



买入 **23% ↑**
目标价格:人民币 27.08
000502.CH
价格:人民币 22.08
目标价格基础: 900 倍 16 年市盈率
板块评级:增持

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(22.6)	18.5	(29.2)	68.6
相对深证成指	(2.0)	3.7	(10.8)	87.4
发行股数(百万)	185			
流通股(%)	99			
流通市值(人民币 百万)	4,048			
3个月日均交易额(人民币 百万)	141			
净负债比率%(2016E)				净现金
主要股东(%)				
广州市天誉房地产开发有限公司	23			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年3月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产 : 房地产开发

袁豪*

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

*卢晓峰为本报告重要贡献者

绿景控股

儿科和肿瘤医疗稀缺标的, 探索保险新模式

绿景控股是广州本土房企, 去年发布 100 亿定增预案全面进军医疗服务领域, 大手笔募投儿科、肿瘤、综合性医院, 分别与北京儿童医院集团、肿瘤精准医疗联盟、南宁一院等专业医资战略合作, 远期联手海外医疗集团持续外延式发展, 在肿瘤、心血管疾病等专科领域持续并购, 是目前 A 股医疗服务稀缺标的。定增实施后, 天安人寿将成为公司第一大股东, 并与公司共同探索新型商业保险和医疗服务的业务合作模式, 解决医患矛盾和过度医疗等行业痛点, 目前天安人寿 2.5 亿定增保证金现金已到账开展前期工作。3 月 22 日, 中央审议通过《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展的意见》, 公司作为稀缺标的受益显著。我们预测公司 2016-18 年每股收益分别为 0.03 元、0.09 元和 0.13 元, 考虑到公司目前小市值特点和后续外延并购的预期, 给予定增扩股后 300 亿目标市值, 首次覆盖给予买入评级, 目标价格 27.08 元。

支撑评级的要点

- **北儿儿童肿瘤医院:** 10 亿建设北京儿童肿瘤三甲专科医院, 核心团队来自北京儿童医院血液肿瘤科, 也是北儿技术实力最强的科室, 长期人满为患, 公司项目完成可接诊量 40 万人实现分流。公司目前已完成收购北京儿童医院集团有限公司 70% 股权, 北儿集团是全国最大的儿科医疗联合体有 17 个成员, 未来公司新建及收购儿科专科医院都将纳入集团统一管理, 并依托其资源打造儿童遗传病医院, 搭建儿童健康云平台。
- **通州国际肿瘤医院:** 23 亿建设通州国际肿瘤医院 (600 张床位), 是通州建设副中心重点打造的北京国际医疗服务区首批重点种子项目并纳入《北京城市副中心行动计划》, 预计年门诊量 28 万人, 医师资源与北京大学肿瘤医院发起的肿瘤精准医疗联盟合作, 并探索管理式医疗的保险模式。同时根据联盟成员布局, 公司将在三年内分批建立共 18 个精准医疗分支机构, 负责肿瘤早期筛查和数据采集, 目前石家庄项目已启动。
- **南宁市明安三甲医院:** 21 亿建设南宁市明安医院 (1,000 张床位), 由南宁市人民政府牵头打造南宁五象新区的三甲综合医院, 运营方面已与南宁市第一人民医院签订合作协议, 公司项目完成将缓解后者人满为患的现状, 同时依托北儿集团打造儿科等特色科室。目前公司已顺利拿地, 并收到广西卫计委的《设置医疗机构批准书》。

评级面临的主要风险

- 定增方案终止实施, 医疗业务贡献业绩缓慢。

估值

- 在不考虑外延并购下, 仅定增募投医疗项目在成熟运营后的净利润总额达 14 亿元。我们预计 2017 年以租赁物业投建的儿童医院项目将先开业, 预计可贡献净利润约 1.5-2 亿元。考虑标的稀缺性和外延并购预期, 给予公司定增扩股后 300 亿的目标市值, 即 27.08 元/股, 给予买入的首次评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	61	20	30	135	257
变动(%)	110.8	(67.7)	49.8	355.4	90.7
净利润(人民币 百万)	3	(24)	6	17	25
全面摊薄每股收益(人民币)	0.018	(0.128)	0.032	0.093	0.134
变动(%)	(53.2)	(825.7)	(124.6)	195.2	44.1
全面摊薄市盈率(倍)	1,375.9	(189.6)	769.6	260.7	180.9
价格/每股现金流量(倍)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.3)
每股现金流量(人民币)	291.9	(180.3)	(437.5)	(55.5)	(72.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	412.8	(205.2)	(22,638.1)	2,672.2	2,017.0
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

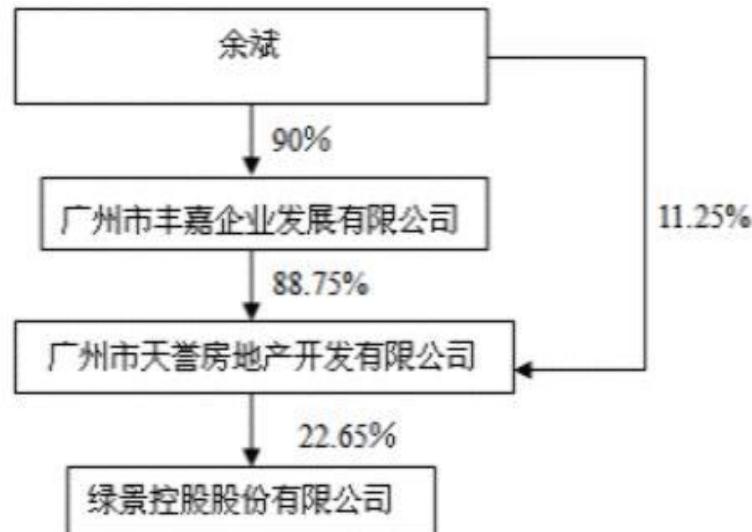
目 录

公司概要.....	3
百亿定增进军医疗服务行业	6
外延扩张步伐坚定	19
财务分析.....	21
盈利预测及投资建议.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司.....	28

公司概要

绿景控股成立于 1988 年，2011 年公司正式更名为绿景控股股份有限公司。公司主要从事房地产开发及物业管理业务，所开发的项目主要在广州市花都区，在广州成功开发了金碧御水山、绿景东山华庭等项目，目前仅剩前者部分尾盘项目可售，即将全面退出房地产行业。

图表 1. 绿景控股股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

2015 年 3 月公司拟成立的全资子公司广州市明安医疗投资有限公司；9 月，公司公告《非公开发行股票预案》，全面进军医疗服务行业：公司拟向 8 家机构（个人）**非公开发行股票募集资金 100.54 亿元**用于北京儿童医院集团肿瘤医院、北京儿童医院集团遗传病医院、儿童健康管理云平台、通州国际肿瘤医院、肿瘤精准医学中心等项目。**此次非公开发行的股票自本次发行结束之日起 36 个月内不得转让。**根据方案内容，各医疗项目稳定运营后将合计实现收入约 61.9 亿元，净利润达到 14.4 亿元。

图表 2. 绿景控股定增募投项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	投资回收期 (年)	运营后营收 (万元)	年均净利润 (万元)	IRR (%)
1	北京儿童医院集团儿童肿瘤医院建设项目	100,000	7.0	97,416	25,150	20.11
2	北京儿童医院集团儿童遗传病医院建设项目	96,585	4.5	100,182	27,390	18.83
3	儿童健康管理云平台建设项目	103,291	4.3	49,600	11,567	19.20
4	通州国际肿瘤医院建设项目	230,227	12.0	144,596	33,561	12.34
5	肿瘤精准医学中心建设项目	195,305	4.1	102,443	16,091	23.46
6	南宁市明安医院建设项目	210,000	11.8	125,245	30,734	12.60
7	医疗健康数据管理平台建设项目	10,000				
8	补充流动资金	60,000				
	合计	1,005,408		619,482	144,493	

资料来源：公司公告，中银证券

本次非公开发行前，公司控股股东为广州天誉，实际控制人为余斌，通过广州天誉间接持股比例为 22.65%；本次非公开发行完成后，余斌直接或间接持股比例降低为 10.41%，不再是公司实际控制人。

本次非公开发行完成后，公司第一大股东变更为天安人寿保险股份有限公司，持股比例 20.72%，并承诺本次认购为财务性投资。鉴于第一大股东和第二大股东持股比例接近，本次非公开发行完成后，公司无控股股东和实际控制人。

图表 3. 绿景控股定增实施募投对象

序号	发行对象	认购数量 (股)	占实施后总股本 (%)
1	天安人寿保险股份有限公司	229,568,411	20.7
2	上海纪辉资产管理有限公司	216,071,559	19.5
3	北京郁金香财富资本管理中心（有限合伙）	119,472,977	10.8
4	深圳新华富时资产管理有限公司	119,375,574	10.8
5	西藏丹巴达杰科技有限公司	82,644,628	7.5
6	余斌	73,461,892	6.6
7	西藏格桑梅朵科技有限公司	55,096,419	5.0
8	共青城量能投资管理合伙企业（有限合伙）	27,548,209	2.5
合计		923,239,669	83.3

资料来源：公司公告、中银证券

1. 天安人寿保险股份有限公司

天安人寿保险主营业务为人寿、健康、意外伤害保险等各类人身保险业务及再保险业务，截至 2014 年，总资产 171 亿元，营业收入 38.3 亿元。天安人寿作为定增实施后公司第一大股东，将参与公司募投项目的业务合作，探索保险服务和定点医疗服务的管理式医疗合作模式：

