医药生物

2016 年 11 月 29 日

宜华健康 (000150)

——执行力强，冉冉升起的医疗大健康新星

报告原因：强调原有的投资评级

增持（维持）

市场数据：	2016 年 11 月 28 日
收盘价（元）	34.76
一年内最高/最低（元）	40.46/21.06
市净率	5.9
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	12303
上证指数/深证成指	3277.00/11068.87

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2016 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	5.86
资产负债率%	55.12
总股本/流通 A 股(百万)	448/354
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《晨会推荐 161128》 2016/11/28
《晨会推荐 161124》 2016/11/24

证券分析师
杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com
联系人
熊超逸
(8621)23297818×转
xiongcy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **剥离地产、彻底转型、执行力强、打造医疗大健康龙头企业。**公司彻底剥离地产业务，战略性转型医疗大健康领域：陆续收购众安康（中国最大的医院非诊疗业务服务企业）、爱奥乐（POCT 及远程医疗检测仪领先企业）、达孜赛乐康（伽马刀肿瘤治疗行业领先者）、亲和源（中国养老龙头企业）。公司执行力强，未来将不断通过内部优化、外延拓展，布局完善医疗大健康领域，作为 A 股为数不多的医疗大健康产业新星，刚刚步入高速发展期，未来发展空间及潜力巨大。
- **众安康：中国最大的医院非诊疗业务服务企业，业务增长稳健。**公司全资子公司众安康是中国最大的医院非诊疗业务服务企业，为 100 多家医疗机构提供医疗设施维护保养、安全管理、医疗辅助等医疗后勤综合服务。2016 年上半年实现营业收入 4.12 亿元，净利润 5320 万元；其中：综合后勤收入 3.05 亿元，同比增长 2.52%，毛利率达到 25.58%；工程结算收入达到 1.06 亿元，同比增长 228%，毛利率达到 37.39%。承诺业绩：2016-2017 年扣非净利润分别为 10140 万元，10059 万元。
- **达孜赛乐康：伽马刀肿瘤治疗行业领先者，业绩承诺保持快速增长。**公司全资子公司达孜赛乐康专业从事医疗投资与医疗服务管理，在肿瘤伽马刀治疗领域处于行业领先地位。旗下拥有 3 家综合性医院以及 4 家高端肿瘤诊疗中心。2016 年上半年达孜赛乐康仅 4、5、6 月份并表，并表期间医疗咨询诊断业务实现营业收入 9765 万元，净利润 6068 万元，毛利率达 79%。业绩承诺：2016-2020 年，扣非净利润分别不低于 11141 万、15235 万、19563 万、21410 万、23480 万元。
- **爱奥乐：专注移动医疗、POCT 及慢病管理。**公司全资子公司爱奥乐是国内远程血糖血压监测领域领先的医疗器械生产商，专注于血压、血糖及试纸等即时检验（POCT）医疗器械及耗材产品的生产。2016 年上半年爱奥乐仅 5、6 月份并表，并表期间实现营业收入 1766 万元，净利润 180 万元；其中医疗器械收入 1411 万元，毛利率 31.5%。业绩承诺：2016-2020 年，扣非净利润分别不低于 2000 万、3502 万、4500 万元、5000 万、5501 万元。
- **收购中国养老标杆企业亲和源，正式进军养老康护产业。**公司已完成收购亲和源 58.33% 股权，进军养老康护产业。亲和源是国内市场较早进入养老行业的民营机构，拥有领先的高端养老产业运营模式。2016 年 11 月开始并表。亲和源董事长承诺未来盈亏情况：16-18 年亏损金额分别不超过 3000 万元、2000 万元、1000 万元；19-23 年实现净利润分别不低于 2000 万元、4000 万元、6000 万元、8000 万元、1 亿元。
- **"三位一体"服务体系打造医养结合大健康生态圈，维持增持评级。**公司围绕非诊疗服务、医院及诊疗中心、健康管理平台的"三位一体"服务体系初步形成，并正式进军养老产业，将养老社区与医疗机构相结合，致力于打造医养结合的健康产业生态圈，各业务版块之间协同效应不断增强，公司执行力强，未来将不断通过内部优化、外延拓展，布局完善医疗大健康领域。我们维持 2016-2018 年预测 EPS 为：2.42 元、0.73 元、0.93 元，同比增长 1996%、-70%、28%，对应 PE 14 倍、48 倍、37 倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,031	870	1,587	1,903	2,295
同比增长率（%）	554.03	31.59	53.89	19.91	20.60
净利润（百万元）	52	967	1,082	326	416
同比增长率（%）	73.07	104986.96	1996.38	-69.87	27.61
每股收益（元/股）	0.12	2.16	2.42	0.73	0.93
毛利率（%）	23.7	36.5	39.6	41.0	42.3
ROE（%）	3.1	36.8	39.2	10.6	11.9
市盈率	302		14	48	37

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩;"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司正式剥离所有房地产业务，彻底向大健康医疗领域转型，执行力度强，转型效率高。陆续收购收购众安康（中国最大的医院非诊疗业务服务企业）、爱奥乐（POCT 及远程医疗检测仪领先企业）、达孜赛乐康（伽马刀肿瘤治疗行业领先者）、亲和源（中国养老龙头企业），初步形成“三位一体”的服务体系，并正式进军养老产业，依托已形成的医疗服务产业体系，将养老社区与医疗机构相结合，打造商业化养老社区，从而构建医养结合的健康产业生态圈,各业务版块之间协同效应不断增强。我们维持 2016-2018 年预测 EPS 为：2.42 元（受益于房产业务剥离带来的 10.5 亿元投资收益）、0.73 元、0.93 元，同比增长 1996%、-70%、28%，对应 PE14 倍、48 倍、37 倍，维持增持评级。

关键假设点

众安康 2016-2017 年净利润达到 10140 万元，10059 万元；达孜赛乐康 2016-2018 年净利润达到 1.2、1.5、1.95 亿元以上；爱奥乐 2016-2018 年净利润达到 2000、3500、4500 万元以上。

有别于大众的认识

大众认为公司原本主业为房地产，彻底转型医疗大健康领域很难成功。我们认为通过公司 2014 年首次收购众安康介入医疗领域，已经积累了一定的资源与经验，公司执行力极强，先后收购众安康、爱奥乐、达孜赛乐康、亲和源，特别是众安康和亲和源，是业内一流的优质资产，我们认为公司已经完成了华丽转型，且有足够的实力、资源、执行力去完成后面的持续拓展，公司已经成功迈出医疗大健康成功第一步，现正处于高速成长期，未来空间巨大。

大众认为公司 2016 年处于转型初期，4 家主要收购的公司业绩难以达到预期。我们认为公司收购的企业质地优秀，且公司及收购企业有非常好的激励机制、资源支持、动力保证，收购标的企业业绩有坚实保证。

