



地产贡献业绩大增，医疗金融布局徐展

——华业资本（600240）2017年半年报点评

2017年08月28日

强烈推荐/维持

华业资本

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

事件:

8月25日公司公布2017年半年报。报告期内，公司实现营业收入29.59亿元，较上年同期减少3.02%。实现利润总额约11.32亿元，较上年同期增长162.10%；实现净利润(归属于母公司股东的所有者权益)8.42亿元，较上年同期增长154.22%。报告期内，公司房地产业务实现签约面积约3万平方米，同比下降6.93%；实现签约金额约19亿元，同比增长74.52%；新开工面积2.89万平方米。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	786.4	2567.35	483.48	617.82	1534.38	436.87	2521.92
增长率(%)	313.42%	1149.86%	-83.63%	-16.04%	95.12%	-82.98%	421.61%
毛利率(%)	29.28%	18.74%	26.48%	19.40%	68.15%	32.89%	59.39%
期间费用率(%)	20.06%	5.71%	40.40%	27.67%	10.42%	34.91%	9.56%
营业利润率(%)	35.24%	10.65%	32.84%	95.94%	35.70%	37.96%	38.34%
净利润(百万元)	190.50	188.76	141.50	535.17	348.57	125.46	715.40
增长率(%)	-527.89%	-520.20%	-71.20%	120.81%	82.98%	-33.53%	405.59%
每股盈利(季度,元)	0.14	0.13	0.10	0.38	0.25	0.09	0.50
资产负债率(%)	77.35%	70.53%	72.61%	70.80%	70.95%	70.12%	67.34%
净资产收益率(%)	4.15%	3.95%	2.96%	10.07%	6.15%	2.17%	11.00%
总资产收益率(%)	0.94%	1.16%	0.81%	2.94%	1.79%	0.65%	3.59%

观点:

➤ **营业收入大幅上涨且净利润增幅较大。**报告期内，公司实现营业收入29.59亿元，较上年同期减少3.02%。实现利润总额约11.32亿元，较上年同期增长162.10%；实现净利润(归属于母公司股东的所有者权益)8.42亿元，较上年同期增长154.22%。报告期内，公司房地产业务实现签约面积约3万平方米，同比下降6.93%；实现签约金额约19亿元，同比增长74.52%；新开工面积2.89万平方米。子公司捷尔医疗上半年实现营业收入3.2亿元，其中销售器械、耗材收入2.8亿元，销售药品收入0.4亿元，上半年实现净利润1.01亿元。重医三院2017年上半年展开床位600张，实现收入2.03亿元，门诊人数达16.40万人次。

本期净利润大幅上涨主要归因于由于公司北京通州东方玫瑰项目C8、C9栋于今年二季度集中交付，

达到结算条件, 使得本报告期房地产板块净利润同比增长了3.70亿元至4.70亿元; 公司医疗业务进展顺利, 销售收入稳步提升, 使得本报告期医疗板块净利润同比增长约0.40亿元; 医疗供应链金融业务上年同期实现净利润1.82亿元, 本报告期医疗供应链金融业务较上年同期净利润增长约0.35亿元。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位: 亿元、百分比; 对上年同期净利润同口径调整)

项目	2016年H	2017年H	同比变动	原因分析
归母净利润	3.31	8.42	154.22%	房地产板块集中交付、医疗和供应链金融板块净利润增长
营业收入	30.51	29.59	-3.03%	项目结转周期所致
资产负债率 (%)	72.61%	67.34%	-7.83%	资产增幅大于负债增幅
费用比率 (%)	11.21	13.32	18.82%	加大品牌推广, 销售费用大幅增长
加权 ROE (%)	6.97%	13.84%	98.57%	净利润大幅增加
总资产	174.55	199.15	14.09%	支付股权收购款及保证金, 导致其他应收款大幅上涨
货币资金	26.51	29.64	5.92%	投资到期收回
预收账款	35.64	22.39	-37.16%	项目结转收入
一年内到期非流动负债	0.7	0.23	-67.14%	归还借款
经营活动净现金流	-3.24	-14.88	-359.26%	支付的各项税费大幅增加
稀释 EPS	0.23	0.59	156.52%	净利润大幅增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从公司营收业务构成来看, 地产及物业租赁营收26.36亿元, 占比89.08%, 医疗产业销售营收3.19亿元, 占比10.77%。

