

泰合健康 (000790)

泰合集团入主，开启战略转型

买入（首次）

2016 年 10 月 25 日

投资要点

- **泰合集团入主公司，开启华神第三次创业新征程：**泰合集团创立于 2002 年，注册资金 10 亿，经过 14 年的超常规发展，已形成“金融主业突出，大健康、教育、文化旅游、房地产等相关产业协同发展”的产业布局，连续四年位列中国民营企业 500 强，2016 年 6 月 30 日总资产超 600 亿元。2015 年 10 月总部注册于香港，通过运作金融资本与并购业务，积极谋求国际化发展。泰合的实际控制人王仁果夫妇通过持有四川华神 72% 的股权而间接持有上市公司 18.08% 的股份，成为公司的第一大股东。
- **大股东增持意向强烈，看好公司大健康产业发展：**2016 月 9 月公司由华神集团更名为泰合健康，原证券代码不变。2015 年泰合集团拟认购上市公司定增的 4.3 亿元用于三七通舒胶囊国际化项目、营销网络建设项目以及补充流动资金。2016 年考虑资本市场与外部环境的变化撤回定增计划。
- **重磅产品放量需要时间，短期业绩承压明显：**公司的三七通舒胶囊是国内首批采用指纹图谱进行质量管控的中药产品，与市场上含三七的同类胶囊产品相比，具有物质基础清楚，作用机理明确，临床效果显著的特点，具备中药国际化的条件。三七通舒胶囊国际化项目的建成会给你带来新的利润增长点。而公司的生物药利卡汀作为全球首个原发性肝癌单抗放疗药物，疾病控制率高，患者副作用小。但是由于利卡汀价格昂贵，并且在使用上对于医院的硬件设施要求较高，因而增长还需要一定的时间。
- **公司坚持外延式发展加内生式增长路径：**公司的市值较小，为 60 亿左右，另外股东分散，第一大股东占比 18.08%，前十大股东占有 28.59% 的股份。大股东与中钰资本成立 50 亿产业投资资金，为未来扩大并购项目来源，为公司储备潜在并购标的，同时通过产业投资基金孵化和培育的方式降低后续运营整合风险。
- **盈利预测：**我们预计 2016-2018 年公司实现营业收入 4.5 亿，4.8 亿，5.2 亿，实现净利润为 2482 万，3029 万，3403 万，对应 EPS 为 0.06，0.07，0.08，我们看好公司未来大健康产业发展战略，同时对公司三七通舒胶囊未来有信心，外延内生增长路径符合公司的现状，因此给予“买入”评级。

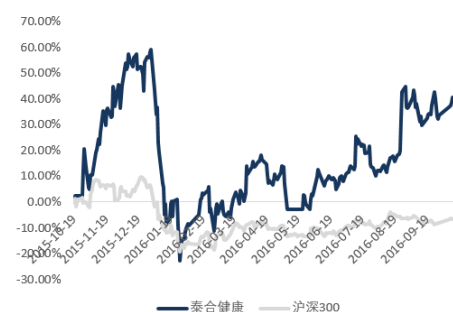
首席证券分析师 洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

Hongyang614@gmail.com

0512-62938572

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.32
一年最低价/最高价	17.15/7.88
市净率(倍)	10.58
流通 A 股市值(百万元)	430.0

基础数据

每股净资产(元)	1.353
资本负债率(%)	33.96
总股本(万元股)	43,102.14
流通 A 股(百万股)	430.2

目 录

1. 公司概况及发展现状	4
1.1. 公司概况	4
1.2. “产、学、研”合作平台—有持续发展潜力	5
2. 现有产品市场前景广阔，核心产品竞争力强	5
2.1. 三七通舒胶囊—有望成为 10 亿大品种中药	6
2.2. 鼻渊舒口服液—全国独家医保产品	9
2.3. 利卡汀—有望成为 10 亿级肝癌单抗药	10
3. 重磅产品放量需要时间，短期业绩承压明显	11
3.1. 公司总营收分析—2016 年盈利能力增强，业绩拐点隐现	11
3.2. 产业结构持续优化，现代中药成公司主要收入来源	12
4. 泰合集团入主公司，开启华神第三次创业新征程	13
4.1. 泰合集团概况—金融主业突出，大健康、教育、文化旅游， 房地产协调发展	13
4.2. 泰合集团资产营收分析—集团净利润增长率惊人	14
4.3. 泰合集团子板块分析—公司财力雄厚，金融主业可助推大 健康发展	15
4.3.1. 金融主业突出，融资能力出众	15
4.3.2. 房地产板块为基础依托	16
4.3.3. 其他板块	17
4.4. 收购过程	17
5. 坚持大健康发展主线，走外延式路径	19
5.1. 钢构剥离成必然趋势，未来专注医药大健康产业	19
5.2. 公司市值小，股东分散，大股东增持意愿强烈，并购预期 明显	19
6. 盈利预测及投资建议	20
7. 风险提示	20

图表目录

图 1 子公司情况图.....	4
图 2 2015 年员工专业构成	
图 3 2015 年员工学历构成.....	5
图 4 公司分产品营收占比.....	6
图 5 公司主要产品收录现状.....	6
图 6 三七通舒胶囊开发成果图.....	7
图 7 三七通舒胶囊主要竞品及其成分.....	8
图 8 2011-2015 三七通舒胶囊重点城市公立医院销售金额.....	8
图 9 2011-2015 鼻渊舒口服液重点城市公立医院销售金额.....	9
图 10 2011-2015 索拉非尼重点城市公立医院销售金额.....	11
图 11 公司主要在售产品.....	11
图 12 2011-2016H1 泰合健康营收及增长	
图 13 2011-2016H1 泰合集团净利润及增长.....	12
图 14 2016H 年公司分产品营业收入构成	
图 15 2016H 年公司分产品营业利润.....	12
图 16 2016H 年公司分产品毛利率.....	13
图 17 泰合集团子公司结构示意图.....	14
图 18 泰合集团 2012-2015 年资产情况.....	14
图 19 泰合集团 2012-2014 年营收及利润情况.....	15
图 20 泰合集团金融板块核心子公司基本情况分析.....	16
图 21 泰合集团房地产板块核心子公司基本情况分析.....	17
图 22 上市公司实际控制人变更前的股权分布.....	18
图 23 上市公司实际控制人变更后的股权分布.....	18
图 24 泰合健康十大股东明细.....	19
图 25 历史并购及结果.....	20

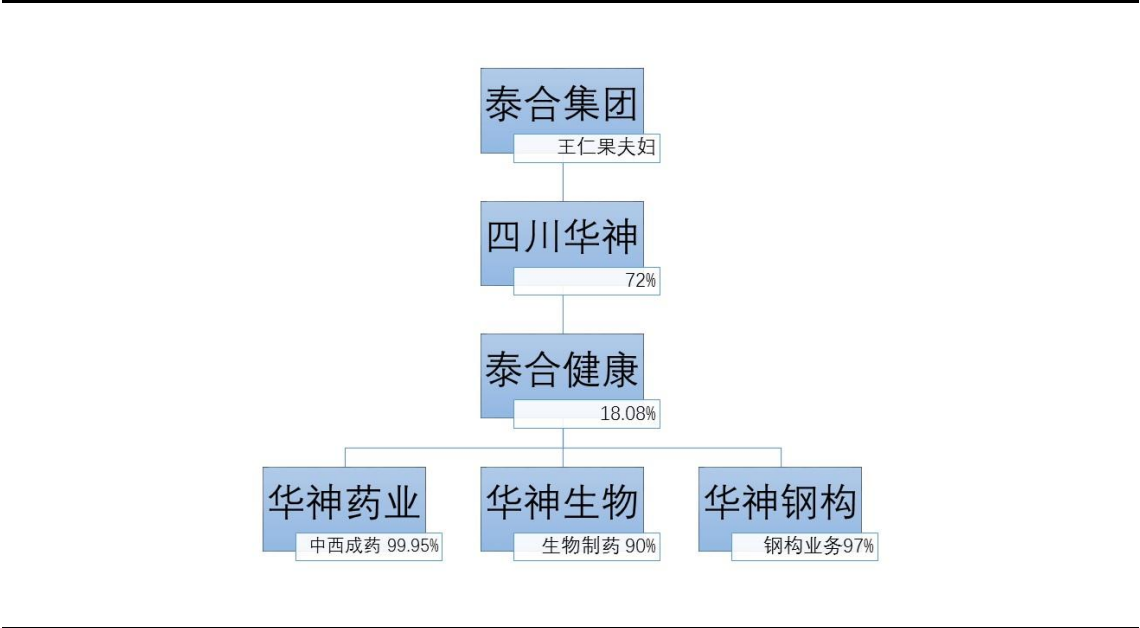
1. 公司概况及发展现状

成都华神集团股份有限公司（简称华神集团或成都华神，下同）的前身是成立于 1988 年的成都建业发展股份有限公司，于 1998 年在深圳证券交易所挂牌上市，主营业务分生物制药、中西成药、现代钢构三个板块。2015 年泰合集团成为公司的第一大股东后，2016 年 9 月公司更名为成都泰合健康科技集团股份有限公司（简称泰合健康，下同），证券代码不变。公司的发展主线调整为以现代中药为依托，以生物制药为特色，通过研发医药产品、并购药业企业和成熟医院，外延式发展医疗管理，康养产业，逐步建立起完善的医疗制造、医疗保健、医疗服务为主体的医药大健康产业。

