

日期: 2016年03月18日

行业: 新三板



魏贇

021-53686159

weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

杜臻雁

021-53686162

duzhenyan@shzq.com

执业证书编号: S0870115070022

挂牌日期 2015年1月16日

做市日期 2015年5月14日

基本数据

当前价格(元)	10.99
总股本(百万股)	69.01
流通股本(百万股)	32.61
做市商数	2

主要股东(2015)

淄博中雅投资有限公司	69.56%
淄博惠邦管理咨询有限公司	17.39%

收入结构(2014)

产科	43.03%
妇科	34.50%
儿科	6.01%
不孕不育科	5.41%
乳腺科	3.66%
其他	7.38%

报告编号: DZY16-NSP02

首次报告日期: 2016年03月18日

民营妇产医院中的领先者

■ 投资要点**公司简介**

公司是淄博市唯一一家由淄博市卫生局核准的具备母婴保健技术服务执业许可证的民营妇产专科医院、二级甲等妇产医院,同时是淄博市职工医保定点单位、城镇居民医保定点单位、新型农村合作医疗定点单位。公司的主营业务是向客户提供产科、妇科、儿科、儿保科、不孕不育科、乳腺外科等方面的预防、保健、医疗服务,同时向客户提供部分内科、外科、中医科等方面的预防、保健、医疗服务。莲池医院的建筑面积为15,889平方米,拥有床位100张,其中普通床位84张, VIP床位16张。

盈利预测

我们预计2015-2017年归属于母公司净利润增速22.60%、28.80%和25.69%,相应的稀释后每股收益为0.25元、0.32元和0.40元。

估值与定价分析

公司于2015年1月16日在新三板挂牌上市,采用协议转让方式转让股票,总股本6,000万股。2015年5月14日,公司决定将股票转让方式由协议转让变更为做市转让。公司共进行过4次定向增发,共新增股本901万股,目前总股本6,901万股。公司目前正以11元/股的价格定向增发360万股,募集资金3960万元。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	36.56	86.70	108.63	133.16	163.48
年增长率	53.72%	137.18%	25.29%	22.58%	22.77%
归属于母公司的净利润	4.11	13.97	17.12	22.06	27.72
年增长率	56.08%	240.11%	22.60%	28.80%	25.69%
每股收益(元)	0.06	0.20	0.25	0.32	0.40

数据来源: Wind 上海证券研究所(按最新股本摊薄)

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及公司简况

公司是淄博市唯一一家由淄博市卫生局核准的具备母婴保健技术服务执业许可证的民营妇产专科医院、二级甲等妇产医院，同时是淄博市职工医保定点单位、城镇居民医保定点单位、新型农村合作医疗定点单位。公司的主营业务是向客户提供产科、妇科、儿科、儿保科、不孕不育科、乳腺外科等方面的预防、保健、医疗服务，同时向客户提供部分内科、外科、中医科等方面的预防、保健、医疗服务。莲池医院的建筑面积为 15,889 平方米，拥有床位 100 张，其中普通床位 84 张，VIP 床位 16 张。

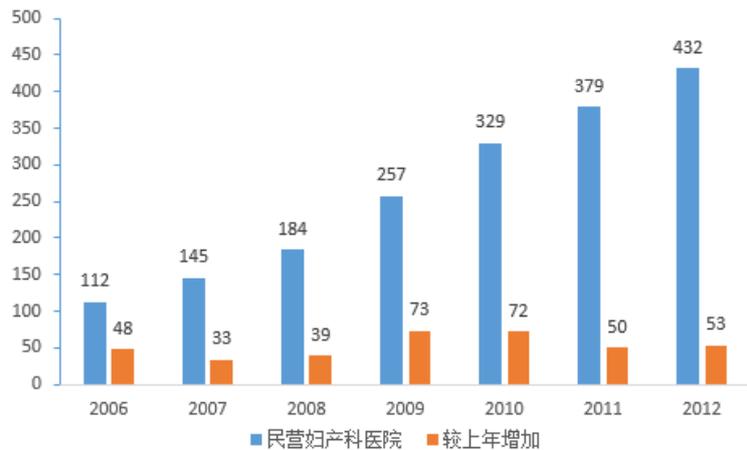
公司坚持服务差异化、精细化、个性化，创造了医院家庭化、宾馆化和患者亲人化、贵宾化的医疗经营模式，提供从孕前体检、孕期检查、分娩生育、产后康复、儿童保健等一系列的服务，形成了规范完整的产业链。

