

## 医疗供应链金融快速发展

■事件：华业资本2017年上半年实现营业收入30亿元，同比减少3%；实现归母净利润8.4亿元，同比上升154%。收入增速与利润增速产生分化的核心原因是：地产与医疗板块毛利率大幅提升。我们认为，上半年公司核心边际变化包括：(1) 供应链金融业务的盈利同比大幅上升47%；(2) 公司参与设立的申易基金净利润同比上升35%；(3) 重庆三院在上半年扩张迅速，收入(2亿元)与门诊人数(16.4万人次)高于去年全年水平。

■金融板块规模扩张，盈利能力显著提升。公司的金融业务涵盖两方面：医疗供应链金融与金融投资。我们认为，公司金融板块将与医疗板块形成很好的产融结合。

(1) 医疗供应链金融盈利能力上升。华业资本的医疗供应链业务模式为折价收购三甲医院供应商的应收账款，对上游供应商提供融资服务，持有该应收账款到期后从医院收取资金，或以资产证券化形式出售给金融机构，由此打通上中下游，实现三方共同受益。截至2017年6月末，公司医疗金融平台总规模达近90亿元，子公司国锐民合与西藏华烁投资医疗供应链金融共确认投资收益3.9亿元，实现净利润2.2亿元(同比上升47%)，其中西藏华烁净利润同比增加12%，国锐民合去年同期未参与供应链金融投资。

(2) 积极布局金融投资。公司继续发展其金融投资业务。公司参与设立的深圳国泰君安申易基金在中报期内新增2个投资项目，投资金额合计1亿元，通过正常退出项目回收资本金额2288万元，并实现投资收益454万元。2017年上半年，申易基金在期末净资产与去年同期基本持平的情况下(4.2亿元)实现净利润1802万元(同比增加35%)。另外，公司投资入股的新建元二期创业投资企业在中报期确认投资9个项目，投资金额约为3亿元。

■医疗板块完成全产业链布局。公司2017年上半年医疗板块发展迅速，净利润同比增长118%。公司子公司捷尔医疗在2017年上半年实现营业收入3.2亿元，实现净利润1亿元。另外，捷尔医疗与重庆医科大学合作筹建的重庆三院在2017年上半年实现收入2亿元，门诊人数达16.4万人次，均高于去年全年水平。我们认为，未来重医三院将作为公司医疗产业经营的综合平台，为公司带来稳定收益。截至中报期末公司已基本完成医疗板块的全产业链布局。

■地产交付兑现利润，后续仍将持续收缩。由于中报期内北京通州东方玫瑰项目集中交付，房地产板块净利润的大幅上升。中报期内，在商品房销售业务的营业成本大幅下降51%的情况下，营业收入(26亿元)与去年同期基本持平。我们预计，随着公司进一步剥离房地产业务，该板块对公司利润的贡献将逐渐下降。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价14.8元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为1.22元、1.28元、1.39元。

■风险提示：市场风险，经营风险，政策风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,681.4	5,203.0	7,544.4	9,053.3	9,958.6
净利润	882.6	1,218.5	1,730.6	1,827.0	1,984.6
每股收益(元)	0.62	0.86	1.22	1.28	1.39
每股净资产(元)	3.22	3.98	4.24	4.61	5.08

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	15.1	10.9	7.7	7.3	6.7
市净率(倍)	2.9	2.4	2.2	2.0	1.8
净利润率	18.9%	23.4%	24.9%	22.2%	21.9%
净资产收益率	19.2%	21.5%	25.7%	25.8%	25.4%
股息收益率	1.1%	1.1%	2.7%	2.2%	2.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

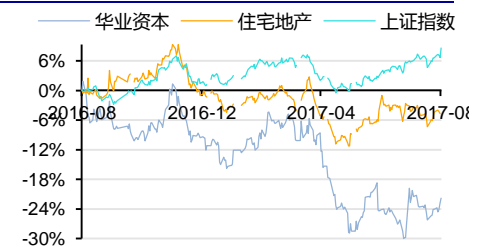
投资评级 买入-A  
维持评级

6个月目标价：14.8元  
股价(2017-08-25) 9.35元

### 交易数据

总市值(百万元)	13,316.77
流通市值(百万元)	11,275.32
总股本(百万股)	1,424.25
流通股本(百万股)	1,205.92
12个月价格区间	8.37/12.32元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.6	-0.07	-31.33
绝对收益	-0.11	8.66	-23.37