1.1. 公司概况

泰合健康控股三个子公司，分别是四川华神钢构有限责任公司（简称华神钢构，下同），成都中医药大学华神药业有限责任公司（简称华神药业，下同），以及成都华神生物技术有限公司（简称华神生物，下同），对应负责的业务为钢结构设计制作安装服务，中西成药以及生物制药。泰合健康的直接控制人，即公司的第一大股东为四川华神集团公司（简称四川华神，下同），持有公司 77,923,973 股，占总股本 18.08%。四川泰合置业集团有限公司（简称泰合集团，下同）持有四川华神 72%的股份，为成都华神的最终控制方。

图 1 子公司情况图



资料来源：公司公告

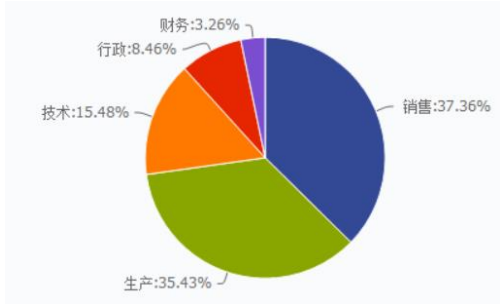
泰合集团的实际控制人为王仁果与张碧华夫妇，分别持有泰合集团 60.82%，39.18%股份。王仁果先生于 1993 年毕业于财务会计专业后从事罐头销售工作，2002 年创办泰合集团，涉足房地产业，累计开发面积约 300 万平方米，拥有上万户业主，被房地产业界称之为“泰合现象”。2009 年开始放缓地产扩张，转战金融领域。2015 年成为四川华神的第一大股东，逐步寻求转型大健康产业。被评为“2015 四川杰出民营企业企业家年度人物”，“2009 年四川房地产十大风云人物”等。

1.2. “产、学、研”合作平台—有持续发展潜力

公司与包括成都中医药大学在内的国内外数十所高等院校、科研院所及知名医院建立了开放式、互利互惠的“产、学、研”合作平台，并依托国家级“企业技术中心”、“博士后科研工作站”，不断完善现代中药、单克隆抗体药物、基因工程药物及核素药物标记的新药研究开发平台。

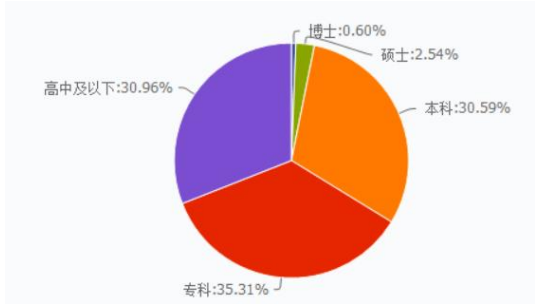
公司的员工专业构成上，销售、生产、技术人员的人数分别是 309, 193, 128 人，分别占总员工数的比例为 37.36%，35.43%和 15.48%。而学历构成中，本科及以上学历的人员有 279 人，占比 33.73%。

图 2 2015 年员工专业构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3 2015 年员工学历构成



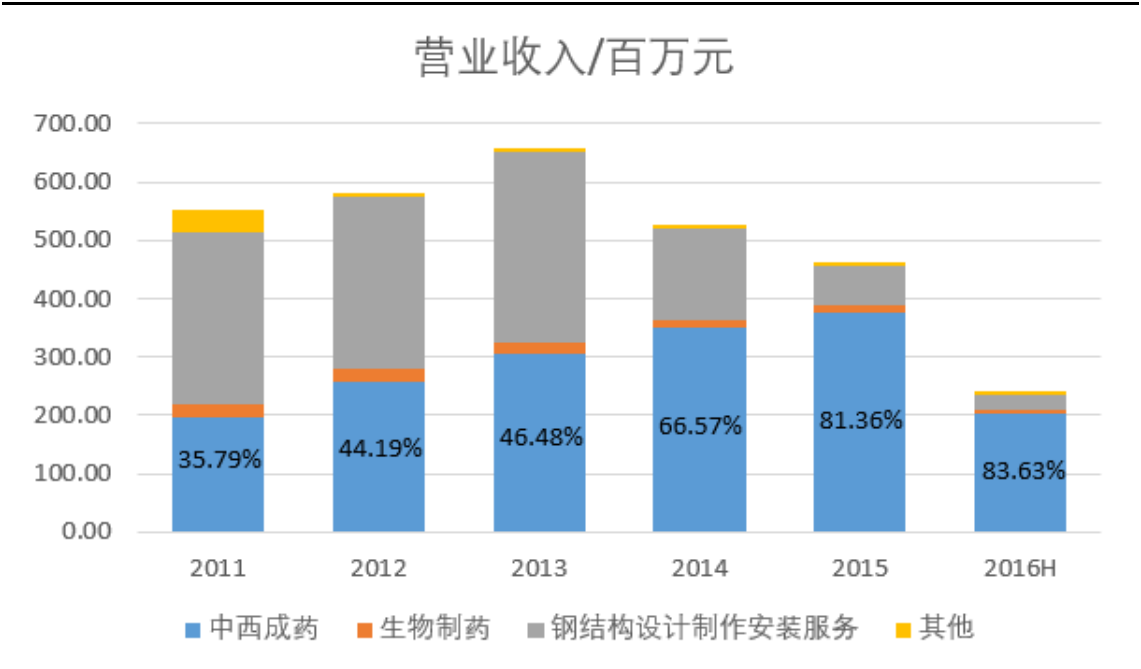
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司累计获得发明专利 17 项、实用新型 24 项和外观设计 4 项。大股东定位大健康转型道路，公司从研发到生产和销售的平台助力于专注医药产业的发展。

2. 现有产品市场前景广阔，核心产品竞争力强

公司的产品结构中，中西成药的营收比例不断增大，逐渐成为公司主要的收入来源。其中占公司总营收 10% 以上的产品主要是中西成药板块的三七通舒胶囊和鼻渊舒口服液。

图 4 公司分产品营收占比



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

公司主要产品收录现状见图 5，其中三七通舒胶囊为国家医保目录收录，鼻渊舒口服液被医保目录以及药典目录收录。

图 5 公司主要产品收录现状

目录	药品
2013 年版国家基本药物目录	九味羌活颗粒，一清颗粒，奥美拉唑肠溶胶囊等
国家医保目录（11）	三七通舒胶囊、鼻渊舒口服液（胶囊）、活力苏口服液等
2010 年版中国药典目录（20）	鼻渊舒口服液、鼻渊舒胶囊、活力苏口服液、儿感退热宁口服液、无烟灸条等
国家发展改革委定价范围内的低价药品清单	一清颗粒、复方丹参片、罗红霉素、格列齐特片（II）、九味羌活颗粒
除江西、西藏以外的各省低价药物增补清单	活力苏口服液