1.2 行业增长前景

妇女儿童健康是人类持续发展的前提和基础，妇女儿童健康指标不仅是国际上公认最基础的健康指标，更是衡量社会经济发展和人类发展的重要综合性指标。妇幼卫生事业承担着降低婴儿死亡率、孕产妇死亡率、提高人均期望寿命和出生人口素质的重大责任，社会效应大、惠及面广。做好妇幼卫生工作对于提升全民健康水平，推动国家社会经济可持续发展、构建社会主义和谐社会具有全局性和战略性意义。我国妇幼医疗机构的发展，为我国降低产妇及婴幼儿和 5 岁以下儿童死亡率、提高人口素质发挥了重要作用。

妇幼医疗机构包括妇产（科）医院、儿童医院和妇幼保健机构三种类型。2007-2012 年，我国妇产科医院的数量规模平均增速将近 19%，2012 年妇产科医院的数量已经达到 495 家，占全国所有专科医院的 10.6%，占比靠前，高于口腔、眼科、心血管病等专科医院，总建筑面积 441.52 万平方米，总资产规模 159.62 亿元人民币，总收入 113.61 亿元。尤其值得关注的是，在 2012 年的全部妇产科医院中，社会资本举办的医院占据主导地位，比重达到了 87.27%；而政府举办的公立妇产科医院仅 63 家，比重只有 12.73%。

图 1 民营妇产科医院数量增长情况



数据来源：卫生统计年鉴 上海证券研究所

2015 年十八届五中全会提出了全面实施二孩政策，目前，全国每年新生儿数量约 1,600 万，如果全面放开二孩政策，预计在未来的 5-10 年时间内将增加新生儿数量 200-400 万，我国将会形成一个规模适度的婴儿潮，为妇产医院的发展打开了空前的市场。

1.3 公司的竞争地位

目前，莲池医院已成为淄博市较具知名度的妇产科医疗服务机构。与公立医院相比，莲池医院机制灵活，在营销、服务、诊疗环境等方面具备显著优势，市场份额逐年扩大，区域性行业地位不断提升；与淄博市其他民营妇产医院相比，莲池医院在品牌影响力、业务规模、医师数量、学术技术水平以及人才吸引和培养机制等方面具有优势。纵观医疗行业的发展历程和竞争现状，服务、品牌、管理已经构成民营医疗机构打造核心竞争力的核心要素，莲池医院将重点在这些方面实现差异化和专业化，强化质量管理与成本控制，迅速获得竞争优势，巩固和提升市场地位。

鉴于医疗服务行业的区域性特征，莲池医院的主要竞争对手是淄博当地的妇婴专科医院和综合性医院的妇产科。竞争对手的基本情况如下：

(1) 淄博市妇幼保健院

淄博市妇幼保健院是一所集医疗、保健、教学、科研、预防、康复于一体的三级甲等妇幼保健院。编制床位 607 张，设有保健科室 10 个，临床科室 15 个，医技科室 8 个。

(2) 淄博市中心医院

淄博市中心医院是一所综合性三级甲等医院，妇科设置床位 43 张，开展子宫肌瘤、附件囊肿、宫颈癌、子宫内膜癌、卵巢癌等各

类妇科手术、妇科肿瘤的放疗、化疗、介入治疗以及妇科内分泌疾病、不孕不育治疗等。产科设置床位 47 张。设有母婴同室病房、现代化产房、疫苗接种处置室、新生儿游泳、抚触室等。拥有中心胎心监护、新生儿复苏暖台等先进的诊疗设施。

(3) 张店区人民医院

张店区人民医院设有内、外、妇、儿、五官、口腔、中医、理疗等临床科室。张店区人民医院妇产科设备先进，现拥有腹腔镜、宫腔镜、电子阴道镜、微波治疗、超短波治疗仪、心电监护仪、胎儿监护仪、自凝刀、LEEP 刀、胎儿远程监护系统等多种先进仪器设备。

