



买入

37% ↑

目标价格:人民币 39.00

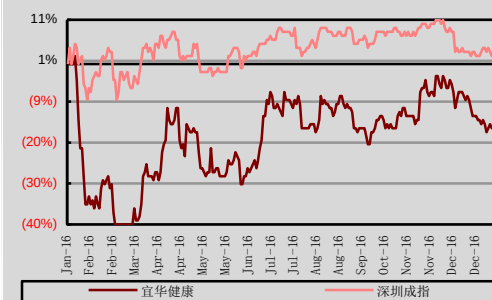
000150.CH

价格:人民币 28.37

目标价格基础:50 倍 17 年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.6)	(6.2)	(4.5)	(16.4)
相对深证成指	(0.3)	(4.5)	1.6	(14.9)

发行股数(百万)	448
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	10,636
3 个月日均交易额(人民币 百万)	156
净负债比率(%) (2017E)	70
主要股东(%)	
宜华企业(集团)有限公司	36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 1 月 16 日收市价为标准

宜华健康

打造健康产业帝国, 养老行业稀缺标的

宜华健康 2016 年向集团全面剥离地产业务转型大健康, 先后完成医疗工程、医院管理、养老运营、后勤服务等医疗养老全产业链外延布局, 在业绩承诺协议和员工持股计划激励下有望实现显著的协同效应。我们预计公司未来业绩成长或超预期, 主要由于: 1) 众安康医疗工程业务在手订单充足, 政府 PPP 模式推广下订单放量可期; 2) 达孜赛勒康医院管理业务实行集团控股、公司托管的轻资产低风险扩张模式; 3) 亲和源会员制养老服务在人口老龄化加速和推行租赁模式的背景下, 投资回收期大幅缩短。我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 2.33 元、0.77 元、0.88 元, 给予公司目标价 39.00 元/股相当于 50 倍 2017 年市盈率; 公司前期员工持股计划增持均价约 32.1 元/股, 公司大股东增持成本约 28.2 元/股, 目前股价安全边际较高, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **亲和源: 国内养老服务运营商龙头品牌。**08 年开业的上海亲和源旗舰项目会员卡售价已从最初的 50 万元上涨至 160 万元。公司积极推行租赁方式和 ToB 等轻资产模式扩张, 在手项目 8 个, 未来计划每年新增 1 个自建项目, 3 个租赁项目和 5 个托管项目, 单个项目分别预期实现年盈利 1,500 万元、500 万元和 200 万元。在人口老龄化加速和住宅价格高企的背景下, 预计养老地产投资回收期大幅缩短。
- **众安康: 医疗专业工程在手订单充足。**公司 2014 年收购众安康是国内医院后勤管理和医疗工程的龙头企业, 每年保持 15-20% 的订单增速。目前医疗工程订单储备充足, 在建的深圳罗湖项目投资额 6.8 亿, 预计可结算收入近 9 亿元, 利润率 20%, 竣工后成立合资公司主导运营养老业务。在目前政府大力推行 PPP 的背景下, 预计今明两年新增订单和业绩或超预期。此外, 公司医院的后勤管理业务合作医院近百家, 并将与达孜与亲和源形成协同效应。
- **达孜赛勒康: 医院管理业务轻资产扩张。**公司主要通过提供医院管理和咨询业务, 按医院收入的 15% 计提管理费, 目前在管医院主要包括江西的 3 家民营非营利性医院, 其中赣南医院采用集团控股、公司托管的形式, 后续有望复制轻资产模式扩张, 收购目标二甲和三级综合医院及肿瘤专科医院。在形成规模效应后, 公司有望开展药品及器械的采购、信息化、后勤管理等增值服务, 推动协同效应形成, 后续成长空间可期。

评级面临的主要风险

- 医疗器械产品销售下滑; 医院收购价格过高; 养老扶植政策推进偏慢。

估值

- 考虑到公司作为医疗养老全产业链布局的稀缺性, 以及未来业绩超预期的可能性, 给予公司目标价 39.00 元/股相当于 50 倍 2017 年市盈率, 首次覆盖给予公司买入评级。

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)	158	1,031	1,563	1,977	2,273
变动(%)	(78)	554	52	26	15
净利润(人民币 百万)	30	52	1,044	346	394
全面摊薄每股收益(人民币)	0.067	0.115	2.331	0.772	0.880
变动(%)	(67.5)	73.1	1,922.7	(66.9)	13.9
全面摊薄市盈率(倍)	426.0	246.1	12.2	36.7	32.2
价格/每股现金流量(倍)	(102.7)	33.7	(10.9)	(22.0)	(109.6)
每股现金流量(人民币)	(0.28)	0.84	(2.59)	(1.29)	(0.26)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2,272.8	115.1	44.4	27.6	23.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

卢晓峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

目录

公司概况.....	3
养老服务：亲和源	8
医疗工程：众安康	15
医疗服务：达孜赛勒康	21
医疗器械：爱奥乐	29
财务分析.....	33
盈利预测及投资建议.....	34
研究报告中所提及的有关上市公司.....	37

公司概况

公司简介

宜华健康医疗股份有限公司（宜华健康）原名宜华地产股份有限公司（宜华地产），2007年借壳光电股份（SST 光电）上市，主营房地产业务；自2014年以来，公司通过一系列兼并收购完善医疗健康布局，并逐步剥离房地产业务，打造全方位立体化医疗健康管理服务大平台：

2015年1月，公司定增收购众安康100%股权，进入医院后勤一体化管理领域；

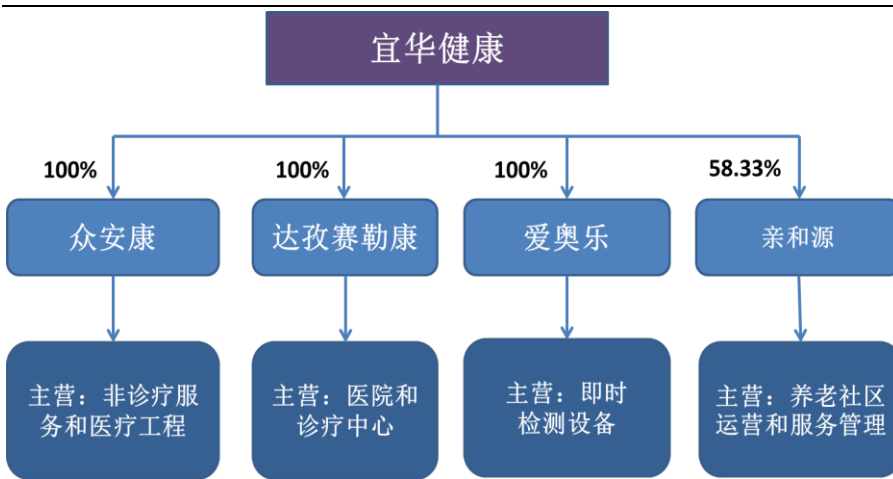
2015年2月，公司证券简称正式更名为“宜华健康”；

2015年12月，公司收购达孜赛勒康100%股权、爱奥乐100%股权，进入医疗服务和医疗器械领域，打造健康管理平台；

2015年12月，公司将广东宜华、梅州房产、汕头荣信100%股权出售给宜华集团，全面剥离房地产业务；

2016年1月，公司收购亲和源58.33%股权，进入养老服务领域。

图表 1. 宜华健康业务收购



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

图表 2. 宜华健康收购标的业绩承诺（万元）

收购企业	2016	2017	2018	2019	2020
众安康	10,140	10,059			
爱奥乐	2,000	3,500	4,500	5,000	5,500
达孜赛勒康	12,000	15,600	20,280	22,308	24,539
亲和源	(3,000)	(2,000)	(1,000)	2,000	4,000

资料来源：公司公告万得数据及中银证券

股权结构及变化

2007年完成借壳上市后，控股股东宜华企业（集团）有限公司通过股权置换和二级市场的方式持有上市公司48.5%；2015年，公司实施首次非公开发行收购众安康并募集配套资金，集团持股比例降至35.1%；2016年上半年，集团基于对公司未来信心通过二级市场增持公司股权至36.1%。

图表 3. 宜华健康 2016 年三季度报中十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
宜华企业(集团)有限公司	161,572,045	36.1
林正刚	68,317,498	15.3
深圳市前海新富阳实业有限公司	36,585,365	8.2
广发证券资管-浦发银行-广发原驰·宜华健康 1 号集合资产管理计划	10,616,657	2.4
林建新	7,598,862	1.7
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	7,497,817	1.7
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	4,894,123	1.1
华源投资有限公司	3,047,200	0.7
中国人寿保险股份有限公司	3,000,000	0.7
上海道基金滨投资合伙企业(有限合伙)	2,524,106	0.6
合计	305,653,673	68.3

资料来源：万得数据及中银证券

2015 年 1 月：定向增发收购众安康

2015 年 1 月，公司向林正刚、林建新等人定向增发股份购买其持有的广东众安康后勤集团有限公司 100% 的股权，发行新股数量为 8,722 万股（2016 年解禁），同时完成向深圳市前海新富阳实业有限公司非公开发行股份获得配套融资，发行新股数量为 3,659 万股（2018 年解禁），增发价格均为 **6.56 元/股**。

增发实施前，**控股股东宜华集团持有股权比例为 48.48%**；增发实施后，宜华集团持有股权比例降至 35.08%，林正刚持有股权比例为 15.26%，林建新持有股权比例为 1.81%，深圳市前海新富阳实业有限公司持有股权比例为 8.17%。

图表 4. 宜华健康定向增发前后股权结构（2014 年 12 月 31 日和 2015 年 3 月 31 日）

股东名称	定增前持股数量(股)	定增前占总股本比例(%)	定增后持股数量(股)	定增后占总股本比例(%)
宜华企业(集团)有限公司	157,085,616	48.48	157,085,616	35.08
林正刚			68,317,398	15.26
深圳市前海新富阳实业有限公司			36,585,365	8.17
林建新			8,098,862	1.81
合计		48.48		60.32

资料来源：万得数据及中银证券

2016 年 1-11 月：控股股东增持

2015 年 7 月，公司控股股东宜华集团基于对公司未来发展的信心以及对公司价值的认同，发布增持公司股份计划的公告。2016 年 1 月，宜华集团累计增持公司股票 449 万股，占公司总股本 1%，并承诺累计增持股份不超过公司总股本的 2%。

2016 年 10 月 31 日，公司接到宜华集团的通知再次实施增持，2016 年 10 月至 11 月，宜华集团累计增持了公司股票 4,46 万股，12 个月内累计增持公司股票 895 万股，占公司总股本 2%。增持完成后，宜华集团合计持有公司股份 1.66 亿股，占公司总股本的 37.08%，按照当日均价计算得增持期间加权平均增持均价为 **28.18 元/股**。

图表 5. 宜华健康控股股东增持股数和均价

公告日期	变动截止日	股东名称	方向	变动数量 (万股)	参考市值 (万元)	变动后持股数 (万股)	变动后持股比 (%)	交易均价(元)
2016/11/18	2016/11/17	宜华企业(集团)有限公司	增持	365	12,455	16,604	37.08	34.12
2016/11/4	2016/11/3	宜华企业(集团)有限公司	增持	19	592	16,239	36.26	31.17
2016/11/1	2016/10/31	宜华企业(集团)有限公司	增持	62	1,980	16,220	36.22	31.79
2016/5/7	2016/5/6	宜华企业(集团)有限公司	增持	25	725	16,157	36.08	29.00
2016/5/7	2016/2/15	宜华企业(集团)有限公司	增持	15	339	16,132	36.03	22.74
2016/2/4	2016/2/3	宜华企业(集团)有限公司	增持	20	459	16,117	35.99	22.95
2016/2/2	2016/2/1	宜华企业(集团)有限公司	增持	63	1,467	16,097	35.95	23.28
2016/1/30	2016/1/29	宜华企业(集团)有限公司	增持	90	2,068	16,034	35.81	22.97
2016/1/29	2016/1/28	宜华企业(集团)有限公司	增持	236	5,138	15,944	35.61	21.80
合计/平均				895	25,223	16,604	37.08	28.18