大众认为公司现有业务发展空间有限，未来难有大的发展。我们认为众安康、爱奥乐、达孜赛乐康、亲和源只是第一步，公司正处高速发展期，特别是外延的拓展，公司剥离房地产业务的 10 亿现金，集团的支持、公司的融资能力，已经公司的项目储备以及外延拓展能力，将保证公司在未来将以持续的高执行力、拓展能力，继续完成拓展公司的医疗健康业务，作为一颗医疗大健康新星，冉冉升起。

股价表现的催化剂

收购企业众安康、达孜赛乐康、爱奥乐、亲和源业绩超预期（超业绩承诺），持续快速增长。公司在医疗大健康领域的外延扩张超预期。

核心假设风险

众安康、达孜赛乐康、爱奥乐、亲和源业绩承诺不达预期。

目录

1.剥离地产彻底转型，华丽转身布局医疗健康领域.....5

1.1 非诊疗服务业务：收购众安康，业务增长稳健..... 6

1.2 医院及诊疗服务：收购达孜赛乐康，布局肿瘤治疗..... 8

1.3 健康管理：收购爱奥乐，专注移动医疗设备及慢病管理 9

1.4 正式进军养老康护产业：收购中国养老标杆企业亲和源 10

2.产业整合打造核心竞争力，战略布局大健康生态圈 12

3.盈利预测与估值 15

图表目录

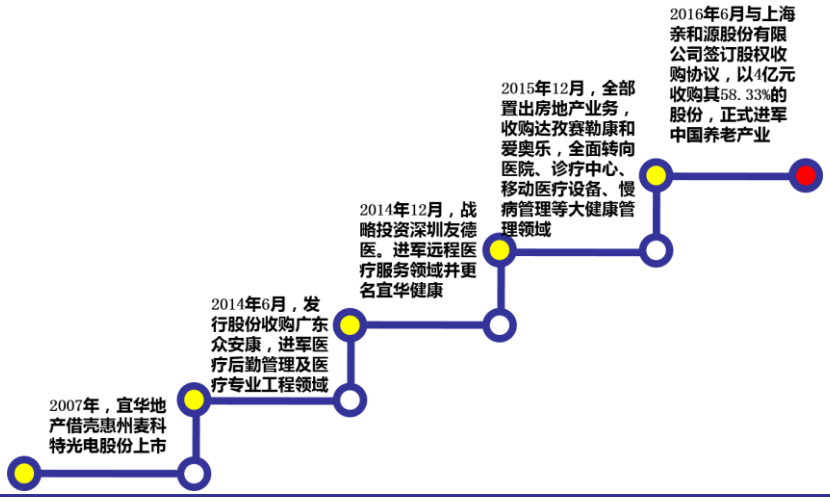
图 1：宜华健康转型历程 5
图 2：宜华健康整体布局 5
图 3：众安康旗下医院后期管理业务 6
图 4：众安康为 100 多家医院提供服务 6
图 5：众安康医院工程服务业务 7
图 6：众安康 2016-2020 年承诺业绩，单位：万元 8
图 7：众安康 2015-2017 年承诺业绩，单位：万元 8
图 8：达孜赛乐康 2015-2020 年承诺业绩，单位：万元 9
图 9：爱奥乐将打造医疗云平台 9
图 10：爱奥乐 2016-2020 年承诺业绩，单位：万元 10
图 11：亲和源 2016-2023 年承诺业绩，单位：万元 11
图 12：亲和源旗下养老机构 11
图 13："三位一体"服务体系初步形成 12
图 14：公司旗下业务板块 13
图 15：宜华健康发展规划 13
图 16：打造医养结合的商业化养老社区 14
图 17：布局健康金融产业 14
图 18：宜华健康大医疗生态圈示意图 15

表 1：医院工程项目内容 7
表 2：分部估值表 16
表 3：可比公司估值情况 16

1.剥离地产彻底转型，华丽转身布局医疗健康领域

宜华健康曾是粤东地区房产行业首家上市公司，控股股东宜华集团是一家集木业家具、地产开发、健康医疗、战略投资四大产业于一体的大型跨国企业集团。2014 年，宜华健康的前身宜华地产紧跟时代发展机遇，6 月份以交易对价 7.2 亿元收购众安康 100%股权，进军医疗后勤管理与医疗专业工程领域，标志着公司向大医疗健康领域转型。2014 年 12 月公司以 1.2 亿元购买友德医科技公司 20%股权，布局远程医疗服务领域。2015 年 2 月，公司正式更名为宜华健康，明确了以大医疗健康为主营业务的战略规划。2015 年 12 月，公司向控股股东宜华集团出售广东宜华、汕头荣信、梅州宜华三家公司 100%股权，合计作价 20.54 亿元；同时公司分别以现金 3 亿元、12.72 亿元收购爱奥乐、达孜赛乐康 100%股权，此次重大资产出售与购买标志着公司彻底剥离房地产业务，正式向大健康医疗领域转型，可见公司领导团队执行力度强。2016 年 6 月公司以现金 4.08 亿元收购亲和源 58.33%股权，正式进军养老产业，致力于增强各业务版块之间的协同效应。

图 1：宜华健康转型历程



资料来源：宜华健康、申万宏源研究

图 2：宜华健康整体布局

资料来源：宜华健康、申万宏源研究

1.1 非诊疗服务业务：收购众安康，业务增长稳健

2014 年 6 月，公司以交易对价 7.2 亿元收购众安康 100%股权（其中以现金支付 1.48 亿元，剩余部分 5.72 亿元通过发行股份的方式支付），以进军非诊疗服务为标志正式转型医疗健康领域。众安康是中国最大的医院非诊疗业务服务企业，致力于智能化的管理创新和服务创新，公司业务覆盖全国，在近 40 个城市设立了分支机构，为 100 多家医疗机构提供医疗设施维护保养、安全管理、医疗辅助等医疗后勤综合服务，其中包括北京大学深圳医院、广州中医药大学第一附属医院、安徽医科大学第二附属医院等数十家三甲综合医院。

