

康华医疗(3689 HK)

稳健增长配合并购潜力

❖ **2017 年业绩符合我们预期。**公司 2017 年总收入录得 13.89 亿人民币，同比增长 12.0%。核心净利润（剔除非核心费用：首次公开发行费用，应计利息费用，汇兑损益及出售厂房设备损失）同比增长 26.8% 至 1.7 亿人民币。公司收入低于我们预期 1.9%，净利低于预期 0.2%，业绩基本符合我们的预期。公司宣派末期股息每股 0.16 元，派息比率为 34.2%。特殊服务业务继续成为公司主要增长动力，收入同比增长 14.4% 至 1.34 亿人民币，占总收入的 9.6%。普通医疗服务收入为 11.24 亿元，同比增长 10.9%，占总收入的 89.6%。公司新业务医院管理和药品销售收入占余下的 0.8%。

❖ **进入安徽省医院服务市场。**公司就收购安徽梓霖 57% 的股份与卖方已达成协议，安徽梓霖于安徽省运营 1 家二级康复医院，1 家一级综合医院，9 个康复中心和 1 所职业培训学校。收购代价包括（1）5,866 万人民币收购安徽梓霖 49.71% 的股权，（2）同时注资 2,000 万人民币。此次被收购公司利润担保分别为 2018 年 600 万人民币，2019 年 1,100 万人民币以及 2020 年 1,550 万元，以此计价收购估值分别为 2018/19/20 年 23 倍/ 12.5 倍/9.9 倍预测市盈率。管理层认为此单收购是进入安徽省医院市场的重要一步，被收购公司拥有华东地区最好的康复团队之一，未来可以增强公司在康复领域的治疗。此单收购预计将于今年 3 月 18 日结束。综合此单收购的利润担保及考虑到收购产生的利息收入损失，我们认为此次收购将为公司 2018/19/20 年净利润分别带来 0.3%/1.8%/ 2.5% 的增长。

❖ **众联心血管医院预计将实现强劲增长。**该医院于 2017 年 3 月开始运营，根据管理合同，康华将收取医院管理服务费用 20 万元，占医院总收入的 5%。康华的医院管理业务收入从 2017 年的人民币 110 万元增加到 2018 年的人民币 310 万元。众联医院于 2017 年 11 月纳入医保支付范畴，该医院二期工程预计于 2018-19 年完工，管理层对该院未来收入增长潜力十分乐观。

❖ **2018 年预计有更多并购交易。**安徽梓霖是康华 2016 年上市后的首次重大收购。考虑到最近期的收购由公司内部资金支付，目前公司账上仍 8.27 亿港元（上市集资额的 93.9% 尚未使用）。管理层透露目前他们已经深入考察了几家医院，预计 2018 年在新医院收购上会取得可观进展。

❖ **维持买入评级，目标价不变，14.6 港元。**我们仍然看好康华在东莞地区稳健的三级医院业务，并相信医院业务可以维持稳定增长。此外，我们期待未来潜在收购可以推动公司收入和利润的增长。以现有业务估算，我们预计公司 2017-20 年收入复合年增长率为 13.7%，核心净利润复合年增长率为 17.3%，未来潜在收购将成为公司业务新的增长点。因此，我们维持买入评级，目标价不变 14.6 港元。我们的目标价对应着 2018/19 年 20.1 倍/ 17.1 倍预测市盈率，与同业平均估值一致。但我们认为新业务的发展将成为公司股价潜在催化剂。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	1,240	1,389	1,630	1,838	2,041
核心净利润 (百万人民币)	135	172	204	240	277
核心 EPS (人民币)	0.52	0.51	0.61	0.72	0.83
EPS 变动 (%)	92.2	-0.5	19.0	17.5	15.4
市盈率 (x)	19.2	19.3	16.2	13.8	12.0
市帐率 (x)	2.9	2.6	2.3	2.1	1.9
股息率 (%)	1.4	1.6	2.2	2.5	2.9
权益收益率 (%)	12.2	12.4	14.4	15.1	15.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招銀国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$14.60
(前目标价)	HK\$14.60
潜在升幅	+23.9%
当前股价	HK\$11.78

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话: (852) 3761 8778

邮件: amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值 (百万港元)	3,939
3 个月平均流通 (百万)	6.3
52 周内高/低 (港元)	14.2/10.3
总股本 (百万)	84.4

