

新世纪医疗(1518 HK)

增长动力来自于未来拓展计划

- ❖ **北京领先的私立儿科医疗服务提供者。**公司旗下以“新世纪医疗”品牌经营三间医疗机构（北京新世纪儿童医院、北京新世纪妇儿医院、北京新世纪荣和门诊部）。按照 2015 年的市场份额计，公司儿科医疗业务于北京私立儿科医疗市场和中高端儿科医疗市场排名第一位，分别拥有 30.4% 和 36.5% 的市场份额。公司医疗服务主要由儿科和妇产科两部分组成，两块业务相互辅佐。荣和门诊部提供普通的儿科和妇产科门诊服务，如患者需要更专业的服务便可转往北京新世纪儿童医院或北京新世纪妇儿医院，内部转诊机制提高了公司医院和诊所间的协同作用。
- ❖ **2016 年收入增长来自于北京新世纪妇儿医院收入并表。**公司 2016 年收入同比增长 91.4% 至 4.9 亿人民币，其中北京新世纪儿童医院贡献收入同比增长 16.4% 至 2.7 亿人民币，北京新世纪妇儿医院由于全年收入并表，贡献收入同比增长 15.3 倍至 1.8 亿人民币。由于较低毛利率的新世纪妇儿医院收入占比上升，公司 2016 年毛利率下降了 4.9 个百分点至 49.5%。此外，公司归母净利润增长 1.4 倍至 9,863 万人民币。
- ❖ **北京新世纪儿童医院预计未来增长平稳。**公司儿童医院运营时间超过 10 年，经营模式已成熟，我们认为公司儿童医院的增长潜力有限。据公司管理层讲述，儿童医院 2016 年收入录得 16.4% 的增长，主要是源于公司对内部资源进行了整合和再分配。儿童医院住院高峰期在夏天，而门诊高峰期在秋冬季节，公司在住院淡季期间将部分住院病房转为门诊病房，提高了病房使用率增加了收入，但此调整难以支持儿童医院的收入继续上升。此外，儿童医院毛利率由 2014 年的 59.1% 下降到 2015 年的 56.5%，主要由于医生薪酬花红增加引起，儿童医院的毛利率于 2016 年趋于稳定。
- ❖ **料北京新世纪妇儿医院增长将来自床位利用率的上升。**公司于 2015 年 11 月收购北京新世纪妇儿医院。妇儿医院于 2016 年录得 1.8 亿人民币收入，其中住院和门诊收入分别增长 127% 和 48.7%。据管理层讲述，妇儿医院收入增长主要是由于 2016 年新生儿增多（二胎政策和生肖偏好叠加婴儿潮）以及儿科病人增加。目前妇儿医院的病床使用率在 45%-50% 之间，由于营运状况渐趋成熟，加上二胎政策持续，料床位使用率将继续增长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	249.01	258.19	490.93
核心净利润(百万港元)	46.70	41.90	98.63
核心 EPS (港元)	-	-	0.35
EPS 变动 (%)	-	-	-
市盈率 (x)	-	-	17.75
市帐率 (x)	-	-	8.06
股息率 (%)	-	-	-
权益收益率 (%)	-	-	101.8%
净财务杠杆率 (%)	-	-	53%

数据来源：公司及招银国际

未评级

当前股价 HK\$7.72

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)	3,783
3 个月平均流通(百万)	0.29
52 周内高/低(港元)	7.95/6.88
总股本(百万)	490

数据来源：彭博

股东结构

Zhou Jason	44.04%
鼎晖股权投资	12.44%
流通股	25%

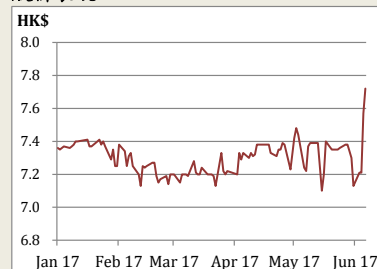
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	4.6%	3.3%
3 月	5.1%	-0.5%
6 月	N/A	N/A