资料来源：万得数据及中银证券

2016 年 7 月：员工持股计划

2016 年 3 月公司计划设立员工持股计划，根据 9 月修订后的方案：**广发原驰·宜华健康 1 号集合资产管理计划**资产规模上限 3.5 亿元，按照不超过 1:1 的比例设立优先级 A 类份额和次级份额，次级份额又分为次级 B 类份额和次级 C 类份额。公司控股股东宜华集团以 7,500 万元全额认购宜华健康 1 号次级 C 类份额，与次级 B 类份额投资者认购的 1 亿元共同以出资额为限承担对优先级 A 类份额本金（1.75 亿元）及预期年化收益的担保损失。员工持股计划杠杆比例达到 3.67 倍。

2016 年 9 月 27 日，公司员工持股计划累计通过二级市场买入的方式完成股票购买，累计购买公司股票 1,062 万股，成交金额合计 3.41 亿元，交易均价 **32.08 元/股**，公司总股本的比例为 2.37%。该计划所购买的股票锁定期为自 2016 年 9 月 27 日起 12 个月，标的股票期限在满 12 个月后、24 个月后、36 个月后，将分别按照 30%、30%、40%的比例分三期择机减持。

图表 6. 宜华健康员工持股计划增持股数和均价

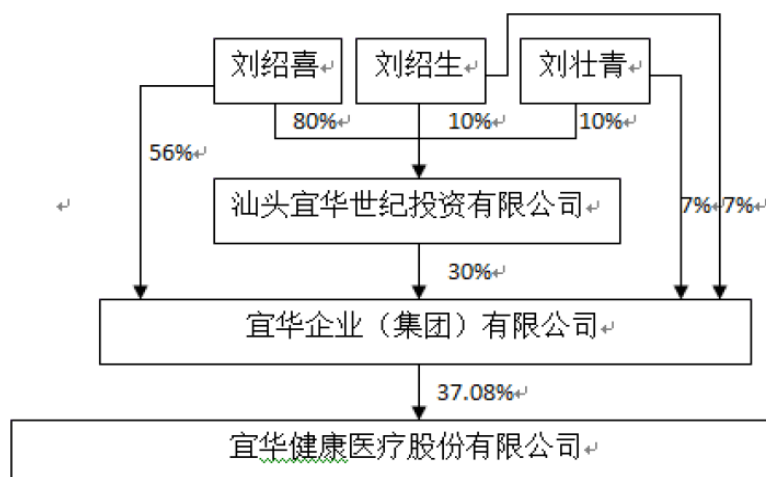
公告日期	变动截止日	股东名称	方向	变动数量 (万股)	参考市值 (万元)	变动后持股数 (万股)	变动后持股比 (%)	交易均价(元)
2016/8/6	2016/8/5	广发原驰·宜华健康 1 号集合 资产管理计划	增持	858	27,636	1,062	2.37	32.22
2016/7/6	2016/7/5	广发原驰·宜华健康 1 号集合 资产管理计划	增持	204	6,425	204	0.45	31.51
合计/平均				1,062	34,061	1,062	2.37	32.08

资料来源：万得数据及中银证券

宜华企业集团

宜华企业（集团）有限公司成立于 1995 年，是一家集住居生活、健康医疗、地产开发、资本管理、金融保险、酒店旅游六大产业于一体的大型跨国企业集团。目前，集团总资产 700 多亿元，员工 5 万多人，战略投资 90 多家上市公司和拟上市公司，拥有 200 多家国内企业和境外办事机构，控股宜华生活、**宜华健康**两家上市公司。集团实际控制人及董事长刘绍喜直接持有集团 56% 股权，并通过宜华世纪间接持有宜华集团 24% 股权，合计持有 80% 股权；刘绍生和刘壮青均分别持有集团 10% 的股权，后者现任宜华健康总经理。

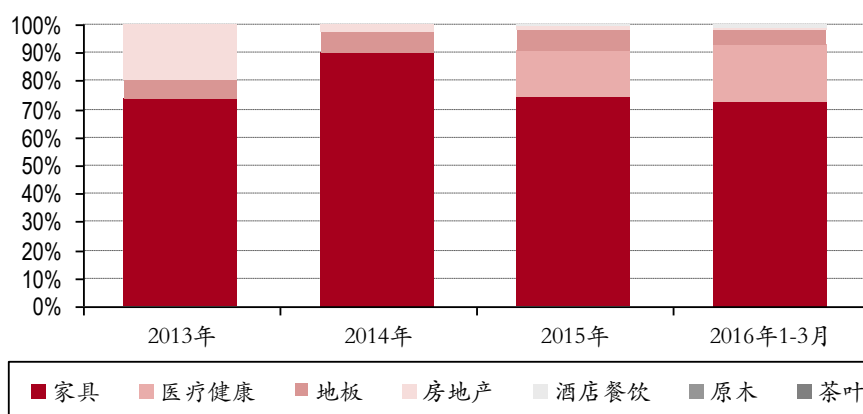
图表 7. 宜华企业（集团）股权关系



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

宜华企业通过产业布局已发展成为一家集住居生活、健康医疗、地产开发、资本管理、金融保险、酒店旅游六大产业于一体的大型跨国企业集团。集团 2013-2015 年主营业务收入分别为 50.7 亿元、45.3 亿元和 56.4 亿元。其中家具业务贡献主要收入来源，2016 年 1 季度占比总收入的 72.5%；医疗健康业务则呈现高速增长的趋势，2016 年 1 季度占比由 2015 年 16.6% 上升至 20%，成为驱动集团业务升级的重要动力。

图表 8. 宜华企业（集团）主营业务经营状况



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

住居生活板块：主要由子公司宜华生活科技股份有限公司（宜华生活，代码：600978）经营。目前，宜华生活拥有超过 600 万亩的林木资源；拥有总占地面积 7,000 亩、建筑面积约 400 万平方米、生产规模达到年产实木家具 400 万套、木地板 800 万平方米和沙发 500 万套的十六大制造基地。同时，宜华生活已在国内 50 多个大中城市建立了 2,000 余家专卖店，在北京、上海、广州、深圳等重点城市设立 18 家体验馆。2015 年集团家具销售收入为 42 亿元占当期主营业务收入的 74.3%。

健康医疗板块：主要由其子公司宜华健康医疗股份有限公司经营。宜华健康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、网络医院等领域，健康产业链已初具雏形。众安康在纳入宜华健 2015 年合并报表后，2015 年扣除非经常性损益后的净利润为 7,858 万元，顺利完成收购时的业绩承诺。

地产开发板块：主要由其子公司宜华地产控股有限公司经营。其业务涵盖地产开发、物业管理、公路建设、城市基础设施建设等产业，立足汕头，开发范围遍及梅州、湖南、四川、山东、海南等全国各地，拥有土地储备 6,000 多亩，在建工程总占地面积 2,000 多亩，总开发可销售面积达到 330 多万平方米。2015 年地产销售收入为 9,132 万元，占当期主营收入的 1.6%。

资本管理板块：主要由其子公司宜华资本管理有限公司经营。至 2016 年，宜华资本已战略投资 90 多家上市公司和拟上市公司，涵盖生产制造、高新技术、电子信息等诸多领域。2016 年，由汕头市人民政府引导，宜华集团、宜华资本发起，共同设立“汕头宜华股权投资基金”、“天使投资基金”。股权基金总规模 20 亿元，首期 5 亿元。

金融保险板块：宜华集团加快在金融、保险、证券领域布局步伐，构筑“银行+证券+保险”新格局。目前，已参股包括广发银行、广发证券、复星保险在内的行业优质资源，正在积极筹备设立一家民营银行、一家证券公司和三家保险公司。

酒店旅游板块：宜华集团旗下拥有汕头国际大酒店，未来将布局珠三角和长三角等重要城市和地区，陆续收购具有地标性和历史意义的酒店，打造“食、住、行、游、购、娱”一体化服务。

图表 9. 宜华生活



资料来源：公司官网及中银证券

图表 10. 宜华地产



资料来源：公司官网及中银证券

养老服务：亲和源

2016年6月，公司与康桥资产、周星增、奚志勇、TBP、亲和源置业、亲和源签订股权收购协议书，以**现金4.08亿元收购亲和源58.33%股权**，2016年11月完成股权过户与工商登记。

亲和源是国内较早进入养老行业的民营机构，主要从事养老住区投资、开发、建设、运营及养老产业发展。亲和源以会员制老年社区为依托，融居家养老、社区养老和机构养老为一体的全新模式，打造高品质的老年俱乐部。亲和源以上海康桥亲和源养老社区旗舰项目为基础，选择以长三角、珠三角以及北上广深等经济发达的城市作为亲和源养老社区扩张的区域，并分别通过自建、租赁、收购、参股等方式运营。

目前，亲和源的自建项目包括2008年开业的旗舰项目**上海亲和源康桥项目**和在建的**宁波项目**；租赁项目包括2016年开业的**上海康桥爱养之家**和**桐乡爱乐之家**；此外，亲和源收购了异地度假养老产品**海南亲和源熟年俱乐部**；同时参股了**浙江海宁**和**辽宁营口**等项目，实现轻资产扩张。

图表 11. 公司现有养老社区一览

项目名称	区域位置	投资方式	建筑面积(平米)	公寓数量(套)	护理床位(张)	开业时间
上海亲和源康桥项目	上海	自建	100,000	838	200	2008年
上海康桥爱养之家项目	上海	租赁	18,000	126	64	2016年10月
浙江宁波项目	浙江宁波	自建	90,000	610	264	2018年
海南亲和源项目	海南	收购	13,000	86		2012年5月
浙江亲和源桐乡爱乐之家	浙江宁波	租赁	25,000	260		2016年8月
浙江海宁项目	浙江海宁	参股 10%	82,000	673	100	2014年8月
辽宁营口项目	辽宁营口	参股 20%	420,000	280	160	

资料来源：公司公告及中银证券

亲和源股份有限公司创建于2005年3月，前身为上海康桥公共事业投资有限公司，由上海新建桥企业集团有限公司和南汇区康桥镇集体资产管理有限公司出资组建。2007年9月公司经增资扩股后更名为亲和源股份有限公司，奚志勇先生出任董事长，并持有11.67%股权，亲和源置业成为公司控股股东，持股比例为30%。2016年11月，宜华健康收购亲和源其余58.33%的股权，成为亲和源最大的控股股东；董事长奚志勇直接和间接合计持有24.99%的股权。

图表 12. 收购前后亲和源持股情况

收购前			收购后		
股东姓名	持股股份(股)	股权比例(%)	股东姓名	持股股份(股)	股权比例(%)
上海亲和源置业有限公司	60,000,000	30	上海亲和源置业有限公司	60,000,000	30
TBP Nursing Home Holdings(H.K.) Limited	50,000,000	25			
上海浦东新区康桥镇集体资产管理有限公司	40,000,000	20	宜华健康医疗股份有限公司	116,660,000	58.33
周星增	26,660,000	13.33			
奚志勇	23,340,000	11.67	奚志勇	23,340,000	11.67
合计	200,000,000	100.00	合计	200,000,000	100.00

