

## 一夔已足 夫复何求？

——华业资本（600240）大西南系列调研报告之二：重医三院篇

### 报告摘要：

**重医三院将成为公司营收快速增长的核心动力。**基于当前日均来访量和合理的增速预期，我们认为今年医院的营收大概率超过 2 亿，随着渝北富人区地位进一步确定和医疗需求进一步释放，未来 3 年医院营收或以年均增速超过 100% 的速度快速增长。三院的核心竞争力表现为三个方面：

- ◆ **地理位置优越。**作为渝北唯一的一家三甲医院，地处渝北区”黄金位置，紧邻重庆江北国际机场，接连多条高速公路、轻轨干线等交通枢纽。
- ◆ **优惠政策不可复制。**重医三院是重庆首例混合所有制医院，是社会资本与公立医院合作的新产品，甚至可谓是 PPP 模式在医疗领域的创举。**重医三院的设立获得了重庆市各级政府和社会各界的广泛支持，未来其他医院将难再获得这种全面的政策支持和重视。**
- ◆ **强大的人才队伍。**重医三院从西南医院、第三军医大等单位引进的**学科带头人或科室骨干 30 余人**，在人才方面全方位奠定了医院的高起点。

**医疗产业链框架基本完成。**随着公司向医疗领域不断渗透，捷尔医疗作为整个医疗产业链的平台的作用将进一步展现，其具体实现路径或为：**向上游制药延伸，配合低毛利的流通环节，向下游医院拓展，以重医三院作为主要载体，以其他三甲医院作为辅助，同时通过医疗产业链金融全面铺开，通过咨询管理、市场推广、药事服务等医疗领域相关产业构造全业务布局，最终打造多利润结点、多细分领域布局的医疗产业发展格局。**

**公司盈利预测及投资评级。**依托于地产业务提供的巨大现金流，面临医改和养老的巨大市场空间，公司的转型步伐走的坚定有力，未来医疗和金融产业布局将成为其新利润增长点。

- ◆ 我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 56.18 亿元、64.6 亿元和 45.22 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 12.69 亿元、13.98 亿元和 8.94 亿元；每股收益分别为 0.89 元、0.98 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 10.38、9.42 和 14.74，维持公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,750.95	4,681.37	5,617.64	6,460.28	4,522.20
增长率（%）	-1.50%	70.17%	20.00%	15.00%	-30.00%
净利润（百万元）	414.64	882.62	1,268.85	1,398.35	893.54
增长率（%）	-17.14%	112.86%	43.76%	10.21%	-36.10%
净资产收益率（%）	10.77%	19.24%	22.60%	21.91%	13.00%
每股收益(元)	0.29	0.62	0.89	0.98	0.63
PE	31.90	14.92	10.38	9.42	14.74
PB	3.42	2.87	2.35	2.06	1.92

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2016 年 06 月 27 日

强烈推荐/维持

华业资本

调研报告

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 梁小翠

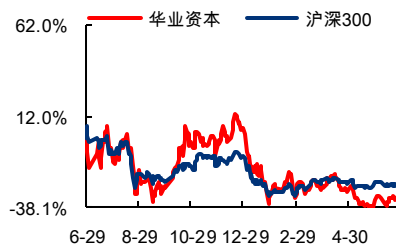
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间（元）	9.76-18.32
总市值（亿元）	139.01
流通市值（亿元）	139.01
总股本/流通 A 股（万股）	142425/142425
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.87

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《华业资本（600240）：增长势头迅猛 加速多元化布局》2015-09-01
- 2、《华业地产（600240）：转型加大 房地产+矿业+金融格局已现》2014-08-21
- 3、《华业地产（600240）：地产销售即将放量 结构转型可期》2014-04-28
- 4、《华业地产（600240）：主业坚守 向外延伸》2014-02-18

