42.6	50.0	50.0	50.0
其他	42	76	30	0	0	0	存货周转天数	10.8	16.9	11.4	10.0	10.0	10.0
投资活动现金净流	43	-2,536	-1,104	-1,277	-1,982	-2,641	应付账款周转天数	139.6	401.2	330.8	300.0	310.0	330.0
股权募资	2	0	2	1,220	0	0	固定资产周转天数	112.4	1,670.7	1,414.8	877.9	512.5	497.5
债权募资	402	2,694	1,207	-139	300	300	偿债能力						
其他	-173	-468	-272	-213	-218	-233	净负债/股东权益	-12.68%	40.49%	60.94%	44.39%	30.46%	31.22%
筹资活动现金净流	232	2,226	937	868	82	67	EBIT利息保障倍数	-12.3	-6.6	-4.2	0.4	3.0	4.6
现金净流量	-497	-586	-147	223	1,061	74	资产负债率	20.94%	50.19%	58.49%	53.01%	59.69%	61.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	5	8	15
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.29	1.27	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402