资料来源：公司公告及中银证券

图表 13. 上海亲和源置业有限公司股权结构

股东	认缴出资 (元)	比例 (%)
上海康诚投资管理有限公司	4,000,000	20
王勇	4,920,000	24.6
奚志勇	8,880,000	44.4
汤柳鹤	2,200,000	11

资料来源：企查查及中银证券

2015 年 1-12 月，亲和源实现营业收入 8,989 万元，净利润-2,473 万元，主要由于亲和源旗下新项目尚在培育期，需要较多前期投入，财务费用较高。根据公司与亲和源原股东签署的《股权转让协议》承诺：

亲和源 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年、2023 年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**-3,000 万元、-2,000 万元、-1,000 万元、2,000 万元、4,000 万元、6,000 万元、8,000 万元、10,000 万元**。自 2020 年至 2023 年的净利润增长率分别为 100%、50%、33%、25%，平均增长率约为 49.53%，合计约 2.4 亿元。

上海亲和源自建项目

亲和源上海亲和源康桥公寓于 2008 年开业，坐落于上海南汇区康桥镇，占地 8.4 公顷，建筑面积 10 万平米，公寓数量 838 套，目前入住率大于 95%，投资规模达到 6 个亿，是亲和源最早运营并培育成熟的旗舰项目。

图表 14. 上海亲和源康桥项目各分区介绍

分区介绍	建筑面积(m2)	主要情况
老年公寓	72,355	838 套公寓 。8 栋 7 层公寓，3 栋 9 层公寓，1 栋商务酒店，电梯均为医疗电梯。房屋精装修，可拎包入住。室内外采取无障碍式设计。 70 平米户型占比 50% ，120 平米户型占比 22%，58 平米户型占比 28%。
颐养院	9,736	300 余床位 。由上海市三级甲等医院对接，由专业医疗机构派出团队进行管理。颐养院共 9 层，1-4 层为门诊部门，5 层为样板房，6-9 层为护理区。
健康会所	8,000	由上海美格菲健康管理公司进行管理，提供的服务包括健身、水疗、康复护理等。
配餐中心	2,575	由专业餐饮管理公司管理，管理公司按营业额与亲和源平分。

资料来源：公司资料及中银证券

图表 15. 上海亲和源项目布局


资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

亲和源康桥公寓一期有 12 幢老年公寓、配套医疗机构、配餐中心、健康会所、访客宾馆、公共服务大楼、零售、景观花园等设施组成，各公寓间由风雨连廊相接。其中，亲和源将物业管理、餐饮、会所、酒店等外包给各方面专业公司管理，以降低自身的经营成本。

图表 16. 上海亲和源康桥项目外观



资料来源：公司资料及中银证券

图表 17. 上海亲和源康桥项目外观



资料来源：公司资料及中银证券

图表 18. 上海亲和源康桥项目内观



资料来源：公司资料及中银证券

图表 19. 上海亲和源康桥项目内观



资料来源：公司资料及中银证券

亲和源产品主要定位于中高端客户，目前平均住户年龄 76 岁，其中 70% 到 80% 为中产阶级，目标客户主要为月均工资收入 8,000 元以上、资产 500 万元以上并且认可亲和源养老理念的退休老人，入住流程需要经过申请、推荐、担保、面试审核等环节。

图表 20. 上海亲和源康桥公寓会员构成

会员构成	百分比(%)
大专及以上学历	62.08
离退休干部	5.90
外籍人士	1.10
上海户籍	47.00
中高级职称	25.58
国务院津贴	13.00
共产党员	33.70

资料来源：公司资料，山合水易研究中心及中银证券

亲和源公寓以会员制模式为载体，会员卡分为不记名卡和记名卡两种，通过销售会员卡和收取年费实现盈利。亲和源康桥公寓近年呈现供不应求的状态，目前会员卡的缴费标准从开园时的 50 万元/张上涨至 16 年的 160 万元/张。公司对于产权房的定价策略一般为周边房价的七折，而目前康桥周边的二手房房价为 3.5-4 万元/平米，因而亲和源以销售居住权为主的会员卡模式的价格优势明显。

图表 21. 会员卡缴费标准

卡种	年限	户型	会员卡缴费标准	年费缴费标准
A 卡	永久居住转让权（可继承亲人，转卖他人或以 9 折价卖回给亲和源）	小套（57 平）	50 万(07 年)	2.98-4.2 万
		中套（71 平）	75 万(08 年)	3.98-5.98 万
		大套（119 平）	89 万(10 年)	6.98-7.38 万
			118 万(14 年) 138 万(15 年) 158 万(16 年)	
B 卡	本人终身居住权（15 年内可卖回给亲和源，按每年 1/15 的价格折旧，从会员卡缴费中扣除）	小套（57 平）	33-45 万	4.2 万
		中套（71 平）	55 万	
		大套（119 平）	60-88 万	
C 卡 （开盘时期）	50 年产权	小套（57 平）	2 万元/平	2 万
		中套（71 平）		
		大套（119 平）		
产权房出租年卡	1 年（亲和源以 2 万/平的价格出售部分套间，老人可以从已买断产权的人那里按年租赁）	小套（57 平）	2 万	2 万
		中套（71 平）	4 万	
		大套（119 平）	7 万	

资料来源：公司资料及中银证券

根据公开资料测算，上海亲和源公寓投资额 6 亿（其中土地成本 50 万元/亩），我们对此估计的回本售价为 80 万元/套，而目前公寓售价已从最初的 50 万元/套上涨至 160 万/套，实现盈利完全没有问题。我们预计未来项目在入住率达到 60-70%即可达到盈利，从投入至稳定盈利的周期有望缩短至 5 年。

图表 22. 上海亲和源康桥公寓回本售价估计

土地成本	650 元/平米
建安成本	5,500 元/平米
资金成本	500 元/平米
单位投资成本	6,650 元/平米
建筑面积	9 万平米
投资额	59,850 万元
公寓数量（户均建面 120 平米）	750 套
回本售价	80 万元/套

资料来源：公司资料及中银证券

图表 23. 自建项目第 1-5 年净利润预测

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
入住率(%)	20	40	60	80	95
入住人数	300	600	900	1,200	1,425
会员卡累计销售额 (万元)	11,970	23,940	35,910	47,880	56,858
会员卡销售收入 (50 年产权)	239	479	718	958	1,137
服务费收入	1,350	2,700	4,050	5,400	6,413
营业收入	1,589	3,179	4,768	6,358	7,550
减: 服务成本 (毛利率 25%)	1,013	2,025	3,038	4,050	4,809
减: 摊销成本 (50 年产权)	1,197	1,197	1,197	1,197	1,197
毛利润	(620)	(43)	534	1,111	1,543
减: 其他费用 (费用率 15%)	36	72	108	144	171
减: 所得税 (税率 25%)	-	-	106	242	343
净利润	(656)	(115)	426	967	1,373

资料来源: 公司资料及中银证券

杭州亲和源租赁项目

受益于上海亲和源康桥项目的成功及因此带来的品牌效应, 公司近年来不断进行品牌输出, 通过租赁等方式加快扩张步伐。相对于需要投入大量资本的自建项目, 预计房屋租赁模式下项目投入成本仅约 5000-6000 万, 投资回收周期更短。

2016 年末, 公司租赁运营的上海康桥爱养之家和桐乡爱乐之家顺利开业。2016 年 12 月, 公司与杭州胜利经济合作社签订合同向其租赁位于杭州杭州市下城区久茂大厦, 用于经营养老院及养老公寓, 项目建筑面积约 3.46 万平方米, 租赁 20 年, 总租金为 2.26 亿元, 即不到 1 元/平米/天。

图表 24. 租赁项目投资额预测

租金成本	320 元/平米/年
即	4.00 万元/套/年
公寓数量 (户均建面 125 平米)	250 套
租金成本 (250 套)	1,000 万元
建安成本	2,000 元/平米
资金成本	200 元/平米
单位改造成本	2,200 元/平米
建筑面积	3 万平米
投资额	6,600 万元

资料来源: 公司公告及中银证券

图表 25. 自建项目第 1-4 年净利润预测

	第一年	第二年	第三年	第四年
入住率(%)	25	50	75	90
入住人数	125	250	375	450
会员卡累计销售额 (万元)	14,963	29,925	44,888	53,865
会员卡销售收入 (50 年产权)	299	599	898	1,077
服务费收入	563	1,125	1,688	2,025
营业收入	862	1,724	2,585	3,102
减: 服务成本 (毛利率 25%)	422	844	1,266	1,519
减: 租金成本 (20 年租期)	1,000	1,000	1,000	1,000
毛利润	(560)	(120)	320	584
减: 其他费用 (费用率 10%)	30	60	90	108
减: 所得税 (税率 25%)	-	-	57	119
净利润	(590)	(180)	230	476

资料来源: 公司资料及中银证券

咨询与托管业务 (To B)

轻资产运营方面，公司主要通过为开发商提供前期咨询服务以及后期受托管理业务，目前为知名开发商客户提供服务的合作项目包括：北京万科幸福汇、广州金地荔湖城、中海华山城、蓝光成都清雅安、广州富力南昆山养生谷等。根据公司披露和测算，预计亲和源每受托管理一个养老社区项目，净利润达到 200 万元，前期提供咨询设计策划业务净利润达到 400 万元。

图表 26. 公司顾问咨询成功案例

案例名称	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	公寓数量 (套)	房屋价格 (元/平方米)	物业费 (元/月/平方米)	开盘时间
北京万科幸福汇	7 万	16 万	1,262 (146 试点养老地产)	27,326	2.6	2014 年 3 月
广州金地荔湖城	250 万	246 万	15,000	9,956	2.5	2008 年 4 月
中海华山城	8,000 万		2,412	6,373 (周边均价)	1.2	未开盘
北京龙山新新小镇六期		36 万	119 套别墅	24,248	1.75/2.2	2010 年
台州桃花源				12,204		2016 年 6 月

资料来源：公司官网，安居客，搜房网及中银证券

图表 27. 公司委托管理成功案例

案例名称	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	公寓数量 (套)	房屋价格 (元/平方米)	物业费 (元/月/平方米)	开盘时间
蓝光成都清雅安			规划中	9,125 (成都青城山地区房价)	尚未开盘	蓝光成都清雅安
西安荣华亲和源			612 张床		2015 年 9 月 8 日	西安荣华亲和源
海南儋州亲和源	28 万	51 万	18 栋高层公寓、15 栋洋房、46 栋连廊别墅和 6 栋老年公寓	5,986 (儋州房价)	尚未开盘	海南儋州亲和源
广州富力南昆山养生谷	133 万	200 万	309	9,000	2012 年 12 月 29 日	广州富力南昆山养生谷

资料来源：公司官网，安居客，搜房网及中银证券

根据公司规划，亲和源将保持“1、3、5”的谨慎扩张速度，即**每年新增 1 个自建项目，3 个租赁项目，5 个受托管理项目**，每个项目的预测净利润如下：

- 1、亲和源**自建**1 个养老社区 (9 万平方米左右)，每年净利润将达到 **1,500 万元**；
- 2、亲和源**租赁**1 个资产运营养老社区 (250 套左右)，每年净利润将达到 **500 万元**；
- 3、**每受托管理**1 个养老社区，每年净利润大约 **200 万元**；
- 4、养老社区前期**咨询设计策划**业务每年净利润约 **400 万元** (未考虑递增)

上述项目在近三年 (2016-2018) 大多以投入、培育为主，但受托管理和咨询策划业务已开始产生盈利，预计自 2018 年租赁运营业务即可突破盈亏平衡点并自 2019 年开始达到预期收益，自建项目预计在 2020 年开始达到预期收益。