## 目 录

1. 多项优势成就强大现在 .....	3
1.1 优越的地理位置 .....	3
1.2 不可复制的政策优势 .....	4
1.3 强大的人才队伍 .....	4
2. 独特模式实现细水长流 .....	5
2.1 垄断地位供应药品和耗材实现投资收益 .....	5
2.2 医药产业链正在理顺进程中 .....	6
3. 充满想象力的未来 .....	7
3.1 二期定位为国际医院 .....	7
3.2 拥有巨大竞争力的薪酬机制 .....	7
4. 投资评级 .....	8

## 表格目录

表 1: 公司盈利预测表 .....	9
--------------------	---

## 插图目录

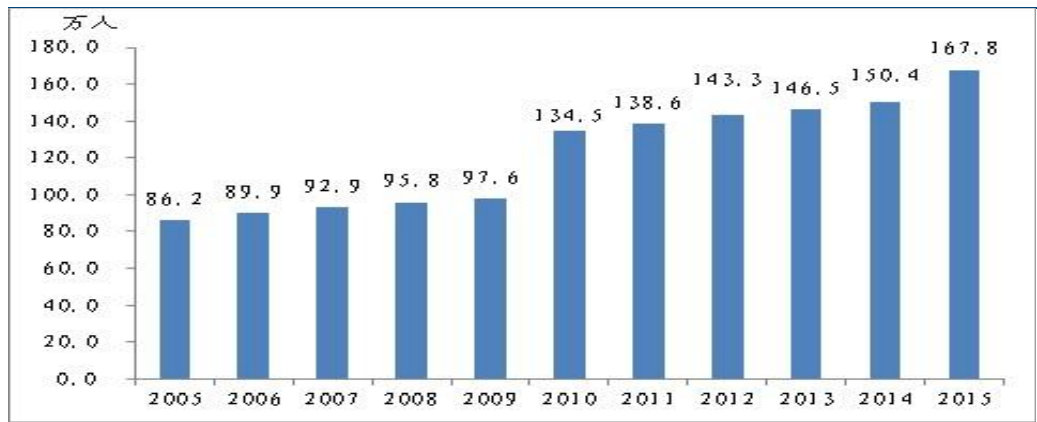
图 1: 重庆渝北区常住人口数量 .....	3
图 2: 重医三院紧临轻轨 3 号线双龙站 .....	4
图 3: 医院已经正式开始营业 .....	4
图 4: 重医三院组织架构图 .....	5
图 5: 重医三院股权结构及华业资本盈利模式 .....	5
图 6: 捷尔医疗的主营业务 .....	6
图 7: 捷尔医疗 2015-2020 年承诺业绩 .....	7

## 1. 多项优势成就强大现在

重医大附三院是由重庆捷尔医疗设备有限公司与重庆医科大学联合建立的一所新型混合所有制医院，为重庆市人民政府“2015年PPP合作重点项目”。项目位于重庆市对外开放门户渝北区黄金位置，紧邻重庆江北国际机场和多条高速公路、轻轨干线等交通枢纽。

作为渝北区唯一的三甲医院，医院规划占地 200 余亩，建筑面积近 15 万平方米，编制床位 1350 张。作为渝北区域性医疗中心，预期服务人口 180 余万，按照目前年均 10 万人口的增长速度，重医三院开业后将无需考虑客源问题。

图 1:重庆渝北区常住人口数量



资料来源：WIND，东兴证券研究所

据介绍，医院按照国家三级甲等医院标准建设，集医疗、教学、科研、预防保健等于一体，积极推行以病人为中心、以系统疾病为主体的“中心制”整合式医疗服务模式。设立包括心血管疾病（中心）科、泌尿疾病（中心）科、消化疾病（中心）科、骨与创伤科等临床科室，以及放射科、超声科、检验科等医技科室；建成层流手术室 20 间、中心 ICU 病床 45 张、血液透析中心床位 112 张。

