

不经一番寒彻骨，哪得梅花扑鼻香？

——华业资本（600240）2016年半年报点评

2016年08月26日

强烈推荐/维持

华业资本

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件：

8月26日公司公布2016年半年报。报告期内，公司实现营业收入30.51亿元，较上年同期减少3.43%。报告期内，房地产业务共完成结算面积约12.43万平方米，实现商品房销售收入27.57亿元，较上年同期减少11.92%，公司子公司捷尔医疗实现设备和耗材销售收入2.32亿元；实现利润总额约4.24亿元，较上年同期减少33.10%；实现净利润（归属于母公司股东的所有者权益）3.31亿元，较上年同期减少25.96%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	190.22	205.41	2953.68	735.88	786.40	2567.35	483.48
增长率（%）	-83.89%	-56.14%	736.59%	-57.69%	313.42%	1149.87%	-83.63%
毛利率（%）	44.32%	43.74%	37.27%	45.22%	29.29%	18.74%	26.48%
期间费用率（%）	64.26%	49.35%	3.54%	17.42%	20.06%	5.71%	40.40%
营业利润率（%）	-26.33%	-17.24%	22.69%	50.14%	35.24%	10.65%	32.85%
净利润（百万元）	-44.52	-44.92	491.28	242.37	190.50	188.76	141.50
增长率（%）	-120%	-140%	2025%	-24.42%	-527.90%	-520.21%	-71.20%
每股盈利（季度，元）	-0.033	-0.031	0.345	0.171	0.135	0.133	0.100
资产负债率（%）	77.19%	78.59%	78.22%	78.82%	77.35%	70.53%	72.61%
净资产收益率（%）	-1.16%	-1.18%	11.43%	5.51%	4.15%	3.95%	2.96%
总资产收益率（%）	-0.26%	-0.25%	2.49%	1.17%	0.94%	1.16%	0.81%

观点：

➤ **营业收入小幅萎缩且净利润降幅较大。**报告期内，公司实现营业收入30.51亿元，较上年同期减少3.43%。报告期内，房地产业务共完成结算面积约12.43万平方米，实现商品房销售收入27.57亿元，较上年同期减少11.92%，公司子公司捷尔医疗实现设备和耗材销售收入2.32亿元；实现利润总额约4.24亿元，较上年同期减少33.10%；实现净利润（归属于母公司股东的所有者权益）3.31亿元，较上年同期减少25.96%。

本期营收小幅萎缩主要归因于结算面积减少，同时由于地产和医疗商业两大领域业务（主要包括房地产销售和物业租赁、医疗商业领域）的毛利率均同比大幅下滑，两者共同作用，使净利润大幅下滑。

表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析 （单位：亿元、百分比；对上年同期净利润同口径调整）

项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
归母净利润	3.31	4.47	-25.96%	财务费用费用化导致当期财务费用大增
营业收入	30.51	31.59	-3.43%	项目结转周期导致
资产负债率（%）	72.61%	77.35%	-4.74	资产负债率实现大幅降低
费用比率（%）	11.21	6.52	4.59	财务费用大幅升高
加权 ROE（%）	6.97%	10.99%	-4.02	净利润大幅减少
总资产	174.55	202.63	-13.86%	存货大幅减少
货币资金	26.51	31.52	-15.9%	项目建设投入及支付股权收购款
预收账款	18.06	34.46	-47.59%	项目结转收入大幅减少
一年内到期非流动负债	23.82	32.09	-25.74%	归还借款
经营活动净现金流	-3.24	1.8	-118.02%	购买商品和支付劳务现金流出大幅增加
稀释 EPS	0.23	0.31	-25.95%	净利润大幅降低