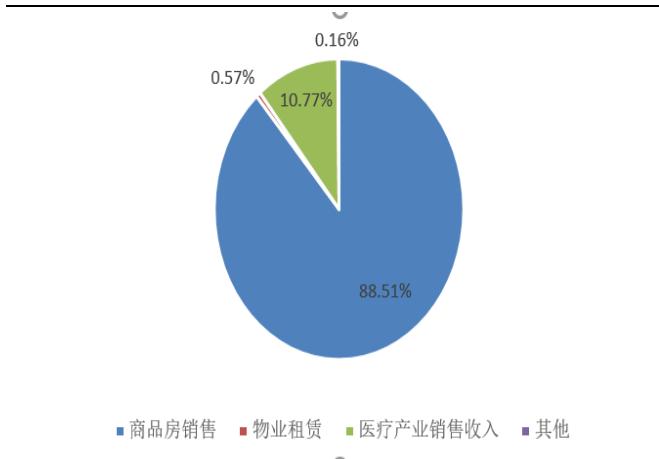
从各业务毛利率情况来看, 由于公司北京通州东方玫瑰项目C8、C9楼栋于今年二季度集中交付, 达到结算条件, 且通州项目销售价格的大幅提升, 地产业务毛利率实现大幅增长, 为公司业绩增添浓墨重彩的一笔。同时公司物业租赁及医疗产业销售毛利率均同比上升。

表 2: 报告期内各房地产项目开发及销售情况

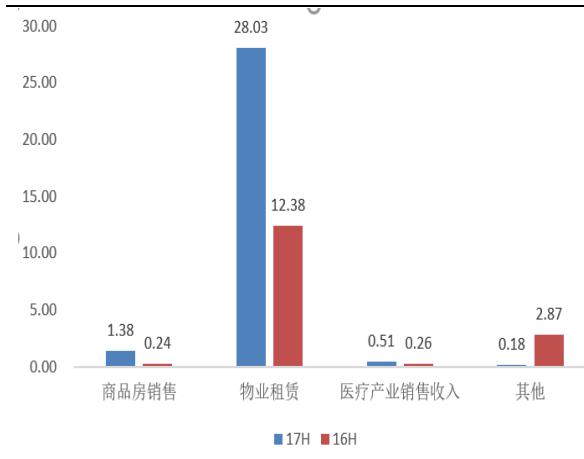
单位: 万平米、亿元、元/平

地区	项目	权益比例	新开工面积	在建面积	报告期结转面积	报告期签约面积	报告期签约额	报告期销售均价
北京	通州东方玫瑰	100%	101.5	0	0	6.79	1.33	8.36
北京	小街三期	100%	2.89	2.89	2.89	-	-	-
深圳	华业玫瑰四季馨园二期	100%	7.94	0	5.8	0	1.68	10.04
大连	华业玫瑰东方二期	100%	15.88	0	0	-	0.07	0.08
								住宅: 64882
								住宅: 59659
								住宅: 11447