- 1) 北京儿童医院集团儿童肿瘤医院建设项目与天安人寿保险股份有限公司合作，共同开发儿童重大疾病保险，参保该险种的儿童发病后在北京儿童医院集团儿童肿瘤医院的治疗费用可由天安人寿报销，有助于缓解患儿家庭的经济负担，使更多肿瘤患儿得到有效的治疗。
- 2) 北京儿童医院集团儿童遗传病医院建设项目与保险公司合作，共同开发儿童重大疾病保险产品，未来儿童基因测序、基于儿童的健康管理和重大疾病诊疗服务将成为保险公司儿童重大疾病保险的指定项目，项目及北京儿童医院集团成员合作医院将成为该儿童重大疾病保险的定点医疗机构。
- 3) 肿瘤精准医学中心建设项目将基于管理式医疗 (HMO) 模式创新性融入保险机构，共同开发防癌险，并对被保险人进行全生命周期的肿瘤健康管理。未来肿瘤早期筛查、肿瘤基因测序和肿瘤健康管理将成为合作保险机构防癌险的指定项目，项目及肿瘤精准医疗联盟成员合作医院将成为合作保险机构防癌险的定点医疗机构。

2015 年 12 月，公司与天安人寿签署了《附条件生效的股份认购协议之补充协议的议案》，天安人寿认购履约保证金为认购金额的 10% 即 2.5 亿元，目前该笔保证金已全部到账，保障公司可以实施各项前期工作。

2. 西藏格桑梅朵科技有限公司

西藏格桑梅朵科技有限公司是由陈玉峰和刘鑫合资成立的公司，股权比例各占 50%，绑定医疗团队核心管理层利益：

陈玉峰于 2015 年 7 月成为公司董事，曾任职于长城证券有限责任公司、海峡汇富产业投资基金管理有限公司（副总裁）、明安世纪医疗健康产业基金管理北京有限公司（副董事长），具有医疗行业投资经历，现任职于广州市明安医疗投资有限公司。刘鑫曾任广州明安医疗的总裁，具有在公立及民营医院的工作经历，同时也有医院投资方面的经验。

百亿定增进军医疗服务行业

(一) 儿童医院项目

1. 北儿集团儿童肿瘤医院和遗传病医院

明安医疗拟在北京市大兴区投资 10 亿元建设一家三级甲等营利性肿瘤专科医院——北京儿童医院集团儿童肿瘤医院，项目计划建设总面积约 3 万平米，开设病床 300 张，项目建设工期预计 9 个月；

明安医疗拟投资 9.56 亿元建设一家以新生儿遗传筛查和基因检测为基础，集遗传病的临床诊断、干预、治疗、科研为一体的儿童遗传病专科医院，项目计划建设总面积约 4 万平米，开设病床 100 张，项目建设工期预计 9 个月。

1) 项目主要具备以下优势：

(1) 儿童肿瘤专科治疗供需缺口巨大

据统计，我国儿童呈现肿瘤发病率上升而死亡率下降的趋势，其中城市儿童肿瘤发病率增加速度高于农村儿童，而我国儿童肿瘤 5 年生存率为 72%，低于美国的 78%，儿童肿瘤诊疗需求巨大。此外，白血病位居我国儿童肿瘤发病率和死亡率首位，其中白血病在儿童常见恶性肿瘤中占比约为 40%。项目旨在承接北京儿童医院儿童血液肿瘤中心来自全国各地的儿童肿瘤患者。

根据卫计委统计，近 5 年儿童医院病床使用率都超过 100%，表现为明显的病床不足，病床超负荷工作。2014 年儿童医院病床使用率达到 103.8%，远远大于整体医院床位使用率的 88%；儿童医院医师日均担负诊疗人次为 16 人次，远远大于整体医疗机构 7.5 人次水平，足见国内儿科医疗服务供需缺口巨大。

2016 年 3 月 22 日，中央全面深化改革领导小组第二十二次会议召开，通过了《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展的意见》等文件。会议指出，加强儿童医疗卫生服务改革与发展，要紧紧围绕加强儿科医务人员培养和队伍建设、完善儿童医疗卫生服务体系、推进儿童医疗卫生服务领域改革、防治结合提高服务质量等关键问题，系统设计改革路径，切实缓解儿童医疗服务资源短缺问题。

(2) 核心团队来自北京儿童医院血液肿瘤科

项目核心团队全部来自于北京儿童医院血液肿瘤科，确保了北京儿童医院集团儿童肿瘤医院的技术实力。北京儿童医院血液肿瘤科是北京儿童医院规模最大、技术实力最强的科室之一，患者绝大多数来自北京以外。由于我国血液肿瘤患儿数量巨大，且包括北儿集团成员医院在内的大部分外省市医院在儿童血液肿瘤疾病的诊疗方面技术实力不足，北京儿童医院血液肿瘤科长期处于人满为患的状态，无法满足全国各地血液肿瘤患儿的就诊需求。公司项目可接诊血液病和肿瘤患儿 40 万人，有效缓解北京儿童医院的接诊压力。

图表 4. 首都医科大学附属北京儿童医院



资料来源：官方网站，中银证券

北京儿童医院是集医疗、科研、教学、保健于一体的三级甲等综合性儿科医院，医院总建筑面积 12 万平方米，编制病床 970 张，年门诊量 337 万人次，住院病人 7 万余人次，手术逾 2.2 万例。北京儿童医院拥有全国最大的儿童血液肿瘤中心，设有白血病、淋巴瘤等 8 个专业组，人员梯队完善，共有医、护、技人员 167 名，其中院士 1 名，高级职称医务人员 25 名，博士 12 名。

(3) 与天安人寿合作开发儿童重大疾病保险

儿童肿瘤疾病人均治疗费用高达 20-30 万。项目与天安人寿保险股份有限公司合作，即定增实施后公司的第一大股东，共同开发儿童重大疾病保险，参保该险种的儿童发病后在北京儿童医院集团儿童肿瘤医院的治疗费用可由天安人寿报销，而北京儿童医院集团成员合作医院将成为保险公司儿童重大疾病保险的定点医疗机构，有助于缓解患儿家庭的经济负担，使更多肿瘤患儿得到有效的治疗。

图表 5. 绿景控股定增实施后天安人寿保险将成为大股东

序号	发行对象	认购数量 (股)	占实施后总股本 (%)
1	天安人寿保险股份有限公司	229,568,411	20.7
2	上海纪辉资产管理有限公司	216,071,559	19.5
3	北京郁金香财富资本管理中心（有限合伙）	119,472,977	10.8
4	深圳新华富时资产管理有限公司	119,375,574	10.8
5	西藏丹巴达杰科技有限公司（设立中）	82,644,628	7.5
6	余斌	73,461,892	6.6
7	西藏格桑梅朵科技有限公司（设立中）	55,096,419	5.0
8	共青城量能投资管理合伙企业（有限合伙）	27,548,209	2.5
合计		923,239,669	83.3

资料来源：公司公告，中银证券

2) 项目盈利测算:

根据公司定增预案测算：儿童肿瘤医院项目计划投资 10 亿元，静态投资回收期 6.97 年；运营后年均营业收入 9.74 亿元，年均净利润 2.52 亿元，内部收益率为 20.11%；儿童遗传病医院项目计划投资 10 亿元，静态投资回收期 4.52 年；运营后年均营业收入 10.02 亿元，年均净利润 2.74 亿元，内部收益率为 18.83%。

我们参考 A 股上市公司投资的肿瘤医院标的，将项目与信邦制药旗下贵州省肿瘤医院的数据对比。由于公司主要通过租赁物业的方式投资和运营两个儿童医院项目，我们同时将项目与以租赁物业为主的连锁专科医院集团：通策医疗旗下的杭州口腔医院、爱尔眼科旗下的武汉爱尔眼科医院的数据进行对比。

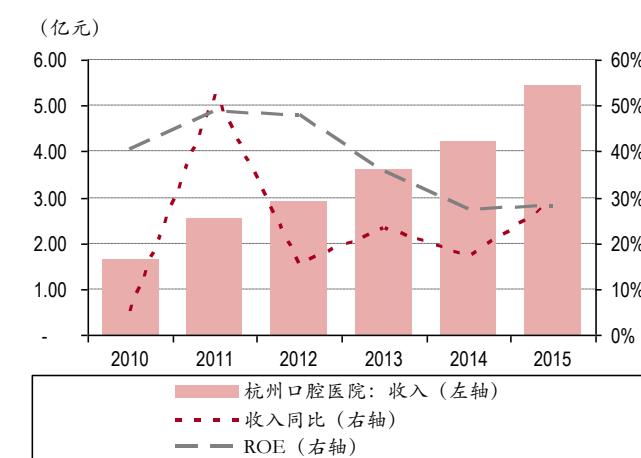
图表 6. 儿童医院项目与其他上市公司医院对比

证券简称	三甲医院	建筑面积 (万平米)	床位 (张)	营业收入 (亿元)	近3年 CAGR (%)	净利润 (亿元)	ROE/IRR (%)	净利率 (%)	收入/床位 (万元/张)
绿景控股	儿童肿瘤医院	3	300	9.74		2.52	20.1	23.2	324
绿景控股	儿童遗传病医院	4	100	10.02		2.74	18.8	27.3	NA
信邦制药	贵州省肿瘤医院	4.2	755	5.19	NA	0.32	27.3	6.2	69
通策医疗	杭州口腔医院	3.3	600	5.44	20.2	1.74	30.2	21.8	91
爱尔眼科	武汉爱尔眼科医院	2	300	3.16	18.1	0.64	59.4	20.7	105

