

道路越走越宽，步伐越来越快

对收购捷尔医疗 100% 股权的点评

公司简报

事件：1 月 12 日公司公告项目收购，以总计 21.5 亿元收购捷尔医疗 100% 股权。同时，公司在西藏设立医疗收购平台公司和医疗融资平台公司，享受未来的税收优惠。

◆捷尔医疗的王牌是和重庆医科大学共建重医三院，持有医院 75% 股权

捷尔医疗和重庆医科大学共建的重医三院，是定位重庆三甲标准的综合性医院，也将成为重庆渝北区唯一三甲综合医院。重庆医科大学附属医院目前拥有 4 所综合医院，均为重庆最好医院。本次合作的重医三院拥有床位数 1350 张，对比重庆目前最好的重医一院、二院为 2000 张和 1200 张，从规模上已经达到重庆最高水平。此次与重医的合作，捷尔医疗出资 15 亿元购买土地、设备等固定资产，获得 75% 重医三院的权益，重医则以医疗技术和管理做投入占比 25%，同时由重医对医院进行管理运营。

捷尔医疗的原有业务是 2014 年 11 月通过收购恒韵医药所获得的医疗器械流通业务，和原有的医疗服务业务。两项业务的供应/服务对象均为大坪医院、新桥医院、西南医院，这 3 家医院均为军队医院，为和重医一院、二院齐名的综合性医院。1) 医药器械流通业务实现了飞速发展，2014 年前 11 月净利润为 3152 万元，对比 2013 和 2012 年分别为 2234 万元和 938 万元。同时，对新建的重医三院，捷尔医疗也拥有器械的优先供应权，业绩还将飞速增长；2) 服务业务为提供固定资产租赁以获取医疗收益分成，其中与大坪医院为提供放射治疗、核磁共振、和健康管理中心，获取利润的 50%~60%，2013 年获得税前利润 8342 万元，其中与武警医院为提供建筑物，获得体检收入的超额部分，2013 年实现税前利润 455 万元。

◆在西藏设立医疗收购平台以享受税收优惠、设立融资平台以持续扩张

成立华慈公司，用于作为后续的医疗产业收购平台，并享受西藏的减税政策。预计所得税的征收税率将从 25% 下降至 15% 甚至更低。

成立华烁公司，用作医疗并购的融资平台。公司将通过此平台通过认购三甲医院应收账款、医疗基金份额等，对外投资不超过 50 亿元，以此持续扩张。

◆转型顺利而坚决，标的质优且量大，强烈买入

公司本次收购标的规模占当前总资产比重 11%，考虑到原有地产业务的逐步退出，测算本次标的占地产项目出清后资产的 25%，转型迅速且坚决，标的质优且量大，强烈买入，暂时维持盈利预测不变。

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1,565	2,793	3,945	6,788	9,375
营业收入增长率	-34.9%	78.4%	41.2%	72.1%	38.1%
净利润 (百万元)	256	500	791	1,181	1,567
净利润增长率	-42.8%	95.3%	58.1%	49.3%	32.7%
EPS (元)	0.18	0.35	0.56	0.83	1.10
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.0%	14.5%	19.7%	24.4%	26.7%
P/E	40	20	13	9	7
P/B	3	3	3	2	2

买入 (维持)

当前价/目标价：7.19/10.5 元

目标期限：12 个月

分析师

谢皓宇 (执业证书编号：S0930514060001)

021-22169116

xiehy@ebsecn.com

市场数据

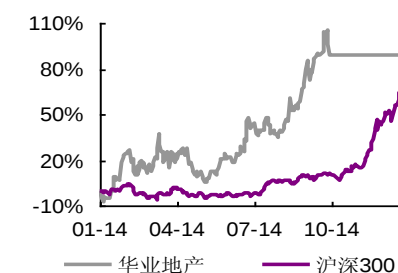
总股本(亿股)：14.24

总市值(亿元)：102.40

一年最低/最高(元)：3.49/7.93

近 3 月换手率：8.13%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.39	-48.81	40.39
绝对	0.00	-6.37	99.75