我们保守测算亲和源未来几年内：

- 1、每年增加自建 1 个养老社区，每年净利润增加 1,500 万元；
- 2、每年新租赁 2 个资产运营养老社区，每年净利润增加 1,000 万元；
- 3、每年新增受托管理 2 个养老社区，每年净利润增加 400 万元；
- 4、养老社区前期咨询设计策划业务每年净利润约 400 万元；

根据测算，预计自 2018 年租赁运营业务即可实现盈亏平衡，并自 2019 年达到预期收益，自建项目预计在 2020 年开始达到预期收益。亲和源预计 2019 年开始盈利。伴随着人口老龄化的加剧，若业务开展顺利，公司业绩有望实现超预期增长。

图表 28. 亲和源业绩承诺和公司评估预测（万元）

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
盈利承诺	(2,474)	(3,000)	(2,000)	(1,000)	2,000	4,000	6,000	8,000	10,000
自建 1		(500)	0	500	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
自建 2		(1,000)	(500)	0	500	1,000	1,500	1,500	1,500
自建 3			(1,000)	(500)	0	500	1,000	1,500	1,500
自建 4				(1,000)	(500)	0	500	1,000	1,500
自建 5					(1,000)	(500)	0	500	1,000
自建 6						(1,000)	(500)	0	500
自建 7							(1,000)	(500)	0
自建 8								(1,000)	(500)
自建共计		(1,500)	(1,500)	(1,000)	0	1,500	3,000	4,500	7,000
租赁 1-2		(1,000)	(500)	500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
租赁 3-4			(1,000)	(500)	500	1,000	1,000	1,000	1,000
租赁 5-6				(1,000)	(500)	500	1,000	1,000	1,000
租赁 7-8					(1,000)	(500)	500	1,000	1,000
租赁 9-10						(1,000)	(500)	500	1,000
租赁 10-11							(1,000)	(500)	500
租赁 11-12								(1,000)	(500)
租赁共计		(1,000)	(1,500)	(1,000)	0	1,000	2,000	3,000	5,000
受托管理		0	400	800	1,200	1,600	2,000	2,400	2,800
咨询		400	400	400	400	400	400	400	400
盈利预计		(2,100)	(2,200)	(800)	1,600	4,500	7,400	10,300	15,200

资料来源：公司公告及中银证券

医疗工程：众安康

2014年6月，宜华健康以交易对价7.2亿元收购众安康100%股权，其中支付现金1.48亿元，剩余5.72亿元通过发行股份的方式支付，此次向医疗非诊疗服务行业的进军标志公司全面转型医疗健康领域。

众安康是国内医疗后勤服务行业的龙头企业，其主营业务分两部分：一是**医院后勤服务全方位一体化管理**；二是**医疗系统工程建设**。公司拥有近2万名员工，先后承担全国40多个城市超过120家大中型医院建设、医院后勤综合管理服务和医院清洁工程建设。

图表 29. 宜华企业（集团）股权关系



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

图表 30. 众安康主营业务



资料来源：公司公告、中银证券

众安康2013年实现营业收入4.7亿元，其中后勤管理和医疗工程业务分别贡献收入4.5亿元和0.2亿元，净利润2,077万元。根据原股东签订的业绩承诺：

众安康2014年、2015年、2016年、2017年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6,000万元、7,800万元、10,140万元、10,059万元，自2014年至2017年的净利润增长率分别为30%、30%、-0.7%，平均增长率约为19.7%，合计约3.4亿元。

图表 31. 众安康 2012-2015 年主营业务收入

项目	2015 年		2014 年 1-6 月		2013 年		2012 年	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
医疗后勤综合服务	5,7027.1	66	25,445.56	88	45,213.48	96	32,741.48	87
医疗专业工程	29,993.39	34	3,380.44	12	1,745.36	4	4,705.41	13
小计	87,020.49	100	28,826.01	100	46,958.80	100	37,446.90	100

资料来源：公司公告及中银证券

医院后勤综合服务

众安康自 2000 年与北京大学深圳医院开始合作，一体化地介入合作医院后勤综合管理服务，除了传统物业管理服务，还包括**导医、护工、医疗运送、病人陪护**等专业化医疗辅助服务，以及餐饮膳食、商业零售等配套服务。目前，众安康医疗后勤综合服务客户超过 80 家，遍布全国各地，是国内最大的医疗后勤综合服务商之一。医疗后勤综合服务主要的业务内容包括：

1) 医疗辅助服务

医疗辅助服务包括导医导诊、护工、医疗运送和病人陪护服务等内容，贯穿于医院诊疗服务的全过程之中，直接服务于病人和医护人员，在医疗工作中起到协助、支持和助手的作用。

2) 医疗设施维护保养服务

医疗设施维护保养服务负责对医院内供配电、给排水、冷暖气等机电设备设施进行日常维修、养护和管理服务。

3) 环境管理服务

具体包括消毒、灭菌剂使用的随时监控、医疗废物的收集及记录、医用垃圾袋按区域严格区分和及时处置的监控、清洁区域及其工具的严格划分；清洁工作对病人生活的影响程度控制；公共场所、厕所等传染源易发生区域的清洁消毒监控等。

4) 安全管理服务

安全管理服务主要为医院提供治安消防安全管理、交通安全管理和应对自然灾害、社会治安协防及其他应急处理等服务。众安康根据医院环境的特殊性，针对医托、医闹、医患纠纷等安全隐患均制定专业的应对措施和方案。

5) 便民商业服务

便民商业服务为医院医护人员、患者及其他往来人员提供营养餐饮服务和日常生活供应用品服务。

图表 32. 医疗后勤综合服务主要内容


资料来源：公司公告、中银证券

截至 2014 年 6 月，公司后勤服务客户约 82 家，其中包括北京大学深圳医院（约 3,000 万元/年）、香港大学深圳医院（约 2,500 万元/年）、安徽医科大学第二附属医院（约 1,500 万元/年）等数十家三甲综合医院。按每年客户数增速 10% 测算，我们估计公司现有服务医院数量超 100 家，假设平均每家年收入 1,000 万元，净利率 5%，则平均单个客户净利润 50 万元，预计可贡献净利总额 5,000 万元。

图表 33. 医疗后勤综合服务前五大客户

序号	客户名称	首次服务合同签订时间	连续服务时间	2014 年 1-6 月 销售金额(万元)	2013 年 销售金额(万元)	2012 年 销售金额(万元)
1	北京大学深圳医院	2000.03.01	16 年	1,637.31	2,886.74	2,802.49
2	香港大学深圳医院	2012.09.10	5 年	1549.3	2,382.43	NA
3	温州医科大学附属第一医院	2012.09.10	5 年	1,205.94	2,318.71	NA
4	遵义医学院附属医院	2012.09.10	5 年	996.53	1,699.79	NA
5	南京鼓楼医院	2007.11.01	9 年	889.44	1,698.13	2,210.54

资料来源：公司公告及中银证券

医疗专业工程

众安康的医疗专业工程贯穿规划设计、装饰施工、设备器械配置、运行维护的全过程，为医院提供整体解决方案，实现“交钥匙工程”。众安康提供的医疗专业工程主要为医院洁净工程和医用气体工程，业务内容主要包括：

1) 医院洁净工程

医院手术室、ICU、CCU、产房、NICU、中心供应室、静脉配置中心、DSA 及各实验室等的洁净工程的设计、施工、维护。

2) 医用气体工程

包含氧气、压缩空气、氮气、二氧化碳、一氧化二氮（俗称“笑气”）、气体负压等医用气体系统工程的设计、施工、维护。

3) X射线防护工程

包括 CT、DR、MRI、直线加速器等 X 射线防护工程的设计、施工、维护。

4) 医院智能化

包括数字化手术室。远程会诊、呼叫对讲，公共广播及背景音乐系统、有线电视系统、计算机网络系统、LED 大屏幕显示排队叫号系统、电子会议及示教系统等的设计、施工、维护。

5) 热力空调工程给排水

中央空调、VAV 空调、局部空调系统。医院污水处理系统的设计、施工、维护。

6) 特殊工程

药厂、制剂中心，GMP 认证、基因工程、机场及边检的检验检疫通道、P3 实验室等、传染病防止研究室等的设计、施工、维护。

图表 34. 医疗专业工程主要业务内容



资料来源：公司公告、中银证券

截至 2014 年 6 月，众安康签约、中标及有框架协议的施工合同尚未确认的收入合计 8.3 亿元。而目前众安康已经储备了相当数量的医疗工程项目，将一定程度上保障其未来业绩的可持续性，近几年新合作订单基本保持在每年 15%-20% 的增长率。此外，宜华健康通过达孜赛勒康并购增加的医院也将成为众安康的客户来源。

图表 35. 2014 年 6 月众安康签约、中标及有框架协议的施工合同情况

序号	项目名称	基准日前尚未确认收入的合同额或预计合同额	预计完工时间	备注
1	六盘水妇女儿童医院	4,680	2014 年	已签订合同
2	山西蒲县中医院	969	2014 年	已签订合同
3	云南临沧青华分院	2,000	2014 年	已签订合同
4	汕尾人民医院	254	2014 年	已签订合同
5	福建宁德市人民医院	426	2014 年	已签订合同
6	维保项目	250	2016 年	已签订合同
7	常德第四人民医院第二期工程	30,000	2016 年	已签订合同
8	罗湖莲塘康馨养老中心	30,000	2017 年	已签署框架协议
9	利辛县第二人民医院	7,476		已签订合同
10	常德市第四人民医院第一期装修工程	6,500		已达成意向
合计		82,555		

资料来源：公司公告及中银证券

深圳罗湖康馨养老中心项目

2015 年 11 月 30 日，公司第六届董事会第二十三次会议审议通过《关于公司子公司签署日常经营重大合同的议案》，拟与深圳市康馨鹏城养老事业投资发展有限公司、徐凌子、陈伟权签署《深圳市莲塘康馨养老项目工程投资建设施工及合作合同》。

深圳市罗湖区莲塘街道康馨养老项目位于罗湖区莲塘街道仙湖社区仙桐路以北，莲塘康馨养老院以南，建设用地 6,646 平方米，包括建成计容积率建筑面积 16,530 平方米的养老设施和地面城市休闲广场和地下 6 层规模、建筑面积 29,616 平方米的社会停车场。项目将采用 BOT 形式进行开发建设，建设资金由深圳市康馨养老事业投资发展有限公司负责投资，总工期约 27-36 个月。

根据施工合同，项目投资建设总造价 6.78 亿元，并提取施工管理费 0.5%；众安康负责全资投入，康馨养老公司在约定期限内回购项目，归还众安康全部投资本金，并按以下方式支付收益给众安康：

- 1) ± 0 以上地面部分：政府批准计算容积率的建筑面积按每平方米 6,500 元计算投资收益；
- 2) ± 0 以下部分不计算容积率的地下车库建筑面积按每平方米 2,300 元计算投资收益；
- 3) 其他不计算容积率的建筑面积（含 ± 0 上下）按每平米 3,300 元计算投资收益。

本项目建设竣工后，且支付全部投资本金和收益后，该物业管理权归康馨养老公司，另双方共同组建管理服务的运营合资公司，其中养老管理服务的业务以众安康为主，占 70% 股份，康馨养老协助配合，占 30% 股份，双方按股份比例承担风险和盈亏。