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

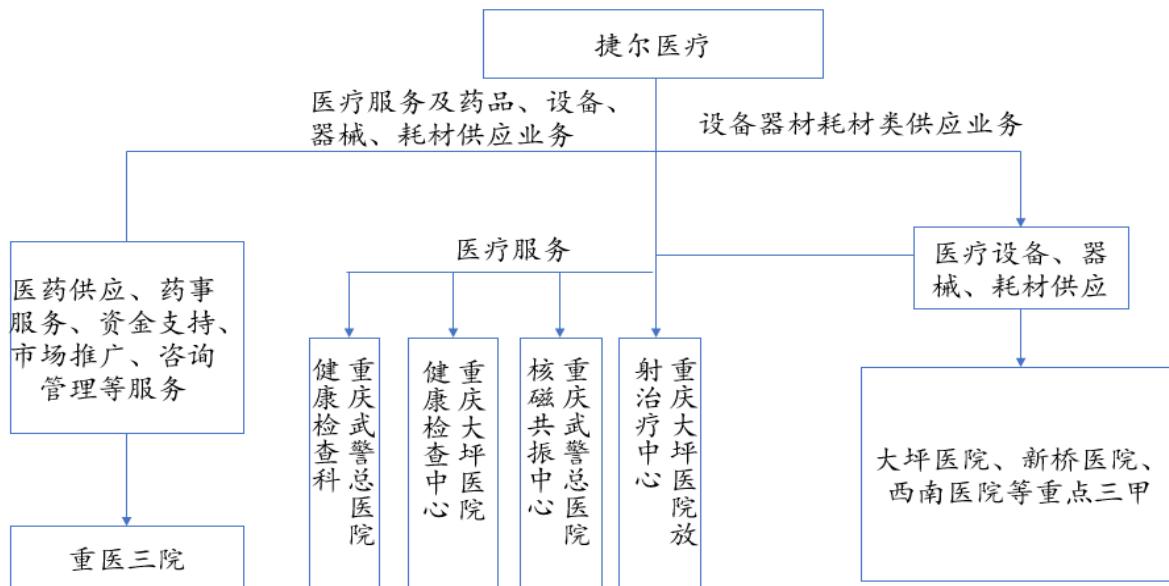
图 1: 2017年上半年营收业务构成


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 2017年上半年各业务毛利率显著高于去年


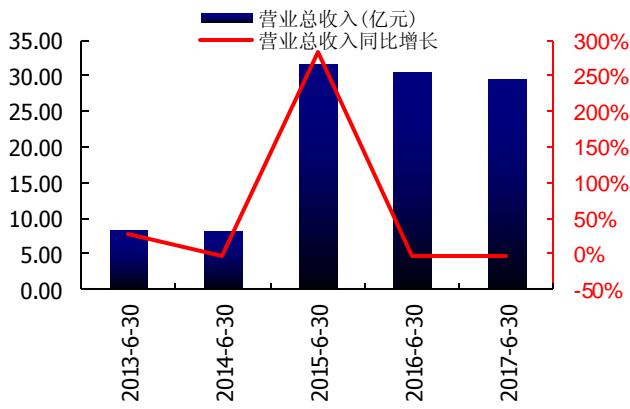
资料来源: 公司公告, 东兴证券

➤ **捷尔医疗剥离医疗中心收益权, 规避部队医院政策调整风险。**公司于 2015 年实施重大资产重组, 收购重庆玖威医疗科技有限公司、李伟持有的重庆捷尔医疗设备有限公司 100% 股权, 捷尔医疗资产中包含与重庆大坪医院、武警重庆医院合作经营的四个医疗中心的收益权, 目前与医院合作经营医疗中心的模式受到部队政策调整的影响, 公司获得未来收益存在重大不确定性, 2017 年 6 月 3 日捷尔医疗原股东 (玖威医疗、李伟) 及其控制人李仕林以 31274.96 万元从捷尔医疗回购上述四家医疗中心的剩余年限收益权。该关联交易有利于公司整合资源, 保障公司经营稳定性, 规避部队医院政策调整风险, 符合公司未来发展规划。同时公司积极拓展市场, 于本年初成立全国市场部, 现已顺利与全国多家医疗机构开展合作, 将为本年度整体经营业绩带来正面影响。

