

✿ 新世紀醫療(1518 HK)

增長動力來自於未來拓展計畫

- ❖ **北京領先的私立兒科醫療服務提供者。**公司旗下以“新世紀醫療”品牌經營三間醫療機構（北京新世紀兒童醫院、北京新世紀婦兒醫院、北京新世紀榮和門診部）。按照 2015 年的市場份額計，公司兒科醫療業務於北京私立兒科醫療市場和中高端兒科醫療市場排名第一位，分別擁有 30.4% 和 36.5% 的市場份額。公司醫療服務主要由兒科和婦產科兩部分組成，兩塊業務相互輔佐。榮和門診部提供普通的兒科和婦產科門診服務，如患者需要更專業的服務便可轉往北京新世紀兒童醫院或北京新世紀婦兒醫院，內部轉診機制提高了公司醫院和診所間的協同作用。
- ❖ **2016 年收入增長來自於北京新世紀婦兒醫院收入並表。**公司 2016 年收入同比增長 91.4% 至 4.9 億人民幣，其中北京新世紀兒童醫院貢獻收入同比增長 16.4% 至 2.7 億人民幣，北京新世紀婦兒醫院由於全年收入並表，貢獻收入同比增長 15.3 倍至 1.8 億人民幣。由於較低毛利率的新世紀婦兒醫院收入占比上升，公司 2016 年毛利率下降了 4.9 個百分點至 49.5%。此外，公司歸母淨利潤增長 1.4 倍至 9,863 萬人民幣。
- ❖ **北京新世紀兒童醫院預計未來增長平穩。**公司兒童醫院運營時間超過 10 年，經營模式已成熟，我們認為公司兒童醫院的增長潛力有限。據公司管理層講述，兒童醫院 2016 年收入錄得 16.4% 的增長，主要是源於公司對內部資源進行了整合和再分配。兒童醫院住院高峰期在夏天，而門診高峰期在秋冬季節，公司在住院淡季期間將部分住院病房轉為門診病房，提高了病房使用率增加了收入，但此調整難以支持兒童醫院的收入繼續上升。此外，兒童醫院毛利率由 2014 年的 59.1% 下降到 2015 年的 56.5%，主要由於醫生薪酬花紅增加引起，兒童醫院的毛利率於 2016 年趨於穩定。
- ❖ **料北京新世紀婦兒醫院增長將來自床位利用率的上升。**公司於 2015 年 11 月收購北京新世紀婦兒醫院。婦兒醫院於 2016 年錄得 1.8 億人民幣收入，其中住院和門診收入分別增長 127% 和 48.7%。據管理層講述，婦兒醫院收入增長主要是由於 2016 年新生兒增多（二胎政策和生男偏好疊加嬰兒潮）以及兒科病人增加。目前婦兒醫院的病床使用率在 45%-50% 之間，由於營運狀況漸趨成熟，加上二胎政策持續，料床位使用率將繼續增長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬港元)	249.01	258.19	490.93
核心淨利潤 (百萬港元)	46.70	41.90	98.63
核心 EPS (港元)	-	-	0.35
EPS 變動 (%)	-	-	-
市盈率 (x)	-	-	17.75
市帳率 (x)	-	-	8.06
股息率 (%)	-	-	-
權益收益率 (%)	-	-	101.8%
淨財務杠杆率 (%)	-	-	53%

資料來源：公司及招銀國際

未評級

當前股價 HK\$7.72

吳永泰, CFA

電話: (852) 3761 8780

郵件: cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話: (852) 3761 8778

郵件: amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	3,783
3 個月平均流通(百萬)	0.29
52 周內高/低(港元)	7.95/6.88
總股本(百萬)	490

資料來源：彭博

股東結構

Zhou Jason	44.04%
鼎暉股權投資	12.44%
流通股	25%

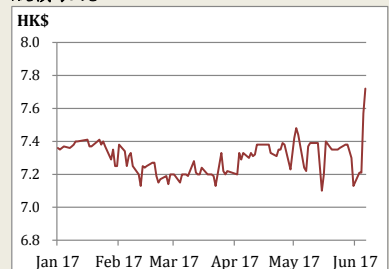
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	4.6%	3.3%
3 月	5.1%	-0.5%
6 月	N/A	N/A