资料来源：公司报告，东吴证券研究所

2.1. 三七通舒胶囊—有望成为 10 亿大品种中药

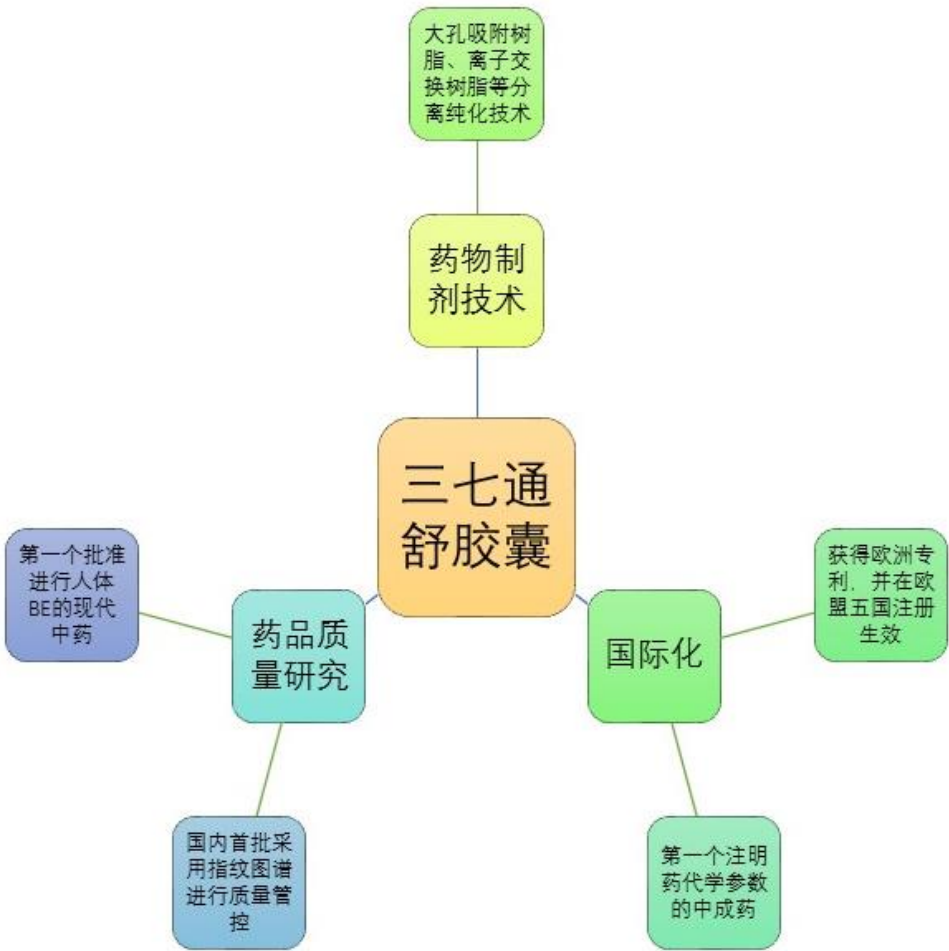
公司目前的核心中药产品三七通舒胶囊是原国家二类中药新药，于 2003 年获准上市，为医保目录药品，属于心脑血管病用药。公司分别在药品的质量管控，制剂技术以及国际化三个方面来将三七通舒胶囊重点打造成为单品销售规模超过 10 亿元的现代中药大品种。

三七通舒胶囊是首个以三七三醇皂苷为主要成分的心脑血管病口服中

成药，有效成分针对性强。另外公司还建立了三七三醇皂苷指纹图谱，是国内首批采用指纹图谱先进质量控制技术进行药效物质群控制的药品。指纹图谱具有整体性特征，可定性、定量地控制中药材和中药制剂的各阶段质量，具有质量稳定性，是中药走向国际的前提条件。

三七通舒国际化项目的顺利实施将进一步有效提升公司质量管理能力，有望成为中国中药现代化和国际化的典范品种，成长潜力巨大。项目建设期 8 年，预计每年会新增销售额 1.25 亿，新增利润 2500 万。目前获得欧洲专利局“一种三七三醇皂苷组合物及其制备方法和用途”的国际发明专利授权，并在德国、法国、英国、意大利、荷兰五个欧洲专利协议国注册生效。

图 6 三七通舒胶囊开发成果图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

三七通舒胶囊的有效成分为人参皂苷 Rg1、Re 和三七皂苷 R1，其作用通路与阿司匹林相同，均作用于花生四烯酸代谢通路，但作用靶点不同，不会引起前列环素的异常，因而无明显的胃肠道副作用，更加安全，因而称三七通舒胶囊为植物阿司匹林。

图 7 三七通舒胶囊主要竞品及其成分

药品名	主要成分	公司
三七通舒胶囊	三七三醇皂苷	泰合健康
三七冠心宁胶囊	三七	云南白药
三七冠心宁胶囊	三七绒根醇提取物	云南维和药业

资料来源：CFDA，东吴证券研究所

市场上含有三七成分的同类胶囊药物一共有 69 种，主要竞品为云南白药和云南维和药业的三七冠心宁胶囊，与之相比，公司的三七通舒胶囊具有的优势有三：一、物质基础清楚，原料三七三醇皂苷中三大主要成分含量接近 70%，其中人参皂苷 Rg1 含量高达 50%；二、作用机理明确，原料三七三醇皂苷及主要成分人参皂苷 Rg1 的抗聚和神经保护作用及其机制通过国内外一系列研究已得到证实；三、临床疗效更为显著，其他的三七类制剂抗血小板聚集药效成分含量较低，达不到最低起效剂量，与阿司匹林抗血小板聚集的作用机理不同。

图 8 2011-2015 三七通舒胶囊重点城市公立医院销售金额



资料来源：米内网，东吴证券研究所

药品 2014 年在全国脑血管病医院口服中成药市场排名第 6 位（占比 5.17%），在全国心脑血管病医院口服中成药市场排名第 12 位（占比 0.86%）。目前已基本上在全部省市中标，2013 年实现总营收 2.2 亿，2016

年 12 粒装规格的中标价格在 31.68—33.54 元之间。重点城市公立医院市场，三七通舒胶囊的销售金额在 2011-2015 年的 CAGR 有 10.50%。如果按 2013 年的销售权重以及 2011-2015 年的 CAGR 来计算，不考虑三七国际化带来的收入，那么预计 2016-2018 年三七的收入分别有 2.87 亿，3.17 亿和 3.51 亿。

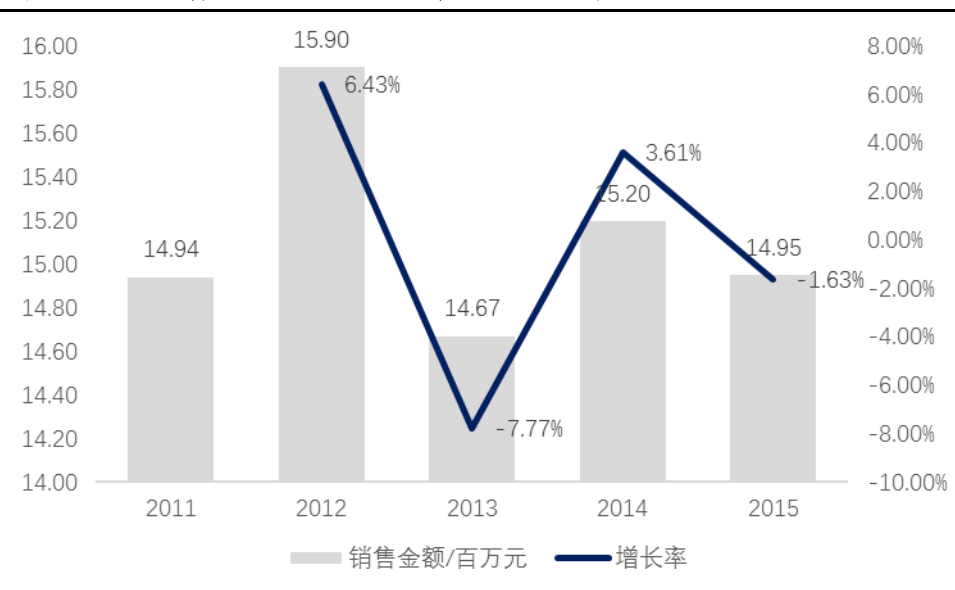
2.2. 鼻渊舒口服液—全国独家医保产品

鼻渊舒口服液（胶囊）主要用于治疗和预防急性鼻炎、鼻窦炎、过敏性鼻炎及 Fess 手术的辅助治疗，能显著改善鼻塞、流鼻涕、嗅觉减退、头痛等症，是鼻炎、鼻窦炎治疗的临床一线用药。鼻渊舒口服液是上海、安徽、四川、广东四省的地方增补基药目录品种，全国独家医保产品、国家级重点新产品，国家基本医疗保险和工伤保险药物，并被纳入《中国药典》2015 年版一部品种。