图 3：众安康旗下医院后期管理业务

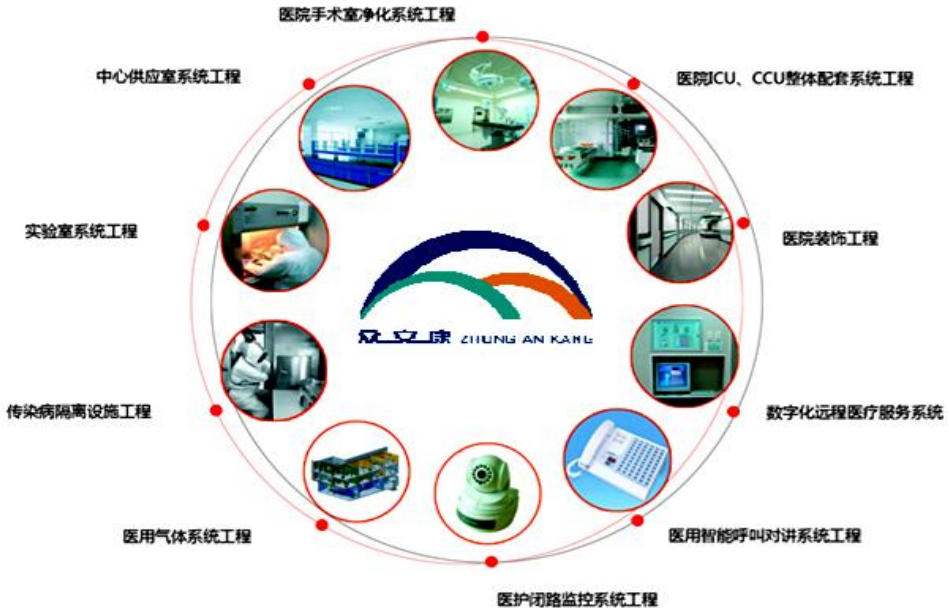
资料来源：宜华健康、申万宏源研究

依托对医疗机构运营管理的丰富经验，众安康从后勤服务转型做医院建设，成为国内领先的医疗专业工程服务提供商，核心项目包括医院洁净工程、医用气体工程、X 射线防护工程、医院智能化等。目前，众安康共参与 5 个在建医疗专业工程项目，其中重点项目为深圳莲塘康馨养老项目，总投资 6.8 亿元，共设 530 套房，已接到 1000 多份预约，是将现有的医疗资源与养老产业结合的典型项目，项目资金回笼主要依靠养老公寓的销售收入。其他项目包括在建的安徽利辛医院（设立肿瘤中心）、湖南常德医院、湖南邵东医院、湖南常德龙山医院。

图 4：众安康为 100 多家医院提供服务

资料来源：宜华健康、申万宏源研究

图 5：众安康医院工程服务业务



资料来源：宜华健康、申万宏源研究

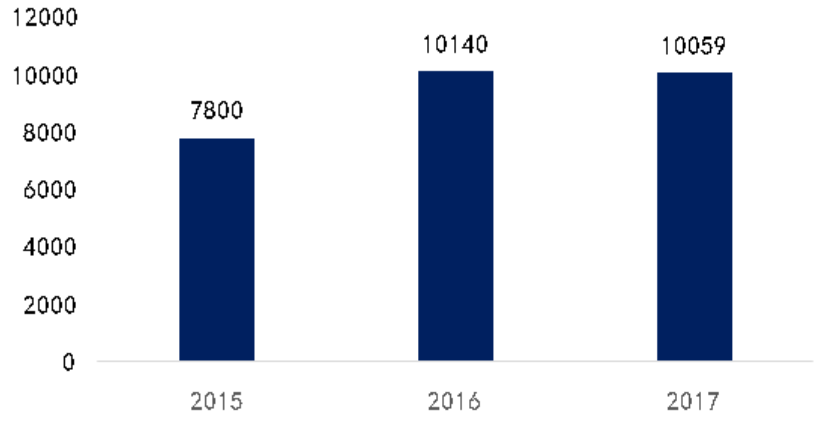
表 1：医院工程项目内容

服务项目	服务内容
医院洁净工程	医院手术室、ICU、CCU、产房、NICU、中心供应室、静脉配置中心、DSA 及各实验室等的洁净工程的设计、施工、维护
医用气体工程	包含氧气、压缩空气、氮气、二氧化碳、一氧化二氮（俗称“笑气”）、气体负压等医用气体系统工程的设计、施工、维护
X 射线防护工程	包括 CT、DR、MIR、核医学、直线加速器等 X 射线防护工程的设计、施工、维护
医院智能化	包括数字化手术室。远程会诊、呼叫对讲，公共广播及背景音乐系统、有线电视系统、计算机网络系统、LED 大屏幕显示排队叫号系统、电子会议及示教系统等的设计、施工、维护
热力空调工程给排水	中央空调、VAV 空调、局部空调系统。医院污水处理系统的设计、施工、维护
特殊工程	药厂、制剂中心，GMP 认证、基因工程、机场及边检的检验检疫通道、P3 实验室等、传染病防止研究室等的设计、施工、维护

资料来源：申万宏源研究

众安康承诺 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年扣非净利润分别不少于 6000 万元、7800 万元、10140 万元、10059 万元。2015 年，众安康实现净利润 7858 万元，超过业绩承诺。2016 年上半年实现营业收入 4.12 亿元，净利润 5320 万元，预计全年完成业绩承诺 10140 万元基本无压力。

图 6：众安康 2016-2020 年承诺业绩，单位：万元

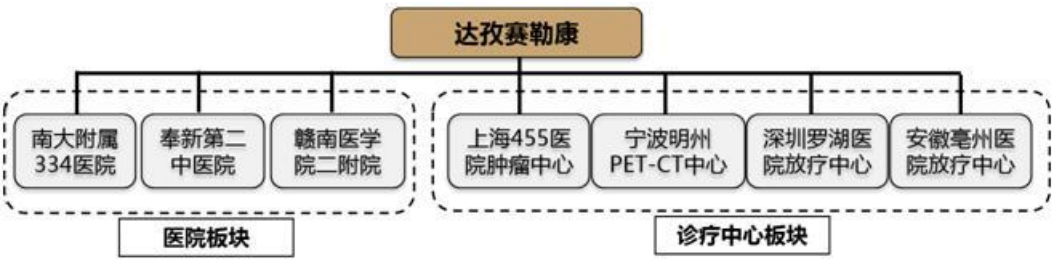


资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 医院及诊疗服务：收购达孜赛乐康，布局肿瘤治疗

2015 年 12 月，公司以支付现金的方式购买西藏大同持有的达孜赛乐康 100%股权，交易对价为 12.72 亿元。达孜赛乐康专业从事医疗投资与医疗服务管理，在肿瘤伽马刀治疗领域处于行业领先地位，先后与多家三甲医院及医疗机构合作建立了高端肿瘤治疗中心，同时还拥 3 家综合性医院，医疗管理经验丰富。医院板块主要是以三甲医院赣南医学院第二附属医院为首的江西医院版块，还包括南昌大学附属 334 医院和江西奉新第二中医院，其中南大附属 334 医院是全省唯一一家国家卫生部省卫生厅批准装配伽玛刀肿瘤治疗设备的综合医院。诊疗中心版块包括与三甲医院合建的中国人民解放军第 455 医院肿瘤诊疗中心，是全国唯一一家拥有三台伽玛刀的肿瘤治疗中心；宁波明州医院 PET-CT 中心，引进了美国 GE 螺旋 CT、数字胃肠机等国际一流设备，并拟引进达芬奇机器人、伽马刀等高端设备；以及与二甲医院合建的深圳罗湖医院放疗中心，达孜赛勒康提供一台直线加速器和 ARTS-A01 型 γ 射线多源聚焦体部立体定向放射治疗系统设备；安徽亳州中心医院放疗中心，达孜赛勒康将提供 ARTS-A01 型伽马射线多源聚焦立体定向放射治疗系统设备。