相关研报

云散去，渐开始---对北京通州运河核心区项目转让的点评

..... 2014-10-29

转型定调医疗健康，险资增持协同发展---对 2014 年半年报的点评

..... 2014-08-20

首站已达，百亿可期，继续买入

..... 2014-07-07

变革+成长，首次覆盖给予买入评级

..... 2014-06-13

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-34.85%	78.44%	41.25%	72.08%	38.10%
净利润增长率	-42.85%	95.33%	58.06%	49.28%	32.72%
EBITDA 增长率	-42.19%	86.46%	58.06%	48.40%	35.10%
EBIT 增长率	-45.14%	96.26%	58.30%	49.74%	35.75%
估值指标					
PE	40	20	13	9	7
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	35	17	10	5	7
EV/EBIT	38	17	10	5	7
EV/NOPLAT	54	24	15	7	9
EV/Sales	9	4	3	1	2
EV/IC	2	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	48.04%	46.28%	52.96%	44.82%	43.97%
EBITDA 率	22.99%	24.02%	29.41%	25.36%	24.81%
EBIT 率	21.16%	23.27%	28.61%	24.90%	24.47%
税前净利润率	22.77%	24.61%	29.49%	24.16%	23.88%
税后净利润率 (归属母公司)	16.37%	17.92%	20.05%	17.39%	16.72%
ROA	2.39%	3.62%	4.02%	4.46%	5.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.96%	14.54%	19.69%	24.38%	26.66%
资本结构					
资产负债率	69.04%	74.89%	79.54%	81.67%	77.93%
权益乘数	3.23	3.98	4.89	5.46	4.53
流动资产/总资产	85.97%	88.40%	92.04%	94.09%	94.12%
非流动资产/总资产	14.03%	11.60%	7.96%	5.91%	5.88%
有形资产/总资产	98.21%	98.54%	99.17%	99.41%	99.44%
流动负债/总负债	31.23%	54.34%	69.99%	73.63%	72.57%
非流动负债/总负债	68.77%	45.66%	30.01%	26.37%	27.43%
有息负债/总投入资本	76.49%	85.60%	82.95%	150.58%	51.96%
权益/总投入资本	50.89%	64.16%	74.04%	132.55%	54.47%
偿债能力					
流动比率	3.99	2.17	1.65	1.56	1.66
速动比率	0.74	0.56	0.38	0.56	0.25
归属母公司权益/有息债务	0.67	0.75	0.89	0.88	1.05
有形资产/有息债务	2.11	2.94	4.33	4.77	4.72
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	0.33	0.67	2.48	3.37	4.13
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.18	0.35	0.56	0.83	1.10
每股红利	0.15	0.15	0.25	0.37	0.50
每股经营现金流	0.51	1.07	0.65	2.51	-3.52
每股自由现金流(FCFF)	-0.50	1.08	0.48	2.10	-3.89
每股净资产	2.26	2.42	2.82	3.40	4.13
每股销售收入	1.10	1.96	2.77	4.77	6.58

资料来源：光大证券、上市公司

利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,565	2,793	3,945	6,788	9,375
营业成本	813	1,500	1,855	3,746	5,253
折旧和摊销	29	21	31	32	32
营业税费	242	400	634	920	1,303
销售费用	46	56	208	228	244
管理费用	105	109	118	204	281
财务费用	24	63	45	50	56
资产减值损失	4	14	0	0	0
公允价值变动损益	22	35	0	0	0
投资收益	0	0	80	0	0
营业利润	353	685	1,163	1,640	2,239
利润总额	356	687	1,163	1,640	2,239
少数股东损益	-8	-3	0	0	0
归属母公司净利润	256	500	791	1,181	1,567