数据来源：彭博

股价表现



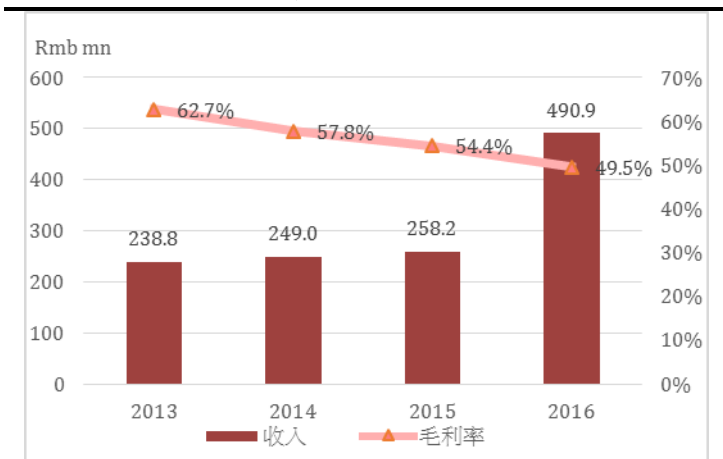
数据来源：彭博

审计师: Pricewaterhouse Coopers

公司网站: www.ncich.com.cn

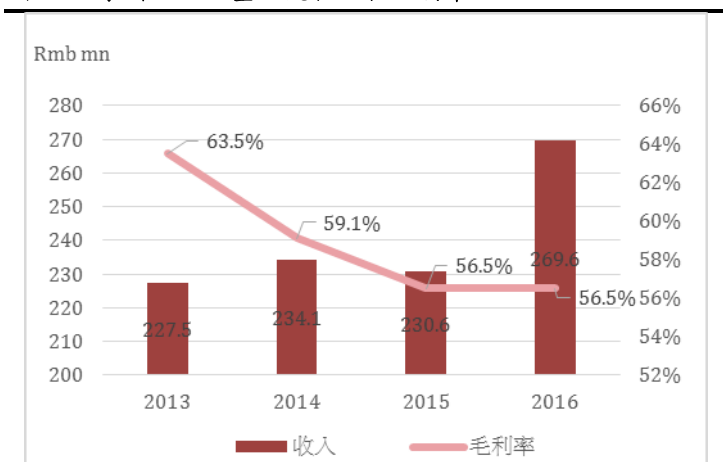
- ❖ **增长潜力依赖于未来拓展计划。**我们相信公司未来将全力打造儿科医疗服务，妇科业务用以辅佐儿科业务的发展。公司未来将收购或新建更多的妇儿医院。近期公司已在二线城市寻找妇儿医院收购标的，同时公司在一线城市为新建医院项目选址。新建医院项目周期通常为 18 个月，预计新建医院最早于 2019 年试营运。除了核心业务外，公司还向嘉华丽康提供医院咨询服务（公司关联方，旗下在北京以外地区经营多间妇儿医院）。鉴于公司拥有嘉华丽康系医院的优先购买权，未来公司会考虑收购嘉华丽康旗下医院，如果该医院现金流量已接近或达到平衡期。
- ❖ **公司目前估值合理。**根据彭博的预测，新世纪医疗目前估值在 2017 年 27 倍预测市盈率，稍高于香港上市医疗服务机构的平均市盈率。基于公司拥有全科室儿科医疗服务和已树立的儿科品牌形象，我们认为公司未来有潜力成为中国私立儿科医疗服务的领军者。由于公司日后的增长取决于未来医院的扩张进度，我们认为有关收购或新建医院的进展公告将成为公司股价上升的催化剂。

