

2016 年 05 月 23 日

证券研究报告

公司研究

医药生物/医疗服务

投资评级	买入
评级变动	首次
总股本	4.48 亿股
流通股本	3.32 亿股
ROE (加权)	3.33%
每股净资产	3.74 元
当前股价	26.87 元

注：上述财务数据为 2015 年年报数据

宣华健康 (000150)

——深耕大健康产业，硕果可期

主要观点：

◆转型：从地产到大健康。公司 2014 年开始，抓住机遇，全面转向医疗产业，不断剥离原地产业务、发展健康医疗，今年 1 季度已置出全部地产业务。公司通过投资并购了众安康、达孜赛勒康、爱奥乐，参股网络医院平台深圳友德医，今年 1 月签订框架协议，拟收购养老品牌企业亲和源 58.33% 的股权，彻底转型大健康

◆收购众安康：切入医疗后勤综合服务，奠定转型基础。众安康是国内医疗后勤综合服务行业“一体化非诊疗”专业服务的领军企业，已形成包括医疗后勤综合服务和医疗专业工程两大主营业务双轮驱动的业务模式。目前，众安康为全国超过 120 家的大中型医院提供全方位非诊疗综合服务，每年服务 300 万张床位，1.5 亿病人。据我们推算，2014 年我国医疗后勤综合服务的市场规模达到1300 亿元~1479 亿元。医疗后勤综合服务的社会化需求已经由政府推动为主逐步过渡到医疗机构自发形成，未来市场空间巨大。

◆收购达孜赛勒康：深入医院管理和肿瘤治疗专业领域。达孜赛勒康是国内领先的医疗投资与医疗服务管理提供商，主要业务包括医院管理和咨询服务业务和诊疗中心合作业务。医院管理板块，控股奉新中医院和南昌 334 医院；治疗中心板块，建立了 455 肿瘤诊疗中心等多个项目。2015 年，放疗治疗中心治疗肿瘤人数过万。根据《2015 年度中国肿瘤登记年报》最新数据，2011 年我国当年新增癌症病例 337.2 万例，癌症死亡病例 221.3 万例，癌症发病率和死亡率呈明显上升趋势。

◆收购爱奥乐：借助即时检测产品，打造云健康管理平台。爱奥乐是国内远程血糖血压监测领域领先的医疗器械产品生产商，利

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc. com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

用生物传感技术研发、生产、销售即时检测产品（POCT）。爱奥乐拥有3万个零售药房终端，同时在天猫、京东、1号店等电商平台开设网店进行产品销售。爱奥乐已成功研发云健康管理平台并逐步开发出具备蓝牙、GPRS远程传输的血压计和血糖仪。

◆**拟收购亲和源：实现养老产业的布局。**亲和源是一家从事会员制养老社区运营及提供养老服务管理的专业服务公司。其旗舰店上海浦东康桥亲和源发展会员近2000名，实现项目盈利。近年来亲和源不断发展壮大，在海南三亚、辽宁营口、浙江海宁、浙江宁波等地通过控股或参股的形式实现初步扩张，摸索养老连锁经营模式。

◆**大健康产业链初具雏形，发展硕果可期。**公司通过布局民营综合医院、肿瘤专科医院、医疗后勤服务、医疗器械制造、养老服务等领域，大健康产业链已初具雏形，不同业务板块，协调效应显著，硕果可期。未来发展方向：养老方面，公司复制亲和源养老模式，在全国各地投资展开；医院方面，主要精力放在二级和三级的综合性医院，将要打造包含30家甚至50家以上医院的“超级医院平台”。

投资建议：

我们暂不考虑亲和源被收购后的业绩贡献，预计公司2016-2018年的EPS分别为2.44元（2016年出售地产业务投资收益10.52亿元，扣除非经常性损益后的EPS为0.48元）、0.64元、0.78元，对应P/E分别为11.01倍（扣非经常性损益后对应55.98倍）、41.98倍、34.45倍，以目前医疗服务行业79.57倍的P/E中位值来看，公司2016年的估值仍有较大上升空间，并考虑公司大健康产业的布局仍在进一步深耕，我们首次给予其“买入”投资评级。

