



2016 年 09 月 01 日

买入(首次评级)

当前价: 33.14 元
 目标价: 38.35 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
 电话: 010-84903252
 邮箱: wangfenghua@lxsec.com

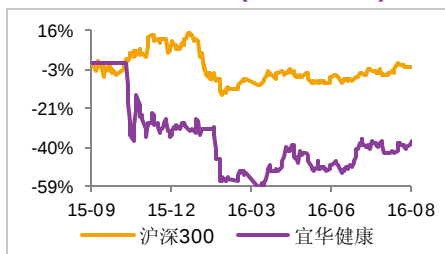
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001
 电话: 010-64814022
 邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 谢海音

电话: 010-64408703
 邮箱: xiehaiyin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	10.31	15.24	21.06	29.71
(+/-,%)		47.82	38.19	41.07
净利润	0.55	12.93	2.89	3.60
(+/-,%)		2,250.	-77.65	24.57
BPS(元)	3.76	6.65	7.31	8.10
P/B	8.81	4.98	4.53	4.09

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

宜华健康(000150.SZ)

积极转型, 布局医疗健康, 4 亿进军养老康护板块

投资要点

公司在 2014 年收购众安康后, 开始全面布局大健康领域, 并将原地产主业全部置出。2015 年 2 月, 公司证券简称更名为“宜华健康”。2016 年, 随着公司收购亲和源 58.33% 股权的有序推进, 公司拉开了养老产布局的序幕。自此, 公司各块业务将实现无缝对接, 未来将进入全面发展期。

投资要点:

✧ 4 亿进军养老产业, 亲和源模式可复制性强。

2016 年 1 月, 公司以现金支付的方式收购亲和源 58.33% 的股权, 作价 40,831 万元, 标志着公司在完成医疗健康领域的布局后正式进军“银发市场”。亲和源作为较早探索养老产业的民营公司, 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, 具备 7 年的运营管理经验, 品牌效应初显。公司将依托发展成熟的“亲和源模式”在全国各地复制, 扩大养老产业规模。

✧ 大健康产业集群迎来新一轮增长, 养老需求、政策与民营资本激发养老产业发展潜能。

截至 2015 年底, 我国 65 岁以上老年人口已经达到 1.44 亿, 占总人口的 10.5%。据预测, 本世纪中叶老年人口数量将达到峰值, 超过 4 亿, 届时每 3 人中就会有一个老年人。目前每千名老年人拥有养老床位 30.3 张, 按照“十三五”规划的要求, 每千名老人应平均拥有床位 42 张, 养老市场存在较大的增长潜力。

2016 年 8 月 26 日, 中共中央政治局在习近平主席的主持下, 召开会议, 审议通过了“健康中国 2030”规划纲要。规划纲要的推行将带动医院诊疗服务及非诊疗服务、医疗器械、制药、医疗保险、养老等大健康产业集群的新一轮增长。随着人口老龄化程度的加剧及政府对民营资本进入养老市场的大力提倡, 养老产业将步入“黄金时代”。

✧ “四位一体”医疗健康产业生态圈闭环形成。

公司在过去两年陆续完成了地产子公司的出售, 以及众安康、达孜赛勒康、爱奥乐 100% 股权的收购, 全面转向医疗健康领域, 形成了包括医院非诊疗服务、医疗诊疗服务、健康管理业务及养老康护服务的“四位一体”医疗健康产业生态圈闭环。

✧ 背靠宜华集团, 协同效应或令公司养老产业快速发展。

公司目前实际控制人为宜华企业集团有限公司, 宜华集团是一家集住居生活、健康医疗、地产开发、资本管理四大产业于一体的大型跨国企业集团, 品牌价值 115.07 亿元。公司将受益于宜华集团的大背景, 并利用公司过去深耕地产行业的经验, 协同现行医疗健康的运营, 有望在养老产业上实现快速发展。



✧ 盈利预测与估值：给予公司目标价 38.35 元/股、“买入”评级

2016 年，因公司出售广东宜华的股权且将新购入的达孜赛勒康以及爱奥乐并入财务报表而业绩大增。仅上半年便实现净利润 9.34 亿元，超过公司营业收入 5.28 亿元。综合考虑公司旗下各子公司的业绩预告，我们预测公司 2016-2018E 的净利润分别为 129,304.57 万元、28,861.28 万元和 35,963.70 万元，对应的 EPS 分别为 2.71 元/股、0.61 元/股和 0.75 元/股。净资产分别为 297,685.95 万元、327,154.53 万元和 362,805.56 万元，对应的 BPS 为 6.65 元/股、7.31 元/股和 8.10 元/股。

考虑到公司 2016 年仍处于主营业务置换的阶段，利润波动性较大。我们认为运用 BPS 估值方法更适合运用于公司。参考与公司主营业务相近的益佰制药（600594.SH）、金陵药业（000919.SZ）、乐金健康（300247.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）以及同涉及养老社区运营的双箭股份（002381.SZ）、湖南发展（000722.SZ），可以给予公司目标价 38.35 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

✧ 风险提示

业务调整风险，资金流动性风险，盈利不确定性风险，行业周期性风险。



目 录

一、脱离原主业，积极转型，布局大健康养老领域	6
（一）借壳上市，地产公司转型医疗健康	6
（二）以医疗健康生态圈为基础，收购亲和源，形成养老康护产业链	7
二、并购亲和源，进军养老产业，为公司带来长期增长的利润点	7
（一）外延式扩张，并购亲和源，四亿进军养老产业	7
（二）亲和源是提供养老的专业服务公司，产品多元化且具备先发优势	8
（三）亲和源暂时亏损运营，未来利润有望高速增长	9
三、《健康中国 2030 规划纲要》通过，大健康产业群迎来新一轮增长，养老市场未来 5 年将达万亿规模	10
（一）《健康中国 2030 规划纲要》通过，大健康产业群迎来新一轮增长	10
（二）养老问题备受政府关注，未来 5 年可达万亿规模	11
（三）宜华健康是 A 股上唯一以医疗健康为基础，打造完整养老产业链的公司	12
四、“非诊疗服务+医院诊疗服务+健康管理业务+养老康护服务”-“四位一体”大健康生态圈形成	12
（一）非诊疗服务：众安康，医疗后勤综合服务和医疗专业工程双轮驱动	12
1、并购众安康，公司拉开由地产股转向医疗健康领域的序幕	12
2、众安康模式是医疗后勤综合服务典范	13
3、我国新一轮深化医疗卫生体制改革，非诊疗服务市场上升空间巨大	15
4、众安康启动养老工程建设项目，发挥协同作用，进一步提升公司利润	15
（二）医院诊疗服务：达孜赛勒康，管理咨询及诊疗中心并驾齐驱	16
1、收购达孜赛勒康 100% 股权，切入医院诊疗服务	16
2、达孜赛勒康专注于诊疗中心及肿瘤治疗	16
3、民营医疗机构数量小，未来增长空间大	18
4、恶性肿瘤成威胁我国人类生命首要因素，放疗服务需求释放	18
5、达孜赛勒康诊疗服务与众安康非诊疗服务形成优势互补	19
（三）健康管理：爱奥乐，多参数健康一体机与云健康管理平台双管齐下	20
1、公司以 3 亿收购爱奥乐 100% 股权，医疗产业圈扩展至健康管理	20
2、主营检测产品（POCT），并着手打造多参数健康一体机与云健康管理平台	20
3、慢性病频发，治疗重在日常预防控制，健康管理市场潜力大	21
4、爱奥乐健康管理业务将大大提高非诊疗服务与诊疗服务质量	22
五、背靠宜华集团，协同效应或令公司养老产业快速发展	23
（一）背靠宜华集团，公司在养老产业上能实现快速协同发展	23
（二）“医疗”与“养老”相结合，或产生协同效应	23
六、盈利预测与估值	24
（一）盈利预测	24
（二）估值	24
（三）综合盈利预测与估值：目标价 38.35 元/股、“买入”评级	25
七、风险提示：	25
（一）业务调整风险	25
（二）资金流动性风险	25
（三）盈利不确定性风险	25
（四）行业周期性风险	25



图表目录

图表 1: 医疗健康领域布局	6
图表 2: 2011—2015 年公司营业总收入	6
图表 3: 2011—2015 年公司净利润	6
图表 4: 公司 2016 年中报业绩情况	7
图表 5: 收购前亲和源持股情况	7
图表 6: 收购完成后亲和源股权结构图	8
图表 7: 亲和源养老产品	8
图表 8: 亲和源对外投资情况	9
图表 9: 亲和源项目经营情况	9
图表 10: 亲和源单项目预期年净利润	10
图表 11: 亲和源业绩承诺	10
图表 12: 老年人口增长情况	11
图表 13: 老年抚养比变化情况	11
图表 14: 养老服务机构增长情况	12
图表 15: 每千名老年人拥有养老床位情况	12
图表 16: 涉及养老实业公司对比	12
图表 17: 众安康股权结构（收购前）	13
图表 18: 众安康业务结构	14
图表 19: 众安康主营业务	14
图表 20: 政府卫生支出情况	15
图表 21: 医院数量增长情况	15
图表 22: 众安康业绩承诺	16
图表 23: 达孜赛勒康股权结构图（收购前）	16
图表 24: 达孜赛勒康业务流程图	17
图表 25: 达孜赛勒康注入资产概况	17
图表 26: 主营业务—医院管理、咨询业务	18
图表 27: 主营业务—诊疗中心业务	18
图表 28: 全国医疗卫生机构医疗服务量	18
图表 29: 2014 年城市居民主要疾病死亡率及构成	19
图表 30: 2014 年农村居民主要疾病死亡率及构成	19
图表 31: 达孜赛勒康业绩承诺	19
图表 32: 爱奥乐股权结构（收购前）	20
图表 33: 爱奥乐主营产品	20
图表 34: 爱奥乐无形资产概况	21
图表 35: 2013-2018 年中国 POCT 市场规模	22
图表 36: 爱奥乐业绩承诺	22