图 7：众安康 2015-2017 年承诺业绩，单位：万元

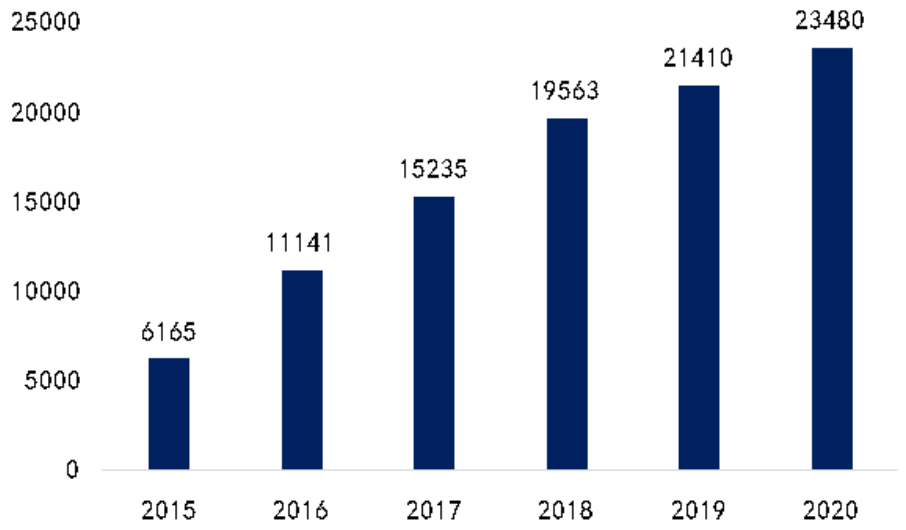


资料来源：宜华健康、申万宏源研究

达孜赛勒康承诺 2015-2020 年的扣非净利润分别不少于 6165 万元、11141 万元、15235 万元、19563 万元、21410 万元、23480 万元。2016 年上半年达孜赛乐康仅 4、5、6 月份并表，并表期间医疗咨询诊断业务实现营业收入 9765 万元，净利润 6068 万元，毛利率达 79%，预计全年完成业绩承诺 11141

万元基本无压力，且公司目前正在积极挖掘新的优质医院标的，我们预计 2016-2017 年达孜赛乐康有望超越其业绩承诺，为公司医疗业务盈利注入新的动力。

图 8：达孜赛乐康 2015-2020 年承诺业绩，单位：万元



资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 健康管理：收购爱奥乐，专注移动医疗设备及慢病管理

2015 年 12 月，公司以支付现金的方式购买爱奥乐 100%股权，交易对价为 3 亿元。爱奥乐是国内远程血糖血压监测领域领先的医疗器械生产商，专注于血压、血糖及试纸等即时检验（POCT）医疗器械及耗材产品的生产，拥有先进电子和生化研发技术与专业的技术研发团队，试纸的生化指标较同类产品更为稳定。爱奥乐通过了 ISO 13485 认证，全线产品获得 CFDA 认证，部分产品获得欧盟 CE 认证。

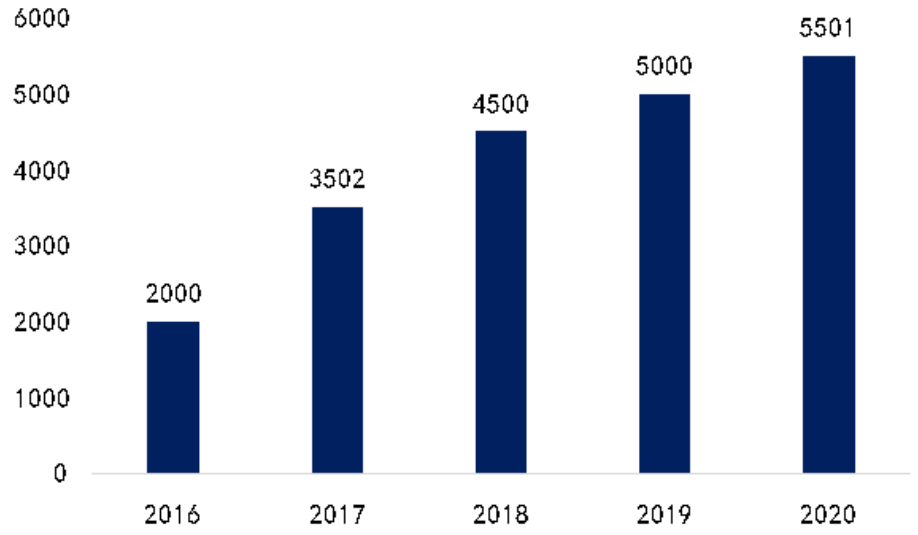
图 9：爱奥乐将打造医疗云平台

资料来源：宜华健康、申万宏源研究

爱奥乐承诺 2016-2020 年的扣非净利润分别不少于 2000 万元、3502 万元、4500 万元、5000 万元、5501 万元。2016 年上半年爱奥乐仅 5、6 月份并表，并表期间实现营业收入 1766 万元，净利润 180 万元；其中医疗器械收入 1411 万元，毛利率 31.5%，按照目前业绩分析，预计全年完成业绩承诺 2000 万元较有压力。公司未来将依托爱奥乐在远程医疗器械产品的技术优势，进一步研发建立云健康管理平台，

并开拓远程医疗服务，往康复医疗的方向发展，与公司的养老项目相结合，促进养老项目的业绩，从而打造慢病管理、健康管理平台。且爱奥乐所处医疗器械市场有望受益于医改从而释放市场空间，未来有巨大的增长潜力，主营产品属于POCT细分行业，是体外诊断（IVD）的新发展领域，预计2016年我国POCT市场规模约为61亿元，潜在市场广阔。基于未来发展方向与市场空间的分析角度，我们认为爱奥乐有望于2017年随着与养老项目的相互促进，以及诊断器械产品的放量，加速改善业绩，有望于2017年实现业绩承诺。