风险提示：

业务整合风险；收购公司业绩承诺未能兑现导致的商誉减值风险。

目 录

1 转型：从地产到大健康	4
2 收购众安康：切入医疗后勤综合服务，奠定转型基础	4
3 收购达孜赛勒康：深入医院管理和肿瘤治疗专业领域	7
4 收购爱奥乐：借助即时检测产品，打造云健康管理平台	9
5 拟收购亲和源：实现养老产业的布局	10
6 大健康产业链初具雏形，发展硕果可期	11
7 盈利预测.....	13

1 转型：从地产到大健康

公司 2014 年开始，抓住机遇，全面转向医疗产业，不断剥离原地产业务、发展健康医疗，2015 年以来相继出售了广东宜华、汕头荣信、梅州宜华 100% 股权，实现了原有地产业务的全部置出。两年内通过投资并购了众安康、达孜赛勒康和爱奥乐，参股网络医院平台深圳友德医，今年 1 月签订框架协议，拟收购养老品牌企业亲和源 58.33% 的股权，彻底转型大健康。目前已经形成三大产业布局：非诊疗服务和医疗工程；医院和治疗中心；医疗远程监测设备，构建了围绕医院非诊疗服务、医院及治疗中心、健康管理业务的“三位一体”服务体系。未来公司将继续通过聚焦医疗健康产业的投资、运营及服务，围绕医院管理、诊疗检测、健康管理、养老康复等领域，逐步打造体系完整，协同高效的医疗健康产业生态圈。

图表 1 公司剥离地产、转型大健康



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所整理

说明：时间为股权过户后公司的公告时间

2 收购众安康：切入医疗后勤综合服务，奠定转型基础

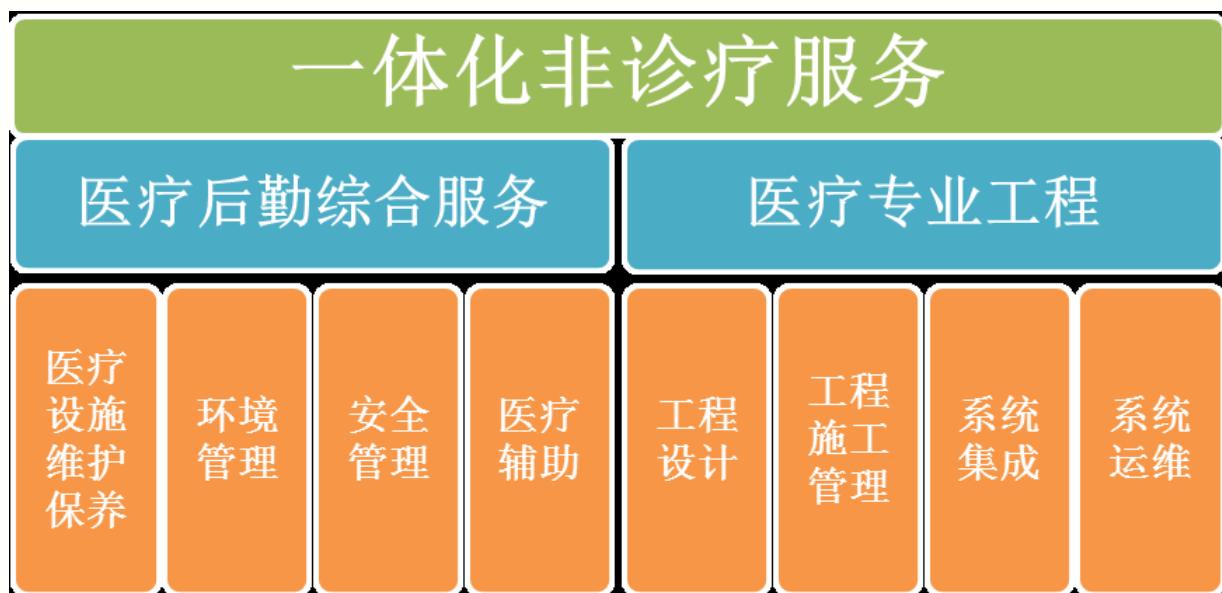
2015 年 1 月公司完成对众安康 100% 股权的收购，共支付交易对价 7.2 亿元，其中，以现金支付 1.48 亿元，以发行股份的方式支付 5.7 亿元，走出转型第一步，切入医疗后勤综合服务，奠定了公司向大健康领域的转型基础。

