



东兴证券
DONGXING SECURITIES

等待携手，只因你披荆斩棘为我而来！

——华业资本（600240）事件点评

2016年07月31日

强烈推荐/维持

华业资本

事件点评

事件：

华业资本于2016年7月30日公告，持有公司5%以上股份的股东华保宏实业（西藏）有限公司将其所占比15.33%的股权转让给重庆玖威医疗科技有限公司、重庆满垚医疗科技有限公司、重庆禄垚医疗科技有限公司（三家公司的实际控制人均为李仕林），转让价格为11.30元/股，股权转让总价款为24.67亿元。华保宏实业的一致行动人恒宏贸易持有的公司3.86%的股权无变动。

本次股份转让完成后，华保宏将不再持有公司股份，重庆玖威医疗、重庆满垚医疗和重庆禄垚医疗将分别持有公司股份72,778,952股（约占公司已发行股份总数的5.11%），总计15.33%。股份转让前后，公司的控股股东、实际控制人未发生变化。

主要观点：

1. 公司股权结构变动进程的“首站”

公司原二股东华保宏将所持的15.33%股权以24.67元作价转让给捷尔医疗实际控制人李仕林实际控制下的重庆玖威医疗、重庆满垚医疗和重庆禄垚医疗，转让价格11.30元/股，较7月29日收盘价溢价10%。此次股权转让释放两类信息：一方面，捷尔医疗的实际控制人李仕林正在加大其中公司的话语权要求，在派驻3名董事进入公司董事会后，实际控制15.33%的股权将成为其又一重要布置；另一方面，李仕林的溢价接盘显示了对公司发展的看好，未来医疗资源的进一步注入可期。

此次股权转让是公司股权结构变动进程的“首站”，预期随着公司地产业务完成其现金流回笼的历史任务，向医疗服务领域全面蜕变后，公司的核心业务资源将掌握在捷尔医疗的实际控制人——李仕林手中，因此，当前的新晋二股东将实际掌控整个公司的经营，从而当前的第一大股东——华业发展（持股23.44%）或将转变其在公司中的角色定位，或将让出公司的经营管理权，转变为实际的财务投资者，也可能将股权全部或部分转让，全面退出公司的经营。

另外，华保宏的一致行动人手中所持的3.86%的股份或大概率在后续的股权结构“重组”进程中转售给李仕林。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

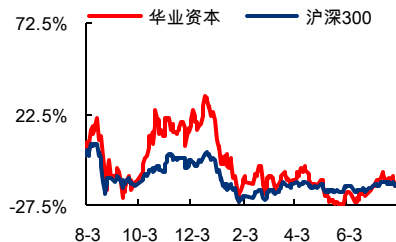
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	10.29-13.01
总市值（亿元）	146.56
流通市值（亿元）	146.56
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	1.6

52周股价走势图

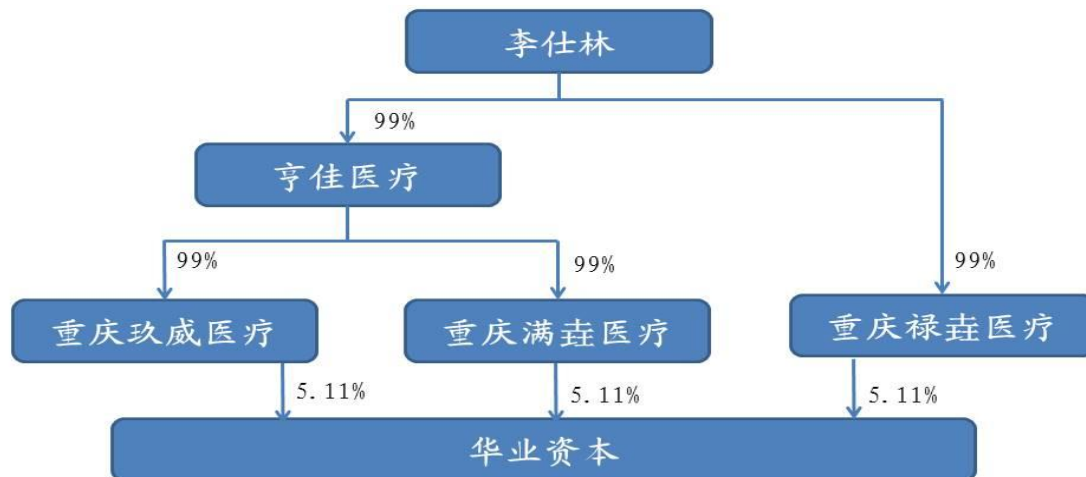


资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《华业资本（600240）事件点评：问渠哪得清如许 为有源头活水来》2016-07-18
- 2、《华业资本（600240）大西南系列调研报告之二重医三院篇：一夔已足 夫复何求？》2016-06-27
- 3、《华业资本（600240）：增长势头迅猛 加速多元化布局》2015-09-01
- 4、《华业地产（600240）：转型加大 房地产+矿业+金融格局已现》2014-08-21