资料来源：公司公告，中银证券

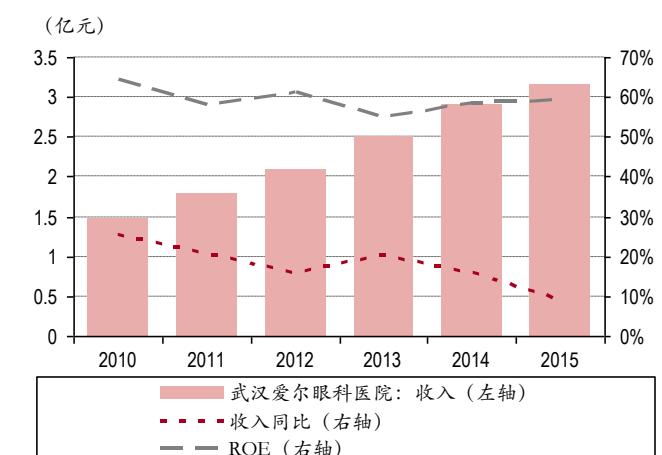
注：恒康医疗采用定增公告数据，其他均采用 2014 年财务数据

图表 7.2010-2015 年杭州口腔医院经营情况



资料来源：公司公告、万得数据、中银证券

图表 8. 2010-2015 年武汉爱尔眼科医院经营情况



资料来源：公司公告、万得数据、中银证券

从数据对比上看，两个儿童医院的测算收益率高于行业平均水平，主要由于：

(1) 公司两个儿童医院项目都是通过租赁物业等方式，不用购买土地进行建设，因此 20% 的投资回报率相较于传统自建物业的重资产模式更高；此外，两个项目建设目标皆为三级专科医院，相较传统综合性医院的利润率更高。

(2) 儿童肿瘤医院项目旨在缓解北京儿童医院来自全国各地的接诊压力，且未来核心团队全部来自于北京儿童医院血液肿瘤科确保技术实力。北京儿童医院血液肿瘤科是北京儿童医院规模最大、技术实力最强的科室之一，且患者绝大多数来自京外，长期人满为患，而公司的儿童肿瘤医院项目建成后可接诊血液病和肿瘤患儿 40 万人（北京儿童医院 300 万人），按年均 10 亿元收入测算，人均就诊费用约 2,400 元，基本符合肿瘤治疗高费率的特点。

(3) 儿童遗传病项目将与北京儿童医院集团合作，依托北京儿童医院集团覆盖全国的医院网络，与成员医院合作开展新生儿遗传代谢病普查和儿童遗传基因测序，收治成员医院筛查出的重大遗传病患儿，与成员医院共建中国儿童遗传代谢病样本库和基因数据库。北京儿童医院集团是全国最大的儿科医疗联合体（公司已控股集团管理公司 70% 股权），有利于迅速实现儿童遗传病样本库和基因数据库的规模化，体现儿童遗传病诊断和治疗的经济效益。

3) 项目进展情况：

2015 年 11 月 26 日，公司全资子公司明安医疗以自有资金投资 1,350 万元收购北京天瑞鸿仁医疗科技有限公司 100% 的股权。天瑞鸿仁持有北京儿童医院集团有限公司 70% 的股权，是北京儿童医院集团有限公司的控股股东。

北京儿童医院集团有限公司是北京儿童医院集团秘书处的日常办事机构。北京儿童医院集团是由北京儿童医院发起的，由全国若干儿童医疗相关单位共同组成的多元化医疗集团，打造兼具儿科临床医疗服务、儿科医学、护理教学、儿科临床研究和基础研究、儿童保健等多种功能的儿科医疗联合体。北儿集团成立两年以来成员覆盖 17 省市，主要为省级或省会城市儿童专科医院，同时越来越多的二三线城市儿科医院、妇幼保健院、综合性医院儿科正寻求加入，北京儿童医院集团已经成为全国最大的儿科医疗联合体。

图表 9. 北京儿童医院集团已经成为全国最大的儿科医疗联合体



资料来源：公司公告，中银证券

北京儿童医院集团有限公司主要业务：

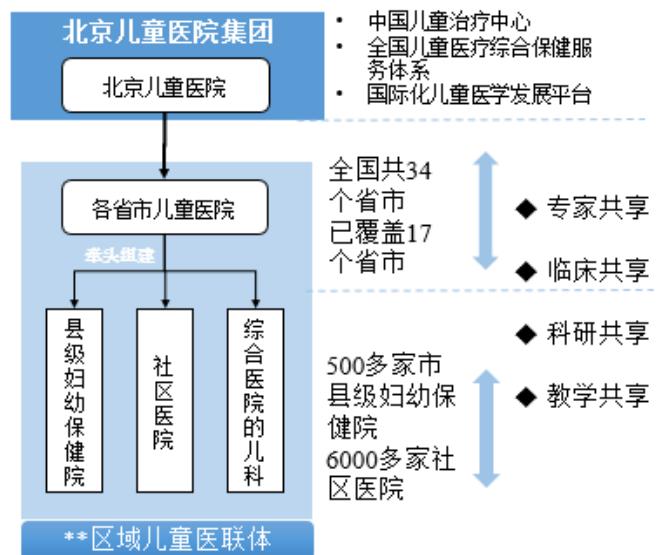
一方面，通过学术交流、专题会议、人才培训、科室共建等方式加强集团成员间的协作，搭建以首都医科大学附属北京儿童医院为核心、各省市成员医院为区域中心、联结各级基层医院的全国范围内儿科分级诊疗体系；

另一方面，利用北京儿童医院集团的医疗资源，开展医院和科室托管、远程医疗、专业培训、医疗咨询等多种经营方式，积极筹措资金用于北京儿童医院集团的日常支出、学术经费以及儿科分级诊疗体系的建设。

公司已与首都医科大学附属北京儿童医院签订《战略合作协议》：将在全国各地新建及收购儿童医院、妇女儿童诊疗中心、儿童中心等专科医院；公司出资新建及收购的儿童医院授权使用北京儿童医院集团等品牌，并纳入北京儿童医院集团统一管理。

图表 10. 北京儿童医院集团打造全国儿科分级诊疗体系

全国儿科分级诊疗体系模型



资料来源：公司公告，中银证券

4) 后续合作项目：湛江市儿童医院

2015年5月，明安医疗与广东省湛江市坡头区人民政府就湛江市儿童医院新建项目签署《合作框架协议》，共建北京儿童医院集团湛江市儿童医院。

双方成立项目建设合作领导小组，坡头区人民政府指定副区长担任领导小组组长，卫计局及公司相关负责人担任领导小组副组长。儿童医院将享受与公立医院同等的相关支持政策。

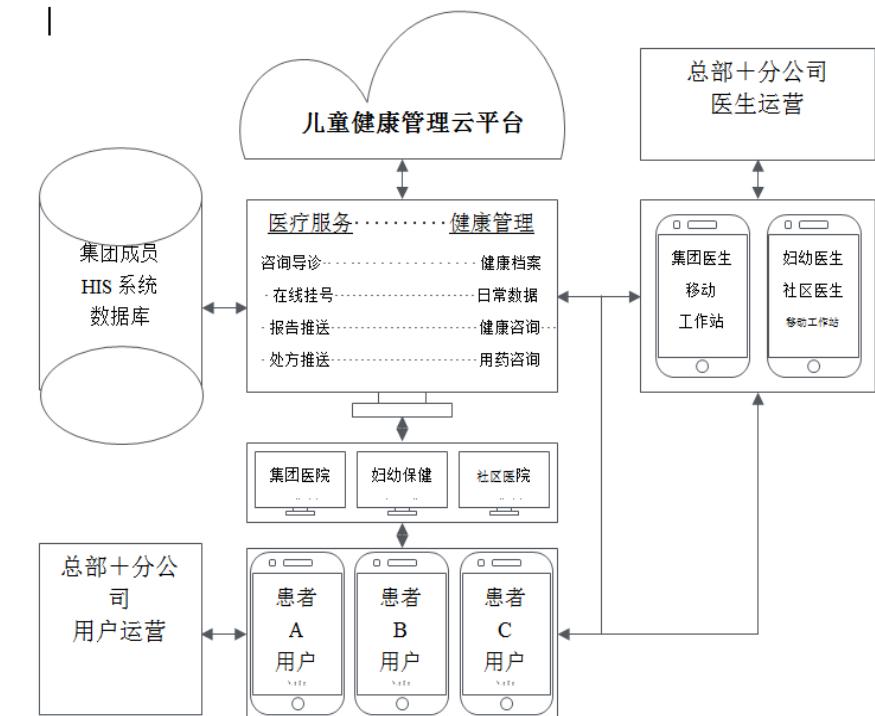
公司将在湛江市海东新区投资兴建符合三级甲等标准的儿童医院，以湛江为中心，辐射周边地区，满足老百姓多层次诊疗需求。新建的儿童医院授权使用北京儿童医院集团等品牌，并纳入北京儿童医院集团统一管理。医院规划为营利性儿童专科医院；医院以三甲标准设计，第一期建设完成后达到二级甲等标准；以妇科、产科、儿科、新生儿科、生殖中心、产后恢复及整形、月子会所等妇儿相关科室作为医院重点发展方向。

