

## 瑞慈医疗(1526 HK, HK\$1.88 目标价: HK\$2.80 买入) — 扎根长三角, 高速增长领先的医疗服务企业

- ❖ **位处长三角, 概念独特的私营合医疗服务公司。**瑞慈主要于长三角地区经营 21 家体检中心、一家综合医院及一家诊所。由于(1)体检中心的拓展及使用率的提升, (2)综合医院的扩张, (3)由贵宾业务增长所带动的均价上升, 及(4)发展高端专科医院业务, 我们相信公司在未来几年可高速发展。
- ❖ **体检行业为医疗板块中其一增长最快子行业。**由于普及率低、持续改善的生活素质及对健康的追求, 根据弗若斯特沙利文的预测, 私营体检行业市场于 2016-20 年间的年均复合增长率可达 26.7%, 远高于整体医疗行业于 2015-19 年间年均复合增长率的 13.9%。
- ❖ **综合医院业务为瑞慈具发展潜力的现金牛。**我们预测公司的三级乙等医院将继续为公司提供稳定的盈利及现金流, 而且我们亦预期综合医院业务的贵宾服务及扩建有着显著的增长潜力。
- ❖ **专科医院业务为长线增长动力。**公司的两家高端妇产科医院将于 2017 年第三季度于上海及常州开业, 而另一家高端儿科医院则会在 2018 年第四季度于上海开业。瑞慈将开展其高端医疗服务业务, 我们预期新业务将成为公司的长线增长动力。
- ❖ **我们预测核心净利于 2015-18 年间将以年均复合 78.0% 的速度增长。**我们预测公司收入于 2015-18 年间的年均复合增长率将达 26.9%, 而毛利率则由 2015 年的 34.9% 改善至 2018 年的 39.5%, 我们预测核心净利润在 2016/17 年将增长 133.6%/53.4% 至 9,200 万/1.41 亿人民币。核心净利率将由 2015 年的 4.9% 改善至 2016/17 年的 9.2%/11.3%。
- ❖ **首予买入评级。**我们相信瑞慈有潜力成为中国其中一间主流的医疗服务公司。而有着 78.0% 2015—18 年核心净利润年均复合增长, 瑞慈应为在港上市的医疗服务公司中增长最快的其中一家。我们首予瑞慈**买入**评级及 2.80 港元的目标价, 目标价基于我们企业值倍数 (EV/EBITDA) 模型来估算。我们的目标价有着 46.6% 的增长空间, 2016/17 的企业值倍数为 18.6x/12.1x, 市盈率为 10.2x/28.1x。

吴永泰, CFA

(852) 3761 8780

cyrusng@cmbi.com.hk

### 瑞慈医疗(1526 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.91
目标价	HK\$2.80
市值(港币百万)	3,041
过去 3 月平均交易(港币百万)	1.6
52 周高/低(港币)	2.56/1.80
发行股数(百万)	1,592.1
主要股东	梅红(55.8%)

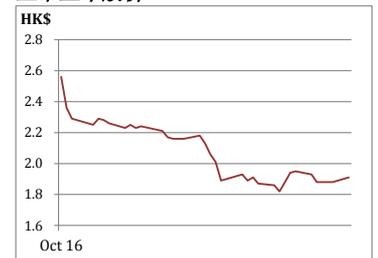
来源:彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	-13.0%	-12.1%
3 月	不适用	不适用
6 月	不适用	不适用

来源:彭博

### 上市至今股价



来源:彭博

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(港元百万)	598	803	999	1,245	1,639
核心净利润(港元百万)	10	39	92	141	222
核心每股收益(港元)	不适用	不适用	0.24	0.09	0.14
核心每股收益变动(%)	不适用	不适用	不适用	-63.5	57.5
市盈率(x)	不适用	不适用	7.9	21.5	13.7
市帐率(x)	不适用	不适用	3.3	2.9	2.4
股息率(%)	不适用	不适用	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	1.5	14.0	7.0	12.5	16.9
淨财务杠杆率(%)	4.8	24.3	净现金	净现金	7.1