图表 37: 公司前十大股东持股情况	23
图表 38: 公司各板块业务无缝对接.....	24
图表 39: 可比公司估值	25
附录: 公司财务预测表	26



一、脱离原主业，积极转型，布局大健康养老领域

（一）借壳上市，地产公司转型医疗健康

宜华健康医疗股份有限公司，原为“麦科特光电股份有限公司”，2007 年借壳 S*ST 光电后开始上市交易。宜华集团旗下子公司宜华地产参股并实际控制光电股份后，更名为“宜华地产股份有限公司”。2014 年，公司完成了对众安康的收购，标志着公司开始布局大健康领域。2015 年 2 月，公司证券简称更名为“宜华健康”，明确以医疗健康为主营业务的战略方向。公司在之后的一年内迅速完成了主营业务的置换，彻底脱离了原有的房地产业务。

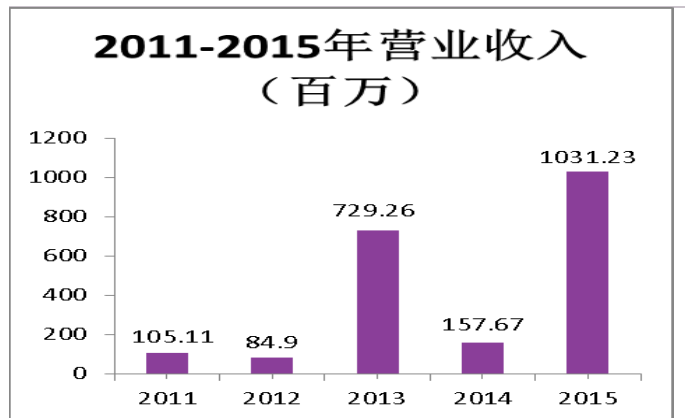
图表1： 医疗健康领域布局

披露时间	事件	主营业务
2014.07.03	收购众安康 100%股权	主营：医疗后勤综合服务、医疗专业工程
2015.12.11	收购达孜赛勒康 100%股权	主营：诊疗服务、医疗管理咨询、医院设备租赁及维护、医疗投资 主要产品：伽马刀治疗设备
2015.12.11	收购爱奥乐 100%股权	主营：研发、生产、销售即时检测产品（POCT） 主要产品：血压仪、血糖仪及配套试纸、体温计等

资料来源：年度报告、联讯证券

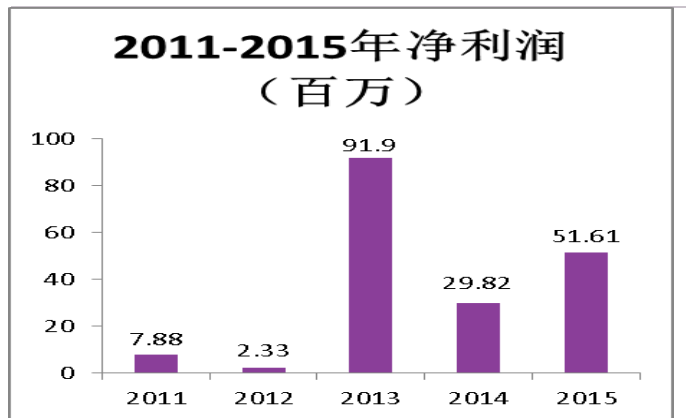
实现资产重组后，大健康产业为公司带来了较大的营收和利润增长。2015 年，公司实现营收 10.31 亿元，同比增长 554.03%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 73.07%。这主要得益于公司医疗产业的布局。公司 2015 年医疗方面的收入占营业收入的比例为 90.56%，而原第一主业房地产业务已经从 2014 年的 69.59%急剧缩减至 8.86%。

图表2： 2011—2015 年公司营业总收入



资料来源:Wind、联讯证券

图表3： 2011—2015 年公司净利润



资料来源:Wind、联讯证券

2016 年 8 月底，公司披露了 2016 年半年度的业绩报告，公司实现营收 5.28 亿元，同比增长 25.25%；净利润 9.34 亿元，同比增长 824 倍，上年同期为盈利 113.15 万元；基本每股收益为 2.08 元。业绩大幅度增长主要是因为公司出售广东宜华房地产开发有限公司股权确认的投资收益以及报告期内将爱奥乐及达孜赛勒康纳入合并报表范围。



图表4： 公司 2016 年中报业绩情况

	本报告期	上年同期	变动幅度
营业收入（元）	528,117,594.06	421,641,045.52	25.25%
归属上市公司股东净利润（元）	933,637,767.40	1,131,516.99	82,412.04%
经营活动产生的现金流量净额（元）	-725,715,648.27	236,731,381.34	-406.56%
基本每股收益（元/股）	2.0849	0.0025	83296.00%
加权平均净资产收益率（%）	36.03%	0.07%	35.96%

资料来源：公司公告、联讯证券

（二）以医疗健康生态圈为基础，收购亲和源，形成养老康护产业链

2016 年 1 月，公司以亲和源的收购为标志，开始构建养老康护产业链。未来，公司将结合大数据以智慧医疗为方向，培育家政、保险、金融、旅游等养老服务产业集群，打造医疗健康领域及养老领域的领导品牌。公司以医疗健康生态圈为基础，搭建养老产业，形成养老健康生态圈闭环，或将为公司带来长期性的更大的利润。2016 年 8 月 6 日，公司员工持股计划的出台，对提升员工凝聚力，加强人才整合，充分调动公司管理层和核心员工的积极性也有着正面利好。

自宜华健康上市以来，公司便受到了投资者的广泛关注，但市场上的研究报告中对公司的研究大都集中在大健康领域，本篇报告着重公司养老产业的研究，最终得出结论：公司原主营为房地产业务，凭借该地产业务多年打下的基础进军养老产业。我国市场上有较多地产股均有养老产业的战略布局。与其他养老概念股不同的是，公司近几年主营已置换为医疗健康。背靠医疗健康，搭建养老产业，形成养老健康生态圈闭环，公司有着协同作用的优势。

二、并购亲和源，进军养老产业，为公司带来长期增长的利润点

（一）外延式扩张，并购亲和源，四亿进军养老产业

2016 年 1 月，公司以支付现金的方式购买康桥资产、周星增和 TBP 持有的亲和源股份共计 11,666 万股（占亲和源 58.33%的股权），交易价格初步定为 40,831 万元。收购前，亲和源置业为亲和源最大控股股东，持股比例为 30%。

图表5： 收购前亲和源持股情况

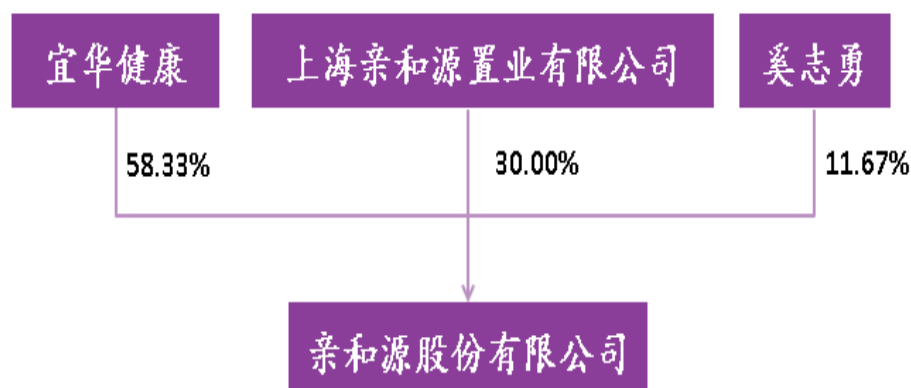
序号	股东姓名	持股股份（股）	股权比例
1	上海亲和源置业有限公司	60,000,000	30%
2	TBP Nursing Home Holdings (H.K.) Limited	50,000,000	25%
3	上海浦东新区康桥镇集体资产管理有限公司	40,000,000	20%
4	周星增	26,660,000	13.33%
5	奚志勇	23,340,000	11.67%
合计		200,000,000	100.00%

资料来源：公司公告、联讯证券

收购完成后，公司成为亲和源最大控股股东，持股达 58.33%。奚志勇为亲和源的实际控制人。并购现有的成熟养老产业使公司以外延式扩张从而形成医疗养老产业生态圈闭环，此举可视为公司进一步纵深完善并落实在大健康、医疗服务行业的战略布局。



图表6： 收购完成后亲和源股权结构图



资料来源:公司公告、联讯证券

（二）亲和源是提供养老的专业服务公司，产品多元化且具备先发优势

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，主要养老产品包括老年公寓、熟年俱乐部（45 岁以上）和护理院，目前产品线覆盖了养老社区、休闲养老、医疗护理、养老咨询及委托运营。亲和源首创生活、快乐、健康三位一体的养老服务模式，提高了入住老人的晚年生活品质。亲和源的养老社区均采用无障碍、花园式、生态型设计。每个社区都配备了老年公寓、健身中心、护理医院、配餐中心等。