图 10：爱奥乐2016-2020年承诺业绩，单位：万元



资料来源：公司公告、申万宏源研究

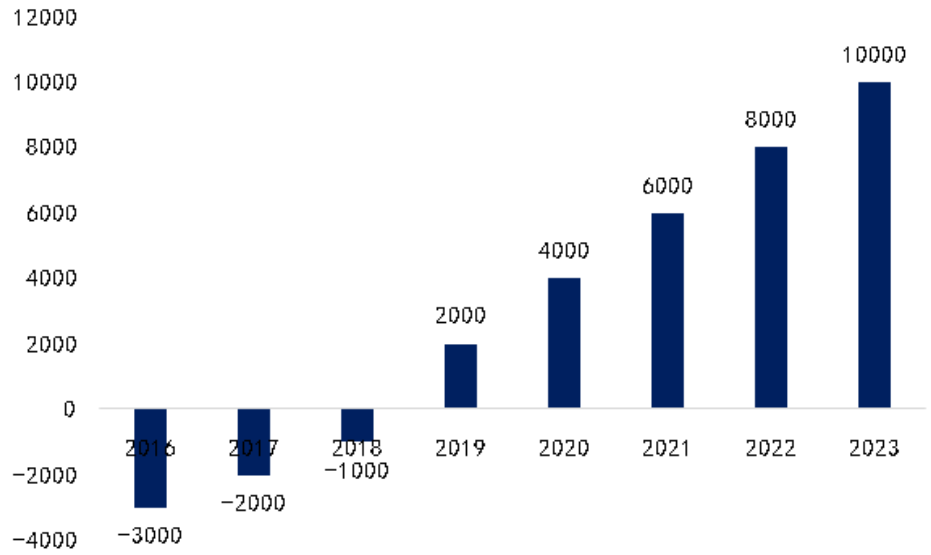
1.4 正式进军养老康护产业：收购中国养老标杆企业亲和源

2016年6月，公司与康桥资产、周星增、奚志勇、TBP、亲和源置业、亲和源签订股权收购协议书，以现金4.08亿元收购亲和源58.33%股权，2016年11月已完成股权过户与工商登记，正式进军养老产业。

亲和源是国内市场较早进入养老行业的民营机构，从事会员制养老社区运营及提供高端养老服务，业务范围覆盖养老社区、休闲养老、医疗护理、养老咨询及委托运营等方面。目前亲和源养老项目主要分布在上海、浙江、辽宁、山东、海南、陕西。其中上海康桥亲和源是目前国内最为成功的高端养老社区，共有834户，入住率达到100%；上海康桥爱养之家已于2016年重阳节正式开业，提供126套公寓单元以及64间照护单元。目前上海松江在建1家，浙江桐乡、海宁、宁波共在建3家，桐乡爱乐之家2016年8月首批会员已可入住，宁波象山亲和源预计2016年试营业；辽宁、山东潍坊、海南、陕西西安共在建4家。各家亲和源社区定位略有差异，基本定位于高端养老，其中海南项目采用度假式养老社区，属于全新的项目设计。

亲和源于2016年11月份并表，亲和源董事长承诺未来盈亏情况：2016-2018年亏损金额分别不超过3000万元、2000万元、1000万元；2019-2023年实现净利润分别不低于2000万元、4000万元、6000万元、8000万元、1亿元。亲和源所处养老产业在国内尚处于起步阶段，2015年我国养老行业市场容量已达到4.1万亿元，2020年预计达到7.7万亿元，公司领先布局行业将打开万亿市场空间。目前亲和源整体处于亏损，随着与公司已形成的医疗服务产业体系相结合，以及会员费的逐步增加，我们认为亲和源有望于2016年内实现业绩承诺，并有望于2017年超预期完成业绩承诺。

图 11：亲和源 2016-2023 年承诺业绩，单位：万元



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 12：亲和源旗下养老机构

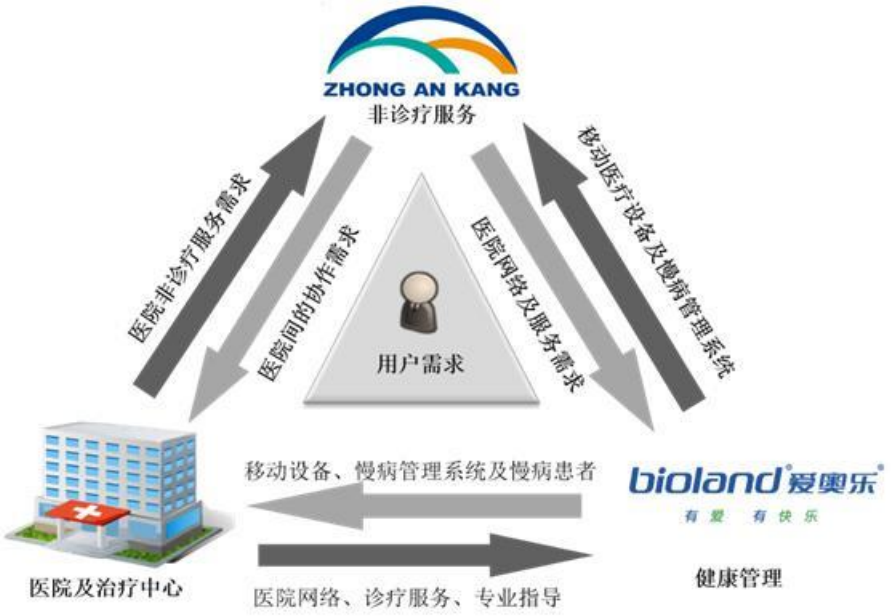
资料来源：宜华健康、申万宏源研究

2.产业整合打造核心竞争力，战略布局大健康生态圈

公司旗下四大产业整合，从众安康的非诊疗服务出发、培育和提高公司的医院覆盖率与医院运营管理经验，并纳入达孜赛乐康与爱奥乐分别布局医院和肿瘤诊疗中心，以及打造慢病管理和健康管理平台，并正式进军养老产业，将养老社区与医疗机构相结合，致力于打造医养结合的健康产业生态圈，各业务版块之间协同效应不断增强。

