

康華醫療(3689 HK)

穩健增長配合並購潛力

❖ **2017年業績符合我們預期。**公司2017年總收入錄得13.89億人民幣，同比增長12.0%。核心淨利潤（剔除非核心費用：首次公開發行費用，應計利息費用，匯兌損益及出售廠房設備損失）同比增長26.8%至1.7億人民幣。公司收入低於我們預期1.9%，淨利低於預期0.2%，業績基本符合我們的預期。公司宣派末期股息每股0.16元，派息比率為34.2%。特殊服務業務繼續成為公司主要增長動力，收入同比增長14.4%至1.34億人民幣，占總收入的9.6%。普通醫療服務收入為11.24億元，同比增長10.9%，占總收入的89.6%。公司新業務醫院管理和藥品銷售收入占餘下的0.8%。

❖ **進入安徽省醫院服務市場。**公司就收購安徽樺霖57%的股份與賣方已達成協議，安徽樺霖於安徽省運營1家二級康復醫院，1家一級綜合醫院，9個康復中心和1所職業培訓學校。收購代價包括（1）5,866萬人民幣收購安徽樺霖49.71%的股權，（2）同時注資2,000萬人民幣。此次被收購公司利潤擔保分別為2018年600萬人民幣，2019年1,100萬人民幣以及2020年1,550萬元，以此計價收購估值分別為2018/19/20年23倍/12.5倍/9.9倍預測市盈率。管理層認為此單收購是進入安徽省醫院市場的重要一步，被收購公司擁有華東地區最好的康復團隊之一，未來可以增強公司在康復領域的治療。此單收購預計將於今年3月18日結束。綜合此單收購的利潤擔保及考慮到收購產生的利息收入損失，我們認為此次收購將為公司2018/19/20年淨利潤分別帶來0.3%/1.8%/2.5%的增長。

❖ **眾聯心血管醫院預計將實現強勁增長。**該醫院於2017年3月開始運營，根據管理合同，康華將收取醫院管理服務費20萬元，占醫院總收入的5%。康華的醫院管理業務收入從2017年的人民幣110萬元增加到2018年的人民幣310萬元。眾聯醫院於2017年11月納入醫保支付範疇，該醫院二期工程預計於2018-19年完工，管理層對該院未來收入增長潛力十分樂觀。

❖ **2018年預計有更多並購交易。**安徽樺霖是康華2016年上市後的首次重大收購。考慮到最近期的收購由公司內部資金支付，目前公司賬上仍8.27億港元（上市集資額的93.9%尚未使用）。管理層透露目前他們已經深入考察了幾家醫院，預計2018年在新醫院收購上會取得可觀進展。

❖ **維持買入評級，目標價不變，14.6港元。**我們仍然看好康華在東莞地區穩健的三級醫院業務，並相信醫院業務可以維持穩定增長。此外，我們期待未來潛在收購可以推動公司收入和利潤的增長。以現有業務估算，我們預計公司2017-20年收入複合年增長率為13.7%，核心淨利潤複合年增長率為17.3%，未來潛在收購將成為公司業務新的增長點。因此，我們維持買入評級，目標價不變14.6港元。我們的目標價對應著2018/19年20.1倍/17.1倍預測市盈率，與同業平均估值一致。但我們認為新業務的發展將成為公司股價潛在催化劑。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	1,240	1,389	1,630	1,838	2,041
核心淨利潤(百萬人民幣)	135	172	204	240	277
核心EPS(人民幣)	0.52	0.51	0.61	0.72	0.83
EPS變動(%)	92.2	-0.5	19.0	17.5	15.4
市盈率(x)	19.2	19.3	16.2	13.8	12.0
市帳率(x)	2.9	2.6	2.3	2.1	1.9
股息率(%)	1.4	1.6	2.2	2.5	2.9
權益收益率(%)	12.2	12.4	14.4	15.1	15.6
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$14.60
(前目標價)	HK\$14.60)
潛在升幅	+23.9%
當前股價	HK\$11.78