鼻渊舒口服液是高效优质的鼻科新型中成药，生产工艺及检测手段先进，与鼻科用药同类产品比较，处于国内领先水平。其生产工艺中运用了动态提取技术、水提醇沉技术、水提酸沉技术等中药制药创新技术，在保证药物质量的前提下，将组方制成了便于携带、易于服用的现代中成药。

市场上同类的鼻科用药有 63 种，其中 54 种为通窍鼻炎片，鼻通宁滴剂 5 种，鼻炎康片 2 种，口服液仅太极集团的鼻窦炎口服液一种。

图 9 2011-2015 鼻渊舒口服液重点城市公立医院销售金额



资料来源：米内网，东吴证券研究所

鼻渊舒口服液（胶囊）目前已经在全国 26 个省、市、自治区均有销售，

2016 年单支中标平均价格为 2 元。在 2014 年北京、四川等九大样本城市鼻炎中成药市场排名第 5 位。鼻渊舒口服液在重点城市公立医院的销售金额较为稳健。2015 年营收占比超 10%，预计每年贡献营收超 5000 万。

2.3. 利卡汀—有望成为 10 亿级肝癌单抗药

利卡汀（碘[131I]美妥昔单抗注射液）—是全球首个专门用于治疗原发性肝癌的单克隆抗体放射免疫靶向药物，也是我国第一个具有完整独立知识产权、全新药靶的抗体药物，属于国家一类新药。利卡汀经 CFDA 批准于 2007 年 7 月上市。是国家“八五”、“九五”、“十五”、863 计划重大产业化项目。

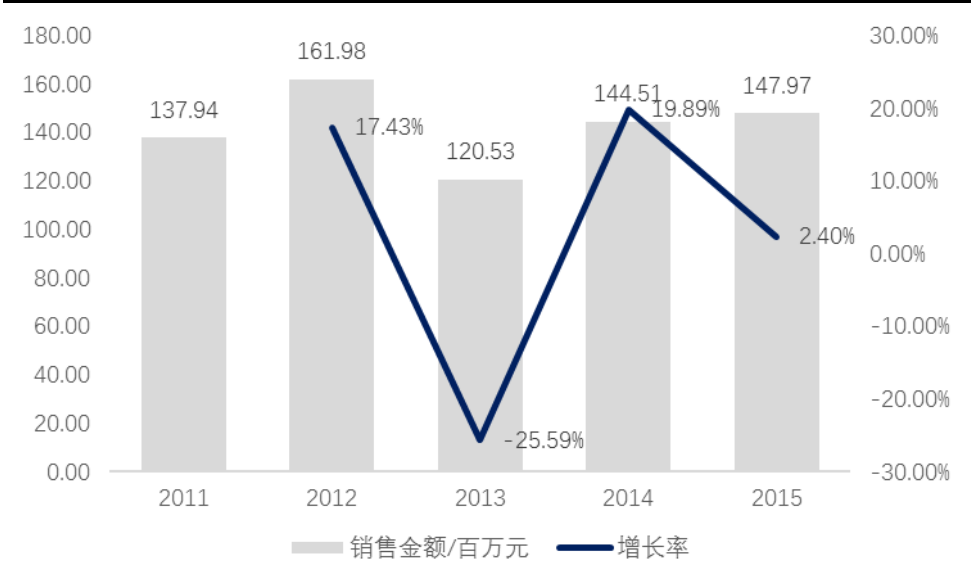
肝癌细胞膜抗原 HAb18G/CD147 在肝癌组织中高度表达，美妥昔单抗可特异性结合肝癌细胞膜抗原 HAb18G/CD147，抑制肝癌转移与扩散。同时通过美妥昔单抗的特异性结合肝癌细胞，使其携带的放射性核素碘[131I]特异性在肿瘤区浓聚，发射的 β 射线持续内放射，照射效能高，最终造成肿瘤细胞死亡，从而产生抗肿瘤作用。

利卡汀的疾病控制率（即肝癌未进展率）有 86.3%，患者的中位生存期为 19 个月，21 个月生存率为 44.54%，32 个月生存率为 31.03%。利卡汀对肝癌复发也具有较好的疗效，同时大大提高了患者生存质量，减轻了患者的痛苦，副作用也远低于常规放化疗。推广阻力在于其临床用药费用较高，为 2.88 万元 / 支，42 天 3 支为一个疗程。此外，该药由于需要放射性药物防护，需要建立独立的防辐射病房，因此市场推广有所限制。目前公司尝试改变应用条件，通过开发小放射剂量利卡汀来实现销售量。

小放射剂量的利卡汀可在具备核素药品使用资质的普通病房使用，目前已在全国 80 多家三甲医院开展临床研究与应用，销售价格不变。我国每年有 45 万新增肝癌病例，公司的 40000 支利卡汀产能可以应用于 1.33 万个疗程，利卡汀完全放量有足够的空间，可以给公司每年带来 11.52 亿的营收。

治疗肝癌的同类药品有 Byer 公司与 Onyx 公司合作开发的多靶点酪氨酸酶抑制剂索拉非尼，它能显著延长存活时间和肿瘤无进展时间，疾病控制率 73.3%，无明显不良反应，是第 1 个被批准用于肝癌且唯一被证实可以显著延长肝癌患者总生存期的系统性治疗药物，具有较强的竞争优势。但是索拉非尼主要用于晚期肿瘤，利卡汀多用于肝癌的早中期。2011-2015 年索拉非尼的销售金额较为稳健，均在 1.5 亿左右。

图 10 2011-2015 索拉非尼重点城市公立医院销售金额



资料来源：米内网，东吴证券研究所

3. 重磅产品放量需要时间，短期业绩承压明显

公司主要在售产品见图 11，其中三七通舒胶囊是公司重点打造和挖潜的品种。占公司总营收 10% 以上的品种主要是三七通舒胶囊和鼻渊舒口服液。而生物制药板块主要是利卡汀。由于利卡汀使用条件的限制，因而其营销推广有一定的阻力，导致生物制药板块目前利润不够理想。

图 11 公司主要在售产品

目录	主要药品
中西成药	三七通舒胶囊、鼻渊舒口服液、鼻渊舒胶囊、儿感退热宁口服液、痛经口服液、活力苏口服液、无烟灸条、一清颗粒、余甘子喉片、九味羌活颗粒、伏立康唑片、苯溴马隆胶囊、罗红霉素颗粒、罗红霉素分散片等 10 余个品种。
生物制药	利卡汀（碘[131I]美妥昔单抗注射液），观欣（氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒【酶联免疫法】）

资料来源：公司报告，东吴证券研究所

3.1. 公司总营收分析—2016 年盈利能力增强，业绩拐点隐现

公司 2016 年上半年实现 2.41 亿元营收，同比减少 1.72%。归母净利润同比增长 293.67%，而扣除非经后的净利润为 1658.59 万元，同比增长 404.46%。实现经营活动现金流量净额 2,500.34 万元，扭转赤字局面。2015 年主要由于钢构产业受到宏观经济和市场环境的影响亏损 6988.47 万元，导致净利润大幅下滑，2016 年组建项目运营中心和营销团队，拓宽经营

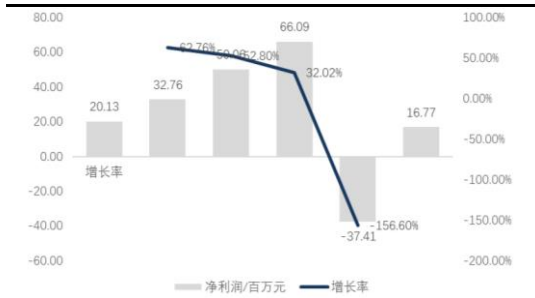
渠道，扭亏为营。

图 12 2011-2016H1 泰合健康营收及增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13 2011-2016H1 泰合集团净利润及增长