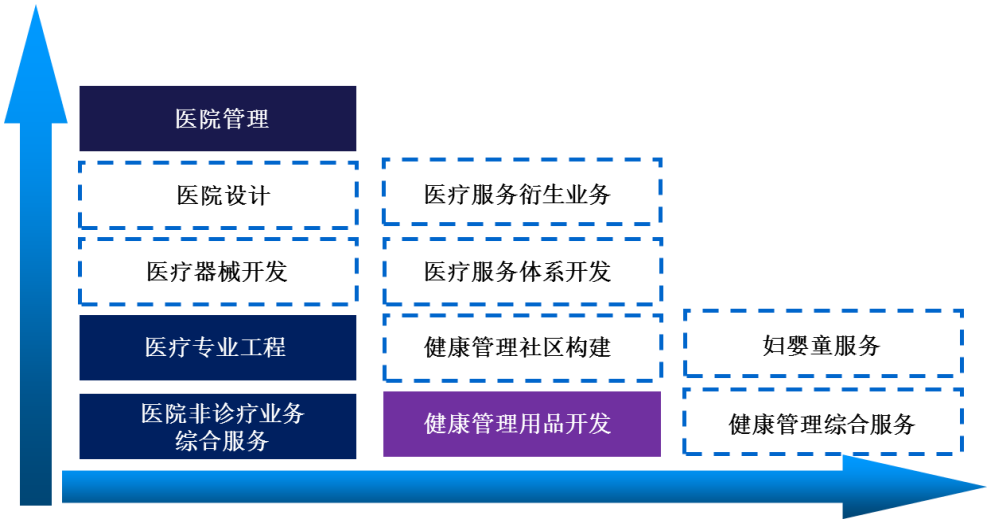
公司业务衍生能力强：（1）渗透最深：公司向医疗机构提供全方位、全领域、全时段的综合管理服务；（2）衍生能力强：凭借医院非诊疗业务服务经验，医院管理和治疗中心经验，以及在即时检验产品生产销售的经验，未来公司可衍生深入妇婴童服务和养老康复服务等

图 13:“三位一体”服务体系初步形成



资料来源：宜华健康、申万宏源研究

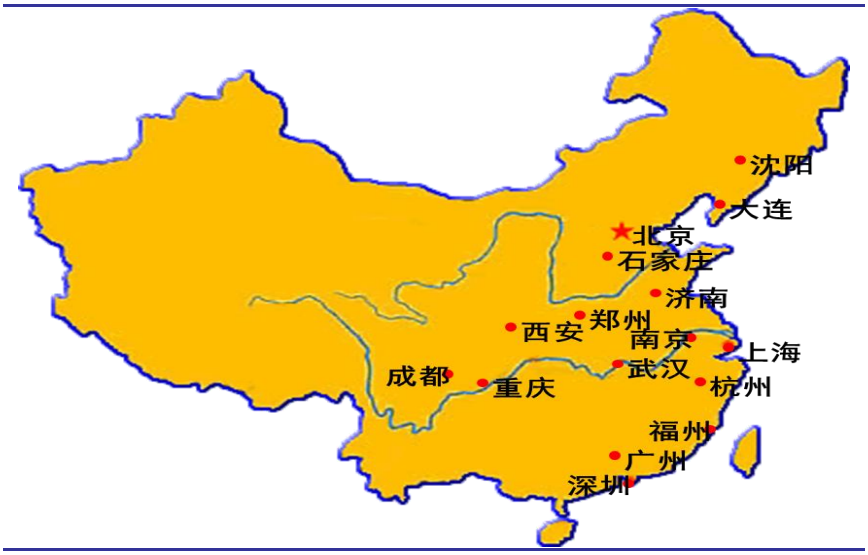
图 14：公司旗下业务板块



资料来源：宜华健康，申万宏源研究

公司未来三年战略规划：进一步扩大全国主要城市的医疗机构服务网络，构建全国最大的民营医疗服务集团。开发养老康复管理中心、妇婴童管理中心。实现医疗服务实体机构互联互通，发展互联网医疗产业。加快完善医疗健康业务生态圈构建，形成竞争壁垒，强和核心竞争力。

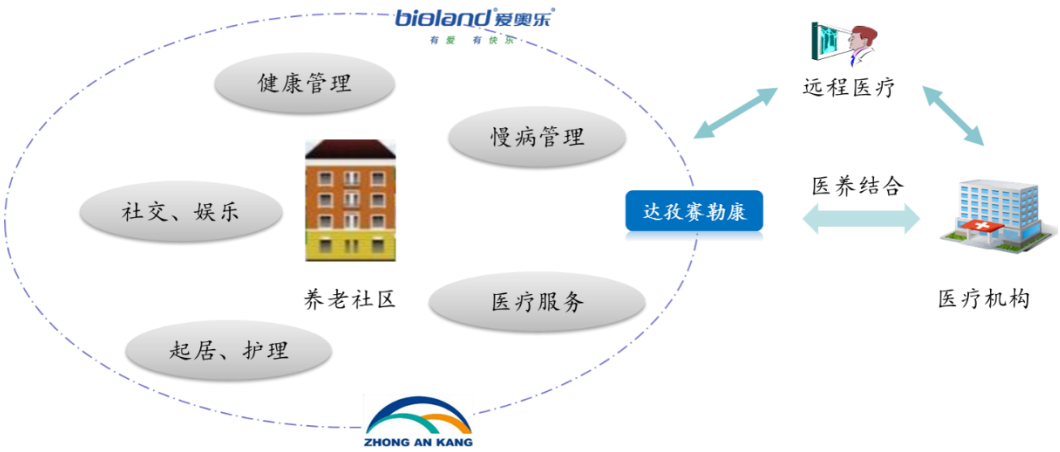
图 15：宜华健康发展规划



资料来源：宜华健康、申万宏源研究

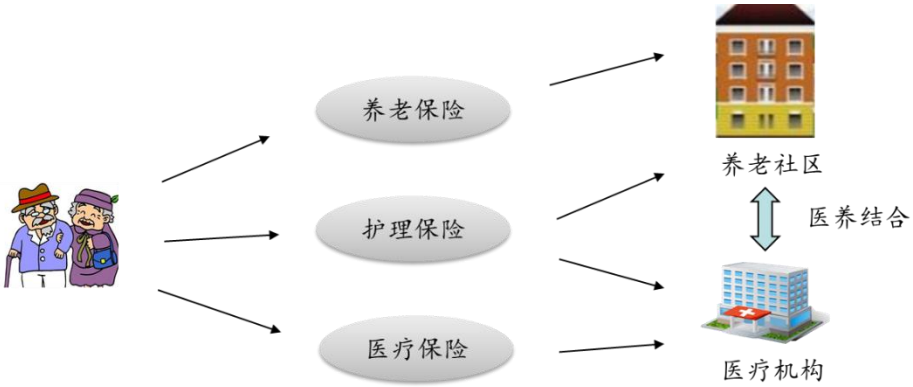
在养老康护领域，公司将充分利用已成型的医疗服务产业体系，形成医养结合的协同效应，发展涵盖养、护、医、管的现代社会化养老社区。同时，公司计划与保险等金融机构合作，提供“金融+医疗（养老）”一站式服务，为医疗、养老解决养护、医疗金融服务难题。例如保险+养老的服务使得养老用户提前购买相关养老、医疗、护理等保险产品，在入住养老社区后可用保险产品分红来支付相关费用。