根据该投资收益约定测算，我们估计该项目工程款总收入可达 8.5-9 亿元，投资收益约 1.8-2 亿元，利润率近 20%，预计于 2017 年开始结算，保障众安康医疗工程业务持续增长；而后续成立合资公司并控股运营养老服务，也有望与亲和源形成协同效应。

医疗 PPP 项目未来市场空间巨大

目前公司参与的医疗专业工程项目合作模式多以 BOT 和 PPP 模式为主，以深圳莲塘康馨养老中心项目为例，合作模式为：经过康馨养老邀标，众安康中标负责投资建设施工，康馨养老到期回购获得产权，同时成立合资公司并由众安康控股经营后续业务，获取建筑工程和养老运营两笔收入。

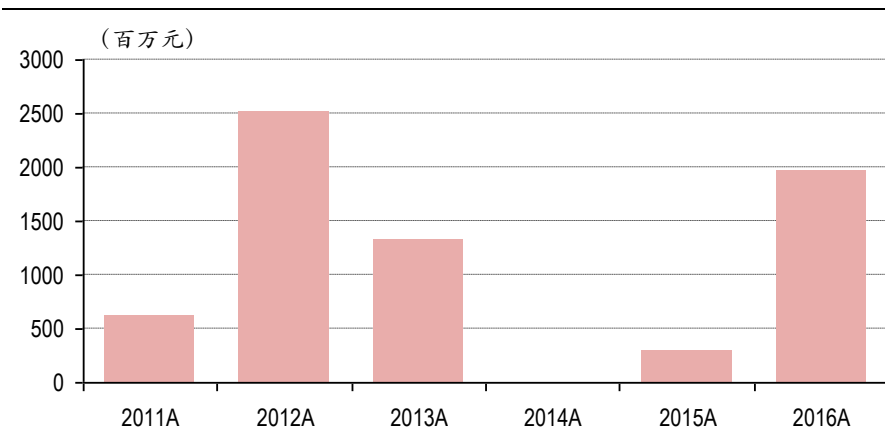
随着政府鼓励民营资本参与公立医院改制力度的加大，医疗领域 PPP 项目规模有望持续扩大。随着第三批 PPP 推介项目的推出，截至 2017 年 1 月，纳入财政部 PPP 综合信息平台项目库的项目数达到 10,828 个，总投资金额近 13 万亿元，落地率 26%。其中医疗卫生领域项目 478 个，投资总额近 3,000 亿元。今明两年将会是 PPP 项目推广落地的大年，叠加以现有医疗供给格局的不合理性，未来医疗机构改建、重建市场空间巨大，公司 PPP 项目板块发展前景广阔，具备可持续高增长基础，参考同行业可比上市公司尚荣医疗 2014-2016 年订单金额增速，预计众安康后续医疗工程业务增速有望超预期。

图表 36. 财政部第三批 PPP 医疗领域示范项目

序号	项目	总投资(亿元)
1	河北省唐山市曹妃甸区工人医院	2.7
2	河北省承德市滦平县医院新院区建设 PPP 项目	4.84
3	内蒙古自治区通辽市科尔沁区第四人民医院 PPP 医养结合项目	7.13
4	内蒙古自治区通辽市霍林郭勒市河东新区中蒙医院工程项目	1.96
5	扎赉特旗康复中心建设项目	0.5
6	福建省三明市宁化县医院新建项目	8
7	山东省菏泽市妇女儿童医院项目	6.15
8	青岛市市立医院东院二期工程 PPP 项目	9.29
9	宜昌夷陵妇女儿童医院建设 (PPP) 项目	4.21
10	河源市中医院二期内科大楼	0.9
11	四川省巴中市恩阳医养园建设项目	10
12	云南省第一人民医院新昆华医院一期综合医院 PPP 项目	23.5
13	户县中医医院整体搬迁暨门诊综合楼建设项目	3.7
14	宁夏永宁县人民医院迁建	5
15	宁夏利通区回医药研究创业基地 PPP 项目	2.92
16	海东市儿童诊疗中心 PPP 项目	1.01
总计		91.81

资料来源：财政部政府和社会资本合作中心、中银证券

图表 37. 医疗工程可比公司尚荣医疗 2011-2016 年工程订单增长情况

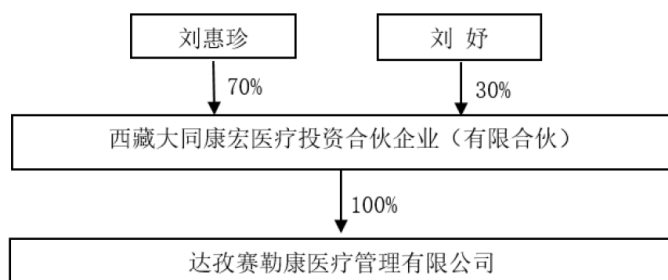


资料来源：公司公告、中银证券

医疗服务：达孜赛勒康

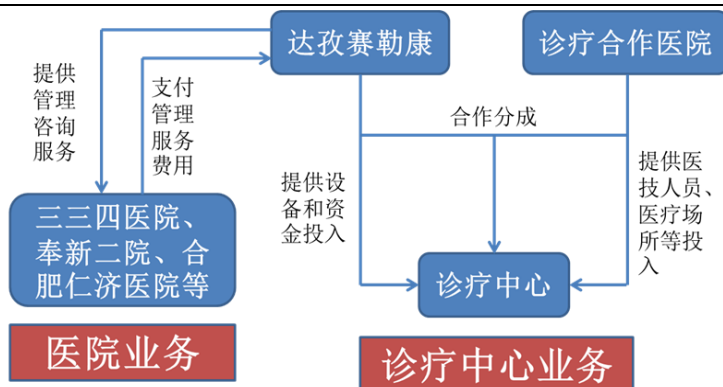
2015 年 12 月，宜华健康支付现金 16.25 亿元购买西藏大同持有的达孜赛勒康 100% 股权，并于 2016 年 1 季度完成股权过户。此次收购有助公司以医院为核心，以诊疗中心为重要入口积极开拓慢性病管理、健康管理、养老服务等业务。达孜赛勒康是国内领先的医疗投资与医疗服务管理提供商，致力于与国内知名医院合作、引进大型医疗诊断和治疗设备，其主营业务分为两部分：一是为医院提供管理和咨询服务；二是与相关医院合作成立肿瘤诊疗中心。

图表 38. 达孜赛勒康收购前股权结构



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

图表 39. 达孜赛勒康主营业务模式



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

2015 年 1-7 月，达孜赛勒康实现营业收入 7,146 万元，净利润 2,953 万元，主要来源于四五五医院诊疗中心合作项目。根据公司与西藏大同及其实际控制人签署的《股权转让协议》承诺：

达孜赛勒康 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年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 **6,165 万元、11,141 万元、15,235 万元、19,563 万元、21,410 万元、23,480 万元**，自 2017 年至 2020 年的净利润增长率分别为 36.75%、28.41%、9.44%、9.67%，平均增长率约为 21%，合计约 10 亿元。

图表 40. 达孜赛勒康业绩承诺和公司评估预测

项目 (万元)	2015 年 8-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
项目合作、管理及租赁收入	8,640	28,973	34,477	45,683	48,528	50,979
医院管理和咨询收入	6,426	17,406	20,254	27,012	33,114	43,416
营业收入合计	15,065	46,379	54,732	72,695	81,642	94,395
营业成本合计	3,096	9,865	9,824	12,550	13,223	13,795
营业成本/营业收入(%)	44	42	35	34	33	32
营业税金及附加	50	168	200	266	287	309
管理费用	363	992	1,041	1,101	1,112	1,203
利润总额	3,502	12,243	16,741	23,014	25,186	27,621
所得税率(%)	9	9	9	15	15	15
所得税费用	315	1,102	1,507	3,452	3,778	4,143
净利润	3,187	11,141	15,234	19,562	21,408	23,478

资料来源：万得数据及中银证券

医院管理和咨询服务业务

在医院管理和咨询业务板块中，达孜赛勒康通过对医院的医疗服务质量管理、医疗安全质量管理、供应链管理、信息化管理、财务管理、行政管理、市场推广、薪酬考核体系管理、后勤管理、人才引进等方面提供解决方案并协助实施，协助医院方培育医疗服务团队等方式全面提升医院的管理效率、服务水平和经济效益，并按照医院年度收入的一定比例计提咨询管理服务费。

目前，达孜赛勒康直接或间接控制南昌三三四医院和奉新第二中医院，并后续承诺注入合肥仁济肿瘤医院；此外，2016 年 8 月，宜华健康（20%股权）与关联方刘壮青先生（80%股权）设立的合资公司宜鸿投资，通过收购与增资扩股的方式获取赣南医学院第二附属医院 70%的股权。

图表 41. 公司在管和预计注入的医院情况

名称	南昌三三四医院	奉新第二中医院	赣南医学院第二附属医院	合肥仁济肿瘤医院
地区	江西南昌	江西奉新	江西赣州	安徽合肥
等级	三级	二甲	二级	二级
类型	综合	中医	综合	肿瘤专科
性质	非营利性	非营利性	非营利性	营利性
建筑面积（万平方米）	3.6	1	5.5	
编制床（张）	524	120	520	
年门诊量（万人）	15	6		
2014 年营业收入（万元）	10,444	1,715		1,924

资料来源：万得数据及中银证券

1) 南昌三三四医院

南昌三三四医院是一所集医疗、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，该医院为**非营利性医院**。医院建筑面积 3.6 万平方米，现有编制床位 524 张，开放床位 800 张，其中卫生技术人员 500 余人，教授 21 人。医院目前是江西省城镇职工居民医保定点医疗机构，江西省唯一一家国家卫生部省卫生厅批准装配伽玛刀肿瘤治疗设备的综合医院。医院目前开设了 21 个临床一级科室，39 个临床二级专业学科。

2014 年和 2015 年 1-7 月，三三四医院分别实现营业收入 1.04 亿元和 6,476 万元。

2015 年 8 月，达孜赛勒康与医院订立《医院管理服务协议》，三三四医院以其经审计地年度总收入的 **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，按季度向达孜赛勒康支付。

2) 奉新第二中医院

奉新第二中医院是一家集医疗、预防、保健、教学和科研于一体的**二级甲等医院**，该医院为**非营利性医院**。医院自有土地 33.4 亩，编制床位 120 张，开放床位 150 张，医院现有卫生技术人员 129 人，其中执业医师 40 人。

2014 年和 2015 年 1-7 月，奉新二院分别实现营业收入 1,715 万元和 1,133 万元。

2015 年 8 月，达孜赛勒康与医院订立《医院管理服务协议》，奉新二院以其经审计年度总收入的 15%（2015 年 8 月至 2030 年 7 月）计提咨询管理服务费，按季度向达孜赛勒康支付。

3) 赣南医学院第二附属医院

赣南医学院第二附属医院是一所集医疗、教学、科研、预防、保健和康复为一体的**综合性、非营利性二级综合医院**，是经省发改委、卫生厅、教育厅批准设立，隶属于赣南医学院的医疗和教育机构。该医院是信丰城镇职工、居民医保及新农合医保定点医疗机构，也是信丰县少数二级以上综合医院之一。医院按三级医院标准建设，医院批准设置病床 526 张，医院现有职工 260 余人，其中卫生技术人员 210 人。

4) 合肥仁济肿瘤医院

合肥仁济肿瘤医院是由合肥市卫生局批准的**二级专科医院**，医院现拥有国际先进水平的 OUR-QGD 型全身伽玛刀、MASEP-SRRS 型头部伽玛刀、Siemens Novus 1.5T 磁共振仪等大型医疗设备。