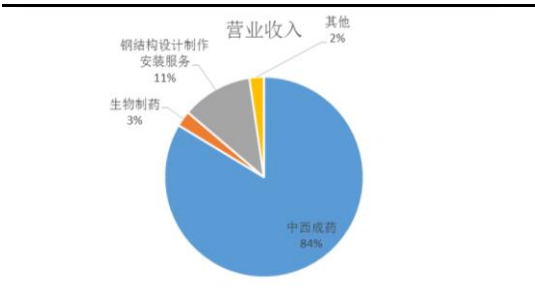
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司的现代中药领域通过协同创新与自主创新的方式，全面实施营销变革，创新营销模式，改变了以往单一的临床推广、学术推广的营销模式，积极探索、实施多维度的、适应新业态的营销模式：探索空白地区营销模式改革试点，推行规范管理下的费用承包责任制试点；稳妥布局拓展 OTC 业务、招商代理、第三终端及电商合作等营销新途径，为公司产品渠道延伸、纵深发展、模式创新和营销手段的丰富谋求变革与突破。生物制药领域积极推进产品结构调整，整合现有研发资源，寻求新的发展路径。

3.2. 产业结构持续优化，现代中药成公司主要收入来源

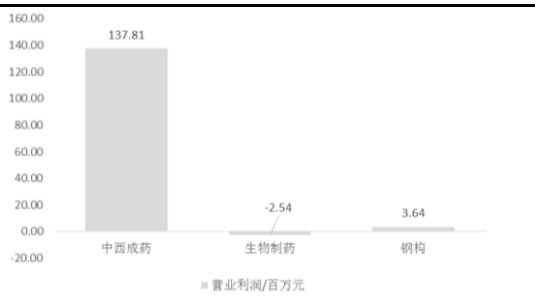
公司 2016 年上半年中西成药占据总营收的 84%，同比增长 5.89%，实现净利润 3087.06 万元，同比增长 36.13%，成为公司主要的收入和利润来源。现代钢构产业实现净利润 16.86 万元，本期实现扭亏为盈。生物制药产业，主要为利卡汀，亏损 573.78 万元，同比增亏 423.13 万元。

图 14 2016H 年公司分产品营业收入构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

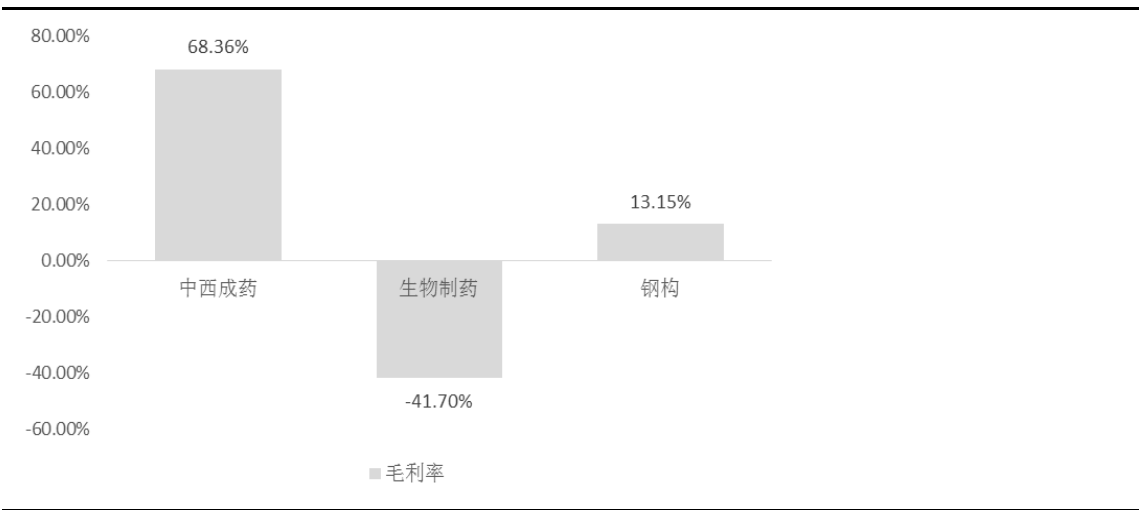
图 15 2016H 年公司分产品营业利润



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

另外中西成药的毛利率在三个业务板块中最高，为 68.36%，造成公司销售净利率低的原因主要是由于销售费用高，占据总营收的比例达 37%。

图 16 2016H 年公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前核心品种三七通舒胶囊销售额超 3 亿元，但主要集中在一、二线城市的医院，公司正加强营销渠道建设和学术推广，未来随着产品在基层医院的推广，公司盈利水平有望进一步提升。此外三七通舒胶囊欧盟国际化注册研究，三七通舒胶囊（肠溶微丸）、文拉法辛缓释微丸等药物临床研究将也会给公司带来新的利润增长点。

在应对钢结构产业的市场变化及竞争态势上，公司为控制经营风险，确保资产安全，及时调整经营策略，以“经营质量与资产安全优先”的原则承揽业务，全面实行项目经理承包责任制，切实保障新承接项目经营质量、降低垫资风险，积极推进钢结构业务模式的调整改革，推动钢构公司轻资产经营。

4. 泰合集团入主公司，开启华神第三次创业新征程

4.1. 泰合集团概况—金融主业突出，大健康、教育、文化旅游，房地产协调发展

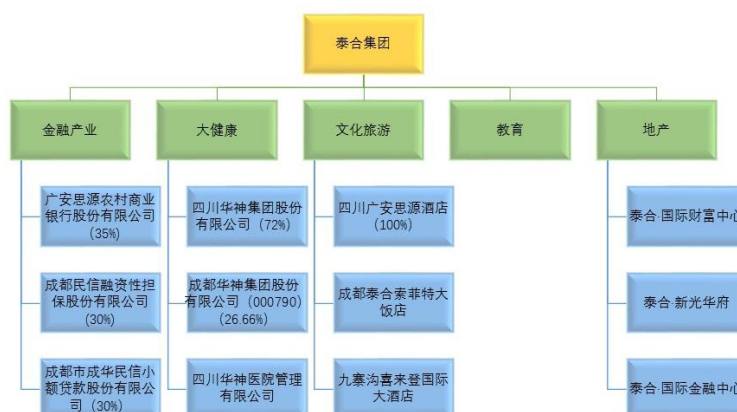
四川泰合置业集团有限公司创立于 2002 年，注册资本 10 亿，历经 14 年超常规跨越式产业经营与资本经营并举发展，已形成“金融主业突出，大健康、教育、文化旅游、房地产等相关产业协同发展”的产业布局，连续四年位列中国民营企业 500 强。2015 年 10 月中国泰合集团有限公司在香港成立，即四川泰合置业集团的香港总部。集团拥有四川绵泰实业有限公司、四川中南明大置业投资有限公司等 20 多家企业,并在达州市商业银行、广安思源农村银行等 6 家金融企业,占有 7.3%--35%的股份。2015 年 8 月下旬,泰合集团通过受让方式取得四川华神 72%的股份，成为

华神集团(000790)的第一大股东。集团的实际控制人为王仁果与张碧华夫妇，王仁果持有泰合集团 60.82%的股份，张碧华持有 39.18%的股份。

集团总部设在香港，在国内(北京、成都、深圳)、欧洲、非洲等地设立分支管理机构，通过运作金融资本和并购业务，积极谋求国际化发展。

集团控制的核心企业及其资产状况见附表 1。

图 17 泰合集团子公司结构示意图

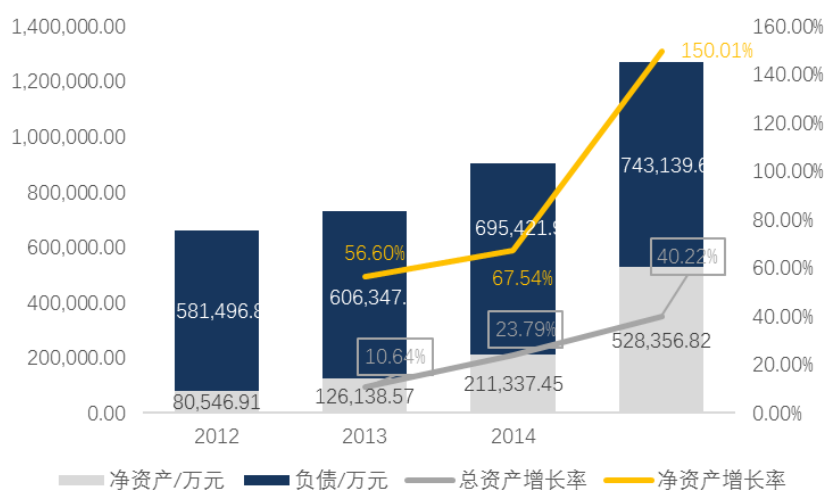


资料来源：公司网站，东吴证券

4.2. 泰合集团资产营收分析—集团净利润增长率惊人

泰合集团 2012 年至 2015 年总资产与净资产的 CAGR 分别为 24.3%，156.1%。经过半年的发展，集团的总资产从 2015 年底的 127.15 亿，至 2016 年 6 月 30 日突破 600 亿元。2012-2015 年的资产负债率分别是 76.69%，82.78%，87.83%以及 58%。