来源:公司,招银国际预测

**利润表**

年结:12月31日(百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>597.8</b>	<b>802.8</b>	<b>998.6</b>	<b>1,244.6</b>	<b>1,639.2</b>
体检业务	339.0	524.8	694.6	871.4	1,036.5
综合医院业务	258.8	278.0	304.0	347.0	393.9
专科医院业务	-	-	-	26.2	208.8
销售成本	(408.8)	(522.8)	(630.6)	(757.1)	(992.5)
<b>毛利</b>	<b>188.9</b>	<b>280.0</b>	<b>367.9</b>	<b>487.5</b>	<b>646.7</b>
其他收益	6.6	13.3	9.5	11.7	12.9
销售费用	(42.5)	(67.6)	(81.3)	(95.4)	(121.2)
行政费用	(116.9)	(142.7)	(155.8)	(194.9)	(216.5)
其他开支	(2.9)	(0.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
上市费用	-	(8.9)	(24.8)	-	-
期权开支	-	-	(3.4)	(10.3)	(10.3)
<b>息税前收益</b>	<b>33.2</b>	<b>73.3</b>	<b>111.9</b>	<b>198.3</b>	<b>311.3</b>
净财务收入 / (支出)	(25.3)	(21.7)	(13.4)	(10.6)	(9.5)
应占联营公司业绩	(2.0)	(2.0)	0.3	0.6	0.9
非经常性收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>5.9</b>	<b>49.6</b>	<b>98.8</b>	<b>188.3</b>	<b>302.7</b>
所得税	(0.3)	(20.5)	(31.7)	(49.7)	(78.3)
非控制股东权益	2.7	(0.1)	(3.2)	(7.8)	(12.5)
<b>净利润</b>	<b>8.3</b>	<b>29.0</b>	<b>63.8</b>	<b>130.8</b>	<b>212.0</b>
<b>核心净利润(*)</b>	<b>9.6</b>	<b>39.4</b>	<b>92.0</b>	<b>141.1</b>	<b>222.3</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>83.5</b>	<b>141.7</b>	<b>186.3</b>	<b>305.7</b>	<b>484.5</b>

(\*) 核心净利润不包含上市开支及期权开支

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流动资产</b>	<b>443.6</b>	<b>462.9</b>	<b>482.4</b>	<b>847.0</b>	<b>1,417.9</b>
物业、厂房及设备	375.6	388.1	416.9	792.2	1,371.4
联营公司	3.9	2.0	2.3	2.9	3.8
预付款	13.4	12.8	16.7	19.3	20.3
无形资产	0.7	5.1	3.8	2.6	1.3
其他非流动资产	50.1	55.0	42.7	30.0	21.1
<b>流动资产</b>	<b>931.3</b>	<b>428.2</b>	<b>999.4</b>	<b>810.3</b>	<b>522.1</b>
现金及现金等值物	346.4	233.7	759.8	509.4	128.0
应收贸易款项	130.0	171.8	215.1	270.4	353.9
其他应收款	433.7	3.0	-	-	-
存货	21.2	19.7	24.5	30.5	40.2
<b>流动负债</b>	<b>750.6</b>	<b>621.7</b>	<b>502.5</b>	<b>526.3</b>	<b>583.1</b>
银行贷款	335.2	251.1	230.1	204.1	194.3
应付贸易账款	160.3	193.3	217.6	257.4	315.2
其他应付款	234.8	131.8	-	-	-
其他流动负债	20.2	45.5	54.8	64.8	73.6
<b>非流动负债</b>	<b>56.0</b>	<b>61.6</b>	<b>61.5</b>	<b>74.5</b>	<b>75.8</b>
银行贷款	38.2	33.1	25.6	26.0	24.3
其他非流动负债	17.8	28.5	35.9	48.5	51.5
<b>净资产总值</b>	<b>568.4</b>	<b>207.8</b>	<b>917.9</b>	<b>1,056.6</b>	<b>1,281.0</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>11.0</b>	<b>0.7</b>	<b>3.9</b>	<b>11.7</b>	<b>24.2</b>
<b>股东权益</b>	<b>557.3</b>	<b>207.2</b>	<b>914.0</b>	<b>1,044.8</b>	<b>1,256.8</b>

