医药生物

2017 年 08 月 25 日

宜华健康 (000150)

——核心业务增长稳健，积极打造医养结合大健康生态圈

报告原因：有业绩公布需要点评

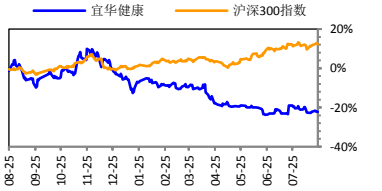
增持（维持）

市场数据：	2017 年 08 月 24 日
收盘价（元）	24.53
一年内最高/最低（元）	35.36/22.29
市净率	4.5
息率（分红/股价）	0.82
流通 A 股市值（百万元）	8682
上证指数/深证成指	3271.51 / 10552.96

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2017 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	5.43
资产负债率%	64.86
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

《手算计算机 30 家中报！深析新零售 IT 领域！——申万宏源计算机周报 20170703-20170710》 2017/07/10

《宜华健康（000150）点评：转型业务发力，致力打造医养结合大健康生态圈》 2017/04/21

证券分析师
杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com
研究支持
熊超逸 A0230117010002
xiongcy@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：

- **2017 年上半年收入增长 71.67%，扣非净利润下降 89.02%。**公司 2017 年上半年实现收入 9.07 亿元，增长 71.67%，归母净利润 1.03 亿元，下降 88.98%，扣非净利润 1.03 亿元，下降 89.02%，EPS0.2297 元，符合预期，主要由于 2016 年一季度剥离房地产业务获得一次性投资收益 10.5 亿元。二季度单季实现收入 5.02 亿元，增长 60%，归母净利 5554 万元，增长 293%，扣非净利润 5576 万元，增长 348%。公司公布 2017 年度配股公开发行股票预案，拟以实施本次配股方案的股权登记日收市后的股份数为基数，按照每 10 股配售不超过 3 股的比例进行配售，配股价格以刊登发行公告前 20 个交易日股票均价为基数，发行股票募集金不超过约 27 亿元，用于补充流动资金（15 亿元）、偿还有息债务（约 10 亿元）、建设集团化信息管理中心（3 亿元），同时公司控股股东宜华集团承诺将以现金方式全额认购其可配售的全部股份。

- **众安康超额完成业绩承诺、达孜赛勒康加快医院并购，亲和源积极实现减亏。**众安康上半年实现收入 7.13 亿元（+73%），毛利率 15.8%，净利润 9421 万元（增长 77%，17 年全年业绩承诺 10059.33 万元，超出上半年对应的 4391 万元），预计全年有望为公司贡献超过 1.2 亿元净利润。达孜赛勒康上半年实现收入 9210 万元（-6%），毛利率 86.7%，净利润 7266 万元（增长 20%，17 年业绩承诺 15235 万元，基本完成上半年对应的 7617.5 万元），预计全年完成业绩承诺基本无压力。爱奥乐上半年实现收入 4614 万元（+161%），净利润 386 万元（增长 114%，17 年业绩承诺 3502 万元），预计公司今年将通过转变商业模式、引进新产品等方式助力爱奥乐实现业绩承诺。在养老板块，公司上半年收购亲和源剩余 41.67%股权，亲和源积极向一线城市布局拓展养老社区，上半年亏损 818 万元（全年承诺亏损不超过 2000 万元），积极实现减亏目标。截至目前，公司已直接/间接/托管医院超过 15 家，且 7、8 月份达孜完成收购昆山长海医院 70%股权和江阴百意中医院（新三板挂牌公司）51%股权，分别承诺 17 年贡献归母净利润 569 万元、816 万元，随着公司在江西、江浙医院和养老板块的不断扩张，预计 17 年公司 4 大核心子公司业务将继续保持稳健增长。

- **期间费用率下降 6.27 个百分点，经营现金流提升 97.33%，毛利率下降 3.75 个百分点。**2017 年上半年公司毛利率 34.32%，下降 3.75 个百分点，主要由于去年同期基数较高，且爱奥乐毛利率下降较多。期间费用率 18.84%，下降 6.27 个百分点，其中销售费用率 4.11%，下降 0.92 个百分点，管理费用率 7.45%，下降 4 个百分点，主要由于减少中介费等，财务费用率 7.28%，下降 1.34 个百分点，主要由于公司在逐步调整财务结构以减少压力；每股经营性现金流-0.0432 元，提升 97.33%，主要由于加大应收账款回收力度，同时收回部分工程保证金。