2. 儿童健康管理云平台

项目旨在依托北京儿童医院集团覆盖17个省市的医院网络，在全国范围内整合500多家市县级妇幼保健院、6,000多家社区医院，建成覆盖1亿用户的“国家级”儿童健康管理云平台，通过互联网模式构建属地治疗、多地联动、层级转诊、视频诊疗和居家康复相结合的多层次的儿童医疗健康服务体系。

项目计划分4年时间完成投资，项目筹备及研发期6个月、试运营期6个月、运营期3年，投资总额10.33亿元。云平台服务内容包括：咨询导诊、在线挂号、报告和处方推送、在线支付、远程诊疗、跨地转诊、健康档案、在线咨询、诊后随访等业务。

图表 11. 儿童健康管理云平台业务架构



资料来源：公司公告，中银证券

1) 项目商业模式和盈利测算：

云平台项目采用互联网行业通用商业模式，将业务分为免费项目和付费项目，在有效用户达到 1,000 万以前，不考虑任何形式的商业变现；在有效用户达到 1,000 万以后，通过会员服务、孕婴童领域电子商务、网络广告、互联网金融和商业保险五种商业模式实现收益。

项目第四年开始实现盈利，静态投资回收期 4.33 年；运营后五年内年均营业收入 4.96 亿元，年均净利润 1.16 亿元，内部收益率为 19.20%。

2) 项目进展情况：

2015 年 5 月，公司分别与北京安好时代科技发展有限公司和北京联创兄弟科技发展有限公司签订《战略合作协议》框架：

- a) 公司可向安好时代开放用户相关数据；安好时代向用户提供包括健康咨询和管理在内的各项健康服务双方同意共同就用户的院外管理和运营进行产品和市场层面的合作。
- b) 联创兄弟利用互联网媒体资源帮助公司旗下医院进行包括视频访谈、专稿等品牌建设工作；利用 DSP 系统，对接百度和谷歌等广告交易平台，帮助公司旗下医院进行品牌类广告定向投放；利用搜索营销技术，帮助公司旗下医院的站点进行有针对性的搜索营销；利用自主知识产权的在线即时沟通系统，帮助公司旗下医院进行用户数据分析和存档管理。

(二) 肿瘤医院项目

1. 通州国际肿瘤医院

明安医疗拟在北京市通州区北京国际医疗服务区投资 23 亿元建设一家三级甲等营利性肿瘤专科医院——通州国际肿瘤医院，项目计划建设总面积约 15 万平方米，开设病床 600 张，项目建设工期预计 36 个月。

1) 项目主要具备以下优势:

(1) 通州疏导北京医疗服务功能

2015年4月30日，中央政治局会议审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，指出京津冀协同发展的核心是有序疏解北京非首都功能。根据国家战略部署，北京市卫计委决定将北京城市核心区床位精简3,000-4,000张，同时五环内不再新增床位，不批准任何城市核心区医院建设申请。

(2) 北京国际医疗服务区入园项目

2014年1月24日，北京市出台《关于推进北京国际医疗服务区试点工作的若干意见》，将位于通州的北京国际医疗服务区建设为社会办医试点园区和健康服务业示范区，明确了一批先行先试的政策，包括社会资本与公立医疗机构合作办医，鼓励园区医疗机构与保险机构开展合作等，是卫生部、教育部、科技部、国家医改办和北京市的部市共建项目。

图表 12. 北京国际医疗服务区地理位置



资料来源：官方网站，中银证券

北京国际医疗服务区总面积15平方公里，位于通州新城规划中心区48平方公里范围内，按照规划，园区一期将于2020年初具规模，基本建成1-2家综合医院，8-10家专科医院，包括肿瘤、心脑血管、神经病学、运动医学、老年病、妇科、儿科、医学整形与心理专科等，汇聚众多知名医学院所、学术研究机构和医疗健康养生项目，成为亚洲领先的医疗产业集群之一，预计年门诊量将达到约460万人，年住院病人约16万人，聚集医疗专家3万人。2014年7月，园区首家落户企业北京信诺佰世医学检验所已正式对外营业。

图表 13. 北京国际医疗服务区首期项目规划布局图



资料来源：官方网站，中银证券

(3) 深度合作肿瘤精准医疗联盟

项目计划与北大肿瘤医院牵头的肿瘤精准医疗联盟成员医院在品牌输出、学科建设、人才培养、医生多点执业等开展合作；并与第三方医院管理公司合作组建肿瘤专科医生集团，一年内签约专家不低于 50 名，三年内签约专家总计 200 名左右，保证通州国际肿瘤医院的技术实力。

2) 项目盈利测算：

根据公司定增预案测算，该项目计划投资 23 亿元，静态投资回收期 12.00 年（含建设期）；运营后年均营业收入 14.46 亿元，年均净利润 3.36 亿元，内部收益率（税后）12.34%。

我们参考 A 股上市公司投资的肿瘤医院标的，将项目与恒康医疗拟投资的大连国际肿瘤医院和信邦制药旗下贵州省肿瘤医院的财务数据对比。

图表 14. 通州国际肿瘤医院与其他上市公司肿瘤医院对比

证券简称	三甲医院	建筑面积 (万平米)	床位 (张)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	ROE/IRR (%)	净利率 (%)	收入/床位 (万元/张)
绿景控股	通州国际肿瘤医院	15	600	14.46	3.36	12.3	23.2	241
恒康医疗	大连国际肿瘤医院	4	490	2.02	0.47	13.6	23.3	41
信邦制药	贵州省肿瘤医院	4.2	755	5.19	0.32	27.3	6.2	69

资料来源：公司公告，中银证券

注：恒康医疗采用定增公告数据，其他均采用 2014 年财务数据

图表 15. 绿景控股与恒康医疗投建肿瘤医院测算对比

	绿景控股	恒康医疗	
	通州国际肿瘤医院	大连国际肿瘤医院	萍乡赣西肿瘤医院
总建筑面积(平米)	150,000	40,000	21,000
病床(张)	600	490	300
投资总额(万元)	230,227	35,047	32,100
项目建设周期(月)	36	24	12
静态投资回收期(年)	12.0	7.9	9.5
预计年均营业收入(万元)	144,596	20,244	13,780
预计年均净利润(万元)	33,561	4,676	4,625
内部收益率(%)	12.34	13.57	12.32

资料来源：中国证券业协会、中银证券

从数据对比上看，通州肿瘤医院的测算收益率高于行业平均水平，主要由于：

(1) 公司肿瘤医院的投资额度为 23 亿元，建筑面积为 15 万平米，其中地上建筑面积 10 万平方米，显著大于参照医院（投资额度 3-4 亿，面积 2-4 万平米）的体量。从投资回报率上看，肿瘤专科是医疗支出相对较高的专科，12.3% 的内部回报率和 23.2% 的净利率基本持平可比医院的回报率和利润率。

(2) 项目所在的北京国际医疗服务区是北京市政府关于深化医疗卫生体制改革、探索社会资本办医的试验区，兼负疏导北京医疗功能的重任，市场空间巨大。北京国际医疗服务区规划到 2020 年建成 1-2 家综合医院，8-10 家专科医院，年门诊量将达到约 460 万人，年住院病人约 16 万人；到 2030 年，园区累计门诊量将超过 4,000 万人，住院病人将超过 140 万人。根据北京国际医疗服务区官网数据，预计通州肿瘤医院年住院人数 2.3 万余人次，年门诊量 28 万余人次，则人均诊疗费用约 4,800 元对于肿瘤专科医疗属于合理水平。

(3) 项目将与肿瘤精准医疗联盟成员医院在品牌输出、学科建设、人才培养、医生多点执业等方面开展合作，医师资源丰富专业；并与第三方医院管理公司合作组建肿瘤专科医生集团，一年内签约专家不低于 50 名，三年内签约专家总计 200 名左右，保证服务质量。

3) 项目进展情况：

- a. 项目作为北京国际医疗服务区首批重点种子项目之一，已经列入北京市引进社会资本推动公共领域市场化建设试点项目；
- b. 项目计划纳入北京市发改委医改办落实京“18 条”首批试点项目；
- c. 项目已经获得北京市医管局原则性同意批复，作为北京市属公立医院与社会资本合作试点项目，已纳入《北京城市副中心行动计划》。

2. 肿瘤精准医学中心

明安医疗拟投资 19.53 亿，依托北京大学肿瘤医院发起的肿瘤精准医疗联盟，与成员医院合作建立一个面向全国的集肿瘤专项筛查、健康管理、精准诊断和治疗、临床转化医学研究为一体的肿瘤精准医疗和健康管理服务体系。

2015 年 6 月，在由北京大学肿瘤医院主办的“第十届全国胃癌学术会议暨第三届阳光长城肿瘤学术会议”上来自北京、上海、河北、山西、甘肃、青海、辽宁、内蒙古、新疆等地的 15 位肿瘤专科医院院长齐聚一堂，由北京大学肿瘤医院院长牵头，共同成立了肿瘤精准医疗联盟。

图表 16. 2015 年 6 月成立肿瘤精准医疗联盟



资料来源：官方网站，中银证券

肿瘤精准医学中心根据肿瘤精准医疗联盟的成员医院网络布局，在三年内分批建立共 18 个分支机构，分别负责所在地区的肿瘤早期筛查、数据采集、精准医疗、健康管理及绿色转诊服务。肿瘤精准医学中心项目计划通过三年建设全国范围肿瘤精准医疗服务体系：

第一年建成肿瘤精准医学中心总部并开设 6 家分支机构；

第二年开设 6 家分支机构。

第三年开设 6 家分支机构。

其中，第一年建设的肿瘤精准医学中心总部设在北京，包括肿瘤精准医学中心和肿瘤大数据中心两部分，负责整个精准医疗体系的专家资源管理、信息系统管理、远程医疗和多学科会诊、基因检测和数据分析以及北京地区的肿瘤早期筛查、数据采集、精准医疗、健康管理及绿色转诊服务。

