

证券研究报告

公司研究——事项点评

永泰能源（600157.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2015.4.28

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001

联系电话：+86 10 63080934

邮箱：zhonghui@cindasc.com

相关研究

《永泰能源（600157）2014 年年报点评：集团补偿款支撑业绩，收购电力资产增厚盈利》2015.4.28

《永泰能源（600157）事项点评：增发收购实现“煤电一体化、能源物流仓储、新能源”并举》

2014.6.10

《永泰能源（600157）2013 年年报点评：13 年业绩大幅下滑，集团补偿增厚 14 年盈利》2014.4.21

《永泰能源（600157）事项点评：一季度业绩平稳，持续收购增厚盈利》2013.4.22

《永泰能源（600157）首次覆盖：焦煤新贵，增长可期》2012.11.29

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

借“二胎”政策东风，投资辅助生殖医疗产业

2016 年 04 月 18 日

事件：

公司 4 月 15 日发布公告，拟通过成立医疗基金管理公司并发起设立医疗产业投资基金，投资人工辅助生殖医院等高成长医疗产业。2016 年 4 月 13 日，公司与成都锦欣医疗投资管理集团有限公司签署《合资交易意向协议书》，就双方在人类辅助生殖医疗领域开展合作达成意向。公司将通过成立医疗基金管理公司发起设立辅助生殖医疗基金并联合公司推荐的投资机构通过增资及/或股权转让方式合计获取锦欣集团人类辅助生殖业务持股平台公司不超过 49%的股权。

点评：

- **投资标的在辅助生殖医疗领域技术领先，盈利能力较强。**公司本次合资交易对外投资标的主要为即将组建的锦欣集团人类辅助生殖业务持股平台公司，该持股平台公司组建后将实际控制成都西因妇科医院、成都高新西因妇科医院、成都市锦江区妇幼保健院生殖医学中心以及在合资交易完成前锦欣集团参与的其他人类辅助生殖业务。

成都西因妇科医院成立于 2010 年，前身系成都市锦江区妇幼保健院生殖学中心，是四川省首批通过国家卫生部批准开展人类辅助生殖技术的唯一一家区级单位，在四川甚至全国都拥有较大的病人数量和权威的医疗团队。成都西因妇科医院建筑面积 5000 多平方米，设床位 72 张，门诊部、辅助检查室、层流室手术室。医院建立了国内一流的生殖内分泌实验室、胚胎实验室、基因实验室、基础实验室、采精室、诊断及治疗室，拥有西南地区最大，按照国家卫生部标准设计的试管婴儿层流超净实验室。成都西因妇科医院开展的人类辅助生育技术（ART）包括丈夫精液人工受精（AIH）、供精人工受精（AID）及体外受精-胚胎移植（IVF）、单精子胞浆内显微注射技术（ICSI）、胚胎囊胚冷冻复苏技术、睾丸穿刺取精术、辅助孵化（AH）等多项人类辅助生殖技术，目前试管婴儿成功率约为 50%，在全国名列前茅，冷冻胚胎复苏成功率约为 60%，已处于全国领先水平。

截至 2015 年底，成都西因妇科医院（合并成都市锦江区妇幼保健院生殖医学中心）总资产 65,518.12 万元，净资产 29,166.66 万元；2015 年因停业装修实现营业收入 27,972.74 万元，实现净利润 9,889.69 万元（以上数据未经审计）。

成都高新西因妇科医院成立于 2013 年 6 月，该院为以开展妇科常见病诊治、妇科常规手术及不孕不育门诊治疗为主的医疗机构。占地约 4000 平方米，运营状况良好，设有床位 70 张，已成为周边居民的首选医院。目前，成都高新西因妇科医院尚未获得 IVF（人类辅助生殖技术）牌照，现按照四川省卫生厅关于 IVF 牌照相关程序正在申请办理中。

截至 2015 年底，成都高新西园妇科医院总资产 4,147.13 万元，净资产 1,820.35 万元；2015 年实现营业收入 5,881.88 万元，实现净利润 1,816.46 万元（以上数据未经审计）。

- **目标医院交易 PE17 倍，未来或将为公司贡献高额投资收益。**永泰能源拟通过合资交易取得持股平台公司非控制性股权，持股平台公司的估值以其装入的人类辅助生殖业务的估值计算，其中，目标医院以 2016 年承诺净利润（锦欣集团承诺的目标医院 2016 年度经审计净利润包括妇保院生殖中心的净利润的合计数额应不低于 1.06 亿元）的 17 倍市盈率进行估值，即对于目标医院的整体估值为 18.02 亿元。