1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：**1) 服务优势：**公司坚持人性化感动服务，产科系列化服务已经发展成为淄博医疗市场的一大亮点。公司从患者的实际需求出发，不断创新服务方式，如开设夜间门诊、VIP 医疗服务通道、预约挂号系统、网上手术预约、网上求医、门诊一站式服务，并注重术后患者回访和患者节假日亲情慰问回访等。**2) 人才优势：**公司拥有雄厚的医师队伍，现有卫生技术人员 201 名，其中具有高级职称的医师 18 名、中级职称的医师 32 名、初级职称的医师 19 名，具有高级职称的护士 2 名、中级职称的护士 10 名、初级职称的护士 77 名。**3) 品牌优势：**“莲池”品牌已经在山东淄博地区形成了较强的品牌影响力，公司是淄博市卫生局评定“三好一满意”活动的全市医疗十佳服务品牌之一，在淄博乃至鲁中地区形成了一定的市场地位和品牌影响力。**4) 管理优势：**公司于 2010 年 4 月聘请了美国加州大学品质化医疗管理学博士作为医院的执行顾问，引进了台湾妇婴医院品质化管理模式；2013 年 5 月，莲池医院聘请著名的人本位管理专家张中南教授团队担任医院战略发展管理顾问，通过“人本位”管理理念的贯彻执行，有效地提升了莲池医院的整体管理水平和运营效率。**5) 医疗环境优势：**莲池医院尊崇人性化的服务理念，以温馨舒适的医疗环境来淡化医院的就诊氛围，导入家庭化产护模式。

二、公司分析

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简介

公司的前身淄博莲池医院有限公司成立于 2007 年，于 2014 年整体变更为股份有限公司。公司控股股东为中雅投资，持股比例为 69.56%，陈志强持有中雅投资 90% 的股权，是公司的实际控制人。

2.2 公司主要业务情况

莲池医院的主要医疗服务内容包括产科诊疗服务、妇科诊疗服务、不孕不育诊疗服务、乳腺科诊疗服务和儿科诊疗服务等。

产科诊疗服务包括普通分娩、VIP 分娩、无痛分娩及孕期检查等服务。医院产科吸纳了大批优秀的产科专家和护理团队，为孕产妇提供科学、系统的生育管理服务，对孕前体检、孕中检查、分娩生育到产后恢复全过程，制定了一套周到、细致、完善且科学的诊疗服务体系，为客户的孕产安全提供完善的保障。莲池医院充分尊重客户的个性化需求，根据客户需要提供差异化“11+1 集群式”VIP 分娩服务，由产科专家、儿科专家、专职麻醉师、高级助产师、专职管家、心理咨询师、营养师、乳腺按摩师、智护保育师、形体康复师、专业摄影师等 11 位专业医护人员为 1 位产妇提供专业化的服务。2014 年，公司产科业务实现营业收入 3730.54 万元，同比增长 290.81%，占公司营业总收入的 43.03%，是公司最主要的收入来源。

妇科诊疗服务方面，公司引进美国新一代数码阴道镜、德国 wolf 宫腹腔镜、德国无创蓝氧净疗仪等先进诊疗设备，开展子宫肌瘤、卵巢囊肿等各类妇科常规手术和微创手术。2014 年，公司妇科业务实现营业收入 3730.54 万元，同比增长 143.56%，占公司营业总收入的 34.50%，是公司的第二大收入来源。

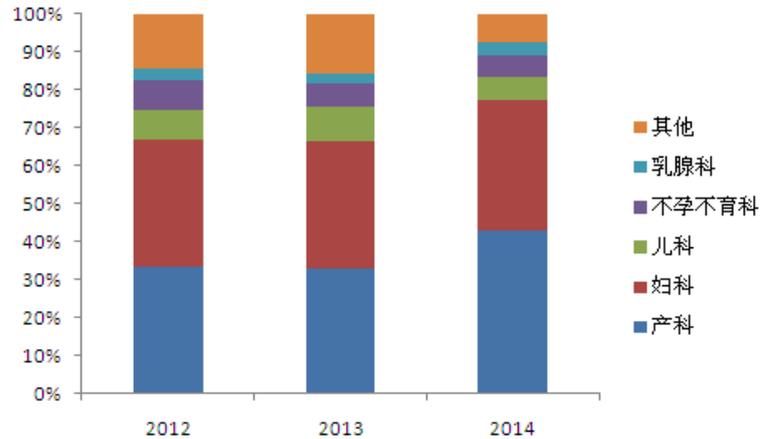
不孕不育诊疗服务是由不孕不育科的医疗团队为患者提供不育不孕诊疗服务，并由医院的产科医生在孕妇受孕后给予全程科学保胎，是实现“助孕+保胎+顺产”一站式联合助孕的医疗机构，公司是淄博地区“一站式联合助孕”诊疗模式的先行者与倡导者。2014 年，公司不孕不育业务实现营业收入 468.87 万元，同比增长 103.92%，占公司营业总收入的 5.41%。