資料來源：彭博

股價表現



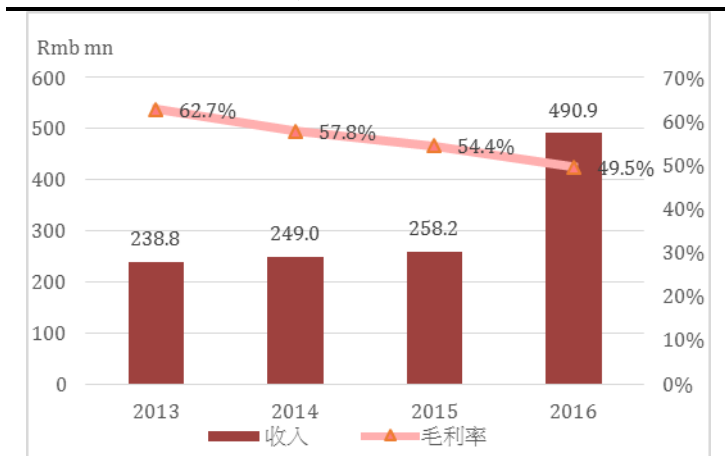
資料來源：彭博

審計師: Pricewaterhouse Coopers

公司網站: www.ncich.com.cn

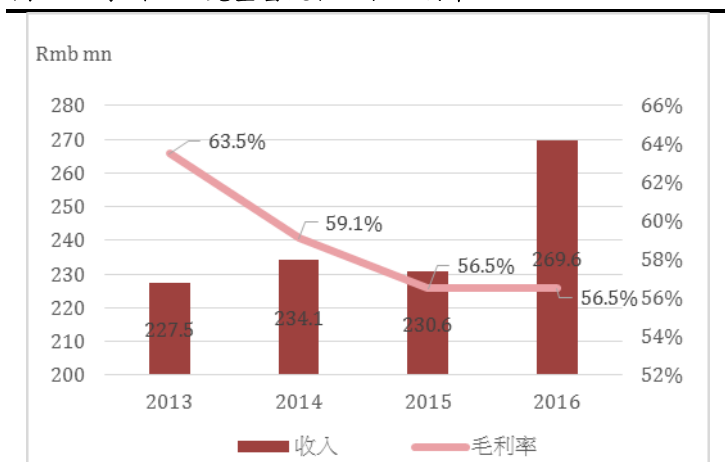
- ❖ **增長潛力倚賴于未來拓展計畫。**我們相信公司未來將全力打造兒科醫療服務，婦科業務用以輔佐兒科業務的發展。公司未來將收購或新建更多的婦兒醫院。近期公司已在二線城市尋找婦兒醫院收購標的，同時公司在一線城市為新建醫院專案選址。新建醫院項目週期通常為 18 個月，預計新建醫院最早於 2019 年試營運。除了核心業務外，公司還向嘉華麗康提供醫院諮詢服務（公司關聯方，旗下在北京以外地區經營多間婦兒醫院）。鑒於公司擁有嘉華麗康系醫院的優先購買權，未來公司會考慮收購嘉華麗康旗下醫院，如果該醫院現金流量已接近或達到平衡期。
- ❖ **公司目前估值合理。**根據彭博的預測，新世紀醫療目前估值在 2017 年 27 倍預測市盈率，稍高於香港上市醫療服務機構的平均市盈率。基於公司擁有全科室兒科醫療服務和已樹立的兒科品牌形象，我們認為公司未來有潛力成為中國私立兒科醫療服務的領軍者。由於公司日後的增長取決於未來醫院的擴張進度，我們認為有關收購或新建醫院的進展公告將成為公司股價上升的催化劑。

圖 1: 公司總收入和毛利率



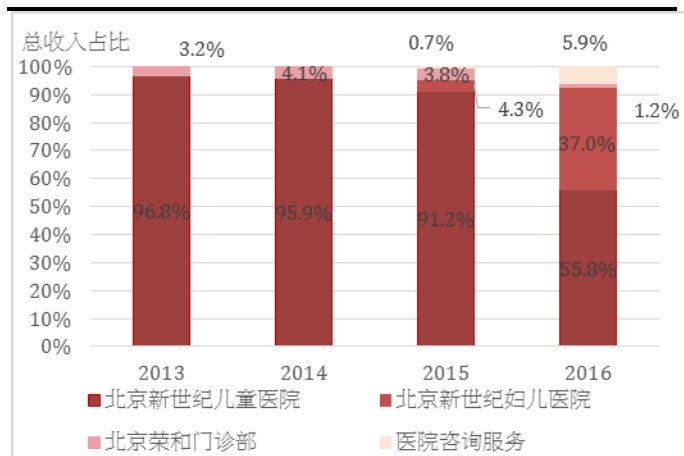
資料來源：公司

圖 3: 北京新世紀兒童醫院收入和毛利率



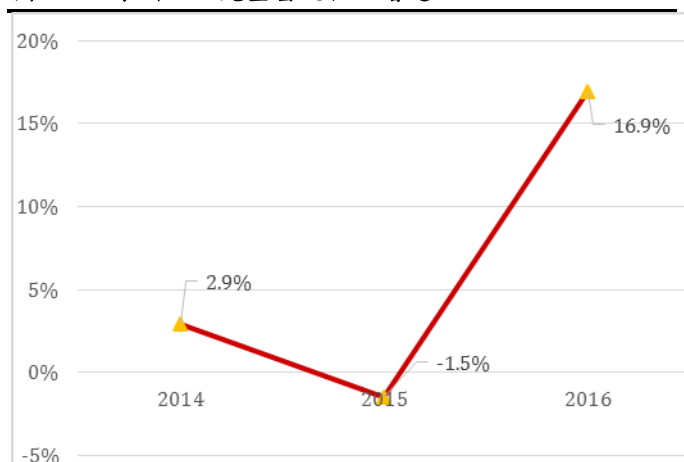
資料來源：公司（2016 年毛利率截止至 2016.09.31）

圖 2: 收入分類



資料來源：公司

圖 4: 北京新世紀兒童醫院收入增速



資料來源：公司

圖 5: 同業估值

公司	代碼	股價 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
新世紀醫療	1518	7.72	3,783	N/A	27	21.1	N/A	2.9	2.4	N/A	N/A	N/A	N/A	19.5	12
華潤鳳凰醫療	1515	10.1	13,096	N/A	28.8	23.3	2.2	2.3	2.1	N/A	18	14.3	-43.1	9.7	9.7
康健國際醫療	3886	0.92	6,924	125	N/A	N/A	2.2	N/A	N/A	65.4	N/A	N/A	1.4	N/A	N/A
和美醫療	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
康華醫療	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
瑞慈醫療	1526	1.92	3,057	43.9	21	12.5	2.9	2.4	2	10.6	9.5	6	10.2	12.5	16.9
康寧醫院	2120	35.75	2,611	32.4	27.8	21.3	2.2	2.1	2	19	14.6	11.7	7	8.1	9
盈建醫療	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
Average				47	24.6	20	2.6	2.2	2	22.5	12.8	10	2.6	10.9	11.9

資料來源：彭博, CMBIS

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。