### 1.1 优越的地理位置

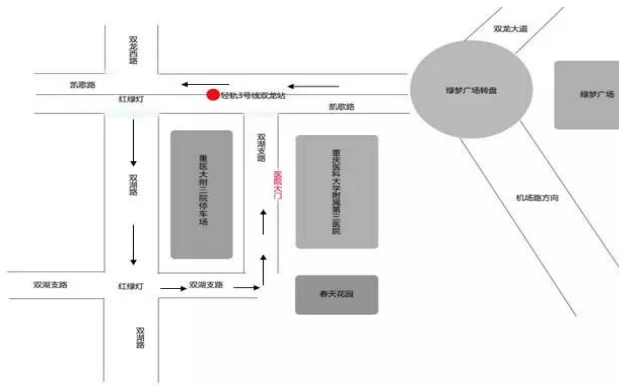
重庆医科大学附属第三医院（捷尔医院）坐落于“重庆市对外开放第一门户——渝北区”黄金位置，紧邻重庆江北国际机场，位于轻轨 3 号线双龙站旁，接连多条高速公路、轻轨干线等交通枢纽。

重医三院除了门诊部分科室外，住院、急救和门诊等绝大部分科室已经开始接待患者了，预期今年下半年医院将全面实现正常营业。当前日均就诊人数约为 660 人次，随着医院品牌效应的发酵，年内有望达到日均 2000 人次，三年内或达到日均 3000 人次，年来访问量约为 100 万人次，从而快速的跻身一线医院行列。

基于当前日均来访问量合理的增速预期，我们认为今年医院的营收大概率超过 2 亿，随着渝北富人区地位进一步确定和医疗需求进一步释放，未来 3 年医院营收或以年均

增速超过 100% 的速度快速增长。

图 2:重医三院紧临轻轨 3 号线双龙站



资料来源：重医三院官网，东兴证券研究所

图 3:医院已经正式开始营业



资料来源：东兴证券研究所

## 1.2 不可复制的政策优势

可以预见重医三院的成功是必然的，而这种成功很大一部分归因于不可复制的政策优势，集中体现为两个方面：

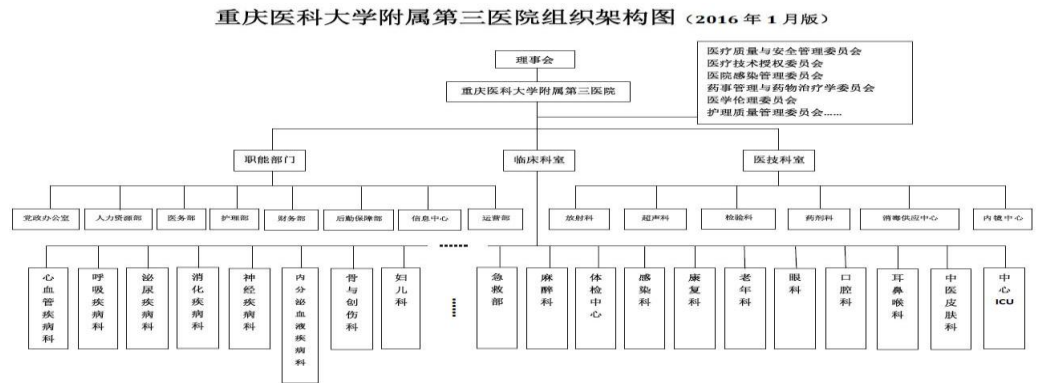
- ◆ 重医三院的建设是基于原来“南丁医院”的历史遗留建筑，在重庆渝北区委政府的推动下，2014年8月被重庆捷尔医疗以5.6亿元买入，后捷尔医疗被公司收购100%股权后成为公司资产。从这一医院颇为坎坷的历史来看，公司获得此项资产更多的是意外之喜，但该医院却可以成为公司深度布局医疗领域模式的开篇之作，有望实现模式复制。
- ◆ 重医三院是重庆首例混合所有制医院，是社会资本与公立医院合作的新产品，甚至可谓是PPP模式在医疗领域的创举。从这一案例的现实意义和深远意义来讲，重医三院的设立获得了重庆市各级政府和社会各界的广泛支持，未来其他医院将难再获得这种全面的政策支持和重视。