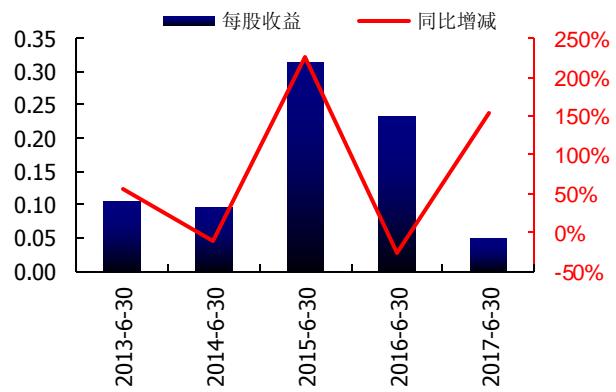
图 3:捷尔医疗主要业务示意图


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

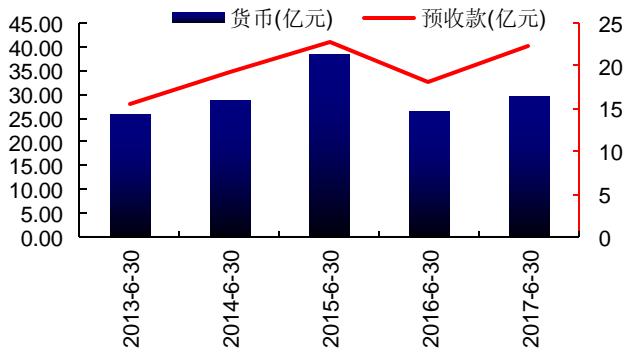
- **医疗供应链平台搭建顺利进行。** 2015年11月底, 公司公告拟搭建不超过200亿元医疗金融平台, 用于收购三甲医院应收账款债权及质押融资、单独或与其他金融机构合作成立医疗供应链基金、信托计划、有限合伙企业及医疗产业并购基金。2016年7月27日公司子公司北京国锐民合投资有限公司、西藏华烁投资有限公司认购景太龙城投资管理中心(有限合伙)的份额, 该合伙企业主要用于投资受让三甲医院应收账款债权。截至报告期末, 公司医疗金融平台总规模约为90亿元, 且确认投资收益3.85亿元。公司子公司对合伙企业增资可为合伙企业拓展业务提供资金, 扩大投资范围, 有助于公司加速在医疗供应链金融领域的布局。
- **金融投资迸发活力, 金融资本布局蓝图初现。** 公司投资入伙的苏州工业园区新建元二期创业投资企业已于报告期内完成了中国证券投资基金业协会的私募基金备案登记工作, 新建元二期在本报告期确认投资9个项目, 投资金额约为3.06亿元, 投资领域包含医疗器械、新药创制、体外诊断等。公司参与设立的宁波益方瑞祥投资合伙企业于报告期内平稳运行, 益方瑞祥已完成在中国证券投资基金业协会的私募基金备案登记工作, 该合伙企业专项用于投资受让链家地产股权, 目前链家地产已完成C轮融资。公司参与设立的深圳国泰君安申易投资基金一期在本报告期新增2个投资项目, 投资金额合计为1亿元; 正常退出项目1个, 收回投资本金金额2,288.20万元, 并实现投资收益453.50万元。2017年上半年, 申易基金实现净利润1802.19万元, 期末净资产41,802.19万元。
- **进军保险业, 收购长城人寿待获批。** 2017年3月18日, 公司发布关于购买保险公司股权的公告, 公司已与转让方于3月16日签署《产权交易合同》, 报价80977.484万元购买标的股权。且4月26日公告称, 长城人寿其他股东均未提出行使优先受让权, 公司与转让方签署的《产权交易合同》现已生效, 公司可全部受让转让方持有的长城人寿的股权。目前该交易尚未获得保监会批准, 如果该交易获批, 公司将成为长城人寿的第三大股东。公司通过参股保险公司, 整合资源, 提高资产的利用效率, 拓展公司金融业务, 加快公司在金融投资领域的布局。且标的企业为成熟的保险公司, 可有效提高企业的盈利能力和品牌影响力, 增强公司整体的抗风险能力, 对公司的长远发展也具有积极意义。
- **风险提示:** 1、医疗商业资源注入不及预期; 2、医疗产业金融平台搭建不及预期; 3、地产销售不及预期

图 4: 营业收入情况


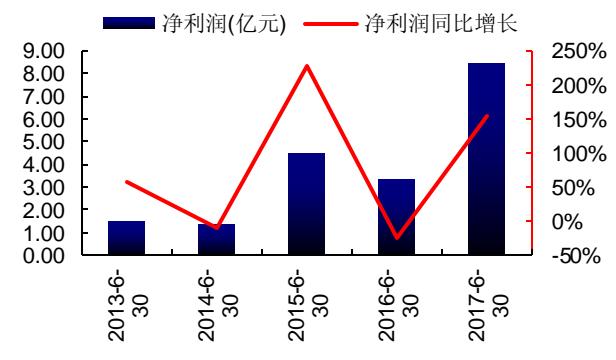
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 每股收益情况