1) 项目主要具备以下优势：

(1) 三位一体的肿瘤精准医疗与健康管理服务体系

联盟成员肿瘤医院、肿瘤精准医疗中心和肿瘤大数据平台形成了三位一体的肿瘤精准医疗与健康管理服务体系。肿瘤医院负责整个体系中病人的手术和住院治疗；肿瘤精准医疗中心负责为消费者和高危人群提供早期肿瘤筛查和健康管理；肿瘤大数据平台定位于通过数据采集、数据分析和数据处理积累足够的有价值数据，**项目核心团队均来自美国**，并与美国主流癌症中心在数据分析和数据库建设方面开展合作，借鉴其近 4 万肿瘤样本的基因测序数据分析和 40 万肿瘤病人的临床数据。

(2) 基于管理式医疗 (HMO) 模式引入保险机构

管理式医疗 (HMO) 是在美国应用广泛且比较成熟的一种健康保险模式：

传统健康保险：采用第三方付费制度，被保险人向保险公司缴纳保费，医疗机构向被保险人提供服务，被保险人凭在医疗机构的费用清单向保险公司报销费用。这一模式下三方利益是矛盾的，由于信息不对称和道德风险，常常产生过度医疗，不利于控制保费支出、提高医疗服务效率。

管理式医疗: 通过整合医疗机构和保险机构的利益关系，共同为被保险人提供全生命周期的健康管理，降低发病率、提高治愈率、控制医疗费用、提升使用效率。这一模式下医疗机构除了医疗服务和健康管理服务的经营收入外，与保险机构分享通过对被保险人进行健康管理带来的医疗费用结余。

公司将在肿瘤精准医疗服务体系中创新性融入保险机构，共同开发防癌险，并对被保险人进行全生命周期的肿瘤健康管理。**未来肿瘤早期筛查、基因测序和健康管理将成为合作保险机构防癌险的指定项目，项目及肿瘤精准医疗联盟成员合作医院将成为合作保险机构防癌险的定点医疗机构**。我们预计天安人寿有望积极推动该项目在管理式医疗（HMO）领域的实践。

2) 项目盈利测算:

该项目总投资 19.53 亿元，静态投资回收期 4.08 年（含建设期）；运营后年均营业收入 10.24 亿元，年均净利润 1.61 亿元，内部收益率（税后）23.46%。

3) 项目进展情况:

2016 年 1 月 25 日，明安医疗全资子北京明安与河北大地行房地产签订《房屋租赁协议》，以年租金 443.84 万元租赁石家庄市长安区面积共 6,400 平米的房产作为**肿瘤精准医学中心石家庄项目**的经营场所，租赁期为 15 年。

（三）南宁市明安医院

明安医疗拟在南宁五象新区核心区投资 21 亿元建设一家覆盖广西、辐射东盟的专业化、现代化、国际化的**三甲营利性综合性医院**——南宁市明安医院，项目计划建设总面积约 15 万平米，**开设病床 1,000 张**，项目一期建设工期预计 36 个月，并力争在开业五年内，创建 5 个以上市级重点科室。

1) 项目主要具备以下优势:

（1）项目位于南宁新区核心

明安医院项目选址位于五象新区人口稠密的中心城区，项目三面环路，且紧邻主干道，交通区位优势明显，市场需求广阔。南宁市是广西第一大城市，北部湾经济区核心城市。南宁市五象新区位于南宁市向南发展轴线的核心位置，是构筑南宁市在北部湾经济区中的中心枢纽而重点开发的城市新区，也是南宁市政府以“再造一个新南宁”的力度投入打造的未来城市新中心。

（2）区域医疗需求缺口较大

南宁五象新区规划总用地面积为 121.9 平方公里，规划区容纳人口规模约为 127.6 万人。根据政府规划，南宁市五象新区千人床位指标为 5 床位/千人，需配建床位数 6,380 张，新区应确保每一个片区都有医院覆盖。目前新区已划拨广西医科大学分院、南宁市儿童医院等 11 家医院建设床位数共 4,300 张，**新区内病床设置数量与需配建床位数量仍有 2,080 张的差距**。

（3）战略合作南宁市第一人民医院

公司将与南宁市第一人民医院在人才招聘与培养、资源共享、学科共建等方面实现深度战略合作，既有利于缓解南宁市第一人民医院人满为患、医疗服务能力不足的现状，又有利于项目筹建期间人才的储备和培养、品牌的形成、团队的磨合，避免新建医院从零起步的局面，迅速进入正常运营阶段。

南宁市第一人民医院始建于 1914 年，是一所大型三级甲等综合医院，在职职工 1,931 人，医疗用房面积约 11 万平方米，编制床位 1,140 张。

图表 17. 南宁市第一人民医院



资料来源：官方网站，中银证券

2) 项目盈利测算：

根据公司定增预案测算，该项目计划投资 21 亿元，静态投资回收期 11.81 年（含建设期）；运营后年均营业收入 12.52 亿元，年均净利润 3.07 亿元，税后内部收益率 12.60%。

我们参考 A 股上市公司投资的三甲医院标的，将项目与金陵药业旗下南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院、国际医学旗下西安高新医院的 2014 年财务数据对比。

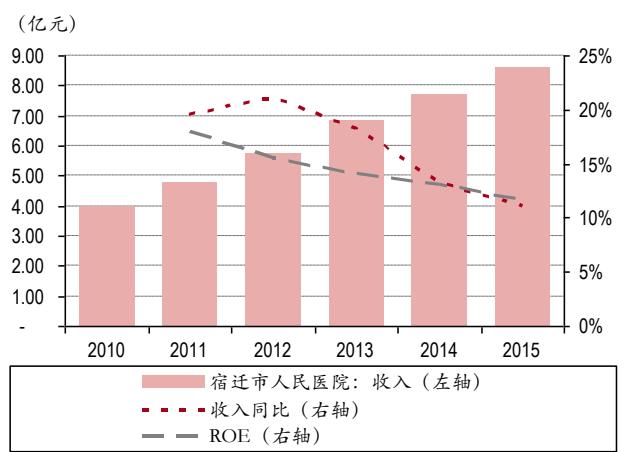
图表 18. 南宁市明安医院与其他上市公司三甲医院对比

证券简称	三甲医院	建筑面积 (万平米)	床位 (张)	营业收入 (亿元)	近3年 CAGR (%)	净利润 (亿元)	ROE/IRR (%)	净利率 (%)	收入/床位 (万元/张)
绿景控股	南宁市明安医院	15	1,000	12.52		3.07	12.6	24.5	144
金陵药业	宿迁市人民医院	10	1,195	8.57	15.7	0.89	13.0	10.3	72
国际医学	西安高新医院	6	760	5.24	16.4	0.98	24.0	18.7	69

资料来源：公司公告，中银证券

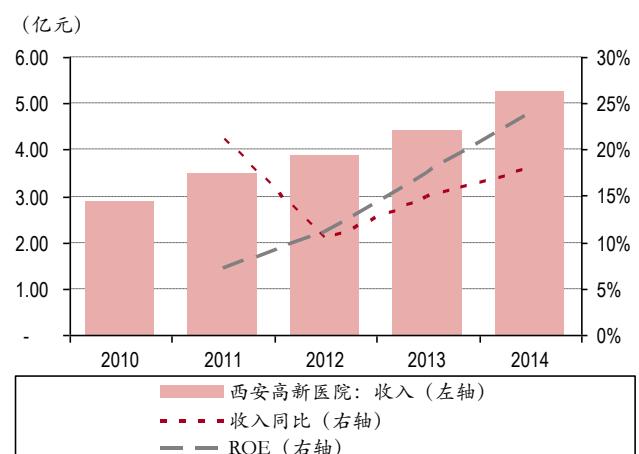
注：对比医院均采用 2014 年财务数据

图表 19. 2010-2015 年宿迁市人民医院经营情况



资料来源：公司公告、万得数据、中银证券

图表 20. 2010-2014 年西安高新医院经营情况



资料来源：公司公告、万得数据、中银证券

从数据对比上看，明安医院项目的测算收益率高于行业平均水平，主要由于：

(1) 公司采取自建医院物业的形式，建设期需要 3 年，投入运营至稳定运营期需要 2-3 年时间，因而测算的运营后年均营业收入将在 2019-2020 年左右实现，考虑行业的自然成长属性（近三年的 CAGR 约 16%），该测算数据较同类医院 2014 年营收数据的差距仍属合理范畴。

(2) 公司三甲医院的投资额度为 21 亿，建筑面积为 15 万平米，其中地上建筑面积 12 万平方米、显著大于参照医院（6-10 万平米）的体量。从投资回报率上看，12.6% 的内部回报率基本持平可比医院的净资产回报率。

(3) 公司在医院运营方面将与南宁市第一人民医院合作，帮助项目筹建期间人才的储备和培养、品牌的形成、团队的磨合，缓解南宁市第一人民医院人满为患的现状；同时公司将依托北京儿童医院、北京宣武医院等北京知名三甲医院的专家，积极发展儿童、神经、肿瘤、心血管等特色专科。

3) 项目进展情况：

2015 年 7 月，公司全资子公司明安医疗与南宁五象新区管委会就南宁市明安医院项目签署《合作框架协议》，五象新区管委会负责组织完成项目用地的规划、选址、土地征用和地上附着物征拆等前期准备工作；协助公司完成项目立项和向卫生主管部门申请医疗机构设置批准等相关手续。