## 1.3 强大的人才队伍

重医三院的人才队伍可谓“集众院之长，汇名士之力”，从西南医院、第三军医大等单位引进的学科带头人或科室骨干30余人，拥有高级专业技术职称，基本覆盖全部核心科室，从而在人才资源方面全方位奠定了医院的高起点。预期未来医院经营进入正轨后，整个人才队伍还将更加丰满，强大的人才队伍将是医院的核心竞争力。

- ◆ 恰逢军队裁军这一契机，为医院获得军事院校和军属医院众多专家资源提供了最好的机遇，来自于第三军医大学的多位专家成为医院核心人才队伍的重要部分。
- ◆ 医改拉开的公立医院改革大潮也成为重医三院“借风起势”的重要推手，迥异于公立医院事业编制的市场化薪酬和人才机制将充分发挥其激励效应，吸引并留用高端医疗人才。

**图 4:重医三院组织架构图**



资料来源：东兴证券研究所

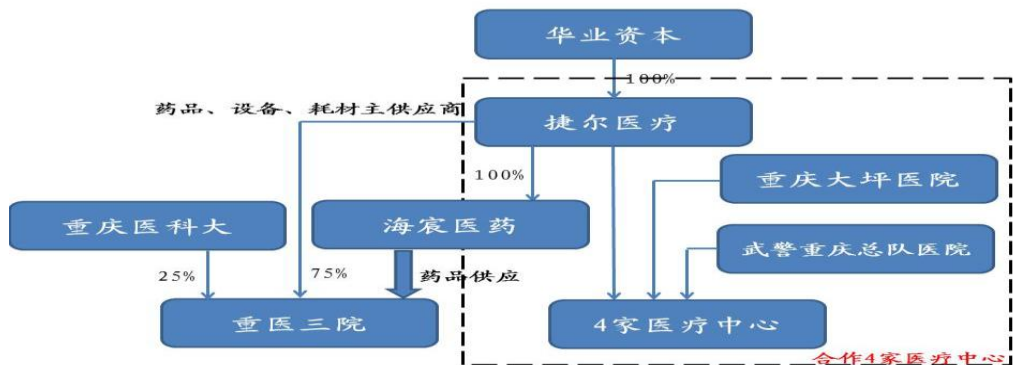
## 2. 独特模式实现细水长流

重医与公司合作的模式可以具体描述为：捷尔医疗以 15 亿元的资产和现金作为投入，负责土地、设备等固定资产购置，持股比例为 75%；重医以医疗技术和经营管理作为投入，负责医院的实际经营管理，持股比例为 25%。

### 2.1 垄断地位供应药品和耗材实现投资收益

由于重医三院（捷尔医院）属于混合所有制、非营利性质的民营医院，公司无法通过股利分配等方式实现投资收益，但混合所有制医院却同时也规避了公开招标流程所导致的无法实现利益转移的问题。因此，公司采用捷尔医疗作为平台，利用捷尔医疗及其全资子公司海宸医药向重医三院提供药品、设备、耗材、试剂等产品（至少占全部供应比例 75%），通过医疗产品的提供这一方式实现合理的投资收益。

**图 5:重医三院股权结构及华业资本盈利模式**



资料来源：公司公告整理，东兴证券研究所

我们认为这种模式将对公司形成三方面利好：

- ◆ 首先，通过此种模式实际实现了非营利性医院的上市，成为 A 股中“地产+医疗”

业务的稀缺标的，也为民营资本参与非营利性医院建设提供了范本；

- ◆ 其次，通过捷尔医疗实现的全医疗产业链布局将成为公司的新盈利增长点，为公司股价弹性打开空间提供了基础；
- ◆ 最后，医疗产业链金融业务将为公司金融业务的发展提供机遇，也将实现公司各业务协同发展的战略目标。