众安康是国内医疗后勤综合服务行业“一体化非诊疗”专业服务的领军企业。众安康紧贴医

疗机构后勤服务社会化的趋势，通过科学管理和创新服务，以“一院两制，医院监管，企业经营”的方式，作为医院非诊疗业务综合服务供应商，在为医院提供医疗辅助服务、医疗设施维护和保养、环境管理、安全管理等医疗后勤服务的基础上，拓展扩大到医疗专业工程业务，包括医院手术室、重症监护室、消毒供应室、产房、新生儿病房的洁净工程和医用氧气供应站、医疗正负压气流系统工程等业务，形成包括医疗后勤综合服务和医疗专业工程两大主营业务双轮驱动的业务模式。

众安康一体化诊疗体系的价值在于与国际接轨的现代化医院模式，让医院的医生护士把精力放在治病扶伤的主营业务上，剥离出非诊疗业务后增强医院的核心竞争力。目前，众安康为全国超过120家的大中型医院提供全方位非诊疗综合服务，每年服务300万张床位，1.5亿病人，是国内服务网络最广的医疗服务提供商之一，成功打造了以北京大学深圳医院后勤社会化服务为代表的医疗后勤综合服务典范，在全国医院后勤服务社会化改革中起到了标杆示范作用。

图表2 众安康一体化诊疗体系



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

医疗后勤综合服务包括医疗辅助服务、医疗设施维护保养服务、安全管理服务、便民商业服务、环境管理服务等医疗机构非诊疗业务。

图表3 众安康医疗后勤综合服务主要业务内容



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

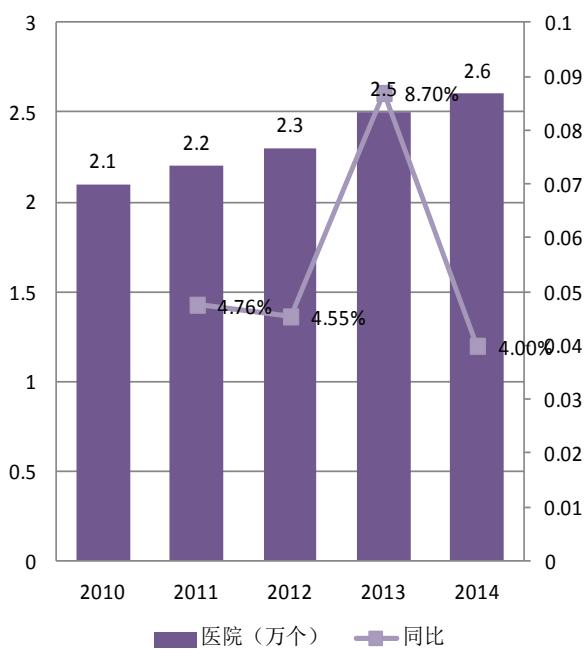
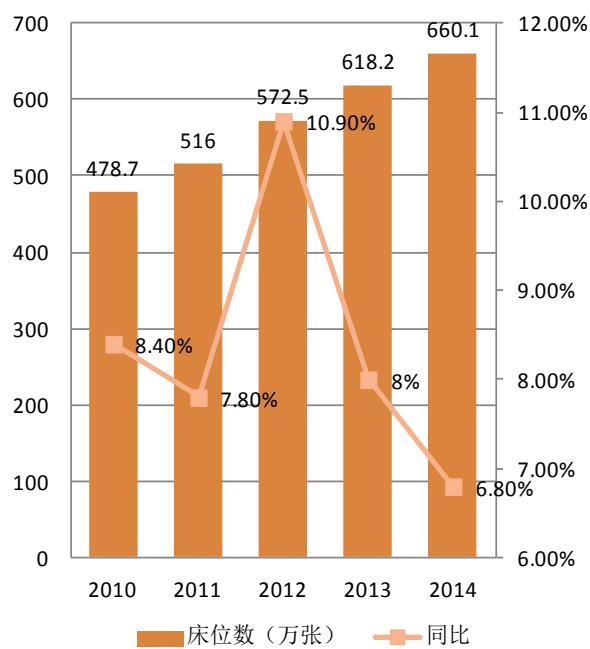
医疗专业工程为医疗机构洁净手术室、ICU、NICU、化验室、医用气体工程等医疗专业工程建设提供“设计+施工+产品+服务”的一站式服务，具体包括医疗专业工程专业化设计、气体管道布线规划、施工组织设计、装饰施工、产品设计、设备配套、系统集成、系统运维等全方位服务。