图表7： 亲和源养老产品

养老产品	简介
老年公寓	第一居所，会员以“户”为单位，拎包入住养老社区。老年公寓是集居家养老与机构养老于一体的新型养老产品。公寓内提供 24 小时专业秘书、专职医生服务，使居家养老享受到机构服务的安全、便捷与专业。
熟年俱乐部 (45 岁以上)	升级产品，高端养老，兼具度假旅游功能。老年生活秘书帮助处理各种生活问题，可代购物、代租车、上门做饭做菜；健康秘书关注会员身心健康，建立专业健康养生档案，可代挂号、代配药、陪同就医；快乐秘书打造会员幸福感，为会员策划组织各种活动，可陪同钓鱼、打高尔夫等。
护理院	亲和源护理院是为长期卧床患者、晚期治疗患者、生活不能自理的老年人以及其他需要长期护理服务的患者提供医疗护理、康复促进、生活照料、临终关怀等服务的医疗机构。

资料来源：亲和源官网、联讯证券

近年来，亲和源通过控股或参股的形式实现连锁经营，已在海南三亚、辽宁营口、浙江海宁、浙江宁波等地战略布局了公司的养老产品，在实际操作与理论研究上，亲和源都具有先发优势。截至 2015 年，亲和源已成立老年公寓、度假酒店、护理院、养老服务公司、投资管理公司及老年生活形态研究中心等，力图以客户需求为中心，打造人性化的养老产业生态圈。亲和源自 2008 年起连续承办中国养老产业高峰论坛，带头发起养老产业联盟，与政府合作开展养老课题研究等，以探索具有中国特征的养老模式。



图表8：亲和源对外投资情况

类别	公司
养老公寓	上海市亲和源老年公寓
养老服务	上海亲和源老年服务有限公司
	北京亲和源老年服务有限公司
护理院	上海亲和源颐养院
酒店	上海亲和源度假酒店有限公司
俱乐部	上海亲和源老年俱乐部有限公司
	海南亲和源老年俱乐部有限公司
投资	辽宁亲和源投资有限公司
	浙江琳轩亲和源投资有限公司
	宁波象山亲和源投资有限公司
	上海中城联盟投资管理有限公司
研究中心	上海亲和源老年生活形态研究中心
	上海亲和源老年建筑研究所

资料来源：全国企业信用信息公示系统、联讯证券

（三）亲和源暂时亏损运营，未来利润有望高速增长

目前，上海亲和源康桥项目已实现盈利，然而综合亲和源所有项目来看，亲和源已连续四年亏损运营。主要由于亲和源养老项目多为重资产项目，初期需大量投入。且亲和源计划每年以“1、3、5”的速度扩张，即每年新增一个自建项目，3个租赁项目，5个受托管理项目。

图表9：亲和源项目经营情况

项目名称	规模	入住率
上海亲和源康桥项目（自建）	838套公寓，护理床位200张	大于95%
上海康桥爱美之家项目（租赁）	126套公寓，护理床位64张	2016年10月入住
海南亲和源项目（收购，熟年产品）	86套公寓	目前销售超过15%
浙江亲和源桐乡爱乐之家（租赁）	260套公寓	2016年8月份入住
浙江宁波项目（自建）	610套公寓，护理床位264张	2018年开始入住
浙江海宁项目（参股10%）	673套公寓，护理床位100张	一期竣工，已销售70套左右
辽宁营口项目（参股20%）	280套公寓，护理床位160张	已入住80位老人

资料来源：公司公告、联讯证券

亲和源租赁项目预计2019年实现预期收益，自建项目预计2020年实现预期收益。由于养老服务周期长，运营成本及收入较为稳定，且随着品牌效应的扩大，新建项目的运营成本会越来越小。另亲和源的轻资产项目（养老项目顾问咨询、设计及受托管理养老社区服务等）每年也会带来一定的利润增长。因此亲和源的亏损运营是短期可能存在的问题，长远来看不仅不会对公司造成冲击，而且还会成为公司高速增长的利润点。



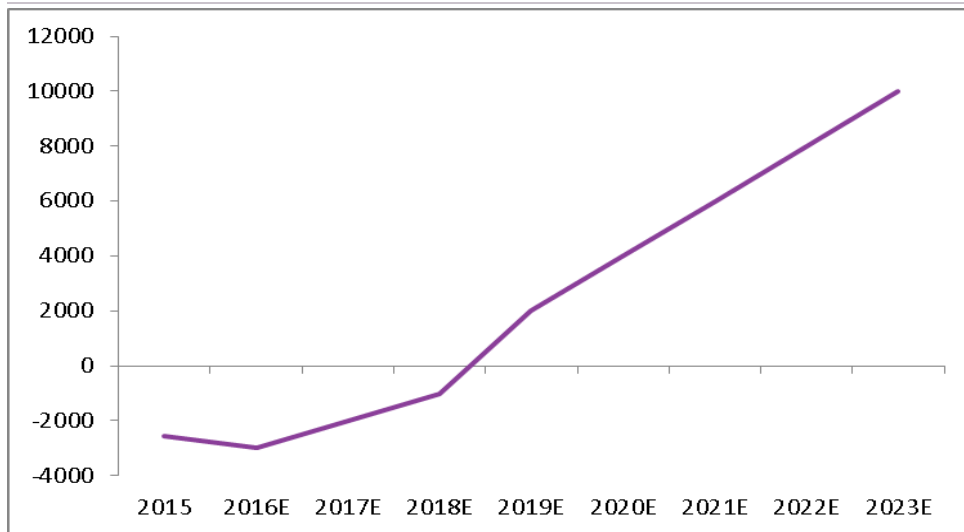
图表10: 亲和源单项目预期年净利润



资料来源:公司公告、联讯证券

业绩承诺: 2015 年亲和源亏损约 2540 万, 亲和源承诺 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。

图表11: 亲和源业绩承诺



资料来源:公司公告、联讯证券

三、《健康中国 2030 规划纲要》通过, 大健康产业群迎来新一轮增长, 养老市场未来 5 年将达万亿规模

(一) 《健康中国 2030 规划纲要》通过, 大健康产业群迎来新一轮增长

2016 年 8 月 26 日, 中共中央政治局在习近平主席的主持下, 召开会议, 审议通过了“健康中国 2030”规划纲要。该规划纲要是今后 15 年推进健康中国建设的行动纲领。



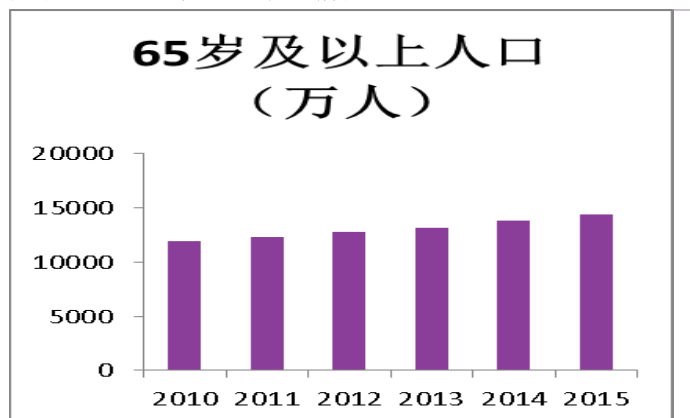
会议强调以普及健康生活、优化健康服务、完善健康保障、建设健康环境、发展健康产业为重点，把健康融入所有政策，全方位、全周期保障人民健康。规划纲要的推行将带动医院诊疗服务及非诊疗服务、医疗器械、制药、医疗保险、养老等大健康产业集团的新一轮增长。

随着人口老龄化、医疗保险的完善和收入水平提升，国内医疗服务行业需求将不断增加。但目前我国医疗卫生资源总量不足、质量不高等问题依然突出，未来 5 年围绕分级诊疗，相关的医疗资源建设、医疗信息化建设、医疗数据集中，将有巨大的投资机会。政府明确提出要把医疗服务行业的市场规模从 2 万亿元提升到 8 万亿元，也就是说每年要增长 20% 以上，行业有巨大的增长空间。

（二）养老问题备受政府关注，未来 5 年可达万亿规模

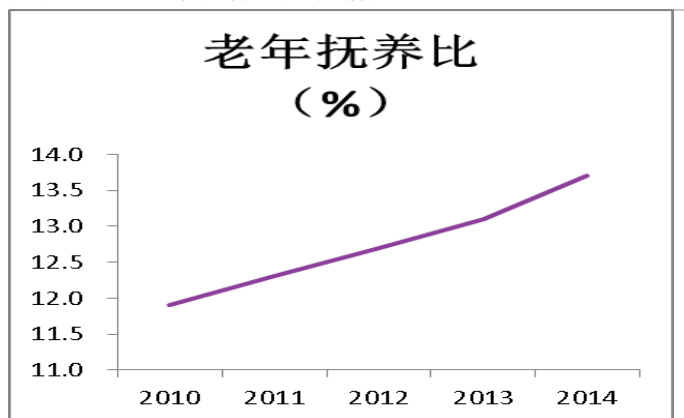
截至 2015 年年底，我国 65 岁以上老年人口已经达到 1.44 亿，占总人口的 10.5%。据预测，本世纪中叶老年人口数量将达到峰值，超过 4 亿，届时每 3 人中就会有一个老年人。随着人口老龄化程度的加剧，养老产业市场空间将进一步释放，且“421 结构”和“空巢家庭”越来越成为社会主流家庭模式，养老服务及养老地产需求将大幅上升，并同时带动养老医疗服务及药品市场的增长。

