

康华医疗(3689 HK)

公司业务有序发展中

- ❖ **上半年公司增长动力主要来自特殊服务业务。**2017 上半年公司收入同比增长 8%至 6.35 亿人民币，特殊服务业务同比增长 14.4%。然而普通住院和门诊病人业务仅分别录得 6.7%和 8.3%的增长。由于高毛利的特殊服务业务强劲增长，公司毛利率提升 2.2 个百分点至 25.3%。公司已经偿还了所有的银行贷款，2017 上半年录得净利息收入 900 万人民币，而 2016 年同期净利息支出为 500 万人民币。核心净利润（剔除汇兑损失，上市费用以及估算利息）同比增长 40.7%至 8,200 万人民币，公司业务在有序发展中，与我们预期相符。
- ❖ **预期特殊服务业务下半年增速更为强劲。**尽管特殊服务业务上半年成为公司主要增长动力，公司贵宾医疗服务仅录得同比 17%的增速，低于我们之前 50%的增速预期。我们认为上半年的增长来源于贵宾医疗服务的新增床位。通常下半年会贡献 55%-60%的全年收入，随着床位利用率的增加，我们认为贵宾医疗服务在下半年会有更高的增速。
- ❖ **寻找新的业务方向。**自 2016 年从上市以来，公司已留存了充足的现金以应对未来扩张收购战略。2017 年 8 月，公司在医院以外地区（东莞松山湖工业园区）成立了一个门诊部，未来的新兴业务以及后续的收购项目将为公司带来额外增长动力。
- ❖ **下调 2017/2018 年核心净利润预测 4.4%/2.4%。**我们分别调低了 2017/2018 年收入预测 2.9%/1.7%，以反映公司最新的业务变化，同时调低了公司核心净利润预测 4.4%/2.4%。
- ❖ **维持买入评级，目标价不变。**我们认为康华医院有潜力成为国内医疗服务行业的主力军。公司核心业务增长稳健，未来增长潜力主要来自潜在收购项目，我们维持买入评级，目标价不变 14.6 港元，我们的目标价代表着 2017/2018 年预测市盈率的 23.8 倍/20.2 倍，较目前股价仍有 32.7%的升浮空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	1,063.7	1,240.4	1,416.4	1,635.5	1,871.5
核心净利润(百万港元)	67.0	141.7	173.1	206.5	247.3
核心 EPS (港元)	0.27	0.54	0.54	0.64	0.77
EPS 变动 (%)	57.5	101.3	0.7	17.8	20.3
市盈率 (x)	35.6	17.7	17.6	14.9	12.4
市帐率 (x)	10.3	2.8	2.5	2.2	1.9
股息率 (%)	-	1.5	1.4	1.7	2.0
权益收益率 (%)	51.3	12.2	14.0	14.6	15.4
净财务杠杆率 (%)	75.9	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$14.60
(前目标价)	HK\$14.60)
潜在升幅	+32.7%
当前股价	HK\$11.00

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	3,678
3 个月平均流通(百万)	2.4
52 周内高/低(港元)	12.70/9.60
总股本(百万)	84.4

数据来源：彭博

股东结构

王俊洋家族	74.8%
流通股	25.2%

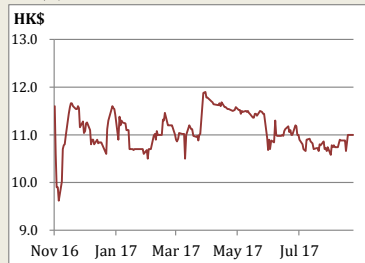
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	2.0%	-0.8%
3 月	-4.2%	-11.4%
6 月	-1.8%	-16.0%

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 上半年利润表

	1H16 百万人民币	1H17 百万人民币	同比变动
特殊服务	53	60	14.4%
贵宾住院业务	10	13	28.7%
贵宾门诊业务	13	14	7.4%
生殖医学	24	27	9.6%
美容整形外科	3	4	24.9%
激光治疗	2	3	25.7%
普通住院业务	342	365	6.7%
普通门诊业务	170	184	8.3%
体检业务	24	25	5.3%
医院管理业务	0	1	N/A
总收入	588	635	8.0%
销售成本	(453)	(475)	4.9%
毛利	136	161	18.4%
其他收入和收益	3	1	-71.3%
行政开支	(50)	(58)	17.6%
经营利润	89	103	15.7%
非经营性项目	6	(10)	N/A
净财务成本	(5)	9	N/A
税前利润	89	102	14.0%
所得税	(24)	(28)	14.9%
非控股权益	(1)	(2)	62.4%
净利润	64	72	12.7%
核心净利润	58	82	40.7%
毛利率	23.1%	25.3%	9.6%
经营利润率	15.2%	16.2%	7.1%
核心净利率	9.9%	12.9%	30.2%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 预测变化