图表4 众安康医疗专业工程业务内容



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

医疗后勤综合服务的社会化，其服务需求已经由政府推动为主逐步过渡到医疗机构自发形成，未来市场空间巨大。根据众安康运营数据显示，每家医疗机构对后勤综合服务的年投入约为 500 万元，按照《2014 年中国卫生和计划生育事业发展统计公报》数据显示，2014 年全国有各类医院 2.6 万家。据此推算，2014 年我国医疗后勤综合服务的市场规模达到 1300 亿元；另根据众安康运营数据统计，我国医疗机构每张床位对后勤综合服务的年投入约为 2.24 万元，按照《2014 年中国卫生和计划生育事业发展统计公报》数据显示，2014 年全国共有医院床位 660.10 万张计算，2014 年我国医疗后勤综合服务的市场规模达到 1479 亿元。

图表 5 全国医院机构数及增长速度

图表 6 全国医疗卫生机构床位数及增长速度


资料来源：2014 年中国卫生和计划生育事业发展统计公报，长城国瑞证券研究所

承诺业绩：交易对方承诺众安康 2015 年、2016 年、2017 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 7,800 万元、10,140 万元、10,059.33 万元。众安康 2015 年度实现扣除非经常性损益后的净利润为 7,858.17 万元，顺利完成业绩承诺。

3 收购达孜赛勒康：深入医院管理和肿瘤治疗专业领域

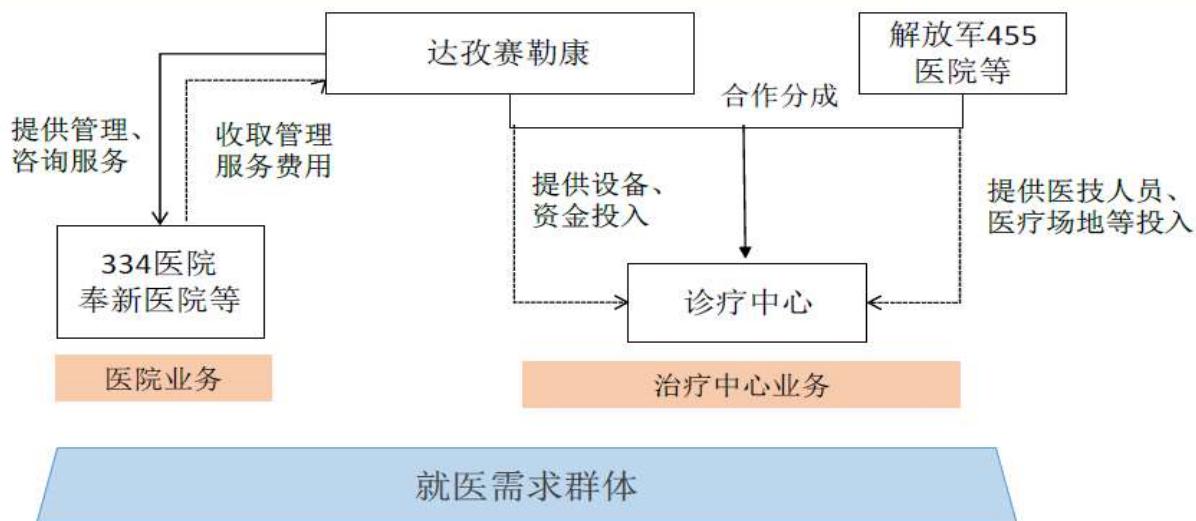
公司以现金 16.25 亿元购买西藏大同持有的达孜赛勒康 100% 股权，深入医院管理和肿瘤治疗专业领域，已于今年 1 季度完成股权过户。