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

从公司营收业务构成来看，地产及物业租赁营收 27.59 亿元，占比 90.9%，医疗商业领域营收，占比 8.75%。

从各业务毛利率情况来看，由于结算面积主要由北京所贡献，地产项目毛利率大幅降低或归因于通州东方玫瑰项目早期推盘时价格较低，从而导致结转面积的毛利率较低。预期随着通州项目销售价格的大幅提升和深圳项目竣工，地产业务毛利率将有望实现大幅增长，为公司业绩增添浓墨重彩的一笔。据我们测算，公司未售货值总计近 60 亿元，将为公司未来业绩的稳定提供有力的保障。

表 2：报告期内各房地产项目开发及销售情况

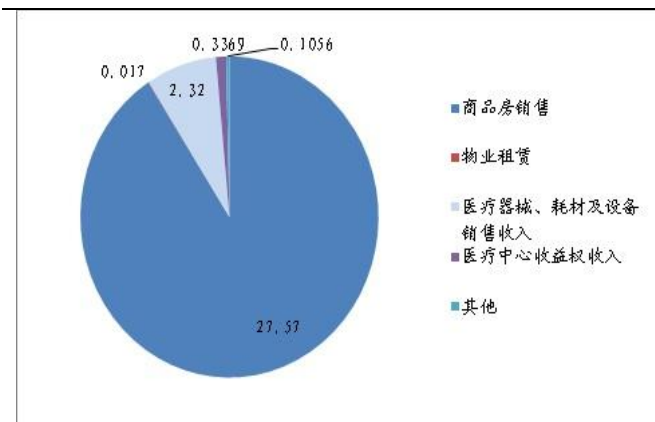
单位：万平米、亿元、元/平

地区	项目	权益比例	总建面	新开工面积	在建面积	报告期结转面积	报告期签约面积	报告期签约额	报告期销售均价
北京	通州东方玫瑰	100%	101.5	0	8.13	11.52	2.9	10.47	40595
深圳	华业玫瑰 四季馨园二期	100%	7.94	0	7.94	0	0	0	0
大连	华业玫瑰东方 (二期)	100%	15.88	0	0	0.71	0.45	0.67	住 16522; 商业: 54683
长春	华业玫瑰谷	100%	21.92	0	0	0.21	0.22	0.15	住宅: 6657

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

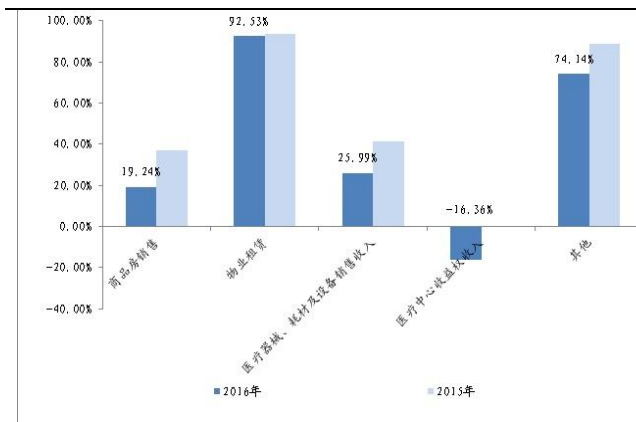
捷尔医疗实现并表利润近 0.6 亿元，加上供应链金融上半年实现利润近 3 亿元，捷尔医疗在并购期承诺年内创造 2.2 亿元净利润已经实现。同时，还必须要注意到医疗商业领域的毛利率显著低于前期的 41.43%，我们认为这一现象产生的原因是医院响应国家降低医药价格、提升医疗服务价格号召，从而导致捷尔医疗的医疗商业业务毛利率显著降低，但是随着重医三院的顺利开业，这种影响有望被弥补，未来或形成量升价跌的趋势，但总体来看对捷尔医疗的持续盈利性不构成根本性影响。

图 1：2016 年上半年营收业务构成



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：2016 年上半年各业务毛利率显著低于去年



资料来源：公司公告，东兴证券

- **融资进展有序，进一步降低资金成本压力。**上半年，公司主要通过公司债的方式进行融资，资金成本为 7%，总额度约为 10 亿元，有利于融资成本的进一步降低。