2014 年和 2015 年 1-7 月，医院分别实现营业收入 1,924 万元和 946 万元，净利润 690 万元和 108 万元。

由于合肥医院历史上股权变更资料不齐全，达孜赛勒康原实际控制人承诺：在取得合肥医院历史上相关股东的股权权属确认文件，在核查清楚合肥医院的历史股权权属状况的条件下，其在合肥医院实际拥有的全部权益将转让至达孜赛勒康名下。

图表 42. 南昌三三四医院



资料来源：公司官网及中银国际证券

图表 43. 奉新第二中医院



资料来源：公司官网及中银国际证券

图表 44. 赣南医学院第二附属医院



资料来源：公司官网及中银证券

图表 45. 合肥仁济肿瘤医院



资料来源：公司官网及中银国际证券

我们按照卫计委统计的江西地区医院平均病床使用率（71.2%）、出院者平均住院日（9-10 天）、门诊病人医药费用（220 元）和出院病人医药费用（7,000 元）等数据作为假设，测算 2017 年公司管理的 3 家医院有望合计贡献营业收入 2.8 亿元，按照平均 14-15% 的咨询管理费用，则**预计可贡献医院管理服务收益约 4,147 万元**。根据规划，公司未来有望继续进行医院资产的扩张，标的仍以私营医院投资为主，主要计划投资方向是二甲和三级医院，而专科医院主要投资方向是肿瘤领域，并考虑适时适量自建 1-2 家医院。

此外，根据公司与医院订立的《医院管理服务协议》内容，除了约定医院将部分经营管理权委托给达孜赛勒康行使并支付固定比例的管理费用，达孜赛勒康还负责向医院提供药品及医疗器械的采购、医院的信息化管理、基建服务以及后勤管理服务等增值服务，我们预计公司未来有望在开展医药供应、医疗工程、后勤管理等衍生业务中获取收益，后续医院管理业务的成长空间可期。

图表 46. 2017 年达孜赛勒康医院板块业务预计收入

项目	南昌三三四 医院	奉新第二中 医院	赣南医学院 第二附属医院	合肥仁济 肿瘤医院	合计
编制床位（张）	524	120	526	-	1170
病床使用率-江西(%)	71.2	71.2	71.2	-	-
出院者平均住院日（天）	10	9.9	9.2	-	-
住院病人（人次）	8,000	5,000	5,750	1,000	-
门诊量（万人次）	15	6	8	-	-
门诊病人人次均医药费（元）	220	220	220	-	-
出院病人人均医药费（元）	7,000	7,000	7,000	14,534	-
门诊收入（万元）	3,300	1,320	1,767	-	6,387
住院收入（万元）	9,523	2,198	10,390	-	23,564
预计总收入（万元）	12,823	3,518	12,157	-	28,184
预计管理费收入（万元）	1,795	528	1,824	-	4,147

资料来源：万得数据及中银证券

诊疗中心业务

在诊疗中心板块，达孜赛勒康与医院建立合作关系打造诊疗中心，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；在医院方提取相关收益后剩余收益扣除诊疗中心发生的成本后为达孜赛勒康的收益。目前与达孜赛勒康达成合作协议的医院主要有中国人民解放军第四五五医院、宁波明州医院、深圳罗湖医院、安徽亳州中心医院。

图表 47. 达孜赛勒康诊疗中心合作情况

项目	四五五医院肿瘤 诊疗项目 (一期)	四五五医院 二期项目	宁波明州医院 PET-CT 项目	罗湖医院设备 租赁及管理服务	亳州医院 放疗项目
地区	上海	上海	浙江 宁波	广东 深圳	安徽 亳州
提供设备	一代头部伽玛刀和两台 体部伽玛刀	TOMO 和 ARTISTE 一台	PET-CT 设备等	直线加速器一台和 ARTS-A01 型 γ 射线多源 聚焦体部立体定向放射 治疗系统一套	ARTS-A01 型伽马射线 多源聚焦立体定向放射 治疗系统设备各一套
合作期限 (年)	8	8	10	12	15
合作开始	2008.12	2016.12	2015.9	2016.7	2016.7
合作终止日	2016.11	2024.11	2025.8	2028.8	2031.8

资料来源：万得数据及中银证券

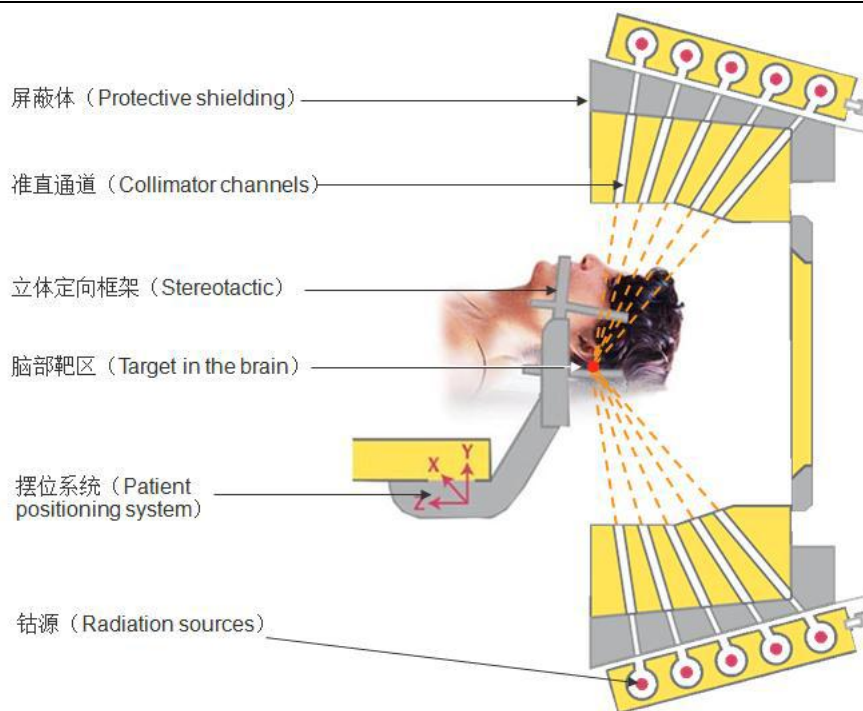
1) 四五五肿瘤诊疗中心项目（伽玛刀项目）

诊疗中心是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部门。四五五医院是一所具有 70 多年历史，集医疗、教学、科研为一体的大型三级甲等综合性医院。诊疗中心总面积 1,300 多平方米，开展床位近 200 张，是上海肝胆胰疾病会诊中心肿瘤放疗伽玛刀治疗基地、华人外宾指定医疗保健点，诊疗中心成功治疗患者数量居全国前列。截至预案出具日总投资 5,000 多万元。

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。四五五医院诊疗中心的收费标准按照《上海市医疗机构医疗服务项目和价格汇编（2014 年）》执行，做一次伽马刀治疗手术大约是 7,500 元；设备价值均在 2,000 万元以上。

四五五医院项目在 2014 年 12 月份开始运营，2015 年 1-7 月，四五五一期项目分别实现营业收入 7,146 万元，实现净利润 2,655 万元；伽玛刀实际治疗人数 3,153 人，即人均治疗费分成收入达到 22,664 万元，设备利用率达到 66%。公司预计该项目 2015 年和 2016 年(11 月到期)分别实现收入 1.26 亿和 1.28 亿元，净利润 5,145 万元和 5,509 万元。

图表 48. 伽马刀的工作示意图



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

2) 四五五医院二期合作项目 (TOMO 项目)

TOMO 项目 (二期) 是对伽玛刀项目 (一期) 的升级。四五五医院与达孜赛勒康已签订项目第二期合作协议, 达孜赛勒康提供 TOMO 和 ARTISTE 一台及医护人员作为合作投入, 医院以提供设备所需机房、配套设施作为合作投入。合作期限 8 年。中心由公司独立经营、自负盈亏、全部运营费用由公司承担。

3) 宁波医院 PET-CT 项目

宁波明州医院位于宁波市鄞州区, 是一家按三级甲等标准建设的大型现代化综合性医院。医院成立于 2006 年 5 月, 总投资 11 亿元, 总建筑面积 21 万平方米, 设计床位 1,200 张, 医技人员 767 人。

宁波明州医院有限公司已与达孜赛勒康已签订投资合作合作协议, 宁波明州医院有限公司 PET-CT 中心交由达孜赛勒康投资并负责运营, 双方合作期限共计 10 年, 合同期内, 达孜赛勒康所投设备产权归达孜赛勒康所有, 合同期结束后, 产权归医院所有。宁波明州医院有限公司与达孜赛勒康进行利益分成, 以当月 PET-CT 中心的全部收入作为基数进行核算。

4) 罗湖医院项目

深圳市罗湖区人民医院始建于 1957 年设有病床约 350 张, 是一所集医疗、教学、科研、预防、保健、急诊急救为一体的综合性二甲医院, 业务用房建筑面积达 34,361 平方米, 主治医师等各项技术骨干 90 余名。

在达孜赛勒康与之合作的放疗项目中, 达孜赛勒康以提供直线加速器一台和 ARTS-A01 型 γ 射线多源聚焦体部立体定向放射治疗系统一套及医护人员作为合作投入, 合作期限为 12 年; 医院以提供设备所需机房、配套设施作为合作投入, 合同以设备租赁加管理服务费分配方式。

5) 亳州医院项目

亳州中心医院与蚌埠医学院附属第二人民医院联合办院，享有蚌医二附院的医疗队伍和专家资源，是亳州地区一所集医疗、教学、科研、预防、保健、康复为一体的市级综合性医院。预计医院年收入 10 亿，计划床位数 600 张。

亳州中心医院与达孜赛勒康已签《合作建立亳州中心医院伽玛刀治疗中心的合同》，合作方式：达孜赛勒康投入 ARTS-A01 型伽马射线多源聚焦立体定向放射治疗系统设备各一套及其配套设施，合作期限为 15 年。项目收入是伽马射线立体定向放射治疗系统产生的治疗费，包括伽玛刀设备直接放射治疗收入、伽玛刀治疗计划收入、定位收入；分配方式以当年收入的一定比例计算项目收益。

图表 49. 中国人民解放军第四五五医院



资料来源：公司网站及中银证券

图表 50. 浙江大学明州医院



资料来源：公司网站及中银证券

图表 51. 深圳市罗湖区人民医院



资料来源：公司网站及中银证券

图表 52. 安徽亳州中心医院



资料来源：公司网站及中银证券

据公司披露，目前公司肿瘤专科领域医保支付的费用占收入近九成，并有大病医保的额度支撑，需求空间巨大。我们参照目前肿瘤治疗和筛查设备收费情况（直线加速器 1 万元/疗程，伽马刀 2.2 万元/疗程，PET-CT 设备 1 万元/次等）和设备平均投资金额 3,000 万元/台计算，假设设备利用率 6-10 次/台/天，测得达孜赛勒康诊疗中心业务 2017 年净利润可达 1.2 亿元人民币，叠加此前医院管理业务约 4,000 万的预测利润，预计 2017 年完成 1.5 亿净利润承诺是大概率事件。

图表 53. 2017 年达孜赛勒康诊疗中心板块业务收益测算

项目	单位疗程/次均 收费（元）	四五五医院 一期项目	四五五医院 二期项目	宁波明州医院 PET-CT 项目	罗湖医院设备 租赁管理服务	亳州医院 放疗项目	合计
直线加速器（台）	10,000	1	1	1	1	1	4
伽马刀（台）	22,000	3	3	1	1	1	6
PET-CT（台）	10,000			1			1
预计收入（万元）		10,500	10,500	8,500	5,500	5,500	30,000
合作期限（年）		8	8	10	12	15	
设备投资额（万元）		12,000	12,000	9,000	6,000	6,000	33,000
设备折旧（万元）		1,500	1,500	900	500	400	3,300
其他费用（万元）		5,250	5,250	4,250	2,750	2,750	15,000
预计净利润（万元）		3,750	3,750	3,350	2,250	2,350	11,700