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)	3,939
3個月平均流通(百萬)	6.3
52周內高/低(港元)	14.2/10.3
總股本(百萬)	84.4

資料來源：彭博

股東結構

王君揚	74.8%
流通股	25.2%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-0.8%	-6.2%
3月	-0.7%	-9.2%
6月	8.9%	-4.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：Deloitte

公司網站：www.kanghuagp.com

圖 1: 2017 年利潤表

	2016	2017A	同比變動	2017E	差距
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	
特殊服務	117	134	14.4%	143	-6.4%
貴賓住院服務	27	34	24.5%	37	-8.6%
貴賓門診服務	27	28	3.4%	31	-8.4%
生殖服務	51	58	12.8%	62	-6.7%
美容整形外科	5	5	19.3%	6	-3.6%
婦科治療	7	9	27.4%	8	13.0%
普通住院業務	702	783	11.6%	794	-1.4%
普通門診業務	354	391	10.5%	402	-2.8%
體檢業務	66	71	6.8%	73	-2.7%
醫院管理業務	1	3	170.0%	4	-13.7%
藥品銷售	0	7	0	0	N/A
總收入	1,240	1,389	12.0%	1,416	-1.9%
銷售成本	(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%
行政開支	(109)	(127)	16.5%	(117)	8.2%
經營溢利	196	210	7.3%	217	-3.3%
非經營性項目	6	(15)	N/A	(1)	2146.9%
淨財務成本	(3)	23	N/A	17	38.4%
稅前利潤	198	218	9.9%	233	-6.5%
所得稅	(53)	(57)	7.9%	(58)	-2.3%
非控股權益	(4)	(5)	2.7%	(2)	83.6%
淨利潤	141	157	10.9%	172	-9.2%
核心淨利潤	135	172	26.8%	173	-0.9%
毛利率	23.9%	23.8%	-0.1ppt%	23.2%	2.9%
經營利潤率	15.8%	15.1%	-0.7ppt	15.3%	-1.5%
核心淨利率	10.9%	12.3%	+1.4ppt	12.2%	1.0%

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 同業估值

公司	代碼	股價		市值	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA(x)			股本回報率(%)		
		港元	百萬元		FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
康華	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	
鳳凰	1513	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	
新世紀醫療	874	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	
康寧	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	

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,240.4	1,389.2	1,630.2	1,837.6	2,040.5
住院業務	729.2	816.9	886.4	961.3	1,043.0
門診業務	443.8	491.1	568.0	655.7	757.0
體檢業務	66.3	70.8	75.1	79.6	84.3
醫院管理業務	1.2	3.1	4.6	5.7	6.9
藥品銷售	-	7.2	16.2	18.1	20.3
復康業務	-	-	80.0	117.3	129.0
銷售成本	(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
行政費用	(109.0)	(127.0)	(123.4)	(136.2)	(148.3)
息稅前收益	195.6	209.8	252.0	289.8	334.3
淨財務收入 / (支出)	(3.0)	23.3	25.8	30.0	34.7
非經常性收入	5.9	(15.0)	-	-	-
稅前利潤	198.5	218.1	277.8	319.7	369.0
所得稅	(52.8)	(56.9)	(69.4)	(79.9)	(92.2)
非控制股東權益	(4.4)	(4.5)	(4.2)	(0.0)	(0.0)
淨利潤	141.3	156.6	204.1	239.8	276.7
核心淨利潤	135.3	171.5	204.1	239.8	276.7
息稅折攤前收益	237.0	259.3	312.6	357.0	405.3