- **打造医养结合大健康生态圈，维持增持评级。**公司致力于打造医养结合的健康产业生态圈，在医院投资、医疗后勤服务、医疗器械制造、养老服务等领域充分布局，大健康产业链已逐步形成，各业务版块之间协同效应不断增强。我们维持 17-19 年 EPS 预测分别为：0.60 元、0.80 元、1.06 元，增长-64%、33%、33%，对应 PE 41 倍、31 倍、23 倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,296	907	1,622	2,016	2,505
同比增长率（%）	25.72	71.67	25.10	24.30	24.20
净利润（百万元）	744	103	268	356	473
同比增长率（%）	1342.34	-88.98	-64.00	32.90	32.70
每股收益（元/股）	1.66	0.23	0.60	0.80	1.06
毛利率（%）	25.9	34.3	34.1	34.9	35.6
ROE（%）	30.8	4.2	10.0	11.7	13.4
市盈率	15		41	31	23

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

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,031	1,296	1,622	2,016	2,505
综合后勤	570	594	683	765	857
工程结算	300	394	552	762	1,036
医疗器械		104	125	145	167
医疗咨询诊断		176	220	276	339
养老业务		17	34	62	99
营业总成本	1,044	1,305	1,312	1,597	1,949
营业成本	787	960	1,068	1,312	1,612
综合后勤	449	475	512	574	643
工程结算	218	301	386	533	725
医疗器械		68	80	94	109
医疗咨询诊断		99	88	110	136
养老业务		13	24	43	69
营业税金及附加	47	13	16	20	25
销售费用	54	59	73	91	113
管理费用	43	138	105	131	150
财务费用	68	126	49	43	49
资产减值损失	45	9	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	79	1,045	0	0	0
营业利润	66	1,037	309	419	556
营业外收支	2	(8)	6	0	0
利润总额	68	1,029	315	419	556
所得税	13	286	47	63	83
净利润	55	743	268	356	473
少数股东损益	3	(2)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	52	744	268	356	473

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

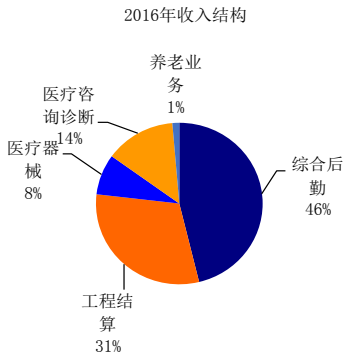
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	55	743	268	356	473
加：折旧摊销减值	65	106	55	55	55
财务费用	143	150	49	43	49
非经营损失	(90)	(1,046)	0	0	0
营运资本变动	203	(519)	(4)	65	78
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	377	(566)	368	518	655
资本开支	131	36	0	0	0
其它投资现金流	(87)	(346)	242	134	139
投资活动现金流	(227)	566	242	134	139
吸收投资	230	1	0	0	0
负债净变化	147	1,366	(705)	(398)	34
支付股利、利息	145	146	49	43	49
其它融资现金流	(68)	(87)	0	0	0
融资活动现金流	163	1,134	(754)	(441)	(15)
净现金流	313	1,135	(145)	211	779

资料来源:申万宏源研究

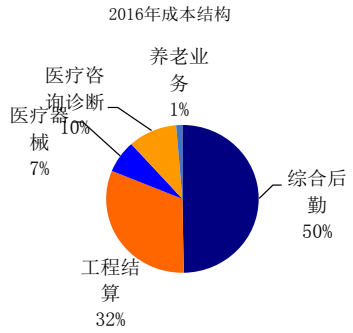
关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
综合后勤增速	4%	15%	12%	12%
工程结算增速	31%	40%	38%	36%
医疗器械增速	11%	20%	16%	15%
医疗诊断咨询	18%	25%	25%	23%
养老业务增速		100%	80%	60%
销售费用率	5%	5%	5%	5%
管理费用率	11%	7%	7%	6%

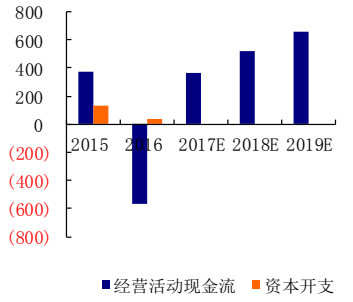
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流