公司一直致力于发展国家政策支持、具有良好发展前景、能够提升股东回报的产业投资，向“能源、物流、投资”多元化产业转型，而本次公司合资交易拟对外投资的人类辅助生殖医疗行业正好满足公司新兴产业投资的要求。本次签署合资意向协议是公司进行新兴产业投资管理及投资的重要措施，医疗领域的高盈利能力和资本市场认可程度有利于保障公司投资收益，项目投资后预计将增加公司投资收益，有利于公司获得良好的投资回报，进一步提高公司的利润水平。

- **在国家政策支持下，辅助生殖医疗产业或有广阔发展前景。**2012 年以来中央和国家陆续颁布了《卫生事业发展“十二五”规划》、《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》、《关于促进健康服务业发展的若干意见》、《关于加快发展社会办医的若干意见》、《全国卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》、《关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》等系列政策文件，明确优惠政策及鼓励措施，积极推动社会资本参与医疗服务业。

目前，现有的辅助生殖技术和机构并不能满足市场需求，属于稀缺资源。根据公司公告，截止到 2015 年 5 月，全国共有约 350 家获得 IVF-ET 牌照的医疗机构，每年完成手术约 20-30 万例次，然而其中技术成熟，拥有专家团队成规模运作的不到 20 家。2015 年 10 月，中央决定全面放开“二胎”政策，预示着未来几年辅助生殖行业需求将会有大幅提升。

- **盈利预测及评级：**我们的模型暂不考虑本次投资对公司的影响。以公司最新总股本 111.95 亿股计算，我们维持公司原有业务 2015-2017 年 EPS 分别为 0.02、0.03、0.02 元/股的盈利预测；考虑收购三吉利 53.125% 股权增厚公司 2015-2017 年业绩后，备考 EPS 分别为 0.04、0.05、0.04 元/股。鉴于公司持续收购、向多元化转型，维持公司“买入”投资评级。
- **股价催化因素：**投资项目盈利超预期；煤炭限产保价有大动作；固定资产投资加速；公司在非煤项目收购上继续突破。
- **风险因素：**新收购资产业绩不达预期；公司资金链紧张；煤炭需求走弱；矿难风险。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9,843.26	7,912.06	6,515.49	6,938.58	7,496.99
增长率 YoY %	27.53%	-19.62%	-17.65%	6.49%	8.05%
归属母公司净利润(百万元)	476.49	405.25	278.45	312.49	251.09
增长率 YoY%	-51.77%	-14.95%	-31.29%	12.22%	-19.65%
毛利率%	31.32%	40.67%	40.03%	38.69%	38.65%
净资产收益率 ROE%	5.15%	4.09%	1.86%	1.56%	1.25%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.11	0.02	0.03	0.02
市盈率 P/E(倍)	16	38	176	157	196
市净率 P/B(倍)	5.00	4.93	2.45	2.44	2.44

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 4 月 15 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	14,002.21	14,155.72	21,659.43	21,058.43	20,360.33
货币资金	6,676.21	4,773.35	13,844.60	12,677.98	11,327.48
应收票据	1,168.06	1,638.39	1,349.20	1,436.81	1,552.44
应收账款	2,967.97	3,515.05	2,894.60	3,082.57	3,330.65
预付账款	1,682.84	3,437.87	2,861.63	3,115.68	3,368.53
存货	505.50	487.10	405.45	441.45	477.27
其他	1,001.65	303.95	303.95	303.95	303.95
非流动资产	33,612.68	37,953.74	40,097.98	41,083.66	42,101.76
长期投资	3.90	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,070.85	6,166.25	7,884.90	10,229.46	11,648.26
无形资产	24,912.16	28,622.57	29,093.34	28,718.53	28,380.38
其他	2,625.77	3,164.92	3,119.74	2,135.66	2,073.12
资产总计	47,614.89	52,109.46	61,757.41	62,142.09	62,462.09
流动负债	20,050.31	21,456.70	20,968.28	21,149.58	21,360.72
短期借款	11,895.50	9,074.59	9,074.59	9,074.59	9,074.59
应付账款	1,151.22	1,155.73	962.01	1,047.42	1,132.42
其他	7,003.59	11,226.38	10,931.67	11,027.57	11,153.70
非流动负债	14,144.29	16,999.58	16,999.58	16,999.58	16,999.58
长期借款	4,345.00	1,752.50	1,752.50	1,752.50	1,752.50
其他	9,799.29	15,247.08	15,247.08	15,247.08	15,247.08
负债合计	34,194.59	38,456.29	37,967.86	38,149.16	38,360.30
少数股东权益	3,588.81	3,684.17	3,769.12	3,883.91	3,965.57
归属母公司股东权益	9,831.49	9,969.00	20,020.43	20,109.02	20,136.22
负债和股东权益	47,614.89	52,109.46	61,757.41	62,142.09	62,462.09