表 3:公司上半年融资情况

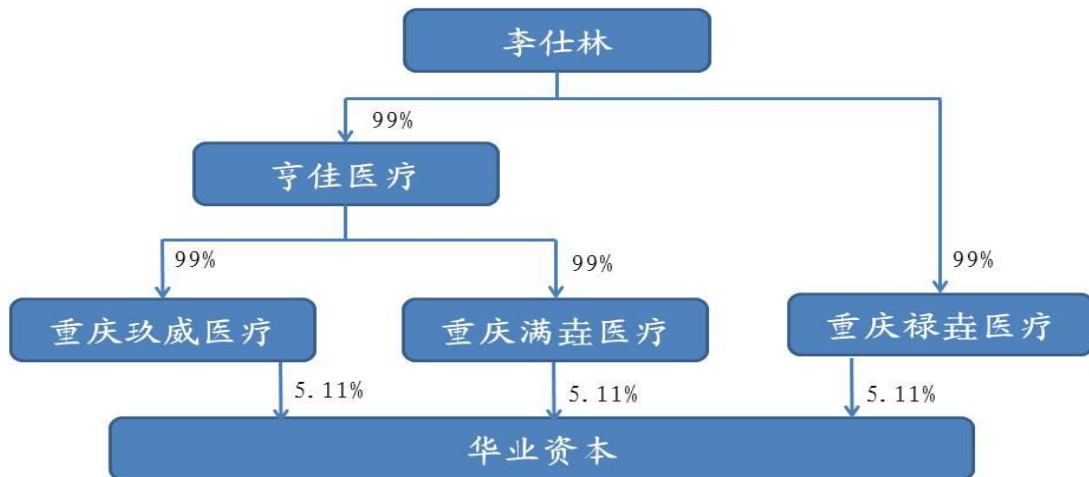
时间	债券号码	额度	利率
2016 年 3 月 4 日	16 华业 01	6 亿元	7.00%
2016 年 6 月 3 日	16 华业 02	4.3 亿元	7.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **新二股东进驻彰显看好态度。**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）有限公司将其所持占比 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。

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。

图 3: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

➤ **供应链金融已经开始迸发活力。**公司于 2015 年初设立子公司西藏华烁以开展供应链金融业务，通过开展供应链金融业务，不断拓展公司医疗行业上下游资源，扩大公司医疗供应链的市场份额。随着已投资金融产品的陆续到期，西藏华烁本报告期实现盈利，2016 年上半年西藏华烁实现投资收益近 3 亿元。

除前述医疗产业链金融外，公司在其他金融投资领域也有动作。收购了宁波益方瑞祥投资合伙企业，该标的是投资链家股权的主题性投资标的；参与设立深圳国泰君安易投基金一期，报告期内新增 2 个投资项目，投资额 2.5 亿元，已经实现本金收益，净利润 1338 万元。

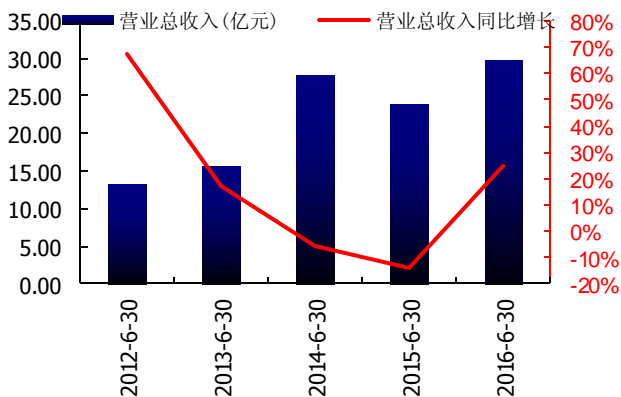
➤ **员工持股计划滚动发行彰显全员的看好信心。**2016 年 6 月公司第二期员工持股计划设立，资金规模和结构与一期相同，并已经开始在二级市场购买股票。公司滚动发行员工持股计划显示两方面利好信息：一方面，员工持股计划作为委托代理问题的有效减轻手段已经得到市场的认可，将实现对管理层和员工的有效激励，从而利好公司的经营业绩；另一方面，员工持股计划的持续买入将为近期股价提供有力支撑，尤其是在 1 期解锁期还有 1 个月的时候，将显著有利于近期公司股价稳定上升。