数据来源：彭博

股东结构

王君扬	74.8%
流通股	25.2%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-0.8%	-6.2%
3 月	-0.7%	-9.2%
6 月	8.9%	-4.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.kanghuagp.com

图 1: 2017 年利润表

	2016	2017A	同比变动	2017E	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	
特殊服务	117	134	14.4%	143	-6.4%
贵宾住院服务	27	34	24.5%	37	-8.6%
贵宾门诊服务	27	28	3.4%	31	-8.4%
生殖服务	51	58	12.8%	62	-6.7%
美容整形外科	5	5	19.3%	6	-3.6%
激光治疗	7	9	27.4%	8	13.0%
普通住院业务	702	783	11.6%	794	-1.4%
普通门诊业务	354	391	10.5%	402	-2.8%
体检业务	66	71	6.8%	73	-2.7%
医院管理业务	1	3	170.0%	4	-13.7%
药品销售	0	7	0	0	N/A
总收入	1,240	1,389	12.0%	1,416	-1.9%
销售成本	(943)	(1,058)	12.2%	(1,089)	-2.8%
毛利	297	331	11.4%	328	0.9%
其他收入及收益	8	6	-23.0%	7	-10.0%
行政开支	(109)	(127)	16.5%	(117)	8.2%
经营溢利	196	210	7.3%	217	-3.3%
非经营性项目	6	(15)	N/A	(1)	2146.9%
净财务成本	(3)	23	N/A	17	38.4%
税前利润	198	218	9.9%	233	-6.5%
所得税	(53)	(57)	7.9%	(58)	-2.3%
非控股权益	(4)	(5)	2.7%	(2)	83.6%
净利润	141	157	10.9%	172	-9.2%
核心净利润	135	172	26.8%	173	-0.9%
毛利率	23.9%	23.8%	-0.1ppt%	23.2%	2.9%
经营利润率	15.8%	15.1%	-0.7ppt	15.3%	-1.5%
核心净利率	10.9%	12.3%	+1.4ppt	12.2%	1.0%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 同业估值

公司	代码	股价	市值	市盈率(x)			市账率(x)			EV/EBITDA(x)			股本回报率(%)		
		港元	百万港元	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
康华	2877	11.78	3,939	19.2	19.3	16.2	2.9	2.6	2.3	10.0	11.3	8.8	12.3	12.4	14.4
凤凰	874	9.70	12,578	N/A	23.2	21.7	2.2	1.7	1.6	N/A	14.7	12.3	-43.1	8.3	7.6
新世纪医疗	1513	11.38	5,576	N/A	40.8	28.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	13.9	12.6
康宁	570	37.85	2,765	N/A	27.6	22.3	2.2	2.1	2.0	19.0	N/A	N/A	7.0	7.5	8.8
和美	1681	2.82	2,139	36.7	28.4	22.7	2.5	1.2	1.1	19.1	N/A	N/A	6.8	4.0	5.5
			平均	36.7	30.0	23.7	2.3	1.7	1.6	19.1	14.7	12.3	-9.8	8.4	8.6

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,240.4	1,389.2	1,630.2	1,837.6	2,040.5
住院业务	729.2	816.9	886.4	961.3	1,043.0
门诊业务	443.8	491.1	568.0	655.7	757.0
体检业务	66.3	70.8	75.1	79.6	84.3
医院管理业务	1.2	3.1	4.6	5.7	6.9
药品销售	-	7.2	16.2	18.1	20.3
康复业务	-	-	80.0	117.3	129.0
销售成本	(943.5)	(1,058.3)	(1,260.4)	(1,416.7)	(1,562.9)
毛利	296.9	330.9	369.9	420.9	477.6
其他收益	7.7	5.9	5.6	5.0	5.0
行政费用	(109.0)	(127.0)	(123.4)	(136.2)	(148.3)
息税前收益	195.6	209.8	252.0	289.8	334.3
净财务收入 / (支出)	(3.0)	23.3	25.8	30.0	34.7
非经常性收入	5.9	(15.0)	-	-	-
税前利润	198.5	218.1	277.8	319.7	369.0
所得税	(52.8)	(56.9)	(69.4)	(79.9)	(92.2)
非控制股东权益	(4.4)	(4.5)	(4.2)	(0.0)	(0.0)
净利润	141.3	156.6	204.1	239.8	276.7
核心净利润	135.3	171.5	204.1	239.8	276.7
息税折摊前收益	237.0	259.3	312.6	357.0	405.3