2015 年 7 月，项目取得了南宁市卫生和计划生育委员会《关于南宁市明安医院设置选址意向的意见》。

2015 年 9 月，明安医疗与南宁市第一人民医院签署《战略合作框架协议》，根据协议，双方将就南宁市明安医院项目的建设、运营、管理等方面展开深度合作。南宁市委、市政府、五象新区管委会、市卫生计生委等部门领导及相关部门负责人共同出席签约仪式。

2015 年 11 月，广州明安的全资子公司南宁市明安医院管理有限公司以 1.452 亿元参与并竞得南宁五象新区管委会国土局会同国土资源局挂牌出让的一块医卫慈善用地，该地块拟用于南宁市明安医院项目建设。

2016 年 3 月，南宁明安收到广西壮族自治区卫生和计划生育委员会做出的《设置医疗机构批准书》：经核准同意南宁市明安医院管理有限公司设立南宁明安医院。医院类别与级别为三级综合医院（非政府营利性医疗机构）；床位（牙椅）1,000 (12) 张，投资总额 21 亿元。

外延扩张步伐坚定

(一) 外延扩张步伐坚定

根据定增预案内容，公司业务转型后的长期战略规划：

第一阶段：2015-2016年

搭建公立医院与民营投资机构合作办医的平台；搭建医疗与商业健康保险深度融合的平台；搭建利用互联网手段落实分级诊疗的平台；搭建汇聚医疗行业顶级人才的平台；搭建医疗服务领域国际化交流的平台。

第二阶段：2017-2018年

通过与知名医院建立的合作平台构建新型医疗服务体系；通过收购各级医院构建多层次的医疗服务体系；通过收购优质资产完善医疗服务产业链布局。

第三阶段：2019-2020年

通过深度参与公立医院混合所有制改革及新型医疗服务体系，形成以管理半径和服务半径相互支持、资源共享的战略布局；通过各级医院构建的多层次医疗体系，形成完善的分级诊疗网络；通过新型医疗服务体系及大健康数据平台，形成目标人群的医疗健康大数据库。

(二) 海外合作协议储备丰富

1. 2015年10月，明安医疗与 Newcare Corporation 签署《合作协议》：

双方将共同合资设立“北京明安新安肿瘤医院管理有限公司”，合资公司注册资本为人民币1,000万元，明安医疗出资比例为49%，Newcare出资比例为51%；董事会共由5人组成，其中明安医疗方提名2人，Newcare提名3人。

合资公司将成为肿瘤专科医生专家和医疗资源集成整合平台，根据双方约定的数量和质量，为明安医疗收购、新建和托管的医疗机构提供医生资源、人员培训、技术输出、商业模式输出和必要的运营管理服务。

双方将在肿瘤预防、筛查、治疗、康复等领域进行合作，充分结合明安医疗的资金和管理优势、Newcare的医疗资源、专家集团和供应链管理等优势，在全国范围内新建及收购肿瘤医院，推动肿瘤规范化和个体化治疗开展合作。

合作方：

Newcare Corporation 是一家以医疗投资、咨询、服务、策划为主的大型医疗投资及金融服务企业，一直致力于将自身的优质业务板块延伸到中国的医疗市场中并服务本地的医疗机构。其与国内领先的肿瘤专科医院合作，主导和参与了多项投资和对外合作，旨在依托合作领先肿瘤专科医院的优势资源，在全国范围内管理肿瘤专科医院，连锁化开展肿瘤医疗服务，致力于建立中国最大的肿瘤专科医疗网络。

2. 2016年3月，明安医疗与澳大利亚圣云仙医疗管理有限公司、北京爱明医疗投资管理有限公司签署《合作协议》：

双方将共同合资设立“北京明安心血管病医院管理有限公司”，合资公司注册资本为人民币1,000万元，明安医疗出资比例为50%；圣云仙医疗出资比例为40%，爱明医疗出资比例为10%。合资公司采用董事会治理下的总经理负责制，董事长人选由明安医疗提名、总经理人选由圣云仙医疗提名。

合资公司作为心血管病专科医生、专家和医疗资源的集成整合平台，先在北京、武汉等地打造心血管病专科医院的样板。根据三方约定的数量和质量，为明安医疗收购、新建和托管的医疗机构提供医生资源、人员培训、技术输出、商业模式输出和必要的运营管理服务。合资公司酌情向托管医疗机构收取管理费用，具体收费标准另行协商。

三方在心血管病的预防、治疗、康复等领域进行全面合作。充分利用明安医疗的资金和管理优势、圣云仙医疗的医疗资源和专家团队及丙方的资源优势，在全国范围内新建或/和收购心血管病医院，并托管给三方共同设立的合资公司，为我国心血管病的预防、治疗和康复贡献力量。

合作方：

澳大利亚圣云仙医疗管理有限公司（St.Vincent Medical Management Co.Australia Pty Ltd.）是一家注册于澳大利亚的专业医疗管理公司，旨在将澳大利亚先进的医疗技术、医疗专家、医疗品牌引进到中国，与国内领先的心血管病专科医院结合，主导和参与投资以及对外合作。旨在依托国内外先进的心血管病专科医院的优势资源，在全国范围内管理心血管病专科医院，连锁化开展心血管病医疗服务，致力于建立“国际心血管病医疗中心”，打造中国最大的心血管病专科医疗网络。

北京爱明医疗投资管理有限公司是一家以医疗投资、咨询、服务、策划为主的企业，一直致力于将自身的优质业务板块延伸到当地的医疗市场中并服务当地的医疗机构。

3. 2016年3月，明安医疗子公司北京明安与 Mount Sinai 签署《备忘录》，后者将就合作事宜提交其董事会讨论：

北京明安与 Mount Sinai 愿意共同建立合作关系，为明安在中国的医疗机构服务以及其他经双方同意的中美项目提供发展和运营支持；在签署本备忘录后，双方同意将就合作的相关条件及条款进行友好协商并签署最终协议。

明安对各医疗机构拥有唯一所有权并对项目财产拥有控制权，明安在项目中所投入的总额应达到双方约定的数量，以保证明安占有多数股权权益。此外，Mount Sinai 不对项目投入资金或实物。

明安的职责有：(1)从中国政府机关中取得所有与项目相关的许可、授权、批准、优惠机制等；(2)负责项目的建设和重建工程；(3)在 Mount Sinai 的协助下，通过任命和组建管理层和团队，实现对项目的运营管理。Mount Sinai 将根据最终协议，按照明安在项目开发阶段的需要，提供咨询协助。Mount Sinai 也将考虑品牌合作策略，并将在项目运行中提供持续性的指导和支持，谋求建立最高的临床和运营标准。

我们认为公司与众多海外医疗集团签订战略合作协议和备忘录，旨在通过成立合资公司平台，收购肿瘤专科、心血管病专科等各类优质医疗资产，并依托对方在人员、技术、管理、品牌等方面的能力进行持续运营，以外延并购和战略合作的方式逐渐扩大自身在医疗服务业务的版图。

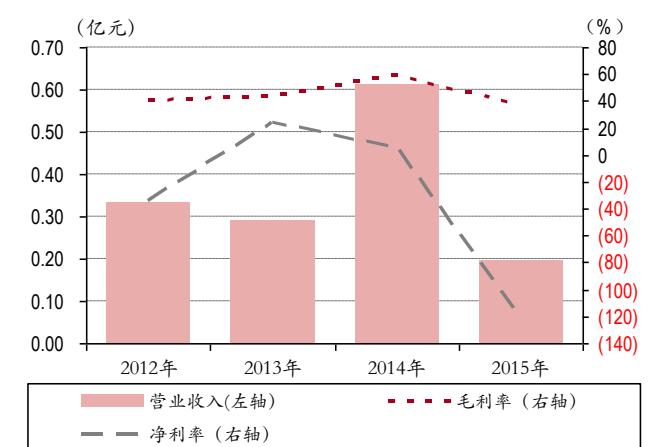
财务分析

公司目前主要从事房地产开发及物业管理业务，但房地产开发主业已基本停滞，存量可售项目主要是位于广州市花都区的金碧御水山庄，可售面积约1-1.5万平米；物业管理业务基本保持每年约1,200万元的稳定收入规模。

2015年公司营业收入1,976万元，比上年同期下降68%；实现归属于母公司所有者的净利润-2,368万元，同比亏损。净利润较上年同期下降的主要原因是：

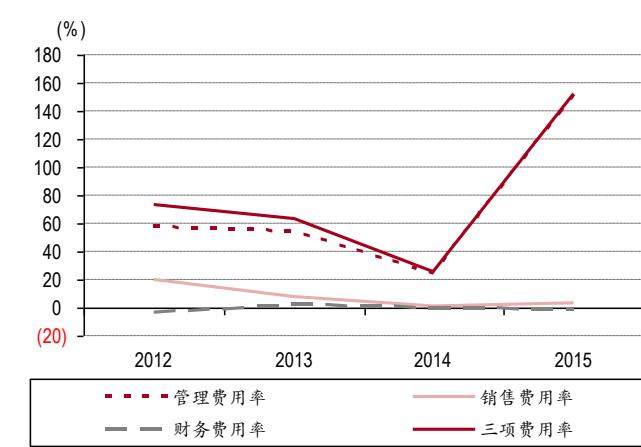
(1) 公司根据募投项目需要在项目所在地设立子公司、租用办公场所、招聘相关专业人员，致本管理费用同比增加95%；(2) 公司可确认的销售收入较上年同期大幅下降，实际结转销售面积807平方米，主要为商铺和车位。