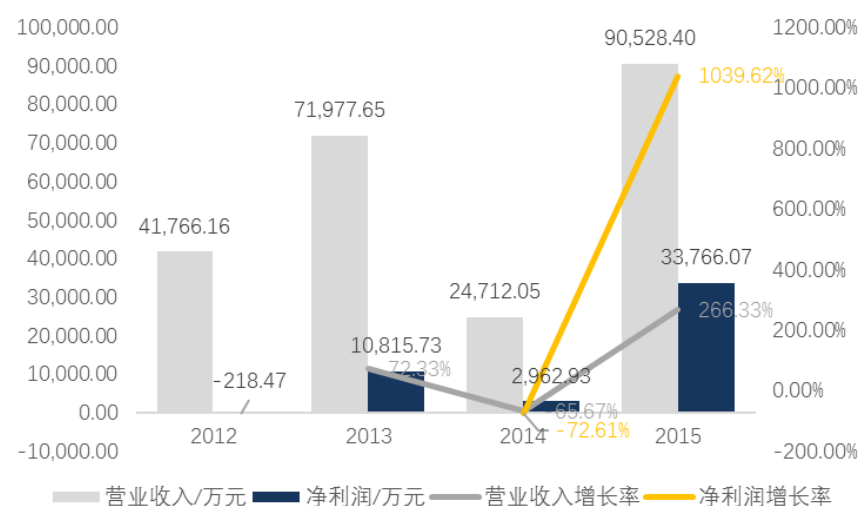
图 18 泰合集团 2012-2015 年资产情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

集团的核心主导产业是金融业，拥有银行、基金、证券、小额贷款等各类金融牌照，并参股多家境内外金融机构，打造金融全产业链。未来三年，集团将定位于为中小微企业提供创新综合型金融服务，深耕金融产业，整合金融资源，深化产融结合，创新发展模式，致力成为全球具有卓越影响力的综合型服务集团。

图 19 泰合集团 2012-2014 年营收及利润情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

泰合集团的营收与净利润在 2015 年有大幅度的增长，增长率分别为 266.33% 和 1039.63%。

4.3. 泰合集团子板块分析—公司财力雄厚，金融主业可助推大健康发展

泰合集团控制的核心企业有 24 个子公司，其中金融业的有 7 个，房地产企业有 14 个，文化旅游板块有 3 个。

4.3.1. 金融主业突出，融资能力出众

泰合集团控制的 7 个核心金融业公司中，有 3 家为商业银行，主营业务为吸收存款，发放贷款以及办理国内结算等业务，注册资本总计 38 亿。其他四家为信贷和担保公司，主营业务为发放贷款与贷款担保。按集团占据注册资本的比例计算，则集团总计出资 13.27 亿。集团控股子公司的比例均在 7.3%--35% 之间。

图 20 泰合集团金融板块核心子公司基本情况分析

序号	公司名称	注册资本 (百万元)	持股比例	投资日期	主营业务
1	达州市商业银行股份有限公司	500.00	7.30%	2016-8-24	吸收存款，发放贷款，办理国内结算等
2	广安思源农村商业银行股份有限公司	3,000.00	35%	2015-12-8	吸收存款，发放贷款，办理国内结算等
3	广安恒丰村镇银行股份有限公司	300.00	10%	2015-12-3	吸收存款，发放贷款，办理国内结算等
4	成都市成华民信小额贷款股份有限公司	300.00	30%	2013-8-15	发放贷款及相关咨询。（经相关部门批准后方可开展经营活动）。
5	成都民信融资性担保股份有限公司	50.00	30%	2013-4-24	贷款担保、票据承兑担保等
6	广安民信小额贷款股份有限公司	200.00	30%	2010-12-2	发放贷款（不含委托贷款） 7 及相关咨询活动
7	南充市嘉陵民信小额贷款股份有限公司	150.00	30%	2009-5-29	为三农、中小微企业等提供信贷服务（以上经营范围凭许可证或批文经营）。

资料来源：工商局，东吴证券研究所

4.3.2. 房地产板块为基础依托

房地产业累计开发包括高端城市综合体在内的各类项目近 330 万平方米。按持股比例计算，集团用于房地产板块的注册资本累计有 13.67 亿元。

图 21 泰合集团房地产板块核心子公司基本情况分析

序号	公司名称	注册资本 (百万元)	持股比例	投资日期	主营业务
1	成都泰合华信投资有限公司	806.20	100%	2012-2-20	房地产项目投资等
2	四川中南明大置业投资有限公司	30.00	100%	2009-11-03	房地产开发与销售等
3	泸州泰合投资有限公司	10.00	100%	2011-2-28	房地产投资；房地产开发（三级）
4	广安泰合投资有限公司	15.00	100%	2012-3-23	建设项目投资
5	广安泰合国际商贸有限公司	150.00	100%	2012-8-2	销售：五金交电等
6	四川绵泰实业有限公司	100.00	100%	2014-5-28	房地产开发经营等
7	广安泰达房地产开发有限公司	20.00	100%	2006-11-7	房地产开发等
8	广安泰骏置业有限公司	10.00	100%	2015-5-7	房地产开发经营
9	四川恒丰物业管理有限公司	3.00	93%	2004-4-28	物业管理等
10	四川青年置业有限公司	8.00	70%	2010-5-10	房地产开发等
11	四川泰合新型建材有限公司	10.00	50%	2012-12-20	塑钢型材及铝型材生产等
12	四川泰迪建筑工程股份有限公司	108.00	100%	2004-11-26	房屋建筑工程等
13	南充泰美置业有限公司	8.00	53%	2009-4-30	房地产开发经营等
14	成都泰骏实业有限公司	100.00	100%	2011-5-5	房地产开发等

资料来源：工商局，东吴证券研究所

4.3.3. 其他板块

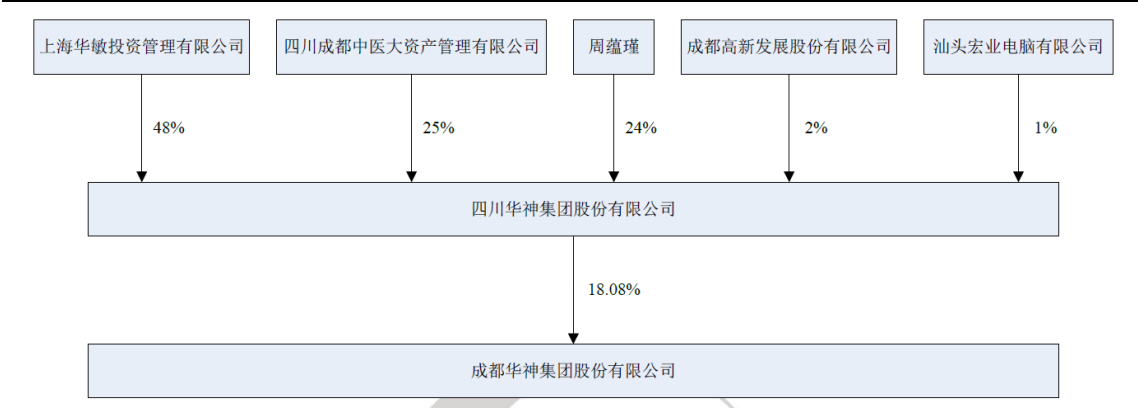
大健康产业通过收购四川华神 72%的股权，间接控股上市公司华神集团，未来希望通过研发医药产品、并购药业企业和成熟医院来外延式发展医疗管理、康养产业，逐步建立起完善的大健康医药产业。