资料来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	390.9	531.8	634.3	621.7	605.4
物业、厂房及设备	361.0	434.1	584.4	579.4	563.3
其他非流动资产	29.9	97.7	49.8	42.4	42.0
流动资产	1,205.0	1,200.6	1,370.3	1,576.1	1,807.9
现金及现金等值物	936.4	383.8	558.5	721.6	933.0
应收贸易款项	190.5	214.5	194.4	229.7	243.1
存货	43.2	44.5	59.7	67.1	74.0
可供出售投资	-	543.0	543.0	543.0	543.0
其他流动资产	35.0	14.7	14.7	14.7	14.7
流动负债	420.9	443.0	500.9	525.8	548.3
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	386.4	412.6	471.5	496.3	518.8
其他流动负债	34.6	30.4	29.5	29.5	29.5
非流动负债	-	-	-	-	-
净资产总值	1,175.0	1,289.4	1,503.6	1,672.0	1,864.9
少数股东权益	19.6	24.2	87.8	87.8	87.8
股东权益	1,155.4	1,265.2	1,415.9	1,584.2	1,777.1

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	195.6	209.8	252.0	289.8	334.3
折摊和摊销	41.5	49.6	60.6	67.3	71.0
营运资金变动	(34.9)	0.9	63.8	(17.8)	2.2
税务开支	(36.9)	(56.9)	(69.4)	(79.9)	(92.2)
其他	(9.8)	(14.7)	-	-	-
经营活动所得现金净额	155.4	188.6	306.9	259.3	315.2
资本开支	(70.1)	(122.7)	(169.5)	(62.2)	(55.0)
可供出售投资变动	-	(559.3)	-	-	-
其他	423.4	(10.2)	91.7	37.4	35.0
投资活动所得现金净额	353.3	(692.2)	(77.9)	(24.8)	(19.9)
债务变化	(341.8)	-	-	-	-
派息	-	(46.8)	(53.5)	(71.4)	(83.9)
利息开支	668.3	(2.3)	(0.9)	-	-
融资活动所得现金净额	326.5	(49.0)	(54.4)	(71.4)	(83.9)
现金净变动	835.2	(552.6)	174.7	163.1	211.4
年初现金及现金等值物	95.5	936.4	383.8	558.5	721.6
汇兑差额	5.6	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	936.4	383.8	558.5	721.6	933.0

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合（%）					
住院业务	58.8	58.8	54.4	52.3	51.1
门诊业务	35.8	35.3	34.8	35.7	37.1
体检业务	5.3	5.1	4.6	4.3	4.1
医院管理业务	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
药品销售	-	0.5	1.0	1.0	1.0
康复业务	-	-	4.9	6.4	6.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	23.9	23.8	22.7	22.9	23.4
息税折摊前利润率	19.1	18.7	19.2	19.4	19.9
税前利率	16.0	15.7	17.0	17.4	18.1
净利率	11.4	11.3	12.5	13.0	13.6
核心净利率	10.9	12.3	12.5	13.0	13.6
有效税率	26.6	26.1	25.0	25.0	25.0
增长（%）					
收入	16.6	12.0	17.4	12.7	11.0
毛利	24.0	11.4	11.8	13.8	13.5
息税折摊前利润	17.5	9.4	20.5	14.2	13.5
经营利润	20.0	7.3	20.1	15.0	15.4
净利润	18.9	10.9	30.3	17.5	15.4
核心净利润	101.8	26.8	19.0	17.5	15.4
资产负债比率					
流动比率（x）	2.9	2.7	2.7	3.0	3.3
平均应收账款周转天数	23.1	23.9	23.4	24.1	24.3
平均应付账款周转天数	110.5	94.8	90.1	92.6	89.0
平均存货周转天数	15.7	15.1	15.1	16.3	16.5
净负债/权益比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率（%）					
资本回报率	12.2	12.4	14.4	15.1	15.6
资产回报率	8.9	9.0	10.2	10.9	11.5
每股数据					
每股盈利（人民币）	0.54	0.47	0.61	0.72	0.83
核心每股盈利（人民币）	0.52	0.51	0.61	0.72	0.83
每股股息（港元）	0.14	0.16	0.21	0.25	0.29
每股账面值（人民币）	3.46	3.78	4.23	4.74	5.31

资料来源：公司，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。