➤ **串联医疗产业链上下游的一系列动作。**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，海宸医药已经正式开始向重医三院销售和配送药品。在重医三院正常运营的基础上，公司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。

除此之外，公司 7 月 16 日公告，拟以自有资金入股元福创业作为 LP 设立的苏州工业园区新建元二期创业投资企业，认缴出资 5000 万元，虽然体量较小，却是公司在医疗产业链上游没有布局的局面“破冰”，以最上游的股权投资方式实现资源的掌控，以上市公司为最终平台实现优质资产的输送。公司的动作无疑是落实总体发展战略的具体动作，得益于强大的执行力，预期公司全产业链框架搭建将逐步实现。

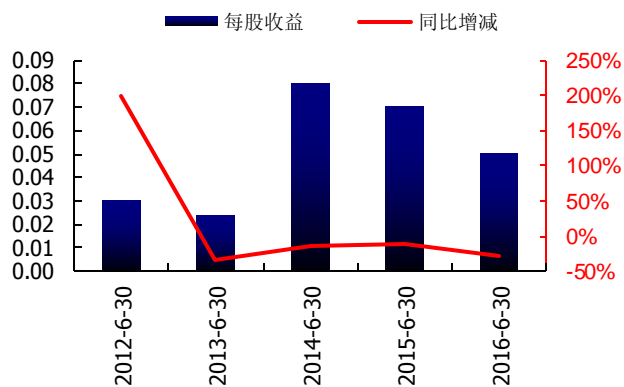
- 风险提示: 1、医疗商业资源注入不及预期; 2、医疗产业金融平台搭建不及预期; 3、地产销售不及预期

图 4: 营业收入情况



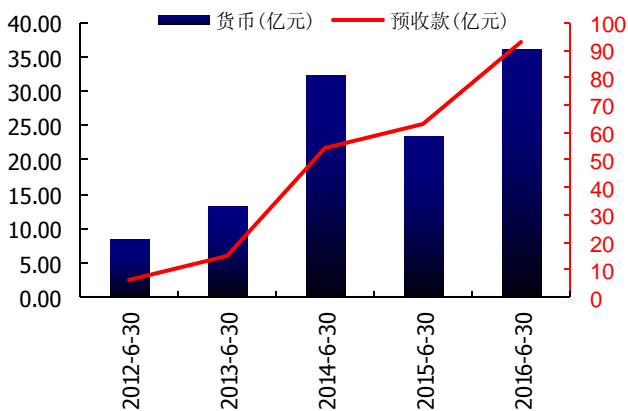
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 每股收益情况



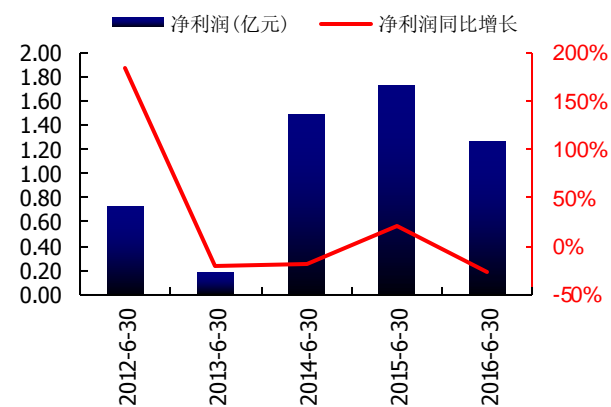
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 货币和预收款情况