图表12： 老年人口增长情况



资料来源:国家统计局、联讯证券

图表13： 老年抚养比变化情况

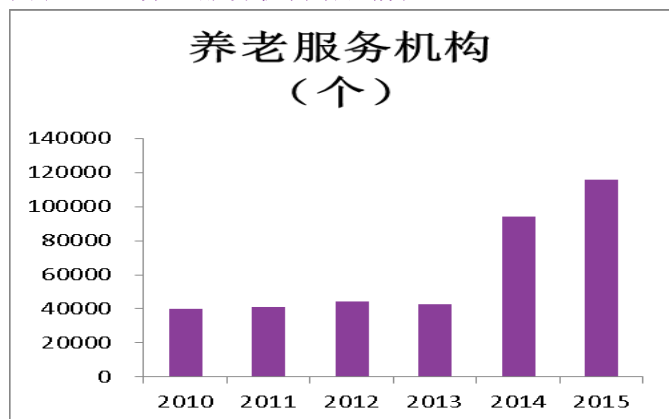


资料来源:国家统计局、联讯证券

目前全国各类养老服务机构和设施 11.6 万个，各类养老床位 672.7 万张，每千名老年人拥有养老床位 30.3 张。按照“十三五”规划的要求，每千名老人应平均拥有床位 42 张，养老市场还存在大幅增长空间，未来五年，养老市场有望突破万亿规模。

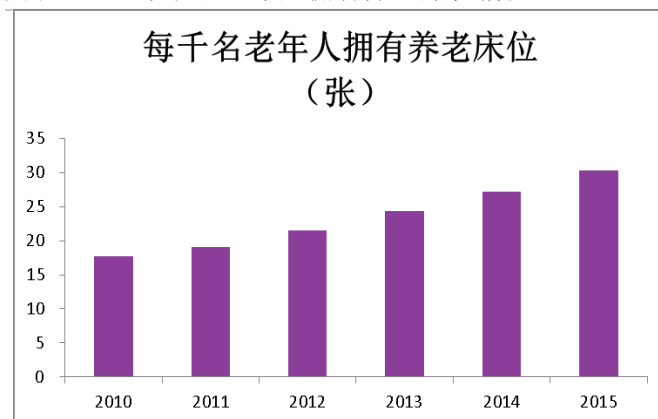


图表14: 养老服务机构增长情况



资料来源:国家统计局、联讯证券

图表15: 每千名老年人拥有养老床位情况



资料来源:国家统计局、联讯证券

(三) 宜华健康是 A 股上唯一以医疗健康为基础, 打造完整养老产业链的公司

目前我国养老产业主要涉及养老社区、养老地产、养老金融、老年护理、休闲度假等。虽然现在我国养老概念受到较多关注, 但上市公司中真正涉及养老实业的并不多。且养老产业大都不是公司的主营, 能与公司主业形成协同作用或形成完整健康产业链的公司更为稀缺。

图表16: 涉及养老实业公司对比

对比公司	主营业务	主营业务收入占比 (2015 年)	养老产业已布局
湖南发展	水力发电综合开发经营	99.69%	湘雅博爱医院 (康复医疗)、春华健康产业园 (健康养老)
双箭股份	橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售	99.61%	桐乡和济颐养院 (养老社区)
乐金健康	家用远红外健康设备的研发、生产和销售	95.52%	养老器械
益佰制药	药品的生产和销售	92.42%	医院和肿瘤治疗中心
金陵饭店	酒店投资管理、旅游资源开发、酒店物资贸易	100%	生态养老、休闲度假
上实发展	房地产开发与经营	100%	2014 年成立养老子公司打造养老社区

资料来源: 公司公告、联讯证券

四、“非诊疗服务+医院诊疗服务+健康管理业务+养老康护服务”-“四位一体”大健康生态圈形成

(一) 非诊疗服务: 众安康, 医疗后勤综合服务和医疗专业工程双轮驱动

1、并购众安康, 公司拉开由地产股转向医疗健康领域的序幕

2014 年 7 月, 公司以发行股份及支付现金相结合的方式向众安康 16 位股东购买其



100%的股权，共支付交易对价 72,000 万元。其中，以现金支付 14,784.00 万元，剩余部分 57,216 万元以发行股份的方式支付，发行股份价格为 6.56 元/股，共计发行 87,219,512 股。公司股东林正刚持有众安康 4,066 万股，占众安康总股本的比例为 60.24%，为众安康的最大控股股东。收购完成后，众安康成为宜华健康的全资子公司，公司拉开由地产股转向医疗健康领域的序幕。

图表17： 众安康股权结构（收购前）

序号	股东姓名	持股股份（万股）	股权比例（%）
1	林正刚	4,066.00	60.24
2	林建新	498.08	7.38
3	南海成长（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	862.40	12.78
4	袁春	135.52	2.01
5	邓宇光	26.40	0.39
6	彭杰	26.40	0.39
7	朱华	26.40	0.39
8	孙玉香	17.60	0.26
9	李红	17.60	0.26
10	阳阳	17.60	0.26
11	夏青	17.60	0.26
12	邓文芳	17.60	0.26
13	侯旭英	17.60	0.26
14	黄微	17.60	0.26
15	上海道基富投资合伙企业（有限公司）	364.67	5.40
16	上海道金滨投资合伙企业（有限公司）	620.93	9.20
合计		6,750.00	100.00

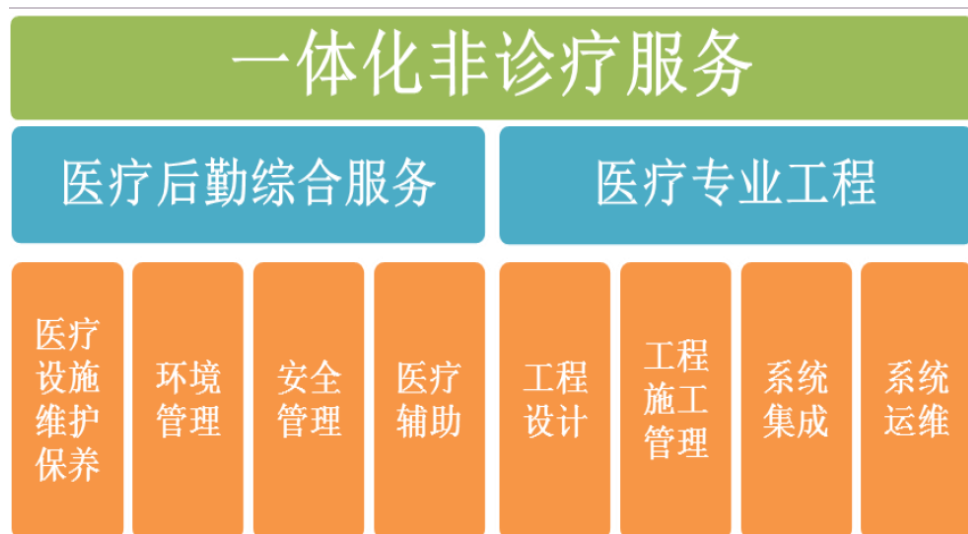
资料来源：公司公告、联讯证券

2、众安康模式是医疗后勤综合服务典范

众安康是国内医疗后勤综合服务行业的“一体化非诊疗支持保障服务”专业服务提供商。经过十余年的发展，众安康形成了以医疗后勤综合服务为核心，医疗专业工程整体解决方案为辅，医疗用品销售为补充的业务结构。



图表18: 众安康业务结构



资料来源:公司公告、联讯证券

广东众安康后勤集团有限公司成立于1999年11月,注册资本2亿元人民币。集团公司现有46家分公司、11家子公司。众安康具有国家一级物业管理资质,集团子公司具有建筑装饰装修工程设计与施工贰级资质、建筑智能化工程设计与施工贰级资质、机电设备安装工程专业承包叁级资质和洁净行业企业资质等级证书。深耕施工、建筑以及机电设备安装工程领域,为众安康从事的服务提供了较坚实的基础。

众安康主要从事医院后勤服务全方位一体化管理,涉及医院机电管理,消防管理,保安、保洁服务,导医、导诊、病人陪护服务,病人营养餐饮服务,医疗设备物资管理,医院手术室、重症监护室等医疗设施的洁净工程建设,以及医院信息化建设等业务功能,基本囊括医院除诊疗服务外的所有服务项目。先后承担全国100多家大中型医院建设、医院后勤综合管理服务和洁净工程建设。成功打造了北京大学深圳医院后勤社会化服务的典范,为全国医院后勤服务社会化改革起到了示范作用。

图表19: 众安康主营业务

服务项目	具体内容
器械	智能健康垫、智能健康枕、智能健康毯、浩泽净水等
物业管理服务	变配电系统、电梯系统、中央空调系统、给排水系统、消防系统、锅炉太阳能供热系统、氧气中央制氧供给系统、污水处理系统、正负压系统、发电系统、音视频、楼宇自动化等弱电系统、房屋本体及室内外公用设施管理与养护
特约服务	医院物资配送、受理服务、会议室、行政办公室、招待所、文体场馆管理等
医疗辅助	导医、护工、医疗运送、病人陪护、医用被服洗涤、受理接待服务。
电力工程系统	医院变电所的运行维护和维修工作、咨询、工程报装、工程施工及成套设备选型
医疗工程系统	洁净工程(层流净化)、医用气体工程、X射线防护工程、医院智能化、热力、空调工程给排水、特殊工程;手术室、ICU、中心供氧、正负压设备运行维护
医院后勤管理保障	病患者营养配餐、职工用餐、接待餐饮;医疗设备、物资采购配送、医疗设备和总务仓库管理、便民商店、文化书店等