图表 21. 2012-2015 公司营业收入和利润率



资料来源：万得数据、中银证券

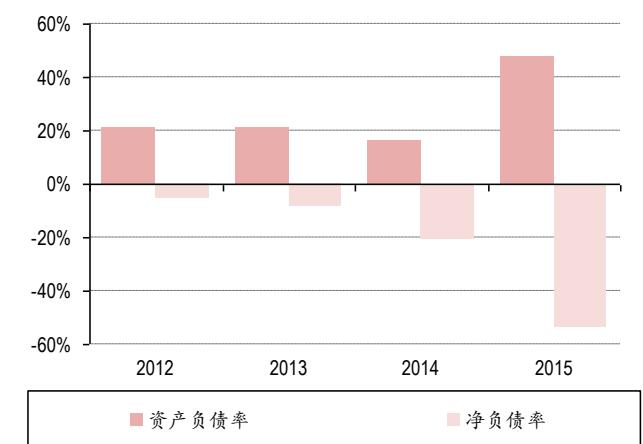
图表 22. 2012-2015 公司三项费用率



资料来源：万得数据、中银证券

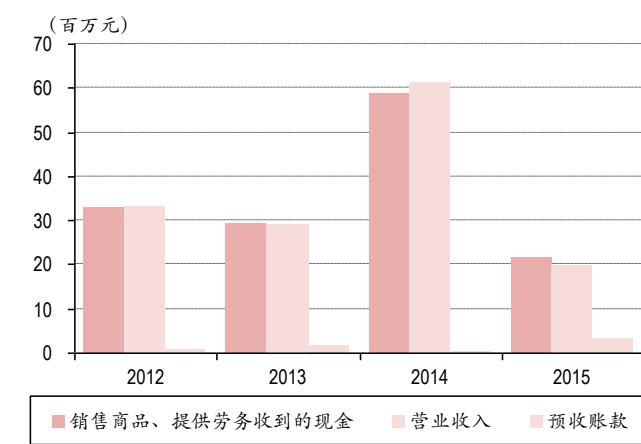
截至2015年，公司资产负债率47.5%，无有息金融债务，货币资金账面为1.14亿元；存货账面价值1.54亿元，仅剩金碧御水山庄等竣工项目，无在建项目。

图表 23. 2012-2015 公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 24. 2012-2015 公司现金流、营收和预收款情况



资料来源：万得数据、中银证券

盈利预测及投资建议

盈利预测

1. 转型过渡期利润来源

今年公司的利润来源有三个：

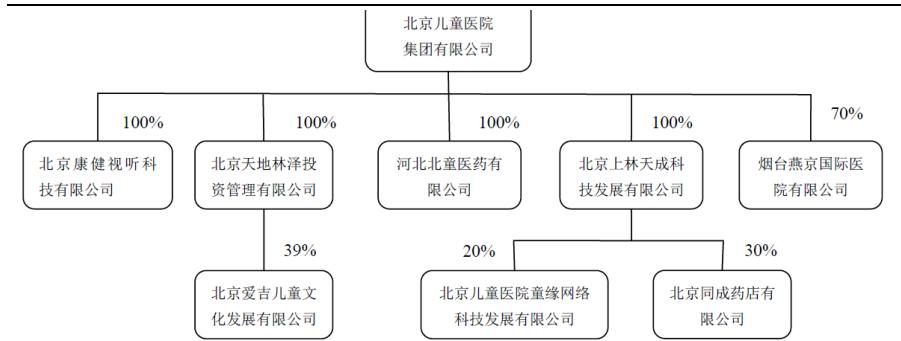
(1) **房地产去库存**：公司目前存量可售项目主要是位于广州市花都区的广州市花都区金碧御水山庄的低层住宅及商铺和车位，预计可售货值约1.5亿元。

(2) **医疗资产收购**：公司近期分别与 Newcare、澳大利亚圣云仙等众多海外医疗集团签订战略合作协议，未来将成立合资公司收购肿瘤、心血管病等专科医疗服务资产，并依托对方在人员、管理、品牌等方面的能力持续运营。

(3) **天瑞鸿仁（北儿集团）贡献业绩**：公司于去年11月收购北京天瑞鸿仁医疗科技有限公司100%的股权。天瑞鸿仁持有北京儿童医院集团有限公司70%的股权，是北京儿童医院集团有限公司的控股股东。天瑞鸿仁主要业务包括：

- a) 北京儿童医院集团有限公司为北京儿童医院集团秘书处的日常办事机构，对与北京儿童医院集团合作的医院收取管理费；
- b) 天瑞鸿仁100%控股的子公司北京康健视听科技有限公司：主要为儿童提供视光、助听器械、康复用具等销售和配套服务；
- c) 天瑞鸿仁70%控股的子公司烟台燕京国际儿童医院：目前已在筹备开业，是与当地医院合作的高端儿科医院。

图表 25. 北京儿童医院集团有限公司组织架构



资料来源：公司公告，中银证券

公司在收购后将实现北京儿童医院集团有限公司的商业化运营：充分发挥北京儿童医院集团有限公司的资源优势，依托北京儿童医院集团打造的儿科分级诊疗体系，开展分级诊疗的支持服务和对儿科患者、家属的系统性服务。

图表 26. 实现北京儿童医院集团有限公司的商业化运营



资料来源：公司公告，中银证券

2. 定增募投项目盈利预测

- 1) 我们认为公司有望于 **2016 年底至 2017 年初** 定增全部实施完毕，股权过户完毕且资金全面到位；
- 2) **至 2017 年**，a) 北京儿童医院集团儿童肿瘤医院和遗传病医院有望在 9 月的建设期后率先开业；b) 儿童健康管理云平台经过 6 月建设期开始试运营；c) 首批 6 个肿瘤精准医学中心有望部分建成开业，业绩或首现拐点；
- 3) **至 2020 年**，通州国际肿瘤医院中心和南宁市明安医院有望经过 36 个月的建设期后开业，业绩或再度迎来爆发点。

我们根据定增募投项目进行分拆，分别参考各项目的投资总额、年均净利润、建设周期，投资回收期和等指标，给予合理的净利润及增速预测。根据定增公告，各项目全部进入稳定运营期后的年均收入将达到 61.9 亿元，年均净利润总额将达到 14.4 亿元，我们预计将在 2025 年左右实现，期间复合增长率将达到 30-35%。

图表 27. 绿景控股定增项目净利润测算 (亿元)

项目名称	投资总额	年均净利润	项目建设期	投资回收期(年)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
					2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
北儿儿童肿瘤医院	10.0	2.5	9个月	7.0	0.5	0.65	0.85	1.10	1.43	1.86	2.23	2.45	2.57
同比增长(%)						30	30	30	25	25	20	10	5
北儿儿童遗传病医院	9.7	2.7	9个月	4.5	0.5	0.80	1.28	1.92	2.50	3.00	3.29	3.46	3.63
同比增长(%)						60	60	50	30	20	10	5	5
儿童健康管理云平台	10.3	1.2	6个月	4.3				0.98	1.17	1.29	1.35	1.42	1.49
同比增长(%)								25	20	10	5	5	5
通州国际肿瘤医院	23.0	3.4	36个月	12.0				1.00	1.35	1.76	2.19	2.63	3.03
同比增长(%)								35	30	25	20	15	
肿瘤精准医学中心	19.5	1.6	3年分批	4.1	0.2	0.27	0.36	0.47	0.57	0.63	0.66	0.69	0.72
同比增长(%)						35	35	30	20	10	5	5	5
南宁市明安医院	21.0	3.1	36个月	11.8				1.00	1.35	1.76	2.19	2.63	3.03
同比增长(%)								35	30	25	20	15	
合计	93.5	14.4			1.20	2.15	3.27	6.47	8.36	10.28	11.92	13.29	14.48
同比增长(%)						38	39	98	29	23	16	11	9

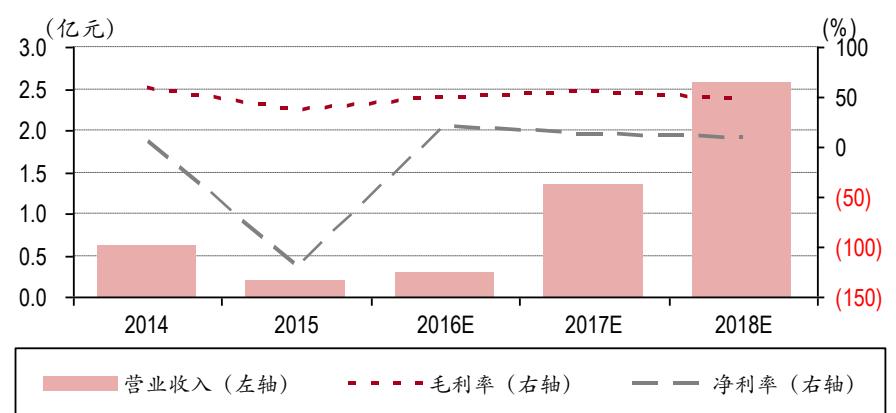
资料来源：公司公告，中银证券

3. 外延并购预期

根据远期战略规划，2017-2018 年公司将通过收购各级医院构建多层次的医疗服务体系，并通过收购优质资产完善医疗服务产业链布局；2019-2020 年公司将深度参与公立医院混合所有制改革及新型医疗服务体系。我们认为公司未来在医疗服务领域的外延扩张步伐坚定，或持续为公司发展贡献业绩。