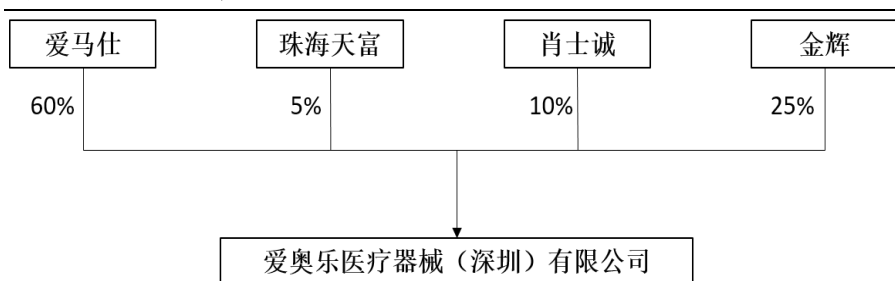
资料来源：万得数据及中银证券

医疗器械：爱奥乐

2015 年 12 月，宜华健康以**现金支付方式**购买爱马仕、珠海天富、金辉、肖士诚合计持有的爱奥乐股份的 100%，**交易对价为 3 亿元**，并已于 2016 年 1 季度完成股权过户，收购完成后，爱奥乐成为宜华健康公司旗下全资子公司。此次收购有助宜华健康将医疗产业圈拓展至健康管理领域。

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)**，主要产品线可分为以下三种类型：**一是传统医疗检测产品；二是远程医疗检测产品；三是 OEM/ODM (血糖测量) 系列**。爱奥乐目前的销售渠道主要包括：国内 OTC、国内 OEM/ODM、直接出口及电子商务，具体销售方式主要为通过展会、网站、销售人员带动等几种方式进行。

图 54. 爱奥乐主营产品



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

图表 55. 爱奥乐主营产品



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

2015 年 1-7 月，爱奥乐实现营业收入 4,743 万元，净利润 147 万元，其中血糖仪和血压计两类产品分别占比 68%和 28%。根据宜华健康与补偿义务人爱马仕、肖士诚签署的《股权转让协议》承诺：

爱奥乐 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 2,000 万元、3,500 万元、4,500 万元、5,000 万元、5,500 万元，自 2017 年至 2020 年的净利润增长率分别为 75%、28.57%、11.11%、10.00%，平均增长率约为 28.78%，合计约 2 亿元。

图表 56. 爱奥乐业绩承诺和公司官方评估预测

项目 (万元)	2015 年 8-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
血糖仪	1,617	7,092	10,850	13,630	15,303	19,320
血糖试纸	1,051	5,582	10,236	16,273	20,340	26,139
血压计	1,331	3,908	3,640	3,520	3,885	1,818
其他	84	2,405	3,209	3,514	5,762	7,638
营业收入合计	4,083	18,988	27,935	36,938	45,290	54,915
营业成本合计	2,833	13,044	18,376	24,363	30,764	38,570
营业成本/营业收入(%)	69	69	66	66	68	70
营业税金及附加	24	143	231	305	355	413
费用总额	887	3,447	5,204	6,259	7,491	8,579
利润总额	339	2,354	4,124	6,011	6,681	7,353
所得税率(%)	15	15	15	25	25	25
所得税费用	51	356	623	1,512	1,682	1,852
净利润	288	1,998	3,501	4,499	4,999	5,501

资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

公司主营产品

传统医疗检测产品线

1) **血压系列**：血压系列主要包括上臂式全自动血压计和腕式全自动电子血压计，主要满足用户在家庭进行血压检测的需求。公司产品具有一键测量、全自动加压、双用户模式等特性方便用户使用。电商旗舰店报价：上臂式全自动血压计 163 元/台，腕式全自动电子血压计 98 元/台。

2) **血糖系列**：血糖系列主要包括血糖仪和血糖试纸。其中血糖仪主要用于糖尿病患者和其他有血糖监测需求的用户进行血糖检测；血糖试纸作为血糖检测的耗材，基于葡萄糖氧化酶微电流测量技术，不会产生假性偏高的血糖结果，高效准确。电商旗舰店报价：血糖仪 59 元/台；血糖试纸 100 元/盒。

3) **体温系列**：体温系列主要产品包括电子体温计和耳温枪。

图表 57. 传统医疗检测血压系列



资料来源：公司公告及中银证券

图表 58. 传统医疗检测血糖系列



资料来源：公司公告及中银证券

2、远程医疗检测产品线

在远程医疗检测产品线中，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。

1) **血压系列**：血压系列主要产品包括蓝牙血压计和 GSM 血压计。其中蓝牙血压计内置蓝牙 4.0 模块，GSM 血压计内置 GSM 模组及 SIM 卡，测量结果即时传送至云数据系统。

2) **血糖系列**：血糖系列包括蓝牙血糖仪和 GSM 血糖仪。其中，蓝牙血糖仪内置蓝牙 4.0 模块，GSM 血糖仪内置 GSM 模组及 SIM 卡，测量结果即时传送至云数据系统。电商旗舰店报价：蓝牙血糖仪单价为 299 元/台，较传统血糖仪价格大幅提升。

图表 59. 远程医疗检测血压系列



资料来源：公司公告及中银证券

图表 60. 远程医疗检测血糖系列

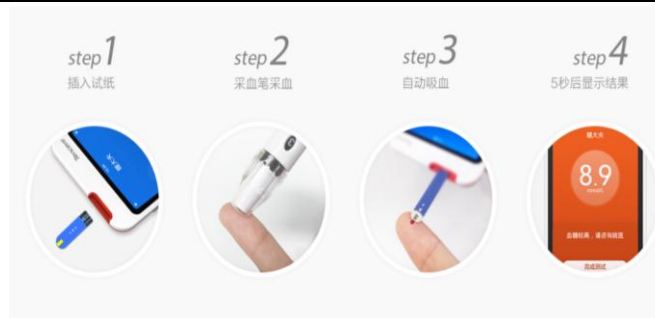


资料来源：公司公告及中银证券

3、OEM/ODM 系列

该产品线主要生产血糖监测相关的产品。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。其中，爱奥乐与腾讯合作的腾爱·糖大夫系列产品可实时监测用户血糖：测量结果实时微信通知，血糖过高实时预警。2015 年 1-7 月，爱奥乐实现向腾讯公司销售额 883 万元，占其营业收入 19%。目前腾爱·糖大夫的售价在 250-300 元间。

图表 61. 腾爱·糖大夫系列产品使用流程



资料来源：公司公告及中银证券

图表 62. 腾爱·糖大夫系列产品



资料来源：公司公告及中银证券

4、在开发产品

- 1) **多参数健康一体机**。该产品将具备心电图检测、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；
- 2) **云健康管理平台**。爱奥乐利用在硬件生产的优势，建立了以“健康护照”为核心的云健康管理平台，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，实现客户的健康管理。

我们认为目前爱奥乐的主打产品血糖仪和血压计等面临竞争较为激烈的民用医疗器械市场，公司的销售渠道主要以 OTC 为主，智能化产品的市场普及度相对较低，因而短期销售具有一定压力；但从长远的角度来看，随着公司收购管理医院的数量增加和亲和源养老社区的建设加快，内部供应渠道的搭建有望形成较强的协同效应，同时医疗养老机构等渠道的构建有望对零售市场产生积极的品牌传导效应，厚积薄发或带来远期业绩的提升。

图表 63. 爱奥乐 2017-2019 年业绩测算

	血糖仪 (台)			血糖试纸 (套)			血压计 (台)		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
产能 (万台、套)	174	174	174	884	884	884	165	165	165
产能利用率(%)	29	36	43	9	13	17	25	24	24
销量 (万台、套)	50	63	75	78	117	152	41	40	40
增长(%)	50	25	20	91	91	91	96	96	96
销量 (万台、套)	50	63	75	71	106	138	39	38	38
增长(%)	50	25	20	50	50	30	(10)	(3)	0
均价 (元/台)	115	121	127	99	104	109	90	91	92
增长(%)	20	5	5	5	5	5	1	1	1
营业收入 (万元)	5,768	7,570	9,538	7,004	11,031	15,057	3,551	3,479	3,514
增长(%)	80	31	26	58	58	37	(9)	(2)	1
毛利率(%)	14	9	5	66	64	62	24	23	23

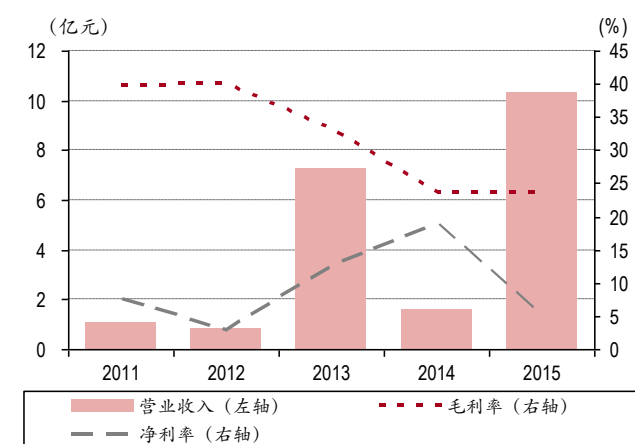
资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

财务分析

2016年1-9月，公司实现营业收入8.7亿元，同比增长31.6%，主要系众安康主营业务增长以及合并爱奥乐及达孜赛勒康所致；归属于上市公司股东的净利润9.67亿元，同比增长1,000倍，主要由于投资收益本期比上年同期增加10.5亿元，系转让广东宜华股权所致。

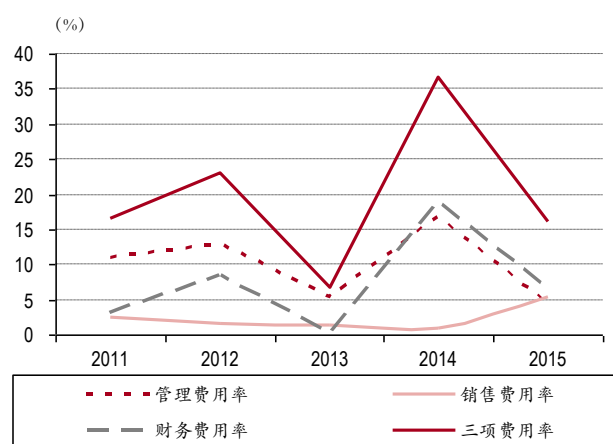
由于公司近年向集团全面剥离地产业务，导致今年投资收益大幅增长。同时，医疗健康业务尚处在布局期：2015年1月并表众安康，2016年1月并表达孜赛勒康，2016年2月并表爱奥乐，故近年财务数据的同期可比性较弱。