	2017E			2018E		
	旧	新	变动	旧	新	变动
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
特殊服务业务	181	171	-5.6%	254	251	-1.4%
普通住院业务	805	773	-4.0%	881	856	-2.8%
普通门诊业务	396	396	0.0%	446	446	0.0%
体检业务	73	73	0.0%	79	79	0.0%
医院管理业务	4	4	0.0%	5	5	0.0%
总收入	1,459	1,416	-2.9%	1,664	1,636	-1.7%
销售成本	(1,122)	(1,089)	-3.0%	(1,273)	(1,252)	-1.7%
毛利	337	328	-2.6%	391	383	-1.8%
其他收入和收益	7	7	-11.5%	7	6	-14.7%
行政开支	(118)	(117)	-0.7%	(130)	(129)	-0.6%
经营利润	226	217	-3.9%	268	260	-2.7%
非经营性项目	(1)	(1)	0.0%	0	0	N/A
净财务成本	17	17	0.0%	19	19	0.0%
税前利润	242	233	-3.7%	286	279	-2.6%
所得税	(61)	(58)	-3.7%	(72)	(70)	-2.6%
非控股权益	(3)	(2)	-3.2%	(3)	(3)	-2.3%
净利润	179	172	-3.7%	212	207	-2.6%
核心净利润	181	173	-4.4%	212	207	-2.4%
毛利率	23.1%	23.1%	0ppt	23.5%	23.4%	-0.1ppt
经营利润率	15.5%	15.3%	-0.2ppt	16.1%	15.9%	-0.2ppt
核心净利率	12.4%	12.2%	-0.2ppt	12.7%	12.7%	0ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 5: 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	3689	11.00	3,678	17.7	17.6	14.9	2.8	2.5	2.2	10.4	6.9	5.5	20.4	14.9	15.4
凤凰	1515	9.51	12,331	37.9	29.3	24.6	3.6	2.7	1.8	19.4	25.3	15.9	9.9	13.9	8.4
和美	1509	2.98	2,260	36.6	17.3	19.8	3.2	1.2	1.3	22.1	4.9	7.1	N/A	7.7	6.9
康宁	2120	31.50	2,301	35.2	26.3	23.8	2.9	1.9	1.8	26.0	15.7	12.3	9.1	7.1	7.6
			平均	37.2	24.3	22.7	3.4	1.9	1.6	20.7	15.3	11.8	9.9	9.6	7.6

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,063.7	1,240.4	1,416.4	1,635.5	1,871.5
康华医院	874.8	1,038.9	1,182.4	1,376.0	1,586.0
仁康医院	188.9	200.3	230.4	255.0	279.8
医院管理	-	1.2	3.6	4.6	5.7
销售成本	(824.3)	(943.5)	(1,088.6)	(1,252.1)	(1,424.3)
毛利	239.4	296.9	327.8	383.5	447.2
其他收益	10.0	7.9	9.4	9.1	9.0
其他支出	(2.7)	6.2	(2.8)	(3.2)	(3.7)
行政费用	(83.7)	(109.0)	(117.4)	(128.9)	(141.0)
经营收益	163.0	202.0	217.0	260.4	311.5
上市费用	-	(10.8)	-	1.0	2.0
非经常性收入	51.5	10.3	(0.7)	-	-
息税前收益	214.5	201.5	216.3	261.4	313.5
净财务收入 / (支出)	(65.7)	(3.0)	16.8	18.6	22.2
税前利润	148.8	198.5	233.1	280.0	335.7
所得税	(29.9)	(52.8)	(58.3)	(69.8)	(83.4)
非控制股东权益	(0.1)	(4.4)	(2.5)	(2.7)	(3.0)
净利润	118.8	141.3	172.4	207.5	249.3
核心净利润	67.0	141.7	173.1	206.5	247.3
息税折摊前收益	201.6	243.4	270.4	324.9	379.3