达孜赛勒康是国内领先的医疗投资与医疗服务管理提供商，主要业务包括医院管理和咨询服务业务和诊疗中心合作业务，通过与医院建立放疗治疗中心向患者提供医疗服务或者向医院提供管理服务并获得分成和管理费收入。

医院管理和咨询服务板块，达孜赛勒康目前控股奉新中医院和南昌 334 医院，为这两家医院提供医院管理和咨询服务业务，收取咨询管理服务费。根据公司与这两家医院签订的协议，奉新二院以其经审计年度总收入的 15%（自 2015 年 8 月至 2030 年 7 月）计提咨询管理服务费，334 医院以其经审计年度总收入的 13%（2015 年 8 月至 2018 年 12 月）和 14%（2019 年 1 月至 2030 年 7 月）计提咨询管理服务费。奉新二院是一家集医疗、预防、保健、教学和科研于一体的二级医院。医院自有土地 33.4 亩，编制床位 120 张。南昌 334 医院是一家集医疗、教学、科研、预防保健、职业病防治、健康体检为一体的三级综合医院，该医院现自有土地面积 3.47 万平方米，建筑总面积 3.6 万平方米，现有编制床位 524 张。

治疗中心板块，达孜赛勒康与医院建立合作关系通过合作分成的方式为患者提供医疗服务。具体为达孜赛勒康提供包括 OUR-QGD 型立体定向伽马射线全身治疗系统、KLF-A 型 OPEN 式立体定向放治疗系统等高端肿瘤诊疗设备，并提供相应的配套增值服务，取得项目合作分成收入，合作医院提供医技人员、医疗场地等投入，并基于治疗中心产生的收入或利润进行分成。达孜赛勒康与解放军 455 医院合作成立了 455 肿瘤诊疗中心。该诊疗中心成立之初引进当时世界最先进一代头部伽玛刀和两台体部伽玛刀，成为当时全国唯一一家拥有三台伽玛刀的肿瘤治疗中心。2015 年，治疗中心治疗肿瘤人数过万。此外，伽玛刀中心为专业的中美伽玛刀培训基地，培训了全国四十多家中心主任和医疗人员。去年底，达孜赛勒康与 455 医院签订了合作项目即伽玛刀项目（一期）和 TOMO 项目（二期），与宁波医院签订 PET-CT 合作项目，与亳州医院签订了放疗合作项目，与罗湖人民医院签订设备租赁及管理服务协议。

图表 7 达孜赛勒康的业务流程如下图所示：



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

根据世界卫生组织（WHO）最新发布的《2014 年世界癌症报告》，2012 年全球共新增癌症病

例 1,400 万例，并预计仍将逐年递增至 2025 年，年新增癌症病例可能达到 1,900 万人，而 2035 年预计将达到 2,400 万人。该研究同时还称 2012 年全球癌症患者和死亡病例都在快速增加，新增癌症病例有近一半出现在亚洲，其中大部分在中国，中国新增癌症病例高居第一位。在肝、食道、胃和肺等 4 种恶性肿瘤中，中国新增病例和死亡人数均居世界首位。根据《2015 年度中国肿瘤登记年报》最新数据，依据对全国肿瘤登记中心 2011 年监测数据分析：我国当年新增癌症病例 337.2 万例，癌症死亡病例 221.3 万例，相当于每分钟就有 6.4 人得癌。相比《2014 年中国肿瘤登记年报》，癌症发病率和死亡率呈明显上升趋势。

业绩承诺：达孜赛勒康交易对方承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润分别不低于人民币 6,165.00 万元、11,141.00 万元、15,235.00 万元、19,563.00 万元、21,410.00 万元、23,480.00 万元。