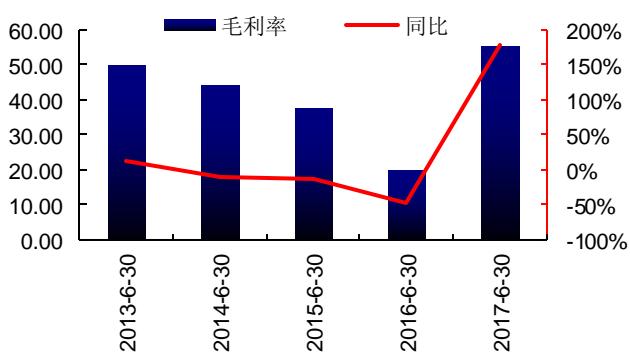
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 货币和预收款情况


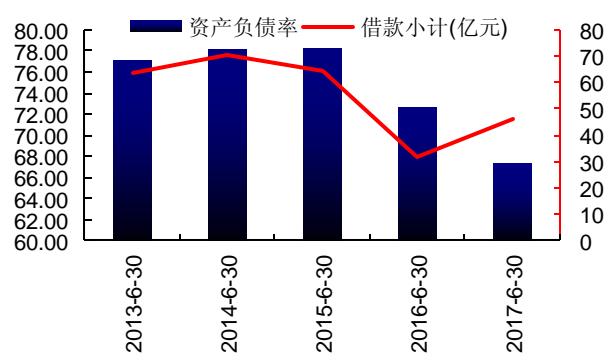
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 净利润情况


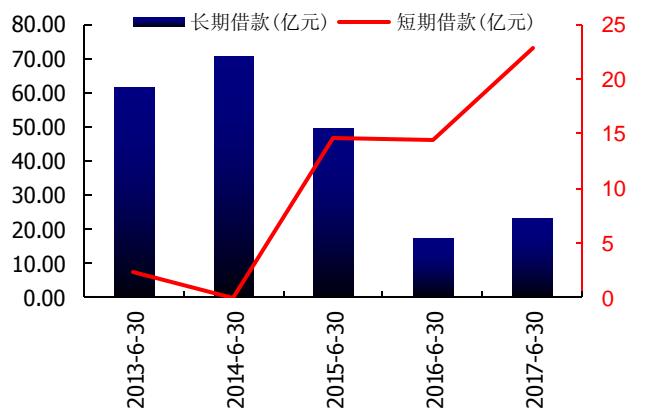
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8: 销售毛利率情况


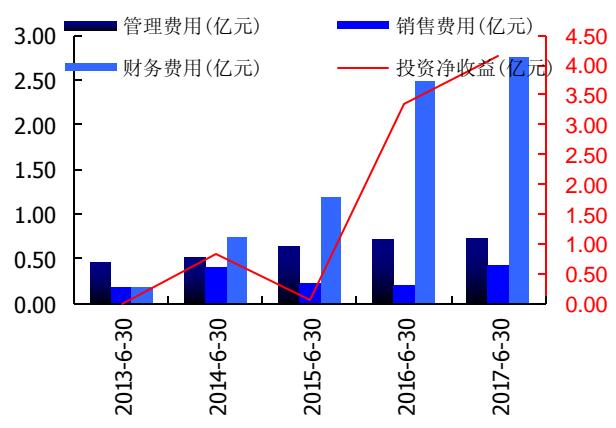
资料来源：公司公告、东兴证券

图 9: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 10: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券