资料来源:互联网、联讯证券

科研成果与实际相结合,“众安康模式”成行业标准典范。众安康成立了医院后勤与健康产业研究所,旨在强化集团在医疗后勤服务领域、健康产业领域和企业远期战略发

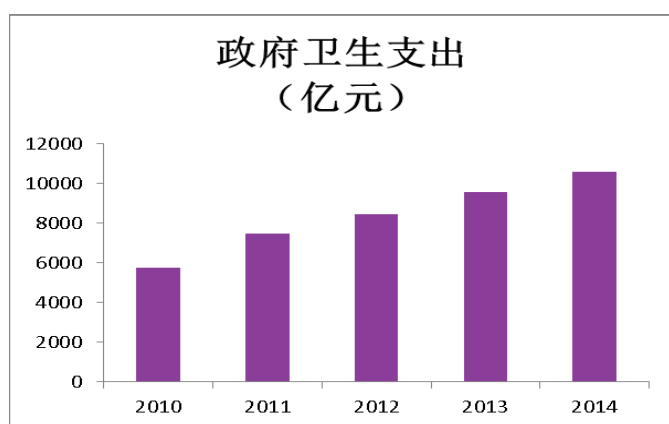


展领域的理论研究,搭建企业内部理论沟通平台和外部学术交流平台。研究所举办的《医院后勤与健康产业研究》于 2014 年 9 月正式出刊,曾出版专著《中国医院后勤保障协同战略研究》、《医院一体化物业管理与服务规范》、《现代医院后勤服务管理手册》、《医院物业管理实务》等。

3、我国新一轮深化医疗卫生体制改革,非诊疗服务市场上升空间巨大

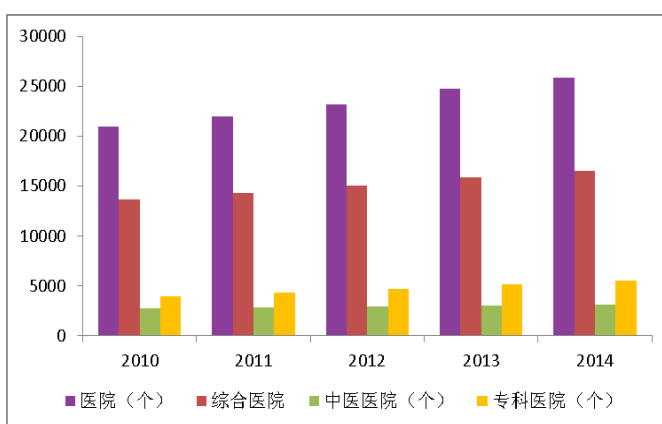
2009 年,我国启动了新一轮深化医疗卫生体制的改革,政府医疗卫生领域的支出规模逐年增大,医疗机构的数量呈现逐年递增的趋势,因而医疗专业工程的需求也逐年增大。随着我国人口老龄化进程加快以及个人可支配收入的提高,我国居民的健康意识有所增强,个人卫生需求大幅度上涨。医疗服务市场距饱和状态相差甚远,医疗后勤服务市场也存在巨大的上升空间。

图表20: 政府卫生支出情况



资料来源:国家统计局、联讯证券

图表21: 医院数量增长情况



资料来源:国家统计局、联讯证券

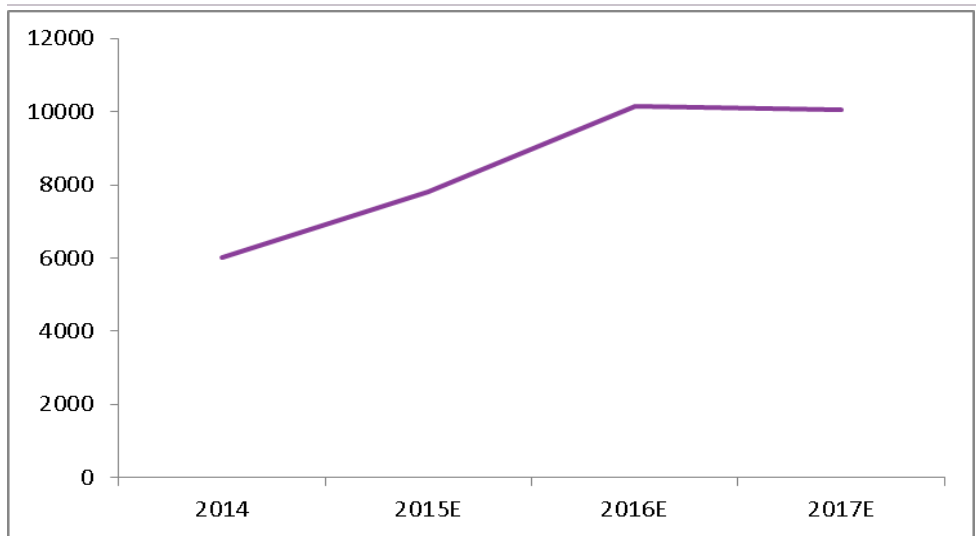
4、众安康启动养老工程建设项目,发挥协同作用,进一步提升公司利润

目前,众安康正在医疗后勤服务领域,医疗基础设施投资建设和养老产业方面融合发展。众安康已于 2015 年 12 月启动一项养老工程建设项目,后续还将配套提供养老管理服务。借鉴亲和源养老社区的经验,并且嫁接亲和源的养老资源,众安康养老业务有望较快速开展。此外,众安康 7 年的医院后勤综合管理经验与公司此前长期专注地产业务而积累的宝贵经验相互融合,并发挥公司与众安康之间广泛的协同作用,压缩工程建设成本,可提高管理效率,加大利润空间。

业绩承诺: 2015 年公司的经营业绩主要来于众安康,众安康承诺 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年的净利润分别不低于人民币 6,000 万元、7,800 万元、10,140 万元、10,059.33 万元。2015 年,众安康实现净利润 7,858.17 万元,与公司 2015 年的业绩预期较为吻合。



图表22: 众安康业绩承诺



资料来源:公司公告、联讯证券

(二) 医院诊疗服务:达孜赛勒康, 管理咨询及诊疗中心并驾齐驱

1、收购达孜赛勒康 100%股权, 切入医院诊疗服务

2015年12月,公司以支付现金的方式购买西藏大同持有的达孜赛勒康 100%股权,支付交易对价为 127,167.70 万元。刘惠珍、刘好分别持有西藏大同 70%、30%股份,两人为西藏大同的一致行动人。因此,刘惠珍、刘好为达孜赛勒康收购前的控股股东与实际控制人。

图表23: 达孜赛勒康股权结构图(收购前)



资料来源:公司公告、联讯证券

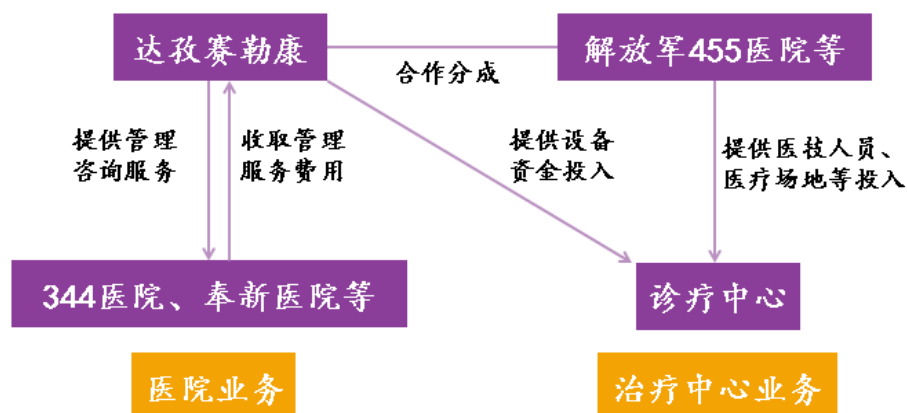
2、达孜赛勒康专注于诊疗中心及肿瘤治疗

达孜赛勒康主营业务为医院管理咨询业务及诊疗中心业务。其业务模式清晰,与医院开展广泛合作,提供管理服务并收取相应费用。此外,达孜赛勒康还可与医院共建诊



疗中心，达孜赛勒康前期提供医疗设备与建设资金，后期与医院按比例分享利润收益。

图表24： 达孜赛勒康业务流程图



资料来源:公司公告、联讯证券

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，成立以来一直致力于与国内知名医院合作、引进高质量的大型医疗诊断和治疗设备。目前孜赛勒康已通过旗下子公司成为多家医院的权益所有人，并通过提供伽马刀治疗设备的方式与肿瘤诊疗中心进行深度合作，未来还将继续在医院、诊疗中心、体检中心领域继续布局。在公司对达孜赛勒康的收购过程中，达孜赛勒康的实际控制人已承诺将其本人及家族在医院及拟合作项目中实际拥有的全部权益转移至达孜赛勒康名下。完成此次收购后，公司资产将会有较大幅度提升。

图表25： 达孜赛勒康注入资产概况

序号	所在阶段	医院/合作项目名称	备注
1	第一次董事会审议预案包含的资产	南昌三三四医院	达孜赛勒康名下
2		四五五医院肿瘤诊疗项目	合作项目
3	未来拟注入的医院或拟签订的合作项目	奉新第二中医院	转让 70%股权，已办理完成
4		合肥仁济肿瘤医院	转让，已报送转让材料
5		四五五医院二期项目	新签项目，已完成合同签署
6		宁波明州医院 PET-CT	合作主体拟由西藏泰康变更为达孜赛勒康，已提交变更申请
7		武警总医院 PET 项目	新签项目，已报申请材料

资料来源：公司公告、联讯证券

达孜赛勒康是一家医疗投资管理公司，达孜赛勒康目前控股奉新第二中医院、南昌三三四医院及合肥仁济肿瘤医院，为其提供医院管理咨询服务，并收取管理服务费。达孜赛勒康通过项目合作的方式为各医疗机构提供包括 OUR-QGD 型立体定向伽马射线全身治疗系统、KLF-A 型 OPEN 式立体定向放射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。公司收购的众安康可为该医院提供后勤管理服务及医疗专业工程服务，形成业务协同。