4 收购爱奥乐：借助即时检测产品，打造云健康管理平台

公司以现金 3 亿元购买爱马仕、珠海天富、金辉、肖士诚等 4 名交易对方合计持有的爱奥乐 100% 股权，已于今年 1 季度已完成股权过户。

爱奥乐是国内远程血糖血压监测领域领先的医疗器械产品生产商，利用生物传感技术研发、生产、销售即时检测产品（POCT），主要产品线可分为以下三个：（1）传统医疗检测产品，主要包括传统血压计、血糖仪及试纸、体温计，其中爱奥乐的血糖仪与配套试纸是一一对应的封闭体系，不同品牌和型号的仪器和试纸不能通用；（2）远程医疗检测产品，爱奥乐于 2013 年开始生产 GPRS/WIFI/蓝牙系列远程血糖、血压仪，是国内最早拥有生产许可证的企业之一；（3）OEM/ODM 系列，爱奥乐目前与腾讯、九号云健康、北京叮当云健康、血糖宝、江苏先声健康医药有限公司等签订 OEM/ODM 采购合同，为客户贴牌生产指定产品。目前，爱奥乐拥有 3 万个零售药房终端，并建立了医院相关投标专属团队，展开与医院的供应商合作，同时在天猫、京东、1 号店等电商平台开设网店进行产品销售。

爱奥乐一直在构建云健康管理——宜华健康私有云，配合药房、机构和一些医疗单位，将使用爱奥乐设备的用户追踪管理起来，力图打造的健康信息大数据：智能硬件+社康中心+医疗保险。目前已成功研发云健康管理平台并逐步开发出具备蓝牙、GPRS 远程传输的血压计和血糖仪，让用户对血压血糖进行更加专业化的管理，并建立从个人到家庭，从家庭到医生，从医生到医院的新型健康管理模式。

爱奥乐正在研发多功能健康一体机，该产品将具备心电检测、心率、血糖、血压、血氧饱和

度、尿常规、体温等众多健康相关数据，并支持将采集到的健康数据上传至个人健康档案，从而实现与医疗云健康服务平台对接的功能。

图表 8 爱奥乐多功能健康一体机



资料来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

业绩承诺：爱奥乐交易对方承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润分别不低于 2,000.00 万元、3,502.00 万元、4,500.00 万元、5,000.00 万元、5,501.00 万元；

5 拟收购亲和源：实现养老产业的布局

今年 1 月，公司与交易对方签订《关于亲和源股份有限公司的股权收购框架协议书》，拟收购亲和源 58.33% 的股权，交易价格初步定为 40,831 万元，最终交易价格在签订正式协议时由各方协商确定。控股亲和源，将进一步向纵深完善和落实公司在大健康、医疗服务行业的战略性规划，实现养老产业板块的布局。

亲和源是一家从事会员制养老社区运营及提供养老服务管理的专业服务公司。目前亲和源主要运行了四条产品线，覆盖养老社区、休闲养老、医疗护理、养老咨询及委托运营等方面。亲和源养老社区均采用无障碍、花园式、生态型设计，配备了老年公寓、健身中心、护理医院、配餐中心等，并首创生活、快乐、健康三位一体的养老服务模式。亲和源采用俱乐部、会员制养老模

式，收入来源主要为出售会员卡的收入和会员入住后的住房年费。

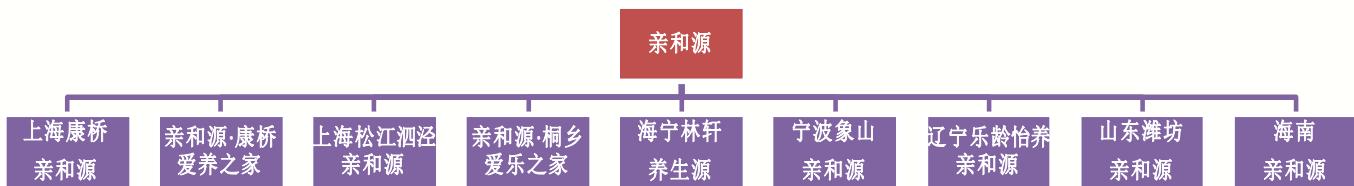
其旗舰店上海浦东康桥亲和源建筑面积 100,000 平方米，共设 838 套居室，可供 1600 位左右的老人居住，发展会员近 2000 名，截至 2015 年 12 月底，入住率约 95%，已实现项目盈利。近年来亲和源不断发展壮大，在海南三亚、辽宁营口、浙江海宁、浙江宁波等地通过控股或参股的形式实现初步扩张，摸索养老连锁经营模式。