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	390.9	531.8	634.3	621.7	605.4
物業、廠房及設備	361.0	434.1	584.4	579.4	563.3
其他非流動資產	29.9	97.7	49.8	42.4	42.0
流動資產	1,205.0	1,200.6	1,370.3	1,576.1	1,807.9
現金及現金等值物	936.4	383.8	558.5	721.6	933.0
應收貿易款項	190.5	214.5	194.4	229.7	243.1
存貨	43.2	44.5	59.7	67.1	74.0
可供出售投資	-	543.0	543.0	543.0	543.0
其他流動資產	35.0	14.7	14.7	14.7	14.7
流動負債	420.9	443.0	500.9	525.8	548.3
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易賬款	386.4	412.6	471.5	496.3	518.8
其他流動負債	34.6	30.4	29.5	29.5	29.5
非流動負債	-	-	-	-	-
淨資產總值	1,175.0	1,289.4	1,503.6	1,672.0	1,864.9
少數股東權益	19.6	24.2	87.8	87.8	87.8
股東權益	1,155.4	1,265.2	1,415.9	1,584.2	1,777.1

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	195.6	209.8	252.0	289.8	334.3
折攤和攤銷	41.5	49.6	60.6	67.3	71.0
營運資金變動	(34.9)	0.9	63.8	(17.8)	2.2
稅務開支	(36.9)	(56.9)	(69.4)	(79.9)	(92.2)
其他	(9.8)	(14.7)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	155.4	188.6	306.9	259.3	315.2
資本開支	(70.1)	(122.7)	(169.5)	(62.2)	(55.0)
可供出售投資變動	-	(559.3)	-	-	-
其他	423.4	(10.2)	91.7	37.4	35.0
投資活動所得現金淨額	353.3	(692.2)	(77.9)	(24.8)	(19.9)
債務變化	(341.8)	-	-	-	-
派息	-	(46.8)	(53.5)	(71.4)	(83.9)
利息開支	668.3	(2.3)	(0.9)	-	-
融資活動所得現金淨額	326.5	(49.0)	(54.4)	(71.4)	(83.9)
現金淨變動	835.2	(552.6)	174.7	163.1	211.4
年初現金及現金等值物	95.5	936.4	383.8	558.5	721.6
匯兌差額	5.6	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	936.4	383.8	558.5	721.6	933.0

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
住院業務	58.8	58.8	54.4	52.3	51.1
門診業務	35.8	35.3	34.8	35.7	37.1
體檢業務	5.3	5.1	4.6	4.3	4.1
醫院管理業務	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
藥品銷售	-	0.5	1.0	1.0	1.0
復康業務	-	-	4.9	6.4	6.3
總額	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
息稅折攤前利潤率	19.1	18.7	19.2	19.4	19.9
稅前利率	16.0	15.7	17.0	17.4	18.1
淨利潤率	11.4	11.3	12.5	13.0	13.6
核心淨利潤率	10.9	12.3	12.5	13.0	13.6
有效稅率	26.6	26.1	25.0	25.0	25.0
增長（%）					
收入	16.6	12.0	17.4	12.7	11.0
毛利	24.0	11.4	11.8	13.8	13.5
息稅折攤前利潤	17.5	9.4	20.5	14.2	13.5
經營利潤	20.0	7.3	20.1	15.0	15.4
淨利潤	18.9	10.9	30.3	17.5	15.4
核心淨利潤	101.8	26.8	19.0	17.5	15.4
資產負債比率					
流動比率（x）	2.9	2.7	2.7	3.0	3.3
平均應收賬款周轉天數	23.1	23.9	23.4	24.1	24.3
平均應付賬款周轉天數	110.5	94.8	90.1	92.6	89.0
平均存貨周轉天數	15.7	15.1	15.1	16.3	16.5
淨負債/權益比率（%）	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	12.2	12.4	14.4	15.1	15.6
資產回報率	8.9	9.0	10.2	10.9	11.5
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.54	0.47	0.61	0.72	0.83
核心每股盈利（人民幣）	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
每股帳面值（人民幣）	3.46	3.78	4.23	4.74	5.31

資料來源：公司，招銀國際預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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责任。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。