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-35082987

### 相关报告

华业资本：打造医疗供应链金融平台/赵湘怀	2016-10-31
华业资本：民营股东优势渐显，医疗金融大步转型/赵湘怀	2016-08-29

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4,681.4	5,203.0	7,544.4	9,053.3	9,958.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,927.5	3,428.4	4,602.1	5,716.5	6,308.3	营业收入增长率	70.2%	11.1%	45.0%	20.0%	10.0%
营业税费	442.3	676.4	905.3	1,039.5	1,211.0	营业利润增长率	119.4%	22.8%	41.0%	7.5%	8.0%
销售费用	50.3	50.7	71.7	90.5	97.1	净利润增长率	112.9%	38.1%	42.0%	5.6%	8.6%
管理费用	144.7	132.3	184.8	208.2	229.0	EBITDA 增长率	101.4%	31.7%	23.2%	7.7%	7.5%
财务费用	296.9	489.8	333.2	373.3	398.8	EBIT 增长率	98.0%	30.7%	23.7%	8.1%	7.8%
资产减值损失	43.9	51.7	28.9	41.5	40.7	NOPLAT 增长率	94.7%	39.7%	25.0%	8.1%	7.8%
加:公允价值变动收益	8.0	302.1	-	-	-	投资资本增长率	-46.0%	-25.8%	845.9%	-129.9%	-395.7%
投资和汇兑收益	497.0	896.9	800.0	800.0	900.0	净资产增长率	19.2%	23.4%	6.4%	8.7%	10.0%
<b>营业利润</b>	1,280.8	1,572.8	2,218.4	2,383.7	2,573.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-14.9	63.4	75.4	41.3	60.0	毛利率	37.5%	34.1%	39.0%	36.9%	36.7%
<b>利润总额</b>	1,265.9	1,636.1	2,293.8	2,425.0	2,633.7	营业利润率	27.4%	30.2%	29.4%	26.3%	25.8%
减:所得税	386.7	422.1	573.5	606.3	658.4	净利润率	18.9%	23.4%	24.9%	22.2%	21.9%
<b>净利润</b>	882.6	1,218.5	1,730.6	1,827.0	1,984.6	EBITDA/营业收入	35.1%	41.6%	35.4%	31.8%	31.0%
						EBIT/营业收入	33.7%	39.6%	33.8%	30.5%	29.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	17	15	10	7	6
货币资金	3,152.0	2,798.7	603.6	5,648.6	796.7	流动营业资本周转天数	161	-48	284	160	152
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	862	608	827	716	699
应收账款	724.9	367.2	1,681.6	666.3	1,792.8	应收账款周转天数	53	38	49	47	44
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	553	351	686	535	529
预付账款	70.3	30.7	132.8	54.8	150.8	总资产周转天数	1,428	1,376	1,072	1,042	1,004
存货	6,102.1	4,033.9	24,726.7	2,180.5	27,075.0	投资资本周转天数	246	135	416	220	167
其他流动资产	172.4	122.5	181.3	158.7	154.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	2,049.7	5,024.0	5,024.0	5,024.0	5,024.0	ROE	19.2%	21.5%	25.7%	25.8%	25.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	6.2%	6.8%	6.7%	6.9%
长期股权投资	110.7	111.7	111.7	111.7	111.7	ROIC	26.3%	68.1%	114.7%	13.1%	-47.2%
投资性房地产	1,141.5	2,366.2	2,366.2	2,366.2	2,366.2	<b>费用率</b>					
固定资产	219.5	212.6	191.3	170.0	148.7	销售费用率	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	649.6	1,309.9	1,309.9	1,309.9	1,309.9	管理费用率	3.1%	2.5%	2.5%	2.3%	2.3%
无形资产	595.2	835.5	738.5	641.6	544.6	财务费用率	6.3%	9.4%	4.4%	4.1%	4.0%
其他非流动资产	5,275.4	2,285.7	3,369.4	3,641.2	3,095.1	三费/营业收入	10.5%	12.9%	7.8%	7.4%	7.3%
<b>资产总额</b>	20,263.1	19,498.7	25,437.0	26,973.6	28,569.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,130.0	1,541.2	8,911.0	-	1,075.3	资产负债率	77.3%	71.0%	84.7%	67.2%	81.8%
应付账款	2,296.6	1,513.6	3,941.5	2,592.7	4,640.3	负债权益比	341.5%	244.2%	554.4%	205.0%	449.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.92	0.93	1.17	0.85	1.75
其他流动负债	7,634.8	4,850.0	10,417.3	7,622.8	11,445.4	速动比率	0.37	0.42	0.11	0.64	0.17
长期借款	1,670.0	1,707.0	7,679.4	-	11,907.5	利息保障倍数	5.31	4.21	7.66	7.39	7.45
其他非流动负债	2,941.7	4,222.8	2,461.4	3,208.6	3,297.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	15,673.0	13,834.6	33,410.7	13,424.1	32,366.2	DPS(元)	0.10	0.10	0.25	0.21	0.23
少数股东权益	1.9	-0.2	-9.9	-18.0	-27.1	分红比率	16.1%	11.7%	20.7%	16.2%	16.2%
股本	1,424.3	1,424.3	1,424.3	1,424.3	1,424.3	股息收益率	1.1%	1.1%	2.7%	2.2%	2.4%
留存收益	3,164.0	4,240.1	4,612.0	5,143.3	5,806.5						
<b>股东权益</b>	4,590.1	5,664.1	6,026.3	6,549.6	7,203.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	879.2	1,214.0	1,730.6	1,827.0	1,984.6	EPS(元)	0.62	0.86	1.22	1.28	1.39
加:折旧和摊销	67.4	105.4	118.3	118.3	118.3	BVPS(元)	3.22	3.98	4.24	4.61	5.08
资产减值准备	43.9	51.7	-	-	-	PE(X)	15.1	10.9	7.7	7.3	6.7
公允价值变动损失	-8.0	-302.1	-	-	-	PB(X)	2.9	2.4	2.2	2.0	1.8
财务费用	354.8	516.1	333.2	373.3	398.8	P/FCF	3.9	13.3	-17.9	2.4	-2.6
投资损失	-497.0	-896.9	-800.0	-800.0	-900.0	P/S	2.8	2.6	1.8	1.5	1.3
少数股东损益	-3.4	-4.5	-10.2	-8.2	-9.3	EV/EBITDA	11.6	5.2	8.6	0.7	6.5
营运资金的变动	434.3	4,020.4	-16,311.9	19,108.2	-19,251.8	CAGR(%)	27.4%	17.6%	61.2%	27.4%	17.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,426.8	2,082.3	-14,940.0	20,618.6	-17,659.4	PEG	0.6	0.6	0.1	0.3	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,737.9	-1,154.8	800.0	800.0	900.0	ROIC/WACC	2.3	6.0	10.2	1.2	-4.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	-94.5	-1,066.9	11,944.9	-16,373.5	11,907.5	REP	3.6	1.1	0.1	-0.4	-0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034