图表26： 主营业务—医院管理、咨询业务

	以南昌三三四医院为主
医院性质	三级综合、非营利性
科室设置	21 个临床一级科室，39 个临床二级专业学科，并设有医学影像科、核医学科、病理科、输血科、临床实验室、血透净化室、消毒净化室、消毒供应中心、层流手术室等医技科室。
人员配置	职工 700 余人，其中卫生技术人员 500 余人，高级职称 81 人（其中正高级 33 人），教授及兼职教授 21 人，享受国务院特殊津贴者 3 人，中级职称以上医务人员 196 人。
床位数量	建筑总面积 3.6 万平方米，编制床位 524 张，开放床位 800 张。

资料来源：公司公告、联讯证券

图表27： 主营业务—诊疗中心业务

	以四五五肿瘤诊疗中心为主
中心性质	中国人民解放军第四五五医院与达孜赛勒康合作成立并由达孜赛勒康负责运营的专业治疗中心。
设备配置	总投资 5000 多万，引进当时世界最先进一代头部伽玛刀和两台体部伽玛刀，是全国唯一一家拥有三台伽玛刀的肿瘤治疗中心。
科室设置	肝胆外科、心胸外科、神经外科、肿瘤内科（含肿瘤介入）、影像诊断等
人员配置	多位医学教授及主任，其中高级职称 6 名，中初级职称 75 名，硕士研究生 4 名，开展床位近 200 张。

资料来源：公司公告、联讯证券

3、民营医疗机构数量小，未来增长空间大

2014 年，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 67.7 亿人次，同比提高 5.6%。其中，公立医院 23.5 亿人次，同比提高 8.2%；民营医院 2.8 亿人次，同比提高 13.3%。但与全国诊疗人次总量相比，民营医院诊疗人数占比仅 4.07%，这与新医改政府提出的卫生服务供给量相差甚远，民营医疗机构在未来还有很大的增长空间。

图表28： 全国医疗卫生机构医疗服务量

	2013 年	2014 年	增长率
医疗卫生机构合计（万人）	641,456.5	677,419.5	5.6%
公立医院诊疗人次数（万人）	219,125.1	234,952.4	8.2%
民营医院诊疗人次数（万人）	2,435.4	27,585.7	13.3%

资料来源：国家统计局、联讯证券

4、恶性肿瘤成威胁我国人类生命首要因素，放疗服务需求释放

根据国家统计局发布的《2013 中国卫生统计年鉴》，恶性肿瘤已成为造成城镇居民死亡的首要因素，占比超过 20%。另根据全国肿瘤登记中心发布的《2015 年度中国肿瘤登记年报》，我国近年癌症发病率和死亡率呈明显上升趋势。从现有的医学研究来看，放射性治疗可以显著提高患者的存活率。因此，我国放疗市场仍存在大量的服务需求。



图表29: 2014 年城市居民主要疾病死亡率及构成

排名	疾病名称	死亡率 (1/10 万)	构成 (%)
1	恶性肿瘤	161.28	26.17
2	心脏病	136.21	22.10
3	脑血管病	125.78	20.41
4	呼吸系统疾病	74.17	12.03
5	损伤和中毒外部原因	37.77	6.13

资料来源: 国家统计局、联讯证券

图表30: 2014 年农村居民主要疾病死亡率及构成

排名	疾病名称	死亡率 (1/10 万)	构成 (%)
1	恶性肿瘤	152.59	23.02
2	脑血管病	151.91	22.92
3	心脏病	143.72	21.68
4	呼吸系统疾病	80.02	12.07
5	损伤和中毒外部原因	55.29	8.34

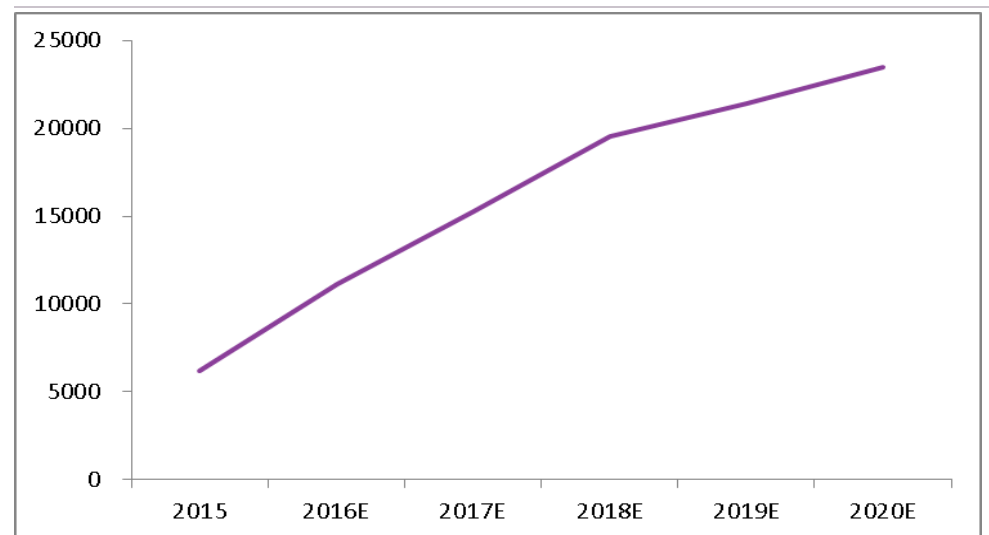
资料来源: 国家统计局、联讯证券

5、达孜赛勒康诊疗服务与众安康非诊疗服务形成优势互补

达孜赛勒康的收购不仅完善了公司在健康产业方面的布局,更与众安康在业务上形成优势互补。

业绩承诺: 达孜赛勒康承诺 2015 至 2020 年度实现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。达孜赛勒康 2015 年实现净利润 6183.67 万元,超出预计净利润约 20 万元,顺利完成业绩承诺。

图表31: 达孜赛勒康业绩承诺



资料来源:公司公告、联讯证券



（三）健康管理：爱奥乐，多参数健康一体机与云健康管理平台双管齐下

1、公司以 3 亿收购爱奥乐 100%股权，医疗产业圈扩展至健康管理

2015 年 12 月，公司以现金支付的方式购买爱马仕、珠海天富、金辉、肖士诚合计持有的爱奥乐 100%股权，交易对价为 30,000 万元。其中，爱奥乐最大控股股东爱马仕的持股比例为 60%，为爱奥乐另一股东肖士诚夫妇所持有。因此，肖士诚夫妇在收购前为爱奥乐实际控制人。完成收购后，爱奥乐成为公司旗下全资子公司。

图表32：爱奥乐股权结构（收购前）

序号	股东姓名	出资额（万元）	股权比例（%）
1	爱马仕	759.88	60.00%
2	珠海天富	63.32	5.00%
3	肖士诚	126.65	10.00%
4	金辉	316.62	25.00%
合计		1266.47	100.00%

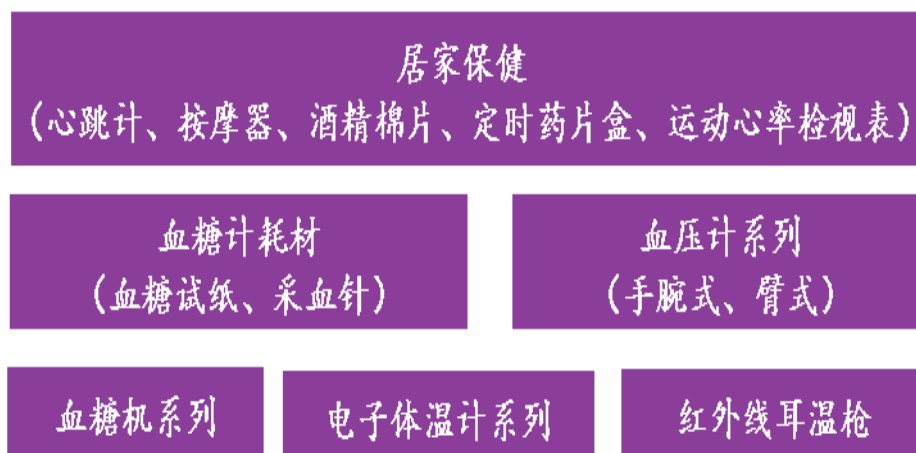
资料来源：公司公告、联讯证券

2、主营检测产品（POCT），并着手打造多参数健康一体机与云健康管理平台

爱奥乐主营业务是利用生物传感技术研发、生产、销售即时检测产品（POCT）。自 2014 年起，爱奥乐紧贴行业发展趋势，率先推出以 GSM、蓝牙为技术基础的远程医疗器械产品，并与大型互联网及知名医药公司深入合作，如：腾讯、九号云健康、江苏先声健康医药有限公司等。

爱奥乐的主要产品目前包括血糖仪及配套试纸、血压计、体温计等医疗器械产品，爱奥乐的产品可以细分成传统和远程两个类别。爱奥乐生产所需的原材料主要为电子元器件、生化试剂等，该原材料市场在国内外均有较为充足的供应商。因此，爱奥乐具备一定的议价能力。