图 16：打造医养结合的商业化养老社区



资料来源：宜华健康、申万宏源研究

图 17：布局健康金融产业

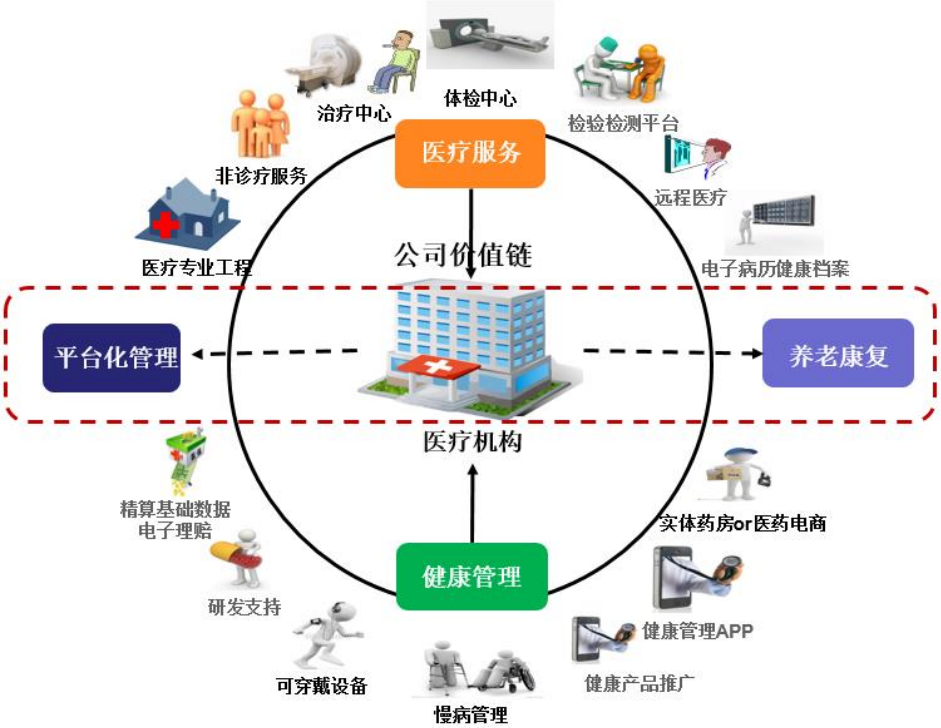


资料来源：宜华健康、申万宏源研究

在外延拓展方面，公司于 2016 年 10 月拟各出资 1 亿元成立“宜华健康医疗投资有限公司”和“宜华健康养老投资有限公司”，分别负责统筹公司医疗健康产业及养老产业的相关业务，表明了公司加大向大健康领域转型的力度。并且公司对参股公司宜鸿投资进行增资，持股比例增至 40%，加快了宜鸿投资的投资速度与规模，持续为公司培育优质并购标的。

公司将依托宜华集团产业投资的丰富经验，积极利用市场机会通过股、债等工具为产业发展融资，围绕医疗健康领域持续进行并购整合，进一步扩大全国主要城市的医疗机构服务网络；加快内部整合，发挥现有产业协同和医院平台作用，完善医疗健康业务生态圈构建，形成较高的竞争壁垒；建立医院群的平台化协同管理体系，实现业绩高速增长；开发或收购养老康复管理中心，与医院平台建立紧密的养老康复体系。

图 18：宜华健康大医疗生态圈示意图



资料来源：宜华健康，申万宏源研究

3.盈利预测与估值

公司执行力强，2015-2016 年成功收购 4 家医疗和养老领域领军企业众安康、达孜赛乐康、爱奥乐 100%股权，以及亲和源 58.33%股权，未来将结合内生和外延全力打造“宜华健康医疗养老大健康产业生态圈”，未来业务拓展值得期待。

根据公司收购的 4 个项目众安康、达孜赛乐康、爱奥乐、亲和源的业绩承诺，我们预计：

(1)2016 年众安康有望贡献利润 1.1 亿元以上；2017 年贡献利润 1.2-1.5 亿左右。

(2)2016 年达孜赛乐康有望贡献利润 1.2 亿元以上，2017 年贡献利润 1.5 亿以上。

(3)2016 年爱奥乐贡献 2000 万元以上，2017 年贡献利润 3500 万-4000 万左右。

(4)2016 年亲和源从 11 月份开始并表。

(5)总体预计：公司 2016 年医疗健康业务板块利润约 2.5 亿元左右；2017 年医疗健康业务板块利润，3.2 亿以上。

(6)我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为：2.42 元（受益于房产业务剥离带来的 10.5 亿元投资收益）、0.73 元、0.93 元，同比增长 1996%、-70%、28%，对应 PE 14 倍、48 倍、37 倍，维持增持评级。

我们根据分部估值法对公司进行估值：

(1)众安康是中国领军的医院非诊疗业务服务企业。按 A 股对标公司尚荣医疗 2017 年 35 倍 PE，公司是国内最大的医院非诊疗业务服务企业因此给予略高于对标公司的估值,此分部我们给予 1.5(亿元）*37（倍 PE）=56（亿元市值）；

(2)达孜赛勒康专业从事医疗投资与医疗服务管理，公司在伽马刀肿瘤治疗领域处于领先地位。按 A 股对标公司万东医疗 2017 年 74 倍 PE，此分部我们给予 1.52（亿元）*74（倍 PE）=113（亿元市值）

(3)爱奥乐是国内远程血糖血压监测领域领先的医疗器械产品生产商，公司专注于血压、血糖及试纸等即时检验（POCT）医疗器械及耗材产品的生产。按 A 股对标公司三诺生物 2017 年 45 倍估值 PE，此分部我们给予 0.35（亿元）*45（倍 PE）=16（亿元市值）

(4)按照分部估值法，三者总计市值 185 亿元。公司现市值 157 亿，我们根据分部估值法计算公司市值为 185 亿，存在 18%上涨空间，对应公司目标价 41.29。除内生增长外，公司执行力非常强，未来仍将通过外延方式持续扩张，我们看好公司在医疗大健康领域的布局和推进，维持增持评级。

表 2：分部估值表

（亿元）	2017（E）净利润	PE（倍）2017 年静态	市值
众安康	1.5	37	56
达孜赛乐康	1.52	74	113
爱奥乐	0.35	45	16
合计			**185**

资料来源：申万宏源研究

表 3：可比公司估值情况

行业公司名称	公司代码	收盘价 11/28	总市值 亿元	EPS 2015	EPS 2016E	EPS 2017E	PE 2015	PE 2016E	PE 2017E
尚荣医疗	002551	22.68	102	0.31	0.45	0.64	106	50	35
万东医疗	600055	19.32	75	0.19	0.20	0.26	227	95	74
三诺生物	300298	21.82	74	0.55	0.35	0.49	65	62	45
平均值							**133**	**69**	**51**