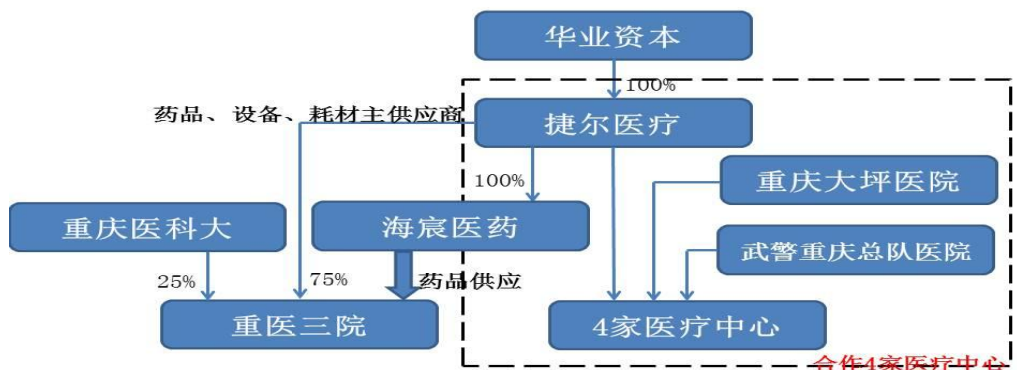
在这里值得注意的是，这种利益实现形式并不一定意味着重医三院的药品和服务价格高于其他公立三甲医院。由于药品等医疗服务产品价格受控于药交所等几大监管机构，不能超过其规定的价格水平，但这并不妨碍捷尔医疗实现正常水平的利润。参考同行业企业利润水平来看，药品利润率约为 25%，耗材利润率约为 30%，同类型企业可以参考鱼跃医疗、尚荣医疗和国药一致三家企业。

## 2.2 医药产业链正在理顺进程中

公司自 2015 年收购捷尔医疗以来，将其作为布局医疗行业的重要平台。捷尔医疗的主要业务是医疗器械流通和医疗服务业务，医疗器械流通业务是通过 2014 年底收购恒韵医药而拓展的。

- ◆ 医疗器械流通、设备及耗材供应对象主要为西南医院、大坪医院和新桥医院，均为重庆市知名三甲医院。依托于医疗器械和耗材的垄断供应地位，重医三院将成为捷尔医疗及其全资子公司海宸医药净利润的重要贡献单位。
- ◆ 医疗服务对象分别为重庆武警总医院和大坪医院的 4 家医疗中心，通过为医院提供固定资产进而获得相应的收益。具体来看，为大坪医院提供放射治疗和健康管理，为武警医院提供核磁共振服务以及建筑物，同各医院约定不同的受益方式，未来有望随着合作项目及医疗服务种类增多，医疗服务板块营收快速增长。

图 6:捷尔医疗的主营业务



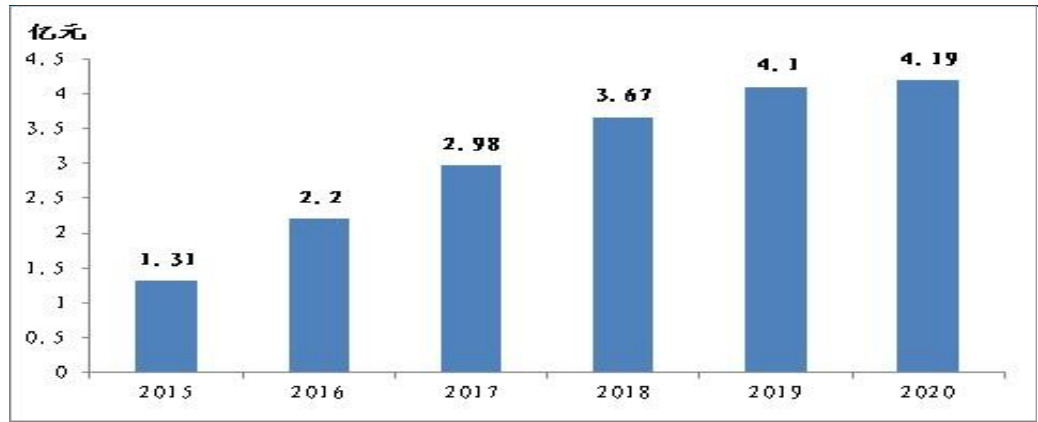
资料来源：东兴证券研究所

随着公司向医疗领域不断渗透，捷尔医疗作为整个医疗产业链的平台的作用将进一步展现，其具体实现路径或为：向上游制药延伸，配合低毛利的流通环节，向下游医院拓展，以重医三院作为主要载体，以其他三甲医院作为辅助，同时通过医疗产业链金