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	330.8	390.9	633.5	669.6	661.8
物业、厂房及设备	321.8	361.0	617.3	659.7	654.1
应收股东款项	-	-	-	-	-
其他非流动资产	9.0	29.9	16.2	9.9	7.7
流动资产	775.1	1,205.0	1,188.6	1,372.3	1,645.4
现金及现金等值物	95.5	936.4	1,019.2	1,181.6	1,432.7
应收贸易款项	88.2	190.5	107.5	123.2	137.9
存货	38.2	43.2	53.6	60.3	68.4
应收股东款项	494.3	-	4.7	3.8	3.0
其他流动资产	58.9	35.0	3.5	3.5	3.5
流动负债	859.2	420.9	505.7	553.9	611.9
银行贷款	341.8	-	-	-	-
应付贸易账款	393.0	386.4	485.9	534.0	592.1
应付股东款项	104.5	3.2	-	-	-
其他流动负债	19.8	31.4	19.8	19.8	19.8
非流动负债	-	-	-	-	-
净资产总值	246.7	1,175.0	1,316.3	1,488.1	1,695.4
少数股东权益	15.2	19.6	20.1	22.9	25.9
股东权益	231.5	1,155.4	1,296.3	1,465.2	1,669.4

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	214.5	201.5	216.3	261.4	313.5
折摊和摊销	39.0	41.5	58.8	70.1	73.7
营运资金变动	212.4	192.3	317.0	366.8	434.5
税务开支	(13.5)	(36.9)	(61.2)	(72.3)	(86.9)
其他	(253.4)	(243.0)	(286.9)	(340.9)	(399.2)
经营活动所得现金净额	198.9	155.4	243.9	285.1	335.5
资本开支	(86.0)	(70.1)	(237.1)	(112.5)	(68.1)
应收股东款项变动	1,008.2	424.9	1.2	0.9	0.8
其他	(49.4)	(1.5)	13.1	24.8	24.4
投资活动所得现金净额	872.8	353.3	(222.9)	(86.8)	(42.9)
上市所得净额	-	784.1	-	-	-
债务变化	(576.7)	(341.8)	-	-	-
应付股东款项变动	(368.4)	(104.5)	(7.1)	-	-
其他	(68.4)	(9.8)	(46.8)	(45.3)	(53.6)
融资活动所得现金净额	(1,013.5)	328.0	(53.9)	(45.3)	(53.6)
现金净变动	58.2	836.7	(32.9)	153.0	239.0
年初现金及现金等值物	37.3	95.5	1,040.3	1,019.2	1,181.6
汇兑差额	-	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	95.5	932.2	1,007.4	1,172.2	1,420.6

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
康华医院	82.2	83.8	83.5	84.1	84.7
仁康医院	17.8	16.1	16.3	15.6	14.9
医院管理	-	0.1	0.2	0.3	1.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	22.5	23.9	23.1	23.4	23.9
Operating margin	15.3	16.3	15.3	15.9	16.6
息税折摊前利润率(*)	19.0	19.6	19.1	19.9	20.3
税前利率	14.0	16.0	16.5	17.1	17.9
净利润率	11.2	11.4	12.2	12.7	13.3
核心净利润率(*)	6.3	11.4	12.2	12.6	13.2
有效税率	20.1	26.6	25.0	24.9	24.9
增长 (%)					
收入	8.0	16.6	13.7	14.1	14.4
毛利	7.0	24.0	15.9	16.0	17.7
息税折摊前利润(*)	6.3	20.7	15.5	18.6	17.1
经营利润	1.3	(6.0)	12.0	18.7	20.2
净利润	16.2	18.9	22.6	18.2	20.3
核心净利润(*)	57.5	111.3	23.5	17.8	20.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.9	2.9	2.4	2.5	2.7
平均应收账款周转天数	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
平均应付账款周转天数	49.0	52.1	48.5	49.2	49.6
平均存货周转天数	26.6	25.9	27.0	27.0	27.0
净负债/ 权益比率 (%)	75.9	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	51.3	12.2	14.0	14.6	15.4
资产回报率	10.7	8.9	9.9	10.5	11.2
每股数据					
核心每股盈利(人民币)	0.3	0.5	0.5	0.6	0.8
每股股息(港元)	-	0.1	0.1	0.2	0.2
每股账面值(人民币)	0.9	3.5	3.9	4.4	5.0

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之分析员，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。