图表 64. 2011-2015 公司营业收入和利润率



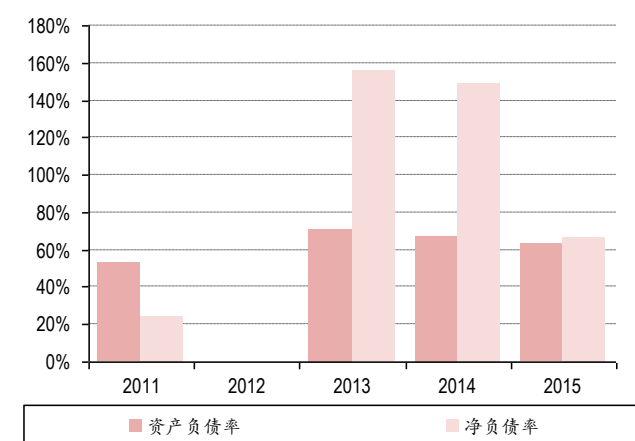
资料来源：万得数据、中银证券

图表 65. 2011-2015 公司三项费用率



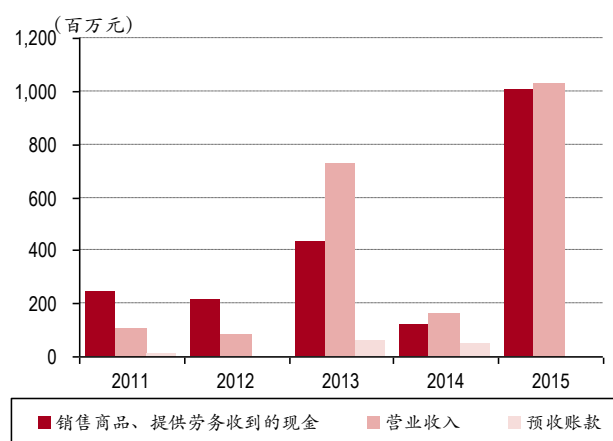
资料来源：万得数据、中银证券

图表 66. 2011-2015 公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 67. 2011-2015 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

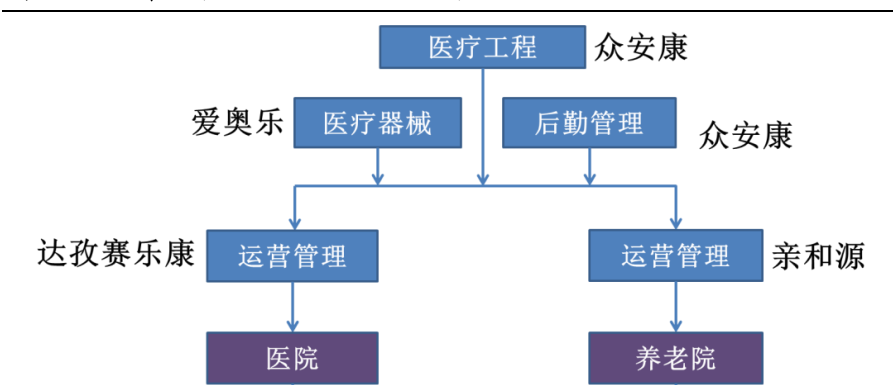
盈利预测及投资建议

根据公司前期收购医疗健康资产时获得的业绩承诺以及医疗养老行业的发展环境，我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 2.33 元、0.77 元、0.88 元。预计公司未来的业绩增速有望超预期，主要由于：

- 1) 众安康目前在手医疗工程订单充足，深圳罗湖养老改造项目有望今明两年集中结算收入，在地方政府推行 PPP 模式下业务增速有望超预期；
- 2) 达孜赛勒康的医院管理业务正加速扩张，有望复制赣南医院模式，实现集团控股收购、公司受托管理的轻资产发展模式；
- 3) 亲和源作为国内养老服务行业龙头，在人口老龄化加速和住宅价格高企的背景下，叠加推行轻资产的租赁模式和 ToB 业务，投资回收期或大幅缩短；
- 4) 公司是目前市场上布局养老健康产业链最完善的企业：从前期医疗养老机构的工程建设（众安康），到中期的医院和养老机构的运营管理（达孜赛勒康、众安康），到后期的医疗器械销售（爱奥乐）及后勤管理服务（众安康），叠加员工持股计划的覆盖和业绩承诺的协议，目前协同效应已经很明显：

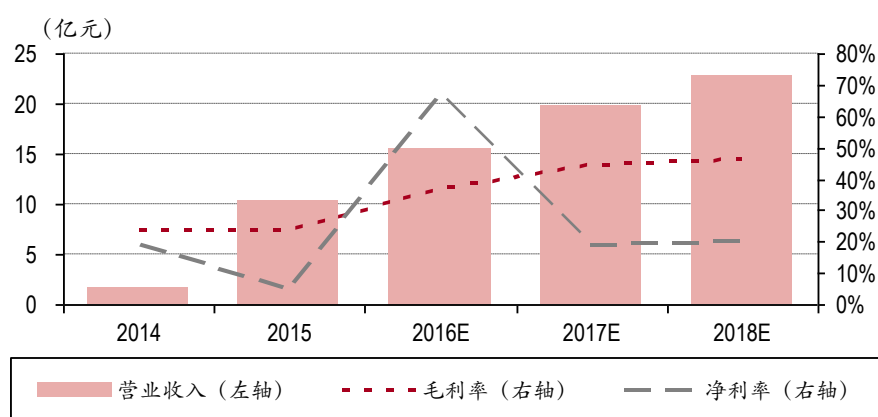
达孜赛勒康的医院和医疗中心由众安康管理；达孜赛勒康新建的医院由众安康规划和建造并配套服务；众安康向其服务的医院推广达孜赛勒康的治疗中心；爱奥乐可以在众安康管理的医院全面推销产品；养老体系也可以和爱奥乐合作解决老人的血糖设备等需求。

图表 68. 宜华健康收购标的形成协同效应



资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

考虑到公司作为医疗养老全产业链布局的稀缺性，以及未来业绩超预期的可能性，给予公司目标价 39.00 元/股相当于 50 倍 2017 年市盈率，而前期员工持股计划增持均价约 32.1 元/股，公司大股东增持成本 28.2 元/股，目前价格具有较高安全边际，首次覆盖给予公司买入评级。

图表 69. 公司 2016-18 年收入和盈利测算


资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 70. 行业可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	预测 PE 2016	预测 PE 2017	预测 PE 2018
002044.CH	美年健康	315.5	68.2	46.3	35.4
300015.CH	爱尔眼科	309.4	53.5	40.8	31.0
002219.CH	恒康医疗	225.3	57.1	46.4	38.2
000516.CH	国际医学	155.7	58.8	51.6	49.4
600763.CH	通策医疗	101.4	53.7	41.8	32.4
000722.CH	湖南发展	73.0	50.0	47.1	43.8
002381.CH	双箭股份	50.6	47.2	39.4	33.9
平均			55.5	44.8	37.7

资料来源: 公司资料及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	158	1,031	1,563	1,977	2,273
销售成本	(137)	(834)	(1,021)	(1,154)	(1,287)
经营费用	(15)	(77)	(227)	(283)	(325)
息税折旧前利润	6	120	315	540	661
折旧及摊销	(13)	(21)	(12)	(14)	(16)
经营利润(息税前利润)	(7)	100	304	526	645
净利息收入/(费用)	(30)	(66)	(103)	(136)	(175)
其他收益/(损失)	68	35	1,029	19	(4)
税前利润	32	68	1,228	407	464
所得税	(2)	(13)	(184)	(61)	(70)
少数股东权益	0	(3)	0	0	0
净利润	30	52	1,044	346	394
核心净利润	30	52	1,044	346	394
每股收益(人民币)	0.067	0.115	2.331	0.772	0.880
核心每股收益(人民币)	0.067	0.115	2.331	0.772	0.880
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(78)	554	52	26	15
息税前利润增长(%)	(106)	(1,556)	205	73	23
息税折旧前利润增长(%)	(95)	1,858	163	71	22
每股收益增长(%)	(68)	73	1,923	(67)	14
核心每股收益增长(%)	(68)	73	1,923	(67)	14

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	32	68	1,228	407	464
折旧与摊销	13	21	12	14	16
净利息费用	30	67	105	138	178
运营资本变动	(245)	203	(1,287)	(1,057)	(705)
税金	(2)	(13)	(184)	(61)	(70)
其他经营现金流	48	31	(1,035)	(18)	2
经营活动产生的现金流	(124)	377	(1,162)	(578)	(116)
购买固定资产净值	(1)	(131)	0	0	(1)
投资减少/增加	279	2	2	2	3
其他投资现金流	0	(98)	506	(155)	(189)
投资活动产生的现金流	278	(227)	508	(153)	(187)
净增权益	0	230	0	0	0
净增债务	(113)	147	341	1,021	588
支付股息	(142)	(145)	0	0	0
其他融资现金流	0	(68)	506	(155)	(189)
融资活动产生的现金流	(255)	163	847	866	399
现金变动	(100)	313	193	135	96
期初现金	110	10	340	515	652
公司自由现金流	154	150	(654)	(730)	(303)
权益自由现金流	41	297	(313)	290	285

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	10	340	515	652	749
应收帐款	29	599	908	1,148	1,320
库存	2,330	2,320	3,516	4,447	5,113
其他流动资产	42	251	316	349	388
流动资产总计	2,411	3,509	5,255	6,595	7,571
固定资产	47	59	68	80	91
无形资产	6	489	489	488	488
其他长期资产	63	493	491	717	941
长期资产总计	117	1,041	1,048	1,284	1,520
总资产	2,528	4,550	6,302	7,880	9,091
应付帐款	161	1,092	1,375	1,520	1,692
短期债务	1,239	205	546	1,567	2,154
其他流动负债	178	92	138	176	203
流动负债总计	1,579	1,389	2,059	3,263	4,049
长期借款	0	1,251	1,251	1,251	1,251
其他长期负债	123	226	253	267	284
股本	324	448	448	448	448
储备	502	1,228	2,284	2,643	3,052
股东权益	826	1,676	2,732	3,091	3,499
少数股东权益	0	8	8	8	8
总负债及权益	2,528	4,550	6,302	7,880	9,091
每股帐面价值(人民币)	1.85	3.74	6.10	6.90	7.81
每股有形资产(人民币)	2.53	2.65	5.01	5.80	6.69
每股净负债/(现金)(人民币)	3.80	2.49	2.86	4.84	5.93

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(%)	3.9	11.6	20.2	27.3	29.1
息税前利润率(%)	(4.3)	9.7	19.4	26.6	28.4
税前利润率(%)	20.0	6.6	78.6	20.6	20.4
净利率(%)	18.9	5.0	66.8	17.5	17.3
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.5	2.6	2.0	1.9
利息覆盖率(倍)	(0.2)	1.5	2.9	3.7	3.6
净权益负债率(%)	148.8	66.3	46.8	69.9	75.7
速动比率(倍)	0.1	0.9	0.8	0.7	0.6
估值					
市盈率(倍)	426.0	246.1	12.2	36.7	32.2
核心业务市盈率(倍)	426.0	246.1	12.2	36.7	32.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	630.7	364.4	18.0	54.4	47.7
市净率(倍)	15.3	7.6	4.7	4.1	3.6
价格/现金流(倍)	(102.7)	33.7	(10.9)	(22.0)	(109.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2,272.8	115.1	44.4	27.6	23.2
周转率					
存货周转天数	6,027.4	1,017.1	1,042.9	1,259.0	1,355.9
应收帐款周转天数	93.7	111.2	175.9	189.8	198.1
应付帐款周转天数	480.8	221.9	288.0	267.2	257.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	3.7	4.1	47.4	11.9	12.0
资产收益率(%)	(0.2)	2.3	4.8	6.3	6.5
已运用资本收益率(%)	(0.3)	3.9	8.0	10.1	10.1

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

宜华健康 (000150.CH/人民币 28.37, 买入)

宜华生活 (600978.CH/人民币 10.29, 买入)

以 2017 年 1 月 16 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，没有担任本报告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 个月内在上下 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。所有本报告期内使用的商标、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:

中银国际研究有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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