融全面铺开，通过咨询管理、市场推广、药事服务等医疗领域相关产业构造全业务布局，最终打造多利润结点、多细分领域布局的医疗产业发展格局。

公司在收购捷尔医疗时的业绩承诺如图 7 所示，我们预期随着重医三院正常营业和品牌进一步确立，2016-2020 年间捷尔医疗的业绩将大比例超越承诺业绩，为公司营收快速增长带来上升强大上升动力。

**图 7:捷尔医疗 2015-2020 年承诺业绩**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 充满想象力的未来

重医三院已经向投资者展现出其“强大的肌肉”，捷尔医疗的业绩大增可期。依据当前现状，展望未来发展规划，我们认为公司拥有可以让投资者充满想象力的未来。

#### 3.1 二期定位为国际医院

当前重医三院为一期工程，未来将视医院的效益和发展规划决定二期建设的细节。

二期工程地址位于当前重医三院的对面，占地面积约为 70 亩，定位为国际医院，将主要提供以单间病房为标识的高端医疗服务，针对客群为高端医疗需求的高消费人群。同时，与之相匹配的，医院花费 15 亿元打造的国际医学治疗中心将为高端人群提供家庭式病房、家庭医生等项目，与公立医院的普通医疗服务形成互补，充分发挥规模化效应。

#### 3.2 拥有巨大竞争力的薪酬机制

医院作为新成立的三甲医院，其高定位要求高水平人才与之相匹配。从当前人才队伍的学历构成来看，医生中研究生学历占比超过 60%，多数是来源于其他三甲医院在业界已经具有一定知名度的专家。

- ◆ 一方面，为吸引外部优秀人才并保证人才队伍的稳定性，重医三院有需求向其人员提供市场化的薪酬，从而切实发挥市场机制在人才市场的主导作用。
- ◆ 另一方面，新建这一因素也决定了医院并不存在诸多历史包袱，使重医三院有能

力提供具有巨大竞争力的薪酬,

众所周知, 医疗服务行业的两大核心竞争要素: 先进的技术设备和高水平的医护人才队伍, 在强大的市场化薪酬机制作用下, 重医三院先进的薪酬机制将吸引重庆地区甚至大西南地区的优秀医护人才, 将其打造成为最具有活力的重庆市三甲医院。

#### 4. 投资评级

2015 年是公司转型元年, 在 2015 年初收购捷尔医疗后, 公司设立西藏华慈医疗投资管理公司并授权不超过 50 亿元的医疗产业投资, 医疗健康产业转型之路破冰并走向正轨; 2015 年 4 月, 通过宁波益方瑞祥投资合伙企业增资受让链家地产股权, 金融资本布局蓝图初现。现今, 公司已经成为涉足金融、地产和医疗三大板块并重的多元化企业, 依托于地产业务提供的巨大现金流, 面临医改和养老的巨大市场空间, 公司的转型步伐走的坚定有力, 未来医疗和金融产业布局将成为其新利润增长点, 从而实现从地产开发向“医疗+金融”彻底转型的阶段性目标。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 56.17 亿元、64.60 亿元和 45.22 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 12.69 亿元、13.98 亿元和 8.94 亿元; 每股收益分别为 0.89 元、0.98 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 10.38、9.42 和 14.74, 维持公司“强烈推荐”评级。