乳腺科诊疗服务方面，公司的拥有多年从事乳腺病研究的专家团队，积累了治疗乳腺疾病的丰富经验，并引进了乳腺钼靶、乳管镜等先进诊断设备，利用中医内调和西医外治，有效治疗纤维瘤、乳腺炎、乳腺肿瘤等各种乳腺疾病。莲池医院引进的安珂真空旋切系统能够为客户提供微创手术，具有准确切除病灶、切口微小、手术快速、方便等特点，显著提高患者生活质量。2014 年，公司乳腺科业务实现营业收入 317.37 万元，同比增长 232.64%，占公司营业总收入的 3.66%。

儿科诊疗服务方面开设有儿内科、儿外科、小儿中医科、儿童保健科等科室，拥有儿童呼吸内科、消化内科、综合内科等特色治疗服务，并对各类儿科常见疾病的诊断与治疗拥有丰富经验，尤其在中西医结合治疗方面具备较强的诊断、治疗能力。2014 年，公司

儿科业务实现营业收入 521.49 万元，同比增长 57.11%，占公司营业总收入的 6.01%。

图2 公司近几年收入构成情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

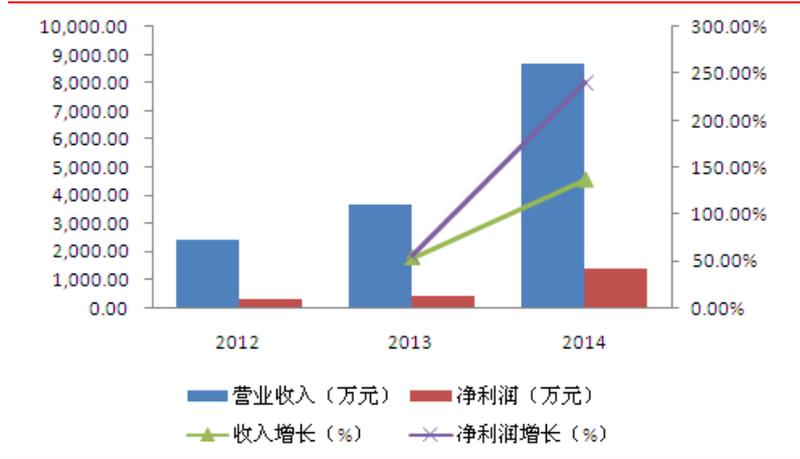
三、财务状况和盈利预测

3.1 公司主营业务突出、净利润稳定

2012-2014 年，公司营业总收入分别为 2,377.99 万元、3,655.52 万元和 8,670.14 万元，2013 年和 2014 年营业总收入增长率分别为 53.72% 和 137.18%。产科和妇科业务是公司主营业务收入的主要来源，2012-2014 年，两者合计占主营业务收入的比重分别为 66.80%、66.54% 和 77.53%。2012-2014 年，公司净利润分别 263.13 万元、410.68 万元和 1,396.78 万元，2013 年和 2014 年净利润增长率分别为 56.07% 和 240.11%，盈利水平持续提高。

2014 年，公司医院规模进行扩张，营业面积由 4,000 平方米增加到 15,889 平方米，住院床位数由 40 多张增加到 100 张，经营面积增大，医疗条件改善，门诊量也同比有较大增加，因此公司 2014 年的收入和净利润都有较大幅度的提高。

图3 公司收入和利润情况（万元）



数据来源: Wind 上海证券研究所

3.2 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

综合毛利率稳步上升

2012-2014年,公司综合毛利率分别为41.87%、46.7%和48.21%,综合毛利率稳步上升,高于同行业可比公司的平均值,体现了公司较好的竞争力和盈利能力,毛利率稳步上升的主要原因是公司近年不断增加高端诊疗服务(如导乐分娩、安珂手术等)和高端护理服务(如VIP病房等)项目。

表1 同行业可比公司毛利率情况

	2012年	2013年	2014年
通策医疗(600763)	46.24%	45.04%	39.31%
爱尔眼科(300015)	44.97%	45.89%	44.91%
可比公司平均值	45.61%	45.96%	42.11%
莲池医院(831672)	41.87%	46.70%	48.21%

数据来源: Wind 上海证券研究所

期间费用率稳定

公司的期间费用主要由销售费用和管理费用构成,2012-2014年期间费用分别为728.01万元、1,172.76万元和2,306.96万元,占营业收入比例分别为30.61%、32.08%和26.61%,基本保持稳定,但高于同行业可比公司平均水平,主要由于公司近几年不断扩大经营规模并投入大量广告费用,以及公司为加强管理聘请专业机构进行管理培训、增加管理人员和提高员工工资水平等导致。