综上我们给予公司 2016-2018 年预测每股收益分别为 0.03 元、0.09 元和 0.13 元。

图表 28. 绿景控股 2016-18 年收入和盈利测算



资料来源：公司数据，中银证券

估值

1. 壳价值提供安全边际

我们认为目前在 A 股市场注册制未实施的背景下，上市公司壳资源仍具有一定的内在价值。公司目前主业已基本停滞，但每年物业管理业务仍能贡献稳定业绩，而资产负债表中基本无有息金融负债，即使不考虑此次大额定增实施的背景下，公司目前 30-40 亿的市值仍能提供一定的安全边际，且作为小市值转型股的股价具有较高的弹性。

图表 29. SW 房地产板块市值排名倒数

排名	证券简称	总市值 (亿元)
1	金宇车城	27.9
2	亚太实业	30.1
3	京能置业	31.0
4	同达创业	32.3
5	长春经开	32.4
6	哈高科	32.5
7	绵世股份	32.7
8	荣丰控股	33.6
9	珠江控股	35.2
10	丰华股份	35.7
11	铁岭新城	35.9
12	沙河股份	36.6
13	浙江东日	38.4
14	绿景控股	38.9
15	广宇发展	39.3

资料来源：万得数据、中银证券

图表 30. SW 房地产板块年初至今涨幅排名倒数

排名	证券简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	中茵股份	(43.4)
2	长春经开	(39.4)
3	莱茵体育	(38.7)
4	迪马股份	(37.7)
5	实达集团	(36.5)
6	中珠控股	(35.4)
7	绿景控股	(35.4)
8	城投控股	(35.2)
9	新城控股	(34.3)
10	广宇发展	(34.3)
11	天津松江	(34.2)
12	大连友谊	(34.1)
13	*ST 中企	(33.9)
14	招商蛇口	(33.7)
15	卧龙地产	(33.5)

资料来源：万得数据、中银证券

2. 医疗服务稀缺标的

公司去年发布 100 亿定增预案进军医疗服务领域，从近期进展看，各项前期工作正全面推进，项目顺利实施是极大概率事件。目前 A 股上市公司可比的较为纯粹的医疗服务标的包括：恒康医疗、爱尔眼科、通策医疗等公司，由于医疗服务行业空间巨大，市场均给予较高的估值，市值区间在 170-290 亿。

根据公司的定增方案预测，在不考虑公司外延并购下，仅定增募投医疗项目在成熟运营后的净利润总额达到 14.4 亿元。我们保守估计 2017-2018 年，公司以租赁物业投建的几个项目——与北儿集团合作的儿童医院和肿瘤医院，及首批 3-5 家肿瘤精准医疗中心将开业运营，并贡献净利润约 1.7-2 亿元。考虑到标的稀缺性和成长性，给予公司定增扩股后 300 亿市值，即 27.08 元/股。

图表 31. 医疗服务板块可比公司一致预测及估值水平

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2015年净利 (亿元)	2015年 市盈率	2016年 市盈率	2017年 市盈率
002219.CH	恒康医疗	282	2.64	107	71	65
300015.CH	爱尔眼科	287	4.27	67	50	38
600763.CH	通策医疗	172*	1.58	69	55	42
002390.CH	信邦制药	169	1.90	89	52	40
	平均				83	57
						46

资料来源：万得数据及一致预测、中银证券

*注：最新定增实施扩股后市值

投资建议

绿景控股是广州本土房企，去年发布100亿定增预案全面进军医疗服务领域，大手笔募投儿科、肿瘤、综合性医院，分别与北京儿童医院集团、肿瘤精准医疗联盟、南宁一院等专业医资战略合作，远期联手海外医疗集团持续外延式发展，在肿瘤、心血管疾病等专科领域持续并购，是目前A股医疗服务稀缺标的。定增实施后，安人寿将成为公司第一大股东，并与公司共同探索新型商业保险和医疗服务的业务合作模式，解决医患矛盾和过度医疗等行业痛点，目前天安人寿2.5亿定增保证金现金已到账开展前期工作。3月22日，中央审议通过《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展的意见》，公司作为稀缺标的受益显著。我们预测公司2016-18年每股收益分别为0.03元、0.09元和0.13元，考虑到公司目前小市值特点和后续外延并购的预期，给予定增扩股后300亿目标市值，首次覆盖给予买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	61	20	30	135	257
销售成本	(36)	(14)	(17)	(68)	(149)
经营费用	(16)	(30)	(16)	(59)	(98)
息税折旧前利润	11	(22)	(1)	10	14
折旧及摊销	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
经营利润(息税前利润)	9	(25)	(3)	7	10
净利润收入/(费用)	0	0	3	2	5
其他收益/(损失)	(5)	0	6	8	10
税前利润	4	(24)	6	17	25
所得税	(0)	(0)	0	0	0
少数股东权益	(0)	1	(0)	(0)	(1)
净利润	3	(24)	6	17	25
核心净利润	3	(24)	6	17	25
每股收益(人民币)	0.018	(0.128)	0.032	0.093	0.134
核心每股收益(人民币)	0.018	(0.128)	0.032	0.093	0.134
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	111	(68)	50	355	91
息税前利润增长(%)	(189)	(374)	(87)	(335)	42
息税折旧前利润增长(%)	(239)	(305)	(95)	(985)	40
每股收益增长(%)	(53)	(826)	(125)	195	44
核心每股收益增长(%)	(53)	(826)	(125)	195	44

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	4	(24)	6	17	25
折旧与摊销	2	2	2	3	4
净利息费用	(0)	(0)	(3)	(2)	(5)
运营资本变动	4	(3)	(60)	(495)	(386)
税金	(0)	(0)	0	0	0
其他经营现金流	6	0	(6)	(8)	(10)
经营活动产生的现金流	15	(25)	(62)	(485)	(371)
购买固定资产净值	0	(75)	0	0	0
投资减少/增加	0	0	3	2	5
其他投资现金流	45	13	470	10	11
投资活动产生的现金流	45	(62)	473	12	16
净增权益	0	4	0	0	0
净增债务	(10)	0	(0)	245	1,048
支付股息	(1)	0	0	0	0
其他融资现金流	(23)	150	470	10	11
融资活动产生的现金流	(34)	154	470	254	1,059
现金变动	27	67	881	(218)	704
期初现金	20	47	114	996	778
公司自由现金流	60	(87)	412	(473)	(355)
权益自由现金流	50	(87)	411	(228)	693

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	47	114	996	778	1,484
应收帐款	19	16	24	109	208
库存	162	154	231	1,051	2,004
其他流动资产	15	82	90	354	788
流动资产总计	243	366	1,340	2,292	4,484
固定资产	27	34	30	28	27
无形资产	0	4	4	4	4
其他长期资产	1	1	1	4	8
长期资产总计	28	38	35	37	39
总资产	271	405	1,375	2,329	4,523
应付帐款	39	186	223	880	1,960
短期债务	0	0	0	245	1,293
其他流动负债	7	7	10	45	86
流动负债总计	45	192	233	1,170	3,339
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	185	185	1,108	1,108	1,108
储备	19	(5)	1	18	43
股东权益	204	180	1,109	1,126	1,151
少数股东权益	22	32	32	33	33
总负债及权益	271	405	1,375	2,329	4,523
每股帐面价值(人民币)	1.10	0.97	1.00	1.02	1.04
每股有形资产(人民币)	0.15	0.18	0.03	0.03	0.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.25)	(0.62)	(0.90)	(0.48)	(0.17)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.8	(112.6)	(3.9)	7.6	5.5
息税前利润率(%)	14.7	(124.3)	(10.5)	5.4	4.0
税前利润率(%)	6.7	(121.6)	20.0	13.0	9.8
净利率(%)	5.3	(119.8)	19.7	12.8	9.7
流动性					
流动比率(倍)	5.3	1.9	5.7	2.0	1.3
利息覆盖率(倍)	(68.2)	68.6	1.0	(3.0)	(2.2)
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	1.8	1.1	4.8	1.1	0.7
估值					
市盈率(倍)	1,375.9	(189.6)	769.6	260.7	180.9
核心业务市盈率(倍)	1,375.9	(189.6)	769.6	260.7	180.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	1,533.9	(211.4)	858.0	290.7	201.7
市净率(倍)	22.0	24.9	24.3	23.9	23.4
价格/现金流(倍)	291.9	(180.3)	(437.5)	(55.5)	(72.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	412.8	(205.2)	(22,638.1)	2,672.2	2,017.0
周转率					
存货周转天数	1,707.3	4,151.1	4,131.9	3,431.1	3,742.4
应收帐款周转天数	117.9	319.5	246.6	180.3	225.4
应付帐款周转天数	283.1	2,069.5	2,521.6	1,494.3	2,017.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.6	(13.1)	0.5	1.5	2.2
资产收益率(%)	2.9	(7.3)	(0.3)	0.4	0.3
已运用资本收益率(%)	3.9	(11.1)	0.0	0.8	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

信邦制药(002390.CH/人民币 9.70, 未有评级)

通策医疗(600763.CH/人民币 32.91, 未有评级)

爱尔眼科(300015.CH/人民币 30.10, 未有评级)

恒康医疗(002219.CH/人民币 14.90, 未有评级)

金陵药业(000919.CH/人民币 12.66, 未有评级)

国际医学(000516.CH/人民币 17.43, 未有评级)

以 2016 年 3 月 30 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371