结论

公司医疗健康产业转型之路破冰并走向正轨, 医疗金融平台搭建顺利, 金融资本布局蓝图初现。现今, 公司已经成为涉足金融、地产和医疗三大板块并重的多元化企业, 依托于地产业务提供的巨大现金流, 受益于医改和养老的巨大市场空间, 公司的转型步伐走的坚定有力, 未来医疗和金融产业布局将成为其新利润增长点, 从而实现从地产开发向“医疗+金融”彻底转型的阶段性目标。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 58 亿元、64 亿元和 70 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别 14.1 亿元、14.7 亿元和 16.5 亿元; 每股收益分别为 0.99 元、1.03 元和 1.16 元, 对应 PE 分别为 9.45、9.06 和 8.07, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	10222	7353	7761	7593	6543	营业收入	4681	5203	5789	6419	7047				
货币资金	3152	2799	2894	3210	2868	营业成本	2928	3428	3522	3931	4326				
应收账款	164	189	238	264	290	营业税金及附加	442	676	695	770	846				
其他应收款	561	506	563	624	685	营业费用	50	51	58	64	70				
预付款项	70	31	83	142	207	管理费用	145	132	174	193	211				
存货	6102	4034	3860	3231	2371	财务费用	297	490	268	302	177				
其他流动资产	172	123	123	123	123	资产减值损失	43.88	51.69	2.00	2.00	2.00				
非流动资产合计	10041	12146	10938	10699	10465	公允价值变动收益	7.98	302.12	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	111	112	112	112	112	投资净收益	497.01	896.91	900.00	900.00	900.00				
固定资产	219.46	212.63	1265.92	1020.14	779.75	营业利润	1281	1573	1970	2058	2315				
无形资产	595	835	752	668	585	营业外收入	0.17	73.80	50.00	50.00	50.00				
其他非流动资产	3956	996	15	15	15	营业外支出	15.07	10.44	15.00	15.00	15.00				
资产总计	20263	19499	18698	18291	17008	利润总额	1266	1636	2005	2093	2350				
流动负债合计	11061	7905	9854	8719	6483	所得税	387	422	602	628	705				
短期借款	1130	1541	3862	2488	0	净利润	879	1214	1404	1465	1645				
应付账款	576	603	675	754	830	少数股东损益	-3	-4	-5	-5	-5				
预收款项	3446	3564	3708	3869	4045	归属母公司净利润	883	1218	1409	1470	1650				
一年内到期的非流	3209	70	0	0	0	EBITDA	2196	2919	2489	2599	2725				
非流动负债合计	4612	5930	2083	2008	2058	BPS (元)	0.62	0.86	0.99	1.03	1.16				
长期借款	1670	1707	1757	1807	1857	主要财务比率									
应付债券	2010	3904	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E					
负债合计	15673	13835	11937	10726	8540	成长能力									
少数股东权益	2	0	-5	-10	-15	营业收入增长	70.17%	11.14%	11.26%	10.89%	9.78%				
实收资本 (或股本)	1424	1424	1424	1424	1424	营业利润增长	119.37%	22.80%	25.28%	4.43%	12.50%				
资本公积	281	281	281	281	281	归属于母公司净利润	112.86%	38.06%	15.61%	4.34%	12.25%				
未分配利润	2814	3890	4242	4610	5022	获利能力									
归属母公司股东权	4588	5664	6767	7575	8483	毛利率 (%)	37.46%	34.11%	39.16%	38.77%	38.61%				
负债和所有者权益	20263	19499	18698	18291	17008	净利率 (%)	18.78%	23.33%	24.25%	22.82%	23.34%				
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润 (%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						4.36%	6.25%	7.53%	8.04%	9.70%	
经营活动现金流	3427	2082	724	1704	2118	偿债能力									
净利润	879	1214	1404	1465	1645	资产负债率 (%)	77%	71%	64%	59%	50%				
折旧摊销	617.89	856.46	0.00	239.33	233.93	流动比率	0.92	0.93	0.79	0.87	1.01				
财务费用	297	490	268	302	177	速动比率	0.37	0.42	0.40	0.50	0.64				
应收账款减少	0	0	-49	-26	-26	营运能力									
预收款项增加	0	0	145	160	176	总资产周转率	0.25	0.26	0.30	0.35	0.40				
投资活动现金流	-2738	-1155	1879	898	898	应收账款周转率	57	29	27	26	25				
公允价值变动收益	8	302	0	0	0	应付账款周转率	8.11	8.83	9.05	8.98	8.90				
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	497	897	900	900	900	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.86	0.99	1.03	1.16				
筹资活动现金流	-95	-1067	-2507	-2287	-3357	每股净现金流(最新	0.42	-0.10	0.07	0.22	-0.24				
应付债券增加	0	0	-3904	0	0	每股净资产(最新摊	3.22	3.98	4.75	5.32	5.96				
长期借款增加	0	0	50	50	50	估值比率									
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	15.08	10.87	9.45	9.06	8.07				
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.90	2.35	1.97	1.76	1.57				
现金净增加额	594	-139	96	315	-341	EV/EBITDA	8.28	6.08	6.45	5.54	4.52				

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。