图表33：爱奥乐主营产品



资料来源：互联网、联讯证券

爱奥乐拥有先进的电子和生化研发技术与专业的技术研发团队，目前拥有 4 项注册



商标、5 项专利、8 项软件著作权，于 2015 年被认定为“高新技术企业”。

图表34：爱奥乐无形资产概况

无形资产	数目	详情
商标权	4	爱奥乐、神行灸宝、bioland、脉宝
专利权	5	一种便携式电子热灸仪、血糖仪（两种）、电子血压计（子弹型）、血糖数据的加密方法及设置
软件著作权	8	爱奥乐云端蓝牙血糖仪控制软件 V1.0 爱奥乐云端蓝牙血压计控制软件 V1.0 爱奥乐远程 GPRS 血压计控制软件 V1.0 爱奥乐智能语音血糖仪控制软件 V1.0 爱奥乐 GPRS 血糖仪控制软件 V1.0 爱奥乐智能语音血压计控制软件 V1.0 爱奥乐彩色触屏血糖仪控制软件 V1.0 爱奥乐变频血糖当狗控制软件 V1.0

资料来源：公司公告、联讯证券

爱奥乐目前正着手打造多参数健康一体机与云健康管理平台。多参数健康一体机将具备心电检测、心率、血糖、血压、血氧饱和度、尿常规、提问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。云健康管理平台使用户能够使用物联网、移动互联网、云计算、云存储等技术，让使用智能血压测量产品、血糖测量产品后，数据即时上传，真正实现“智慧医疗”。

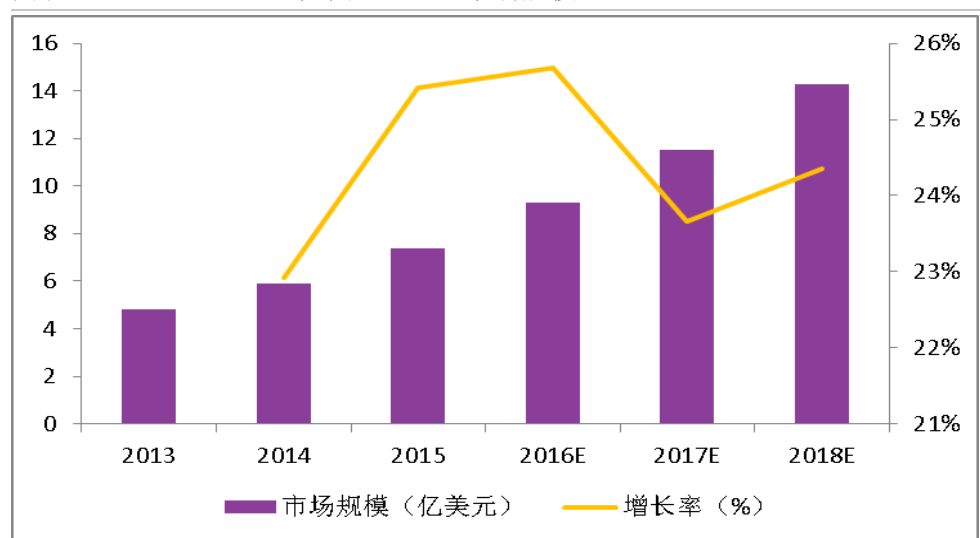
3、慢性病频发，治疗重在日常预防控制，健康管理市场潜力大

近 30 年来，慢性病已取代传染病成为危害人类健康的首要疾病，其中尤以糖尿病、高血压为主，发病率不断上升且呈年轻化趋势。慢性病的治疗以预防控制为主，血压血糖血脂等的日常监测主要依靠即时检测产品；在临床治疗及检测业务中，即时检验医疗器械也必不可少。慢性病患者的增加和即时检测产品的普及将会为健康管理带来极大的发展空间。据统计，2015 年我国 POCT 市场规模为 7.4 亿美元，预计未来三年将以超过 20% 的年复合增长率增长，在 2018 年达到 14.3 亿美元。

在我国，POCT 技术起步较晚，主营业务为 POCT 的公司较少，专注于慢性疾病的公司仅有三诺生物等几家，市场竞争相对较小。



图表35: 2013-2018 年中国 POCT 市场规模



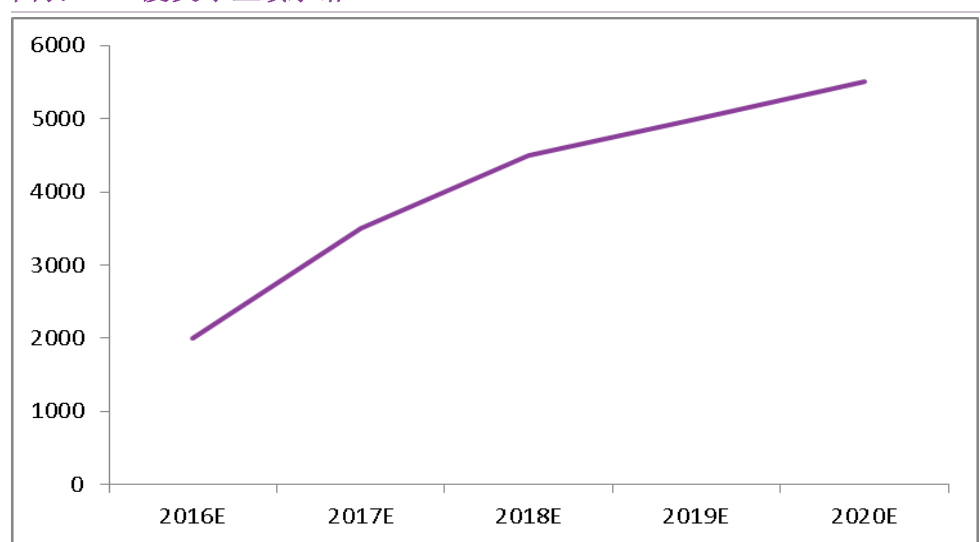
资料来源: 互联网、联讯证券

4、爱奥乐健康管理业务将大大提高非诊疗服务与诊疗服务质量

爱奥乐可为达孜赛勒康旗下医院的患者提供血压、血糖及试纸以及远程血糖血压监测仪器, 大大提高诊疗服务质量, 并降低双方运营成本。此外, 爱奥乐也可以为公司旗下的养老院提供检测业务, 降低成本的同时能够提高入住老人的生活质量与健康监控能力。

业绩承诺: 爱奥乐承诺 2016 至 2020 年度实现净利润分别不低于 2,000 万元、3,502 万元、4,500 万元、5,000 万元、5,501 万元。

图表36: 爱奥乐业绩承诺



资料来源: 公司公告、联讯证券



五、背靠宜华集团，协同效应或令公司养老产业快速发展

（一）背靠宜华集团，公司在养老产业上能实现快速协同发展

宜华企业（集团）有限公司为公司实际控制人，持股数量为 16,157.20 万股，占总股本的比例为 38.08%。宜华企业（集团）有限公司是一家集住居生活、健康医疗、地产开发、资本管理四大产业于一体的大型跨国企业集团，现控股宜华生活、宜华健康两家上市公司，“宜华”品牌价值 115.07 亿元。公司将受益于宜华集团的大背景，利用集团内部发展成熟的地产行业及家居行业，有望在养老产业上实现快速协同发展。

图表37： 公司前十大股东持股情况

序号	股东姓名	持股数量(股)	股权比例(%)
1	宜华企业(集团)有限公司	161,572,045	36.08
2	林正刚	68,317,498	15.26
3	深圳市前海新富阳实业有限公司	36,585,365	8.17
4	中国建设银行股份有限公司-华商盛世成长混合型证券投资基金	8,360,939	1.87
5	林建新	8,098,862	1.81
6	华润深国投信托有限公司-和阳常青集合资金信托计划	5,894,000	1.32
7	中铁宝盈资产-广发银行-中铁宝盈-广泰进取 1 号资产管理计划	5,406,800	1.21
8	中国建设银行股份有限公司-华商价值精选混合型证券投资基金	5,014,877	1.12
9	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	3,800,064	0.85
10	中国银行-嘉实主题精选混合型证券投资基金	3,100,000	0.69
合计		306,150,450	68.38

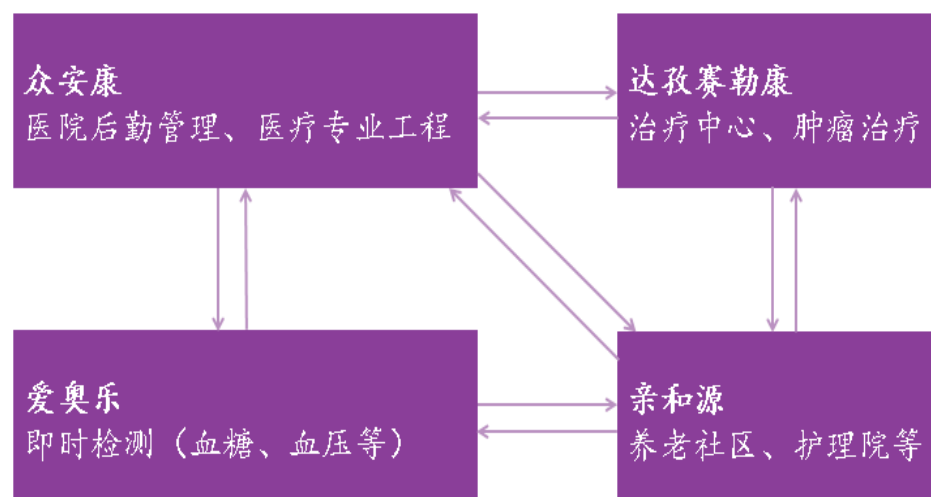
资料来源：Wind、联讯证券

（二）“医疗”与“养老”相结合，或产生协同效应

亲和源的收购，将与众安康启动的养老服务工程相互呼应，在养老社区的运营管理等多方面形成互助，降低成本、增加利润。此外，已收购成功的爱奥乐、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，使得公司旗下各业务板块实现无缝对接。公司目前在医疗健康领域主要向三大业务板块布局，包括医疗非诊疗服务业务、医疗诊疗服务和健康管理业务、养老康护业务，产业关联度较大，前景可观。