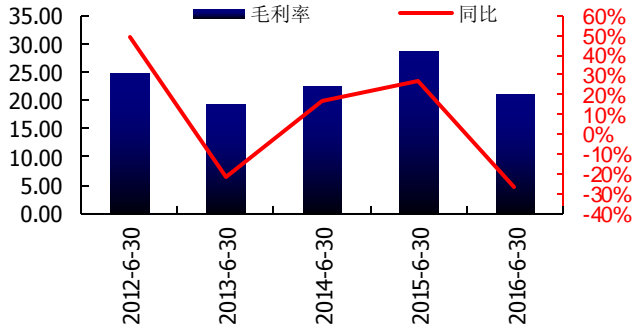
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 净利润情况



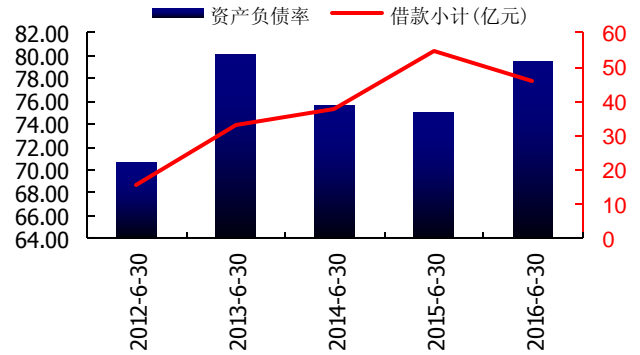
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 销售毛利率情况



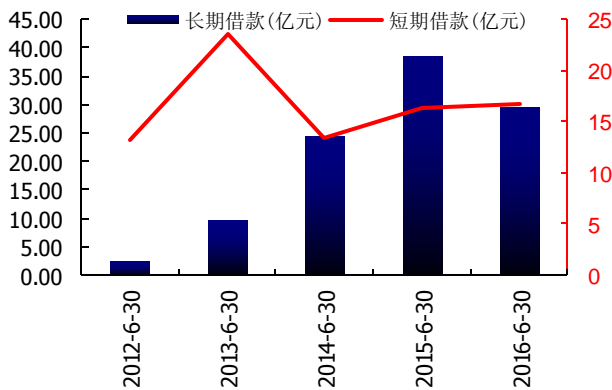
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 资产负债率情况



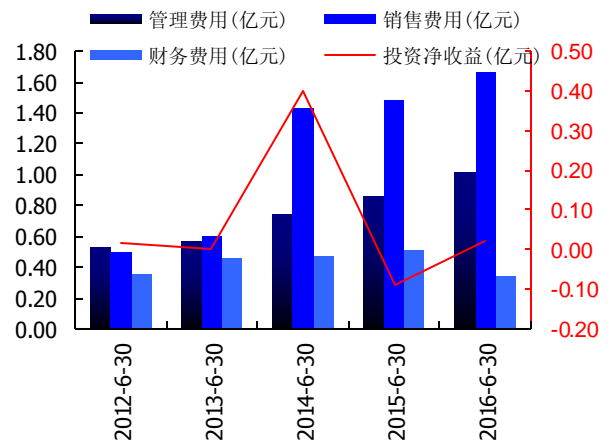
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

