

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

凤凰股份 (600716)

推荐

房地产开发 II

重大事件快评

(维持评级)

2014年07月14日

拿地一小步，养老产业迈出一大步

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

事项：

公司于7月11日公告：1、公司拟与宁宜置业签署协议，受让宁宜子公司100%股权，获取养老产业项目用地；2、公司终止非公开发行事项，放弃对园林景观公司的收购；3、公司于14日复牌。

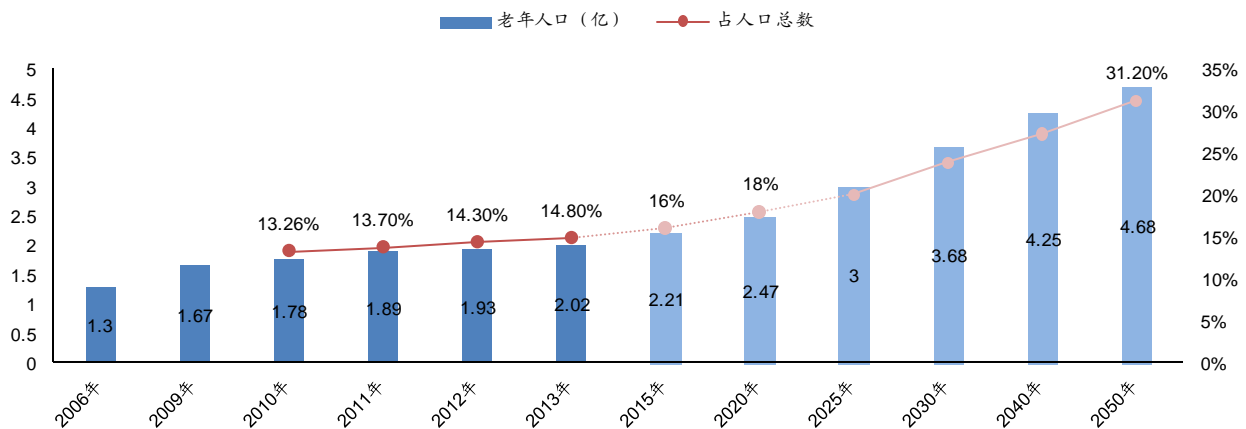
评论：

■ 大健康养老产业是中国下一个掘金点

我曾在2月18日发表了养老产业专题《老有所依，谁人可依？》，对中国养老产业的广阔前景进行了深入分析。文中认为：目前中国老龄化形势已十分严峻，从社会和文化视角看，中国未来将存在养老难局，“孝道衰落”及“计划生育国策”势必使“机构养老”成为50年代至80年代出生的精英阶层养老的现实选择，中国“机构养老产业”未来具有广阔的发展空间，是毋庸置疑的朝阳产业。预计未来养老产业的爆发或与近年来电商爆发类似——“曾经的非主流人群的非主流需求”因“非主流人群成为主流人群”而成为主流需求。

按照国际通行标准，一个国家60岁以上的老年人口或65岁以上的老年人口在总人口中的比例超过10%和7%，那么这个国家就达到人口老龄化，2013年中国老年人口数量已突破2亿大关，达到2.02亿，老龄化水平达到14.8%，因此，我国早已开始进入老龄化社会。随着未来老龄化速度加快，我国老龄人口将逐渐上升，老年人的“衣、食、住、行”将成为社会关注的重点。

图 1：中国已进入人口老龄化迅速发展阶段



资料来源：社会服务发展统计公报 2009-2012、全国老龄委新闻、国信证券经济研究所整理

2010年，我国老年人退休金总额达8383亿元；2020年，将达28145亿元；到2030年，退休金总额将达到73210

亿元。目前老年人可用于购买老年用品的支出已达 4000 亿元。综上，中国的老年群体已经成为一支重要的消费大军，养老产业将成为我国下一个掘金点。

图 2：大健康养老产业体系



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 早已谋划转型，成为掘金先锋

公司曾于去年 10 月 22 号公告：在充分认识到人口老龄化给我国养老产业带来的巨大需求及机遇，决定投资 5 亿元成立专门的养老产业公司，致力于养老产业的研究、开发、运营与管理。该事件是公司开启战略转型，淡出原有地产业务，进军大健康养老产业的标志。

■ 转型稳步推进，整合医疗资源

医疗与照护服务是老年人最需要的两个方面，也是大健康养老产业最为重要的组成部分。早在今年 3 月份，公司就开始大力推进医疗资源的整合，先后与江苏省人民医院和江苏仁医医院签订战略合作协议，约定利用各自优势共同发展健康养老产业。我们在 3 月初的研究报告《转型再迈出一大步》，对该事件做了分析，认为：公立医院改制应是大势所趋，共同参与本次凤凰股份与江苏省人民医院合作的江苏仁医医院投资管理有限公司是一家能提供医院投资咨询服务和解决方案的企业，因此，一旦省人民医院改制，凤凰股份投资应顺理成章。而医疗资源作为养老产业不可或缺的配套，将为公司养老产业发展打下坚实基础。

3 月 23 日，公司在 2013 年的年报中披露“今年明确将健康养老产业作为重大战略发展方向”，并“紧锣密鼓地与国内外相关机构开展深入洽谈合作”，“将尽快启动合作项目”。特别值得一提的是：公司在年报中披露了“将积极围绕养老产业全产业链，包括医疗、护理、智能化服务、文化、养老地产开发以及生态农业等领域进行战略布局”，引入“第三方长期资金”和专业养老运营管理机构、投资机构。对此，我在 3 月 24 日的研究报告《拥抱未来》中认为：养老产业投资回收期较长，但作为新兴产业，持续增长潜力较好，TVg 比较明显，若运营得当，平均年收益率大于 WACC 并不难，因此产业比较受长线资金青睐，对外资而言，由于境内外无风险利率存在套利空间，更具吸引力。从目前布局养老产业的长线资金分类来看，险资由于负债端具备长久期优势，且符合保监会的相关政策，和其他资金相比更具优势。并且，由于公司实际控制人是江苏省人民政府，“引入第三方资金”发展养老产业，也符合当前国企改革推进混合所有制的大方向。