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,843.26	7,912.06	6,515.49	6,938.58	7,496.99
同比	27.53%	-19.62%	-17.65%	6.49%	8.05%
归属母公司净利润	476.49	405.25	278.45	312.49	251.09
同比	-51.77%	-14.95%	-31.29%	12.22%	-19.65%
毛利率	31.32%	40.67%	40.03%	38.69%	38.65%
ROE	5.15%	4.09%	1.86%	1.56%	1.25%
每股收益(元)	0.27	0.11	0.02	0.03	0.02
P/E	16	38	176	157	196
P/B	5.00	4.93	2.45	2.44	2.44
EV/EBITDA	12.40	12.05	25.28	22.85	23.30

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,843.26	7,912.06	6,515.49	6,938.58	7,496.99
营业成本	6,760.40	4,694.16	3,907.35	4,254.24	4,599.49
营业税金及附加	157.39	187.16	154.12	164.13	177.34
营业费用	32.57	8.42	15.53	16.54	17.87
管理费用	558.11	406.79	334.99	356.74	385.45
财务费用	1,412.81	2,290.42	2,003.02	1,929.26	1,980.57
资产减值损失	94.62	6.70	14.47	15.41	16.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.07	99.16	128.87	93.37	107.13
营业利润	879.44	417.57	214.86	295.62	426.74
营业外收入	34.07	225.30	277.70	280.08	22.80
营业外支出	6.45	3.55	8.03	6.01	5.86
利润总额	907.06	639.32	484.54	569.69	443.68
所得税	278.98	154.99	121.14	142.42	110.92
净利润	628.07	484.33	363.41	427.27	332.76
少数股东损益	151.59	79.08	84.96	114.78	81.67
归属母公司净利润	476.49	405.25	278.45	312.49	251.09
EBITDA	2,904.39	3,873.56	3,176.44	3,513.01	3,445.15
EPS (摊薄)	0.04	0.04	0.02	0.03	0.02

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	2,039.38	1,980.05	4,004.20	2,890.19	2,782.93
净利润	628.07	484.33	363.41	427.27	332.76
折旧摊销	555.07	800.38	744.69	866.30	924.45
财务费用	1,442.26	2,433.86	1,947.21	2,077.02	2,077.02
投资损失	-52.07	-99.16	-128.87	-93.37	-107.13
营运资金变动	-527.41	-1,651.03	1,064.63	-399.73	-457.91
其它	-6.53	11.67	13.13	12.70	13.74
投资活动现金流	-10,008.96	-5,332.14	-2,758.73	-1,755.89	-1,832.51
资本支出	-1,577.69	-604.98	-2,887.59	-1,849.26	-1,939.64
长期投资	-89.37	484.66	128.87	93.37	107.13
其他	-8,341.90	-5,211.82	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,299.66	1,983.55	7,825.77	-2,300.92	-2,300.92
吸收投资	6.75	0.00	9,850.00	0.00	0.00
借款	2,012.50	-5,981.09	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	2,008.30	2,031.86	2,024.23	2,300.92	2,300.92
现金净增加额	-6,669.91	-1,368.82	11,664.96	-1,166.62	-1,350.50

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，主要从事煤炭行业研究；2014年1-9月同时从事中小企业研究。

煤炭行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国投新集	601918	潞安环能	601699	平煤股份	601666	中国神华	601088
大同煤业	601001	开滦股份	600997	山煤国际	600546	大有能源	600403
中煤能源	601898	盘江股份	600395	阳泉煤业	600348	兖州煤业	600188
兰花科创	600123	郑州煤电	600121	昊华能源	601101	西山煤电	000983
新大洲	000571	神火股份	000933	平庄能源	000780	永泰能源	600157

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。