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>息税前收益</b>	<b>33.2</b>	<b>73.3</b>	<b>111.9</b>	<b>198.3</b>	<b>311.3</b>
折摊和摊销	51.2	69.9	70.8	96.5	162.1
营运资金变动	15.6	53.1	(2.1)	1.3	(23.4)
税务开支	(2.9)	(16.8)	(11.8)	(33.9)	(46.2)
其他	(33.4)	(20.2)	(29.8)	(18.9)	(35.9)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>63.7</b>	<b>159.3</b>	<b>139.0</b>	<b>243.3</b>	<b>367.8</b>
资本开支	(100.0)	(115.2)	(98.4)	(470.6)	(740.0)
联营公司	(7.3)	-	-	-	-
其他	(123.4)	193.2	2.8	2.5	2.2
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(230.7)</b>	<b>78.0</b>	<b>(95.6)</b>	<b>(468.1)</b>	<b>(737.8)</b>
上市所得净额	-	-	784.1	-	-
债务变化	449.3	126.0	(28.5)	(25.6)	(11.5)
派息	-	(440.1)	(141.0)	-	-
其他	(25.0)	(35.9)	(131.8)	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>424.3</b>	<b>(350.0)</b>	<b>482.8</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(11.5)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>257.3</b>	<b>(112.7)</b>	<b>526.2</b>	<b>(250.4)</b>	<b>(381.5)</b>
年初现金及现金等值物	89.1	346.4	233.7	759.8	509.4
汇兑差额	-	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等值物</b>	<b>346.4</b>	<b>233.7</b>	<b>759.8</b>	<b>509.4</b>	<b>128.0</b>

来源: 公司、招银国际预测

**主要比率**

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>销售组合 (%)</b>					
体检业务	56.7	65.4	69.6	70.0	63.2
综合医院业务	43.3	34.6	30.4	27.9	24.0
专科医院业务	-	-	-	2.1	12.8
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	31.6	34.9	36.8	39.2	39.5
息税折摊前利润率	14.0	17.7	18.7	24.6	29.6
税前利率	1.0	6.2	9.9	15.1	18.5
净利润率	1.4	3.6	6.4	10.5	12.9
核心净利润率	1.6	4.9	9.2	11.3	13.6
有效税率	4.5	41.3	32.2	26.4	25.9

**增长 (%)**

收入	22.3	34.3	24.4	24.6	31.7
毛利	14.5	48.2	31.4	32.5	32.7
息税折摊前利润	(29.5)	69.7	31.5	64.1	58.5
经营利润	(53.5)	120.6	52.6	77.3	57.0
净利润	(77.2)	248.4	120.0	105.1	62.0
核心净利润	(73.8)	311.2	133.6	53.4	57.5

**资产负债比率**

流动比率 (x)	1.2	0.7	2.0	1.5	0.9
平均应收账款周转天数	54	47	50	50	48
平均应付账款周转天数	155	163	150	152	145
平均存货周转天数	49	50	36	38	38
净负债/权益比率 (%)	4.8	24.3	<b>净现金</b>	<b>净现金</b>	7.1

**回报率 (%)**

资本回报率	1.5	14.0	7.0	12.5	16.9
资产回报率	0.6	3.3	4.3	7.9	10.9

**每股数据**

每股盈利 (人民币)	N/A	N/A	0.17	0.08	0.13
核心每股盈利 (人民币)	N/A	N/A	0.24	0.09	0.14
每股股息 (港元)	-	-	-	-	-
每股账面值 (人民币)	N/A	N/A	0.57	0.66	0.79

(\*) 核心净利润不包含上市开支及期权开支

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

本报告期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商投资者

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其他任何人。