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	10,401	13,735	19,676	26,465	26,667
流动资产	8,941	12,141	18,111	24,899	25,100
货币资金	1,480	2,632	3,257	7,396	1,875
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	0	39	68	94
应收票据	0	0	513	882	1,219
其他应收款	96	185	59	102	131
存货	7,291	9,016	13,915	16,029	21,278
非流动资产	1,459	1,593	1,566	1,565	1,567
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	250	239	224	207	187
无形资产	127	128	121	115	109
总负债	7,181	10,287	15,651	21,615	20,781
无息负债	2,341	5,687	11,141	16,105	15,166
有息负债	4,840	4,600	4,510	5,510	5,615
股东权益	3,220	3,448	4,025	4,850	5,886
股本	1,419	1,424	1,424	1,424	1,424
公积金	304	300	380	498	654
未分配利润	1,497	1,716	2,214	2,921	3,800
少数股东权益	1	7	7	7	7

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	731	1,520	929	3,575	-5,008
净利润	256	500	791	1,181	1,567
折旧摊销	29	21	31	32	32
净营运资金增加	896	-1,063	122	-1,744	7,179
其他	-450	2,062	-15	4,107	-13,786
投资活动产生现金流	-97	-609	44	-32	-33
净资本支出	95	77	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-192	-686	44	-32	-33
融资活动现金流	-135	-282	-348	596	-481
股本变化	774	5	0	0	0
债务净变化	2,383	-240	-90	1,000	105
无息负债变化	-821	3,346	5,454	4,964	-938
净现金流	499	629	625	4,140	-5,521

资料来源：光大证券、上市公司

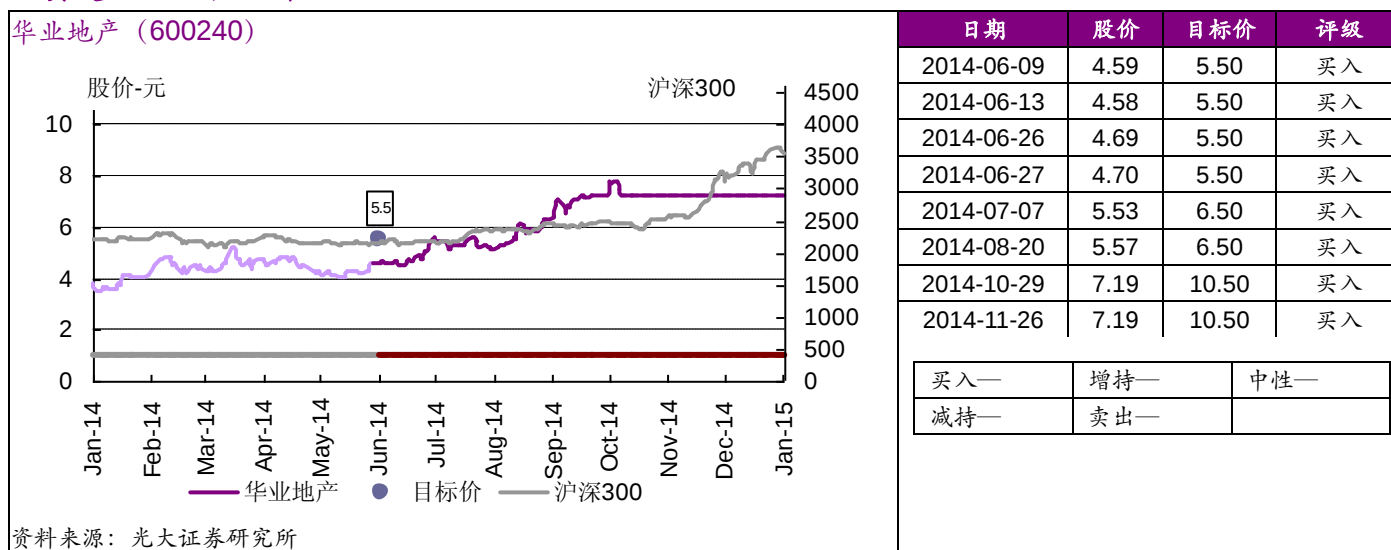
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

谢皓宇，中国人民大学统计学院硕士，光大证券研究所房地产行业分析师，此前供职于中国人寿资产管理有限公司。2013 年加入光大证券研究所，负责房地产行业研究，重点覆盖首开股份、阳光城、阳光股份等个股。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
深圳	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com