图表 9 上海浦东康桥亲和源会员卡缴费表（2016 年 6 月 1 日起实施）

卡种	年限	房型（面积）	会员卡缴费标准	年费缴费标准
A 卡	永久 (可继承、 可转让)	大套 (108m ²)	150 万	7.38 万/年
		中套 (70m ²)		3.38 万/年
		小套 (50m ²)		2.38 万/年
B 卡	终身 (15 年内可退)	大套 (108m ²)	98 万	4.5 万/年
		中套 (70m ²)	70 万	
		小套 (50m ²)	50 万	

资料来源：亲和源，长城国瑞证券研究所

图表 10 亲和源养老社区连锁分布



资料来源：亲和源官网，长城国瑞证券研究所整理

业绩承诺：亲和源交易对方承诺 2016 年亏损不超过 3,000 万元、2017 年亏损不超过 2,000 万元、2018 年亏损不超过 1,000 万元、2019 年净利润不低于 2,000 万元、2020 年净利润不低于 4,000 万元、2021 年净利润不低于 6,000 万元、2022 年净利润不低于 8,000 万元、2023 年净利润不低于 10,000 万元。

亲和源目前亏损原因：一是亲和源摸索连锁模式，在全国落地的部分项目尚未盈利，二是亲和源融资成本较高。收购之后，亲和源可借助宜华健康的平台降低其融资成本，改善其盈利能力。