6 月 18 日，在 WIND 上我们看到一条新闻——公司控股股东凤凰集团与南京市政府、江苏肿瘤医院合作投资建设世界先进水平的质子重离子医院，进一步完善公司在大健康养老产业中的布局。

■ 拿地一小步，养老产业迈出一大步

本次公司与江苏宁宜置业签署合作议案，购买宁宜子公司 100% 股权（该公司在江苏省宜兴市持有 283 亩土地，价格不超过 200 万/亩），用于专业开发养老产业项目。该事件标志着公司布局养老产业从战略规划到实施又进一大步，与此前整合的医疗资源一起，构成公司大健康养老产业体系中的重要一环。

■ 放弃非核心业务收购，集中投放资源

由于养老产业是依托第一、第二和传统的第三产业派生出来的特殊的综合性产业，涵盖居住、护理、医疗、康复、健康、管理、文体活动、餐饮服务等相关产业，涉及面广，需投入较多资金，不适宜涉足非核心业务的多元化投资。因此，公司管理层立足长远规划，最终放弃收购园林绿化景观公司，彰显了集中资源、做好大健康养老产业的意志。

■ 大健康养老产业前景广阔，公司转型意志坚决，维持推荐评级

2014 年是养老产业元年，蕴含广阔市场空间。一方面，建国后首批生育高峰期人口将逐步迈入老年，随之而来的老年人口将急剧增加，另一方面，养老问题得到政府重点关注，在养老产业用地、政府配套、资金支持和税收优惠等方面可能获得政策突破，填补空白。在中国老龄化逐渐加速的背景下，大健康养老产业将成为中国下一个掘金点。

公司作为转型而来的掘金先锋，从整合医疗到拿下养老项目，从设立养老产业子公司到放弃非同心业务收购，举手投足之间彰显公司彻底转型，做大做强健康养老产业的态度与决心。我们预计，在不考虑相关大健康养老业务的影响下，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.6/0.76/0.97 元，对应 PE 13/11/8 倍，P/NAV 0.7，维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1304	1557	2427	3409
应收款项	31	47	59	76
存货净额	5247	6677	7413	8842
其他流动资产	373	218	259	320
流动资产合计	6955	8499	10157	12647
固定资产	14	13	13	14
无形资产及其他	5	5	5	5
投资性房地产	369	369	369	369
长期股权投资	478	696	696	696
资产总计	7821	9582	11241	13730
短期借款及交易性金融负债	794	778	809	817
应付款项	393	575	724	892
其他流动负债	2937	4132	5169	6865
流动负债合计	4124	5485	6702	8574
长期借款及应付债券	1430	1430	1430	1430
其他长期负债	107	94	94	94
长期负债合计	1537	1524	1524	1524
负债合计	5661	7009	8226	10098
少数股东权益	118	112	105	97
股东权益	2041	2460	2910	3536
负债和股东权益总计	7821	9582	11241	13730

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.31	0.60	0.76	0.97
每股红利	0.00	0.03	0.15	0.12
每股净资产	2.76	3.32	3.93	4.77
ROIC	8%	13%	17%	23%
ROE	11%	18%	19%	20%
毛利率	42%	45%	46%	45%
EBIT Margin	23%	28%	28%	26%
EBITDA Margin	23%	28%	28%	26%
收入增长	-7%	50%	25%	30%
净利润增长率	200%	94%	27%	27%
资产负债率	74%	74%	74%	74%
息率	0%	0%	2%	2%
P/E	26.1	13.5	10.6	8.3
P/B	2.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	31.0	19.1	16.8	15.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1616	2424	3030	3939
营业成本	930	1328	1652	2186
营业税金及附加	243	327	391	520
销售费用	40	48	70	97
管理费用	32	44	74	101
财务费用	76	97	97	97
投资收益	10	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	306	579	746	939
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	306	579	746	939
所得税费用	82	145	194	235
少数股东损益	(4)	(7)	(9)	(11)
归属于母公司净利润	228	441	561	715

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	228	441	561	715
资产减值准备	0	1	0	0
折旧摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	76	97	97	97
营运资本变动	(853)	74	397	357
其它	(4)	(7)	(7)	(9)
经营活动现金流	(626)	511	953	1065
资本开支	0	(2)	(2)	(2)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	0	(220)	(2)	(2)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	930	0	0	0
支付股利、利息	0	(22)	(112)	(89)
其它融资现金流	(1148)	(16)	31	8
融资活动现金流	712	(38)	(81)	(81)
现金净变动	86	253	870	982
货币资金的期初余额	1218	1304	1557	2427
货币资金的期末余额	1304	1557	2427	3409
企业自由现金流	(579)	581	1021	1134
权益自由现金流	(797)	492	980	1069

相关研究报告:

- 《凤凰股份-600716-2013 年年报点评: 拥抱未来》 —— 2014-03-24
- 《凤凰股份-600716-重大事件快评: 转型再迈出一大步!》 —— 2014-03-03
- 《凤凰股份-600716-重大事件快评: 文化地产先锋, 养老产业新锐》 —— 2014-01-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行