图 1:捷尔医疗实际控制人李仕林所持股权比例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 重医三院盈利模式有望实现快速复制

公司全资子公司捷尔医疗旗下持股比例为 75% 的重医三院已经于 5 月正式对外营业，在复制重医三院模式的基础上，公司计划后期将建一些专科医院或连锁医院，通过持有医院的终端向上下游延伸，打通全产业链实现盈利。具体来看，一方面，公司可以通过增加代理品种，增加药品耗材供应数量的方式来增加收入。另一方面，通过扩大医疗产业链金融产品规模，未来也将实现盈利能力的快速提升。

3. 员工持股计划滚动发行彰显全员的看好信心

公司于 2015 年 9 月开展一期员工持股计划，累计购买公司股票比例为 0.95%，成交价为 11.68 元/股，资金规模 2 亿元，杠杆比例为 1: 1。2016 年 6 月公司第二期员工持股计划设立，资金规模和结构与一期相同，并已经开始在二级市场购买股票。

我们认为，公司滚动发行员工持股计划显示两方面利好信息：一方面，员工持股计划作为委托代理问题的有效减轻手段已经得到市场的认可，将实现对管理层和员工的有效激励，从而利好公司的经营业绩；另一方面，员工持股计划的持续买入将为近期股价提供有力支撑，尤其是在 1 期解锁期还有 1 个月的时候，将显著有利于近期公司股价稳定上升。

结论：

公司目前在医疗产业链的布局主要集中于药品、耗材供应和医疗服务提供领域，同时医疗产业链金融业务规模正处于不断扩张的进程中。未来公司将通过并购、新建等动作深度布局医疗服务领域，在经历几版布局调整后，未来或与养老地产对接。

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：（1）上游布局从两个角度实现，一方面，向制药延伸，配合低毛利的流通环节，形成产业链竞争优势，另一方面，向上游的股权投资环节涉透，从产业链的初始掌握核心资源；（2）下游布局思路也更加清晰，以重医三院作为模板，仿照其建设和盈利模式，与知名医校合作新建更多混合所有制非营利性三甲医院，快速扩大医疗供应链规模；（3）推动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。

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 14.92、10.38 和 9.42，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
流动资产合计	12210	10222	10187	12386	12957	营业收入	2751	4681	5618	6460	4522
货币资金	2983	3152	3114	4223	10777	营业成本	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	889	1067	1227	859	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
非流动资产合计	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	营业利润	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
资产总计	16888	20263	16129	18191	18649	利润总额	581	1266	1805	1991	1269
流动负债合计	6400	11061	5910	6325	6298	所得税	171	387	542	597	381
短期借款	400	1130	0	0	0	净利润	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
非流动负债合计	6636	4612	4608	5491	5491	BPS (元)	0.29	0.62	0.89	0.98	0.63
长期借款	6417	1670	3670	4670	4670	主要财务比率					
应付债券	0	2010	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	13036	15673	10518	11816	11789	成长能力					
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	-17.14%	112.86%	43.76%	10.21%	-36.10%
未分配利润	2102	2814	3131	3481	3704	获利能力					
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%
负债和所有者权	16888	20263	16129	18191	18649	净利率(%)	14.92%	18.78%	22.50%	21.57%	19.65%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2.46%	4.36%	8.03%	7.83%	4.88%	
10.77%	19.24%	22.60%	21.91%	13.00%	偿债能力						
经营活动现金流	1385	3427	601	427	6474	资产负债率(%)	77%	77%	65%	65%	63%
净利润	410	879	1264	1393	889	流动比率	1.91	0.92	1.67	1.91	2.01
折旧摊销	148.14	617.89	0.00	136.71	132.51	速动比率	0.61	0.37	0.73	0.90	1.88
财务费用	213	297	109	137	142	营运能力					
应收账款减少	0	0	10	-23	53	总资产周转率	0.18	0.25	0.31	0.38	0.25
预收帐款增加	0	0	253	291	203	应收账款周转率	6777	57	35	39	30
投资活动现金流	-2285	-2738	4449	508	488	应付账款周转率	4.53	8.11	7.99	7.23	5.38
公允价值变动收	141	8	10	10	10	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.29	0.62	0.89	0.98	0.63
投资收益	86	497	500	500	500	每股净现金流(最	0.37	0.42	0.02	0.82	4.51
筹资活动现金流	1421	-95	-5022	234	-544	每股净资产(最新	2.70	3.22	3.94	4.48	4.83
应付债券增加	0	0	-2010	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	2000	1000	0	P/E	31.90	14.92	10.38	9.42	14.74
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.42	2.87	2.35	2.06	1.92
资本公积增加	-7	0	0	0	0	EV/EBITDA	18.65	8.22	6.58	5.92	4.54
现金净增加额	521	594	28	1168	6418						

资料来源: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。