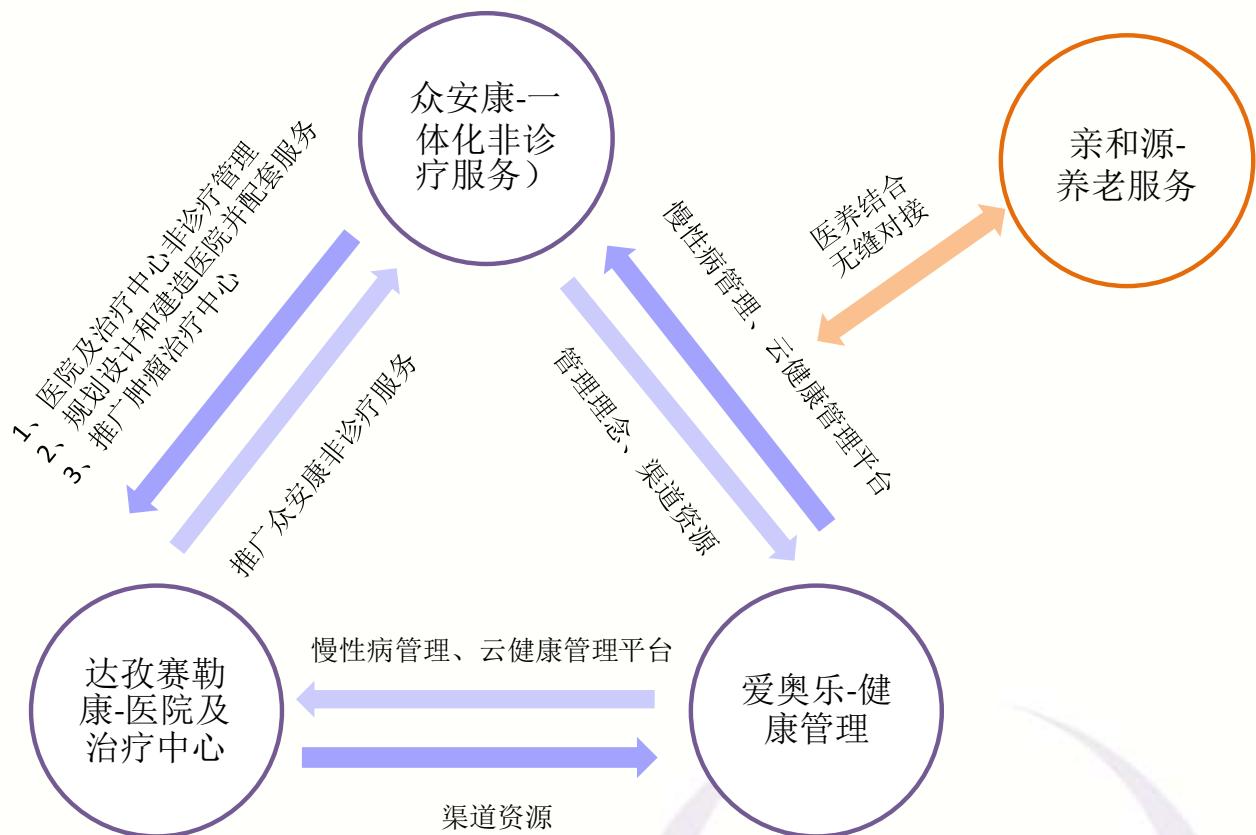
6 大健康产业链初具雏形，发展硕果可期

公司通过布局民营综合医院、肿瘤专科医院、医疗后勤服务、医疗器械制造、养老服务等领域，健康产业链已初具雏形，不同业务板块，协调效应显著，硕果可期。

众安康可为达孜赛勒康的医院和医疗中心提供非诊疗服务、规划设计和建造医院并配套服务；众安康向其服务的医院推广达孜赛勒康的治疗中心；众安康可借助达孜赛勒康下属医院，以及其合作的医院在治疗肿瘤专业领域达成合作，得以迅速拓展市场影响力、扩充客户资源。众安康、达孜赛勒康可利用爱奥乐在血糖仪、血压计市场积累的客户与渠道资源，打造慢性病管理、健康管理平台，并进一步建立医疗大数据平台。爱奥乐可以在众安康管理的医院、达孜赛勒康旗下医院全面推销产品。

亲和源被收购后，其养老体系将与众安康形成业务、人员、管理、采购等多方面的协同作用，有效地降低成本、增加收益。此外，爱奥乐、达孜赛勒康也将与亲和源在远程医疗监控、医疗器械供应、医院配套服务等多方面形成协同，医养结合，使得公司旗下各业务板块实现无缝对接。

图表 11 公司大健康产业链协同效应



资料来源：长城国瑞证券研究所

公司后续的发展方向为：(1)养老方面，复制亲和源养老模式，在全国各地投资展开。(2) 医院方面，主要精力放在二级和三级的综合性医院，将要打造包含 30 家甚至 50 家以上医院的“超级医院平台”，并用信息系统将所有医疗机构连接，实现资源共享和协同高效，使整个经营成本快速下降。此平台建设遵循一个两步走的五年计划：第一步是三年内完成平台搭建，第二步是后两年切入保险业务，自己设立或收购保险公司。

7 盈利预测

图表 12 盈利预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	729. 26	157. 67	1031. 23	1332. 12	1546. 58	1777. 32
增长率%	758. 92%	-78. 38%	554. 03%	29. 18%	16. 10%	14. 92%
归属母公司股东净利润 (百万元)	91. 90	29. 82	51. 61	1093. 46	287. 95	350. 48
增长率%	3842. 97%	-67. 55%	73. 07%	2018. 59%	-73. 67%	21. 72%
基准股本 (百万)	324. 00	324. 00	447. 80	447. 80	447. 80	447. 80
每股收益 (元)	0. 28	0. 09	0. 12	2. 44	0. 64	0. 78
净资产收益率%	11. 54%	3. 61%	3. 08%	39. 49%	9. 42%	10. 29%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

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：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%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：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：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。

本报告采用的基准指数：沪深300指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。