文化旅游产业通过并购拥有 3 家五星级酒店，并引进国际管理品牌，提升酒店运营管理水平。同时，还注重自有酒店品牌培育，输出“泰合系”酒店自有管理品牌，提升“泰合”品牌知名度。

4.4. 收购过程

四川华神的总股本为 7150 万股，作为成都华神的第一大股东，持有成都华神 77,600,773 股股份，占成都华神股份总数的 18.08%。在成都华神的实际控制人变更前，上海华敏投资管理有限公司（简称华敏，下同）和周蕴瑾分别持有四川华神 48%和 24%的股份，华敏的李小敏为公司的实际控制人。

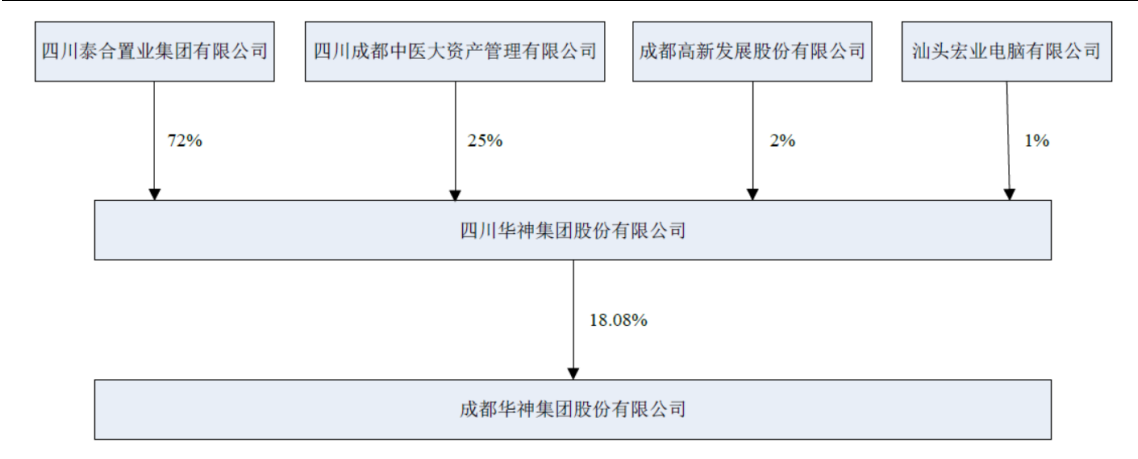
图 22 上市公司实际控制人变更前的股权分布



资料来源：公司公告

2015 年 8 月 31 日泰合集团分别与上海华敏投资管理有限公司（简称华敏，下同）、周蕴瑾签订《股份转让框架协议书》、《四川华神集团股份有限公司股份转让协议》，受让四川华神 72%的股份，共计 5148 万股，成为四川华神的第一大股东，该部分股份的作价金额为 13 亿。成都华神的实际控制人由李小敏变更为王仁果和张碧华夫妇，其他股东股份不变。

图 23 上市公司实际控制人变更后的股权分布



资料来源：公司公告

本次权益变动完成后，周蕴瑾将不再持有四川华神的任何股份，也不再间接持有华神集团的任何股份。权益变动完成后，周蕴瑾直接持有华神集团的股份数量为 1,249,248 股，持股比例为 0.29%。华敏不再间接或者直接持有华神集团的任何股份。

5. 坚持大健康发展主线，走外延式路径

5.1. 钢构剥离成必然趋势，未来专注医药大健康产业

2015 年 7 月，华神集团发出公告，计划将华神钢构挂牌新三板剥离上市公司，专注医药大健康产业。其后由于实际控制人变更以及资本市场剧烈波动导致无法与投资者达成一致意见，发展战略与产业规划尚需进一步研究，因而终止挂牌申请。

5.2. 公司市值小，股东分散，大股东增持意愿强烈，并购预期明显

2016 年公司的市值在 60 亿元左右，最大股东四川华神持股比例为 18.08%，第三大股东王全安为王仁果的父亲，与王仁果夫妇构成一致行动人，三人合计持股泰合健康比例为 20%。股东较为分散，最大股东持股比例为 18.08%，前十大股东合计持股 28.59%。

图 24 泰合健康十大股东明细

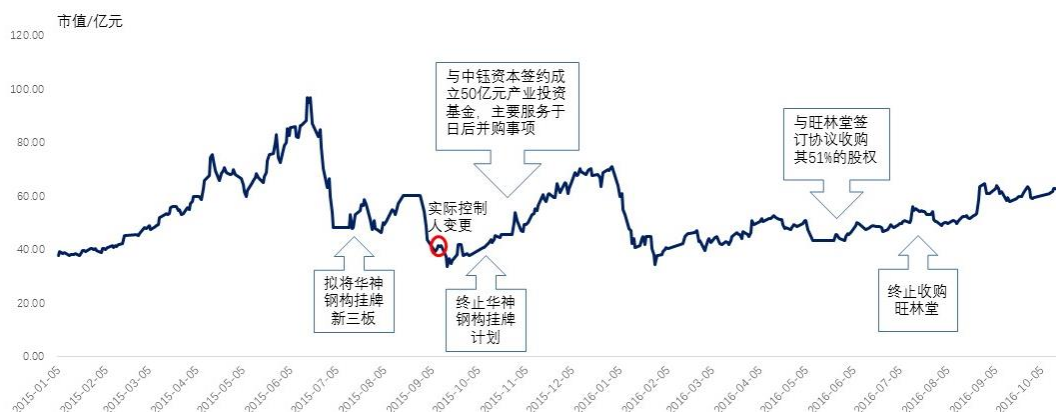
排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	四川华神集团股份有限公司	-	77,923,973	0	18.0800
2	嘉富全	-	11,462,242	0	2.6600
3	王安全	新进	8,280,369		1.9200
4	丁书干	增持	6,000,000	1,220,000	1.3900
5	马化勉	新进	4,258,558		0.9900
6	招商证券股份有限公司	减持	4,030,000	-3,064,043	0.9300
7	朱建华	增持	3,743,300	829,200	0.8700
8	赵顺斌	-	3,406,305	0	0.7900
9	林嘉玲	-	2,145,848	0	0.5000
10	南华期货股份有限公司-南华首控1期资产管理计划	新进	2,003,762		0.4600
合 计			123,254,357		28.5900

资料来源：公司公告

2015 年 10 月 23 日，泰合集团拟以 4.3 亿元的认购金额认购成都华神定增的 50,410,316 股股票，因此将直接持有公司 10.47%的股权。此次权益变动后，由四川华神持有的 18.08%股权将变成 16.19%，王仁果和张碧华夫妇控制公司的股权将共计 26.66%。2016 年 8 月 12 日公司综合考虑目前的融资环境和时机，决定终止非公开发行股票事项。

2016 年 6 月 24 日，王仁果的父亲以自有资金通过集中竞价的方式累计增持公司股份达到 8,280,369 股，占公司总股本的 1.92%。

图 25 历史并购及结果



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年 10 月 27 日，泰合集团与中钰资本管理（北京）有限公司（以下简称“中钰资本”）签约成立 50 亿元产业投资基金：包括 10 亿元泰合中钰医药投资基金和 40 亿元泰合中钰医疗投资基金。医药投资基金的成立旨在以泰合健康为平台促进产业整合、为泰合健康的主营业务战略发展规划服务，体现大股东坚持走大健康产业发展的决心。

2016 年 5 月 23 日，公司与四川省旺林堂药业有限公司（简称旺林堂，下同）的股东签订《股权收购框架协议》，拟收购其 51% 的股权。2016 年 7 月 21 日进行尽职调查后双方未达成合作之意，因此终止股权收购。

6. 盈利预测及投资建议

我们预计 2016-2018 年公司实现营业收入 4.5 亿，4.8 亿，5.2 亿，实现净利润为 2482 万，3029 万，3403 万，对应 EPS 为 0.06，0.07，0.08，对应 2016-2018 年 PE 为 248.65 倍，203.78 倍，181.39 倍。