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 113.14 亿元、152.04 亿元和 192.9 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 12.34 亿元、19.14 亿元和 23.69 亿元; 每股收益分别为 0.53 元、0.82 元和 1.01 元, 对应 PE 分别为 12.98、8.37 和 6.76。给予公司 6 个月目标价 12 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 4: 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	22880	26052	34443	45684	58773	营业收入	7182	7731	11314	15204	19290
货币资金	4312	3410	5091	6842	8681	营业成本	5312	5672	7571	9784	12497
应收账款	298	357	527	708	898	营业税金及附加	575	477	701	943	1196
其他应收款	267	1339	1960	2634	3341	营业费用	291	355	509	684	868
预付款项	156	107	107	107	107	管理费用	185	236	339	456	579
存货	17428	20225	24891	32165	41087	财务费用	96	151	185	316	449
其他流动资产	417	613	1867	3228	4659	资产减值损失	0.39	135.54	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	489	720	530	508	487	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	50	116	116	116	116	投资净收益	37.10	-14.37	-20.00	-20.00	-20.00
固定资产	129.02	127.27	112.48	97.33	82.17	营业利润	760	691	1888	2902	3582
无形资产	93	60	54	48	42	营业外收入	13.33	16.76	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	34	35	0	0	0	营业外支出	10.55	17.84	20.00	20.00	20.00
资产总计	23369	26772	34973	46192	59260	利润总额	763	690	1888	2902	3582
流动负债合计	13699	13980	24138	33980	45570	所得税	201	224	623	958	1182
短期借款	2485	1921	6795	11472	16567	净利润	562	466	1265	1944	2400
应付账款	2539	2631	3630	4691	5992	少数股东损益	1	-3	30	30	30
预收款项	5130	6147	8976	12777	17599	归属母公司净利润	561	469	1235	1914	2370
一年内到期的非流动	2262	1465	2500	2500	2500	EBITDA	961	915	2094	3239	4051
非流动负债合计	3571	6552	4070	4651	5151	BPS (元)	0.24	0.20	0.53	0.82	1.01
长期借款	3294	3521	4021	4521	5021	主要财务比率					
应付债券	0	2981	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	17270	20531	28207	38631	50721	成长能力					
少数股东权益	260	95	125	155	185	营业收入增长	135.49%	7.65%	46.34%	34.39%	26.88%
实收资本 (或股本)	2346	2346	2346	2346	2346	营业利润增长	564.62%	-9.15%	173.27%	53.74%	23.43%
资本公积	2328	2295	2295	2295	2295	归属于母公司净利润	163.54%	55.05%	163.54%	55.05%	23.79%
未分配利润	1065	1400	1585	1873	2228	获利能力					
归属母公司股东权益	5839	6146	6639	7405	8352	毛利率 (%)	26.04%	26.64%	33.08%	35.65%	35.22%
负债和所有者权益	23369	26772	34973	46192	59260	净利率 (%)	7.82%	6.03%	11.18%	12.79%	12.44%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	-581	158	-611	-1843	-1765	偿债能力					
净利润	562	466	1265	1944	2400	资产负债率 (%)	74%	77%	81%	84%	86%
折旧摊销	105.32	73.46	0.00	21.12	21.12	流动比率	1.67	1.86	1.43	1.34	1.29
财务费用	96	151	185	316	449	速动比率	0.40	0.42	0.40	0.40	0.39
应收账款减少	0	0	-170	-181	-190	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2828	3801	4823	总资产周转率	0.41	0.31	0.37	0.37	0.37
投资活动现金流	-354	-1493	-85	-120	-120	应收账款周转率	22	24	26	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.95	2.99	3.61	3.65	3.61
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	37	-14	-20	-20	-20	每股收益 (最新摊薄)	0.24	0.20	0.53	0.82	1.01
筹资活动现金流	2191	363	2376	3713	3724	每股净现金流 (最新摊)	0.54	-0.41	0.72	0.75	0.78
应付债券增加	0	0	-2981	0	0	每股净资产 (最新摊)	2.49	2.62	2.83	3.16	3.56
长期借款增加	0	0	500	500	500	估值比率					
普通股增加	1626	0	0	0	0	P/E	28.55	34.20	12.98	8.37	6.76
资本公积增加	2278	-33	0	0	0	P/B	2.74	2.61	2.41	2.16	1.92
现金净增加额	1256	-973	1681	1751	1839	EV/EBITDA	20.55	24.59	11.58	8.54	7.76

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

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。