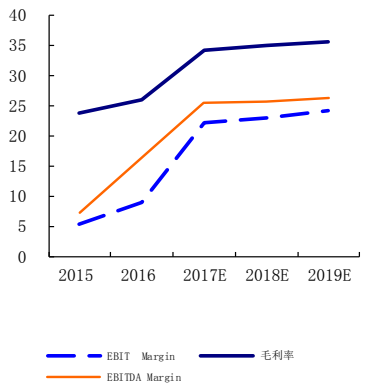


合并资产负债表

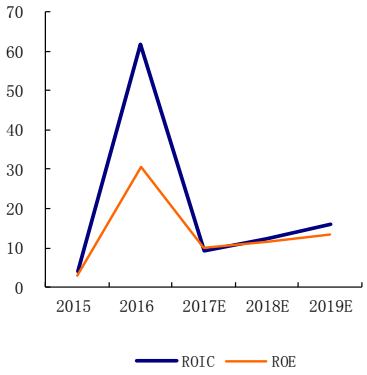
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,509	3,289	3,229	3,559	4,484
现金及等价物	340	1,571	1,426	1,638	2,417
应收款项	850	1,544	1,614	1,700	1,806
存货净额	2,320	130	144	177	218
其他流动资产	0	44	44	44	44
长期投资	244	502	260	126	(13)
固定资产	284	844	790	736	683
无形资产及其他资产	513	2,566	2,565	2,564	2,563
资产总计	4,550	7,200	6,844	6,985	7,717
流动负债	1,389	3,434	2,910	2,456	2,813
短期借款	205	1,688	1,083	446	578
应付款项	347	721	802	985	1,210
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1,477	1,256	1,155	1,395	1,297
负债合计	2,866	4,690	4,065	3,851	4,110
股本	448	448	448	448	448
资本公积	976	976	976	976	976
盈余公积	18	91	118	153	200
未分配利润	234	904	1,146	1,467	1,892
少数股东权益	8	91	91	91	91
股东权益	1,683	2,510	2,778	3,135	3,607
负债和股东权益合计	4,550	7,200	6,844	6,985	7,717

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

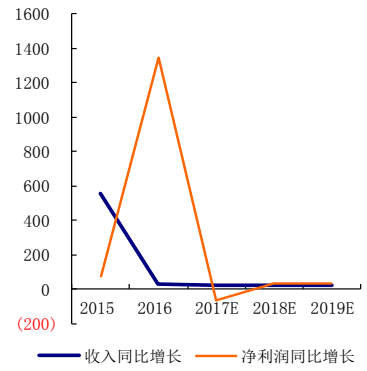


重要财务指标

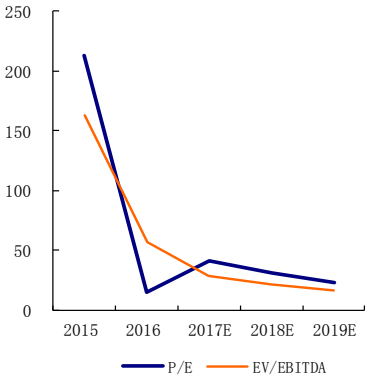
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.12	1.66	0.60	0.80	1.06
每股经营现金流	0.84	-1.26	0.82	1.16	1.46
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.74	5.40	6.00	6.80	7.85
关键运营指标(%)					
ROIC	4.0	61.8	9.1	12.2	16.0
ROE	3.1	30.8	10.0	11.7	13.4
毛利率	23.7	25.9	34.1	34.9	35.6
EBITDA Margin	7.3	16.5	25.5	25.6	26.3
EBIT Margin	5.3	9.0	22.1	22.9	24.1
收入同比增长	554.0	25.7	25.1	24.3	24.2
净利润同比增长	73.1	1342.3	(64.0)	32.9	32.7
资产负债率	63.0	65.1	59.4	55.1	53.3
净资产周转率	0.62	0.54	0.60	0.66	0.71
总资产周转率	0.23	0.18	0.24	0.29	0.32
有效税率	(112.0)	(1771.6)	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	212.8	14.8	41.0	30.8	23.2
P/B	6.6	4.5	4.1	3.6	3.1
EV/Sale	11.8	9.3	7.2	5.5	4.3
EV/EBITDA	162.7	56.6	28.1	21.6	16.2

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。