图表38： 公司各板块业务无缝对接



资料来源：公司公告、联讯证券

公司在医疗健康领域已布局完整，未来将力图加强各个板块的内部协同，满足客户多元化的需求，并结合大数据以智慧医疗为战略重点实现远程医疗、云健康、医疗金融等相关产业融合，形成核心竞争力。在养老领域，公司将依照亲和源模式，在需求较大的地区进行复制。另将以养老社区为中心，培育家政、保险、金融、旅游等养老服务产业集群，打造多元化养老服务品牌。

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

2016 年，因公司出售广东宜华的股权且将新购入的达孜赛勒康以及爱奥乐并入财务报表而业绩大增。仅上半年便实现净利润 9.34 亿元，超过公司营业收入 5.28 亿元。综合考虑公司旗下各子公司的业绩预告，我们预测公司 2016-2018E 的净利润分别为 129,304.57 万元、28,861.28 万元和 35,963.70 万元，对应的 EPS 分别为 2.71 元/股、0.61 元/股和 0.75 元/股。净资产分别为 297,685.95 万元、327,154.53 万元和 362,805.56 万元，对应的 BPS 为 6.65 元/股、7.31 元/股和 8.10 元/股。

（二）估值

考虑到公司 2016 年仍处于主营业务置换的阶段，公司涉及地产业务子公司的股权将陆续完成出售，或造成公司利润骤增，不能真实反映出公司目前的利润水平。此外，公司控股子公司亲和源虽暂未实现盈利，未来在与公司地产、大健康的协同效应下，有望实现利润的快速增长。暂时的利润亏损状态对未来公司利润的发展水平也无过多的实际意义。基于以上两点，我们认为运用 EPS 估值方法暂不适合运用于公司的估值。

公司在未来或将会继续深化大健康以及养老领域的深度布点，进行该领域相关公司的股权并购。随之而来公司的资产会有所增长。子公司的股权并购可以切实地反映在公司资产的增加上，或许不能给公司带来及时的利润，但却反映出公司的经营实力并且决定这公司未来的经营业绩。因此，我们对公司估值采用 BPS 指标。

我们可以参考的公司分为两类：益佰制药（600594.SH）、金陵药业（000919.SZ）、



乐金健康（300247.SZ）和尚荣医疗（002551.SZ）主营业务与公司相近，均属于医疗大健康的领域，且这四家公司均涉及养老概念。双箭股份（002381.SZ）与湖南发展（000722.SZ）的主营业务与公司的主营业务差别较大，但养老产业均属于养老社区与养老服务相结合的方式。因此，本篇报告的估值会考虑这两类公司的估值水平。

图表39：可比公司估值

股票代码	简称	EPS				BPS				PB (LF)
		2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
600594.SH	益佰制药	0.24	0.58	0.71	0.88	4.51	4.98	5.60	6.46	3.78
000919.SZ	金陵药业	0.41	0.47	0.57	0.77	4.85	5.76	6.28	7.12	2.91
002551.SZ	尚荣医疗	0.31	0.48	0.69	0.92	3.35	3.68	4.26	5.02	5.84
300247.SZ	乐金健康	0.15	0.12	0.14	0.18	4.06	2.33	2.45	2.60	5.26
002381.SZ	双箭股份	0.30	0.33	0.37	0.43	3.41	3.38	3.55	3.81	3.38
000722.SZ	湖南发展	0.28	0.32	0.34	0.37	5.55	6.12	8.00	8.37	2.55
平均		0.28	0.38	0.47	0.59	4.29	4.38	5.02	5.56	3.95
000150.SZ	宜华健康	0.12	2.71	0.61	0.75	3.74	6.65	7.31	8.10	5.73

资料来源：Wind、联讯证券

（三）综合盈利预测与估值：目标价 38.35 元/股、“买入”评级

公司 9 月 1 日的收盘价对应 2016 年 PB 为 4.98 倍，市值 1,484,025.36 万元。综合考虑，可以给予目标价 38.35 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

七、风险提示：

（一）业务调整风险

公司原有主营业务为地产业务，与转型后的医疗健康业务相差较远，产业关联度小，且转型后运营时间不长，经验仍不足。

（二）资金流动性风险

医疗健康产业及养老产业前期都需投入大量资金，而且养老产业在投入前期基本上是以亏损状态运行，如果资金不足，业务将难以为继。

（三）盈利不确定性风险

根据公司目前披露的信息，2016 年收购的亲源连续 3 年亏损，预期 2018 年才能实现盈亏平衡。养老产业前期的大量投入是否能带来利润存在较大不确定性。

（四）行业周期性风险

宜华健康的医疗健康布局是从 2014 年开始，且涉足养老产业也始于 2015 年，尚处于行业生命周期中的幼稚期，前期所需投入较大，且风险较高。

实习生张胜对本报告亦有贡献！



附录：公司财务预测表

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	350901.54	561382.33	687358.82	952901.50	经营活动现金流	37680.94	-15222.34	27866.32	43200.75
现金	33986.83	79630.21	98040.06	2971.43	净利润	5506.09	129304.57	28861.28	35963.70
应收账款	23263.63	15977.60	32189.90	35438.32	折旧摊销	2051.66	4483.06	4981.96	6882.96
其它应收款	36613.70	29158.78	51575.09	61777.03	财务费用	6769.99	21211.21	10976.02	15760.58
预付账款	25075.93	16017.43	39798.52	40667.95	投资损失	-7900.21	0.00	0.00	0.00
存货	231961.45	420598.31	465755.25	812046.77	营运资金变动	301487.10	159750.02	17133.64	33474.77
其他					其它	-270233.69	-329971.20	-34086.58	-48881.26
非流动资产	104062.56	131555.15	164552.44	201665.13	投资活动现金流	-22682.14	-1982.93	-30659.86	-3786.63
长期投资	12296.48	12296.48	12296.48	12296.48	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5691.42	20662.97	122933.96	26791.75	长期投资	12296.48	12296.48	12296.48	12296.48
无形资产	539.20	343.74	548.60	733.45	其他	-34978.62	-14279.41	-42956.34	-49083.11
其他	85535.46	98251.96	138773.40	161843.45	筹资活动现金流	16260.48	147022.14	18148.91	22025.65
资产总计	454964.10	692937.48	851911.26	1154566.63	短期借款	20500.00	0.00	0.00	15361.64
流动负债	138928.51	111061.71	121886.92	293640.14	长期借款	125100.00	303644.00	32324.00	21575.10
短期借款	20500.00			153761.64	其他	-129339.52	-156621.86	14175.09	-14911.09
应付账款	21617.75	83388.98	83388.98	83388.98	现金净增加额	31259.28	129816.87	15355.37	61439.77
其他	96810.76	27672.73	38497.94	56489.52					
非流动负债	147706.09	284189.82	402869.82	498120.92	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	125100.00	273644.00	392324.00	487575.10	成长能力				
其他	22606.09	10545.82	10545.82	10545.82	营业收入	554.03%	47.80%	38.20%	41.07%
负债合计	286634.60	395251.53	524756.73	791761.06	营业利润	135.72%	2513.25%	-77.89%	24.22%
少数股东权益	775.11	8876.23	10721.74	12954.43	归属母公司净利润	73.07%	2248.45%	-77.59%	24.61%
归属母公司股东权益	167554.39	288809.72	316432.79	349851.13	获利能力				
负债和股东权益	454964.10	692937.48	851911.26	1154566.62	毛利率	23.70%	26.89%	28.79%	26.22%
					净利率	5.34%	84.84%	13.70%	12.10%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	3.08%	41.98%	8.73%	9.55%
营业收入	103122.63	152417.00	210637.00	297143.00	ROIC	5.51%	46.96%	8.80%	9.30%
营业成本	78682.36	111434.77	150000.44	219246.51	偿债能力				
营业税金及附加	4737.55	7002.18	9676.86	14651.03	资产负债率	63.00%	57.04%	61.60%	68.58%
营业费用	5417.07	8006.52	10064.83	15609.02	净负债比率	86.90%	94.75%	123.98%	183.32%
管理费用	4333.82	6405.46	8852.21	14487.70	流动比率	253.33%	505.47%	563.93%	324.51%
财务费用	6769.99	21211.21	10976.02	15760.58	速动比率	85.61%	126.76%	181.81%	47.97%
资产减值损失	4497.73	4497.73	4497.73	4497.73	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.29	0.27	0.27	0.30
投资净收益	7902.62	178268.32	21495.13	34392.20	应收帐款周转率	8.79	3.88	8.75	8.79
营业利润	6586.73	172127.45	38064.04	47283.33	应付帐款周转率	5.42	2.12	1.80	2.63
营业外收入	232.04	348.06	522.09	835.34	每股指标(元)				
营业外支出	46.74	69.61	104.42	167.07	每股收益	0.12	2.71	0.61	0.75
利润总额	6772.03	172405.90	38481.71	47951.60	每股经营现金	0.84	-0.34	0.62	0.96
所得税	1265.94	43101.33	9620.43	11987.90	每股净资产	3.76	6.65	7.31	8.10
净利润	5506.09	129304.57	28861.28	35963.70	估值比率				
少数股东损益	344.83	8094.47	1700.12	2118.58	P/E	276.17	12.23	54.33	44.19
归属母公司净利润	5161.27	121210.10	27161.16	33845.12	P/B	8.81	4.98	4.53	4.09
EBITDA	15515.86	176138.74	57515.44	78802.51	EV/EBITDA	124.61	8.91	29.07	25.62
EPS (元)	0.12	2.71	0.61	0.75					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。