资料来源：公司公告、WIND、申万宏源研究

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	158	1,031	1,587	1,903	2,295
综合后勤		570	610	671	738
工程结算		300	600	780	1,014
医疗器械			127	152	183
医疗咨询诊断			250	300	360
营业总成本	195	1,044	1,378	1,519	1,805
营业成本	120	787	959	1,123	1,324
综合后勤		449	452	490	532
工程结算		218	372	476	608
医疗器械			85	101	119
医疗咨询诊断			50	57	65
营业税金及附加	16	47	73	87	105
销售费用	1	54	83	95	115
管理费用	26	43	175	95	103
财务费用	30	68	89	118	158
资产减值损失	0	45	(0)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	65	79	1,052	0	0
营业利润	28	66	1,261	384	490
营业外收支	4	2	6	0	0
利润总额	32	68	1,267	384	490
所得税	2	13	185	58	73
净利润	30	55	1,082	326	416
少数股东损益	0	3	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	30	52	1,082	326	416

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	30	55	1,082	326	416
加：折旧摊销减值	13	65	4	4	4
财务费用	142	143	89	118	158
非经营损失	(64)	(90)	(1,052)	0	0
营运资本变动	(245)	203	(556)	(484)	(590)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(124)	377	(434)	(36)	(12)
资本开支	(1)	131	0	0	0
其它投资现金流	(10)	(87)	1,052	0	0
投资活动现金流	278	(227)	1,052	0	0
吸收投资	0	230	0	0	0
负债净变化	(113)	147	1,251	1,251	1,251
支付股利、利息	142	145	89	118	158
其它融资现金流	0	(68)	0	0	0
融资活动现金流	(255)	163	1,162	1,133	1,093
净现金流	(100)	313	1,780	1,097	1,081

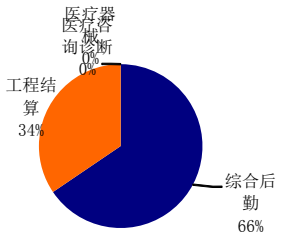
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
综合后勤增速	7%	10%	10%	
工程结算增速	100%	30%	30%	
医疗器械增速		20%	20%	
医疗诊断咨询增速		20%	20%	

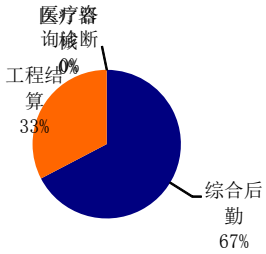
收入结构

2015年收入结构

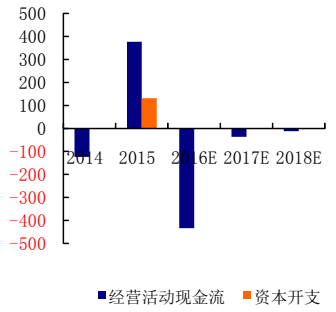


成本结构

2015年成本结构



资本开支与经营活动现金流

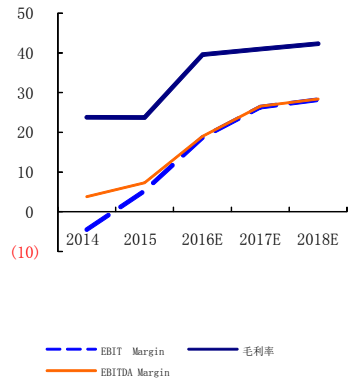


合并资产负债表

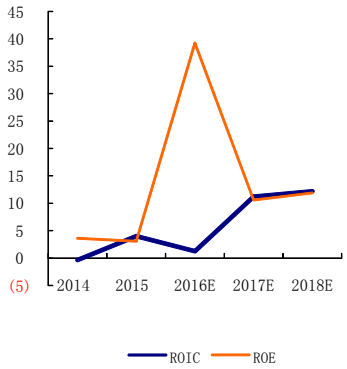
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,411	3,509	5,922	7,576	9,335
现金及等价物	10	340	2,120	3,217	4,298
应收款项	71	850	975	1,046	1,135
存货净额	2,330	2,320	2,826	3,312	3,903
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	61	244	244	244	244
固定资产	46	284	280	276	273
无形资产及其他资产	10	513	513	513	513
资产总计	2,528	4,550	6,959	8,609	10,364
流动负债	1,579	1,389	1,465	1,538	1,626
短期借款	1,239	205	205	205	205
应付款项	240	347	423	496	584
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	123	1,477	2,728	3,979	5,230
负债合计	1,701	2,866	4,193	5,517	6,856
股本	324	448	448	448	448
资本公积	303	976	976	976	976
盈余公积	18	18	18	18	18
未分配利润	182	234	1,316	1,642	2,059
少数股东权益	0	8	8	8	8
股东权益	826	1,683	2,765	3,092	3,508
负债和股东权益合计	2,528	4,550	6,959	8,609	10,364

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

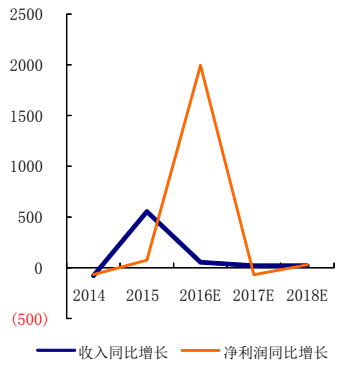


重要财务指标

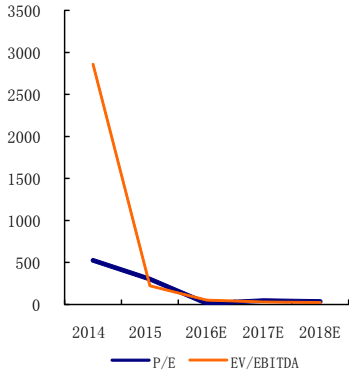
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.12	2.42	0.73	0.93
每股经营现金流	-0.28	0.84	-0.97	-0.08	-0.03
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.85	3.74	6.16	6.89	7.82
关键运营指标(%)					
ROIC	(0.3)	4.0	1.2	11.2	12.2
ROE	3.6	3.1	39.2	10.6	11.9
毛利率	23.7	23.7	39.6	41.0	42.3
EBITDA Margin	3.8	7.3	19.0	26.6	28.4
EBIT Margin	(4.4)	5.3	18.7	26.4	28.2
收入同比增长	(78.4)	554.0	53.9	19.9	20.6
净利润同比增长	(67.5)	73.1	1996.6	(69.8)	27.5
资产负债率	67.3	63.0	60.3	64.1	66.2
净资产周转率	0.19	0.62	0.58	0.62	0.66
总资产周转率	0.06	0.23	0.23	0.22	0.22
有效税率	(5.3)	(112.0)	86.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	525.7	303.8	14.5	48.0	37.7
P/B	19.0	9.4	5.7	5.1	4.5
EV/Sale	108.0	16.4	10.2	8.6	7.3
EV/EBITDA	2860.3	225.2	53.9	32.4	25.6

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。