**表 1：公司盈利预测表**

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	12210	10222	9860	12058	12630	<b>营业收入</b>	2751	4681	5618	6460	4522
货币资金	2983	3152	3180	4348	10766	<b>营业成本</b>	1591	2928	3371	3876	2939
应收账款	1	164	154	177	124	营业税金及附加	388	442	534	614	430
其他应收款	663	561	673	774	542	营业费用	98	50	112	129	90
预付款项	28	70	121	179	223	管理费用	114	145	180	207	145
存货	8286	6102	5541	6372	805	财务费用	213	297	109	137	142
其他流动资产	249	172	191	208	169	资产减值损失	-8.91	43.88	2.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	4678	10041	5942	5805	5692	公允价值变动收益	140.72	7.98	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	103	111	111	111	111	投资净收益	86.40	497.01	500.00	500.00	500.00
固定资产	218.53	219.46	691.05	523.85	380.85	<b>营业利润</b>	584	1281	1820	2006	1284
无形资产	128	595	536	476	417	营业外收入	0.39	0.17	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1139	3956	15	15	15	营业外支出	3.19	15.07	15.00	15.00	15.00
<b>资产总计</b>	16888	20263	15801	17863	18322	<b>利润总额</b>	581	1266	1805	1991	1269
<b>流动负债合计</b>	6400	11061	5910	6325	6298	所得税	171	387	542	597	381
短期借款	400	1130	0	0	0	<b>净利润</b>	410	879	1264	1393	889
应付账款	579	576	831	956	725	少数股东损益	-4	-3	-5	-5	-5
预收款项	3246	3446	3699	3989	4193	归属母公司净利润	415	883	1269	1398	894
一年内到期的非	610	3209	0	0	0	EBITDA	945	2196	2077	2279	1559
<b>非流动负债合计</b>	6636	4612	4608	5491	5491	<b>BPS (元)</b>	0.29	0.62	0.89	0.98	0.63
长期借款	6417	1670	3670	4670	4670	<b>主要财务比率</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	2010	0	0	0						
<b>负债合计</b>	13036	15673	10518	11816	11789	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3	2	-3	-8	-13	营业收入增长	-1.50%	70.17%	20.00%	15.00%	-30.00%
实收资本(或股	1424	1424	1424	1424	1424	营业利润增长	-14.82%	119.37%	42.14%	10.16%	-35.96%
资本公积	281	281	281	281	281	归属于母公司净利润	-17.14%	112.86%	43.76%	10.21%	-36.10%
未分配利润	2102	2814	3131	3481	3704	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3848	4588	5614	6383	6874	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权</b>	16888	20263	16129	18191	18650	净利率(%)	14.92%	18.78%	22.50%	21.57%	19.65%
<b>现金流量表</b>	单位：百万元					总资产净利润(%)	2.46%	4.36%	8.03%	7.83%	4.88%
						ROE(%)	10.77%	19.24%	22.60%	21.91%	13.00%
<b>经营活动现金流</b>	1385	3427	601	427	6474	<b>偿债能力</b>					
净利润	410	879	1264	1393	889	资产负债率(%)	77%	77%	65%	65%	63%
折旧摊销	148.14	617.89	0.00	136.71	132.51	流动比率	1.91	0.92	1.67	1.91	2.01
财务费用	213	297	109	137	142	速动比率	0.61	0.37	0.73	0.90	1.88
应收账款减少	0	0	10	-23	53	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	253	291	203	总资产周转率	0.18	0.25	0.31	0.38	0.25
<b>投资活动现金流</b>	-2285	-2738	4449	508	488	应收账款周转率	6777	57	35	39	30
公允价值变动收	141	8	10	10	10	应付账款周转率	4.53	8.11	7.99	7.23	5.38
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	86	497	500	500	500	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.62	0.89	0.98	0.63
<b>筹资活动现金流</b>	1421	-95	-5022	234	-544	每股净现金流(最新	0.37	0.42	0.02	0.82	4.51
应付债券增加	0	0	-2010	0	0	每股净资产(最新摊	2.70	3.22	3.94	4.48	4.83
长期借款增加	0	0	2000	1000	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	31.90	14.92	10.38	9.42	14.74
资本公积增加	-7	0	0	0	0	P/B	3.42	2.87	2.35	2.06	1.92
<b>现金净增加额</b>	521	594	28	1168	6418	EV/EBITDA	18.65	8.22	6.58	5.92	4.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。