表 2 同行业可比公司期间费用情况

	2012 年	2013 年	2014 年
通策医疗 (600763)	13.40%	14.52%	14.54%
爱尔眼科 (300015)	29.25%	28.87%	27.04%
可比公司平均值	21.33%	21.69%	20.79%
莲池医院 (831672)	30.61%	32.08%	26.61%

数据来源: Wind 上海证券研究所

主要资产周转能力指标良好

2012-2014 年,公司应收账款周转率分别为 30.77、36.66 和 38.28 次,呈逐年上升的趋势。

表 3 同行业可比公司应收账款周转率情况

	2012 年	2013 年	2014 年
通策医疗 (600763)	77.33	78.43	84.67
爱尔眼科 (300015)	24.25	20.47	19.39
可比公司平均值	50.79	49.45	52.03
莲池医院 (831672)	30.77	36.66	38.28

数据来源: Wind 上海证券研究所

2012-2014 年,公司存货周转率分别为 8.51、11.04 和 30.70 次,呈逐年上升的趋势。。

表 1 同行业可比公司存货周转率情况

	2012 年	2013 年	2014 年
通策医疗 (600763)	32.08	22.16	18.77
爱尔眼科 (300015)	10.42	10.16	10.27
可比公司平均值	21.25	16.16	14.52
莲池医院 (831672)	8.51	11.04	30.70

数据来源: Wind 上海证券研究所

3.3 盈利预测

我们预计 2015-2017 年归于母公司净利润增速 22.60%、28.80% 和 25.69%,相应的稀释后每股收益为 0.25 元、0.32 元和 0.40 元。

四、风险因素

4.1 医疗风险

在临床医学上，由于存在着医学认知局限、患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件及诊疗设备限制等诸多因素的影响，各类诊疗行为客观上不可避免地存在着一定的医疗风险，医疗事故和差错无法完全杜绝。针对该风险，公司加强对医务人员的管理，严格按照医疗操作规程对客户或病人进行检查、诊疗，尽量减少因人为因素造成的医疗风险。

4.2 民营医疗机构的社会公信力风险

我国民营医疗机构是在公立医疗机构处于垄断地位的背景下产生和发展起来的，起步晚、积累少，各民营医疗机构之间技术水平和管理水平也参差不齐。一小部分民营医院诚信度低、缺乏自律，损害了民营医疗机构在社会上的整体形象。如果公司未能通过提高服务质量和品质赢得服务对象的认可，则会对公司的持续经营造成不利影响。针对该风险，公司自成立以来始终坚持诚信经营、规范管理，坚持以技术和服务来塑造品牌形象，通过可靠的诊疗质量、优质的诊疗服务、充分的医患交流，赢得了患者的信任。

4.3 行业竞争风险

公司所处民营妇幼保健医疗服务行业市场竞争激烈，公立综合性医院妇产科和公立妇幼保健院经过长期的资源积累和市场积累，有先发优势，处于传统的优势地位和一定的市场垄断地位，存在一定的行业竞争风险。针对该风险，公司将在经营和发展过程中继续坚持诚信经营、规范管理，逐步形成良好的市场口碑，提升公司的市场竞争力。

五、估值及定价分析

公司于2015年1月16日在新三板挂牌上市，采用协议转让方式转让股票，总股本6,000万股。2015年5月14日，公司决定将股票转让方式由协议转让变更为做市转让。公司共进行过4次定向增发，新增股本901万股，目前总股本6,901万股。公司目前正以11元/股的价格定向增发360万股，募集资金3960万元。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	36.56	86.70	108.63	133.16	163.48
二、营业总成本	31.33	68.06	85.80	103.75	126.52
营业成本	19.49	44.90	57.01	69.80	84.83
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	6.99	9.08	9.23	11.32	13.90
管理费用	3.74	8.76	14.12	15.98	19.62
财务费用	1.00	5.24	5.43	6.66	8.17
资产减值损失	0.12	0.08	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	5.22	18.64	22.83	29.41	36.96
加: 营业外收入	0.00	0.17	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.08	0.05	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	5.15	18.76	22.83	29.41	36.96
减: 所得税	1.04	4.79	5.71	7.35	9.24
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	4.11	13.97	17.12	22.06	27.72
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	4.11	13.97	17.12	22.06	27.72
七、摊薄每股收益(元)	0.06	0.20	0.25	0.32	0.40

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。