图 1: 公司总收入和毛利率



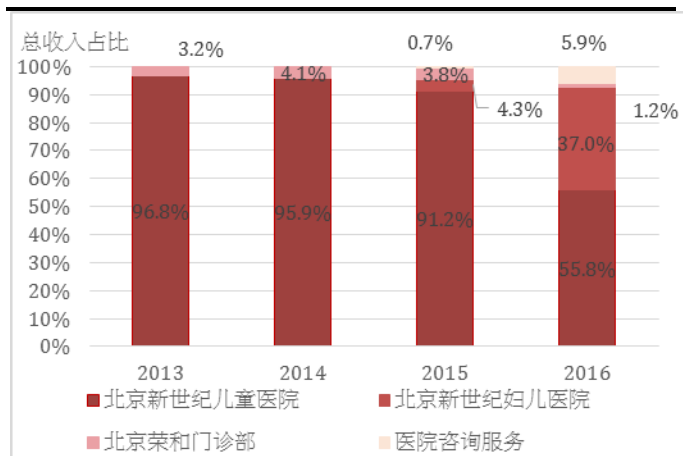
资料来源：公司

图 3: 北京新世纪儿童医院收入和毛利率



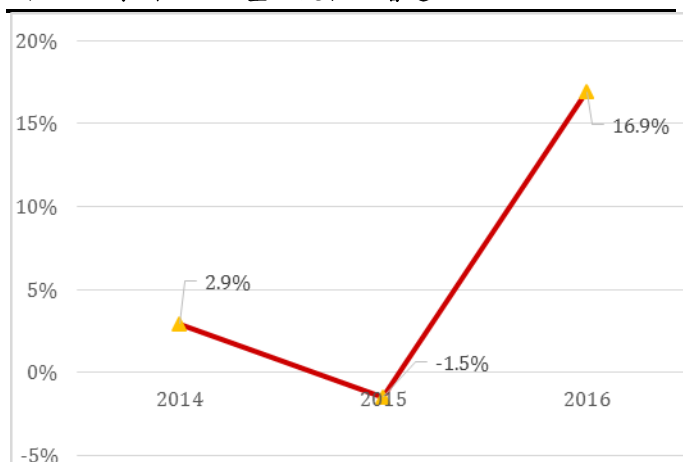
资料来源：公司（2016 年毛利率截止至 2016.09.31）

图 2: 收入分类



资料来源：公司

图 4: 北京新世纪儿童医院收入增速



资料来源：公司

图 5: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
新世纪医疗	1518	7.72	3,783	N/A	27.0	21.1	N/A	2.9	2.4	N/A	N/A	N/A	N/A	19.5	12.0
华润凤凰医疗	1515	10.10	13,096	N/A	28.8	23.3	2.2	2.3	2.1	N/A	18.0	14.3	-43.1	9.7	9.7
康健国际医疗	3886	0.92	6,924	125.0	N/A	N/A	2.2	N/A	N/A	65.4	N/A	N/A	1.4	N/A	N/A
和美医疗	1509	3.87	2,935	36.7	20.4	19.1	2.5	1.7	1.6	19.1	8.8	7.8	6.8	8.6	8.8
康华医疗	3689	11.08	3,705	18.8	17.3	14.9	2.9	2.5	2.2	10.4	N/A	N/A	20.4	14.8	15.2
瑞慈医疗	1526	1.92	3,057	43.9	21.0	12.5	2.9	2.4	2.0	10.6	9.5	6.0	10.2	12.5	16.9
康宁医院	2120	35.75	2,611	32.4	27.8	21.3	2.2	2.1	2.0	19.0	14.6	11.7	7.0	8.1	9.0
盈建医疗	1419	2.93	1,059	25.3	32.6	29.3	3.5	N/A	N/A	10.7	N/A	N/A	15.3	11.8	12.0
Average				47.0	24.6	20.0	2.6	2.2	2.0	22.5	12.8	10.0	2.6	10.9	11.9

资料来源：彭博, CMBIS

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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上责任。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，请与我们联络。

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。