7. 风险提示

- 1、药品降价风险
- 2、行业政策风险
- 3、产品研发及临床研究项目风险
- 4、营运成本增加风险

附表 1 泰合集团控制的核心企业资产及主营业务状况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	投资方	持股比例	主营业务
1	广安思源农村商业银行股份有限公司	50,000.00	泰合集团	35%	吸收人民币公众存款；发放人民币短期、中期和长期贷款；办理国内结算；经银行业监督管理机构批准的其他业务。
2	达州市商业银行股份有限公司	300,000.00	泰合集团	7.30%	吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；办理国内结算；办理票据承兑和贴现；发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券；买卖政府债券、金融债券；从事同业拆借，从事银行卡业务（不含贷记卡）；提供信用证服务及担保；代理收付款项及代理保险业务；提供保管箱业务；经银行业监督管理机构批准的其他业务。
3	成都民信融资性担保股份有限公司	30,000.00	泰合集团	30%	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其它融资性担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，在规定范围内以自有资金进行投资（凭许可证在有效期内经营）。
4	成都市成华民信小额贷款股份有限公司	30,000.00	泰合集团	30%	发放贷款及相关咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。
5	广安民信小额贷款股份有限公司	5,000.00	泰合集团	30%	发放贷款及相关咨询活动
6	四川广安思源酒店有限责任公司	15,000.00	泰合集团	100%	住宿；餐饮服务；卡拉 OK；零售；茶座；美容美发；桑拿；游泳池；销售；日用百货；洗染服务；停车场
7	成都泰合华信投资有限公司	80,620.40	泰合集团	100%	房地产项目投资；房地产开发经营
8	四川中南明大置业投资有限公司	3,000.00	泰合集团	100%	房地产开发与销售；投资房地产、商业、工业、服务业
9	泸州泰合投资有限公司	1,000.00	泰合集团	100%	房地产投资；房地产开发（三级）；销售；百货；钢材、机械设备、五金、建材
10	广安泰合投资有限公司	1,500.00	泰合集团	100%	建设项目投资；销售、百货、建材、五金、机电产品、建筑机械设备

11	广安泰合国际商贸有限公司	15,000.00	泰合集团	100%	销售：五金交电、机电设备及配件、日用百货、建筑材料、装潢材料、家具、电子产品、文化办公用品；仓储；货物及技术进出口业务、房地产开发经营、物业管理
12	四川绵泰实业有限公司	10,000.00	泰合集团	100%	房地产开发经营、园林工程施工、建筑工程施工、装饰装修工程施工、物业管理（以上经营范围须取得资质证后方可经营）；国家政策允许的旅游景区旅游开发，国家政策允许的旅游项目投资及管理服务（不含金融、证券、保险及融资性担保等需前置审批的业务）；园林绿化服务。
13	成都泰骏实业有限公司	10,000.00	泰合集团	100%	房地产开发；项目投资；建筑工程设计；建筑装饰装修；房屋销售代理；销售：五金交电、建辅建材。
14	广安泰达房地产开发有限公司	2,000.00	泰合集团	100%	房地产开发；商品房销售；销售：百货、钢材、机电产品、五金、建材
15	广安泰骏置业有限公司	1,000.00	泰合集团	100%	房地产开发经营
16	四川恒丰物业管理有限公司	300	泰合集团	93%	物业管理；家政及搬家服务；小区内停车管理
17	四川青年置业有限公司	800	泰合集团	70%	房地产开发、经营；销售：建筑材料、五金、交电、化工产品；汽车零配件、百货
18	四川泰合新型建材有限公司	1,000.00	泰合集团	50%	塑钢型材及铝型材生产、加工、安装；砼结构构件制造；混凝土及砂浆生产；建材销售
19	四川泰合思源酒店管理有限公司	1,000.00	张碧华	80%	一般经营项目（以下范围不含前置许可项目，后置许可项目凭许可证或审批文件经营）：商务服务业；软件业；商品批发与零售；洗染服务。
20	南充今品分众传播有限公司	20	王仁果	95%	液晶电视分众广告制作、发布，多媒体网络广告发布，文化活动策划运作，国内其他广告的策划、设计、制作、代理、发布。
21	广安恒丰村镇银行股份有限公司	20,000.00	泰合集团	10%	吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；办理国内结算；办理票据承兑与贴现；从事同业拆借；从事银行卡业务；代理发行、代理兑付、承销政府债券；代理收付款项；经银行业监督管理机构批准的其他业务。
22	南充市嘉陵民信小额贷款股份有限公司	15,000.00	泰合集团	30%	为三农、中小企业、微小企业、个体工商户、城镇居民提供信贷服务（以上经营范围凭许可证或批文经营）。

23	南充泰美置业 有限公司	800	泰合集团	53%	房地产开发经营、营销、策划；设计、制作、代理发布国内广告；销售：建材，钢材，水泥，木材，钢模，防水材料，砖，百货，五金；企业管理咨询服务（以上经营范围不含前置许可项目，后置许可的凭许可证经营）。
24	四川泰迪建筑 工程股份 有限公司	10,800.00	泰合集团	100%	房屋建筑工程；市政公用工程；公路工程；公路路面工程；公路路基工程；水利水电工程；河湖整治工程；钢结构工程；建筑装修装饰工程；建筑幕墙工程；地基基础工程；消防设施工程；防水防腐保温工程；销售：五金、交电、化工（危险品除外）、建筑材料。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

附表 2 华神集团 (000790) 主要财务数据及估值

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	95.96	92.94	95.27	255.57	营业收入	463.31	449.74	483.24	520.27
应收和预付款项	361.29	327.87	412.62	384.61	减:营业成本	214.74	208.45	223.97	241.14
存货	52.29	27.36	58.22	33.92	营业税金及附加	6.67	5.44	5.84	6.29
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	151.15	146.72	157.65	169.73
长期股权投资	9.78	9.78	9.78	9.78	管理费用	90.34	57.94	62.25	67.02
投资性房地产	14.99	11.69	8.38	5.08	财务费用	9.10	1.99	-2.12	-3.95
固定资产和在建工程	304.91	261.84	218.78	175.71	资产减值损失	33.26	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	43.06	31.52	19.98	8.44	加:投资收益	-0.46	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.00	0.55	0.10	0.10	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	883.28	763.56	823.14	873.22	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	155.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-42.41	29.20	35.63	40.03
应付和预收款项	131.08	131.17	147.82	149.68	加:其他非经营损益	13.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	-29.38	29.20	35.63	40.03
其他负债	13.86	13.86	13.86	13.86	减:所得税	8.02	4.38	5.35	6.00
负债合计	299.93	145.03	161.67	163.53	净利润	-37.41	24.82	30.29	34.03
股本	431.02	431.02	431.02	431.02	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	38.23	38.23	38.23	38.23	归母净利润	-37.41	24.82	30.29	34.03
留存收益	114.10	149.28	192.21	240.44	重要财务与估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
归属母公司股东权益	583.35	618.53	661.46	709.69	营业收入	463.31	449.74	483.24	520.27
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率(%)	-12.29%	-2.93%	7.45%	7.66%
股东权益合计	583.35	618.53	661.46	709.69	归属母公司股东净利润	-37.41	24.82	30.29	34.03
负债和股东权益合计	883.28	763.56	823.14	873.22	增长率(%)	-156.60%	166.36%	22.02%	12.34%
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E	每股收益(EPS)	-0.087	0.058	0.070	0.079
经营性现金净流量	-59.67	143.61	-12.43	142.16	每股股利(DPS)	0.134	-0.024	-0.029	-0.033
投资性现金净流量	77.51	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.138	0.333	-0.029	0.330
筹资性现金净流量	-9.88	-146.63	14.76	18.15	销售毛利率	53.65%	53.65%	53.65%	53.65%
现金流量净额	7.96	-3.02	2.32	160.30	销售净利率	-8.07%	5.52%	6.27%	6.54%
					净资产收益率(ROE)	-6.41%	4.01%	4.58%	4.79%
					投入资本回报率				
					(ROIC)	-5.86%	4.10%	5.38%	5.37%
					市盈率(P/E)	-165.00	248.65	203.78	181.39
					市净率(P/B)	10.58	9.98	9.33	8.70
					股息率(分红/股价)	0.009	(0.002)	(0.002)	(0.002)

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

