

瑞慈医疗(1526 HK, HK\$1.66 目标价: HK\$2.80 买入) — 管理层定下更进取及确实的发展目标

- ❖ **2016 年收入稍逊预期，但核心净利符预期。**2016 年收入按年升 16.5% 至 9.35 亿人民币，当中综合医院业务收入按年升 2.6%，体检业务收入则按年升 23.9%。两个分别的收入均较我们预期的低约 6%。毛利率按年升 3 个百分点至 37.9%，较我们预期高 1.1 个百分点。总括而言，核心净利润(扣除上市费用、股权开支及净汇兑收入)按年大升 104.4% 至 7,930 万人民币，较我们预期高 2.8%。核心净利率按年升 3.6 个百分点至 8.5%，较我们预期高 0.8 个百分点。
- ❖ **体检业务进取的拓展计划。**截至 2016 年底，瑞慈共营运 22 家体检中心，公司计划于 2017 年内多开 7 家体检中心。于分析员会议上，管理层为体检业务定下一个较进取及确实的规划目标：瑞慈于 2020 年将营运 50-80 家体检中心，代表着公司在未来数年每年将新增 7-15 家新的体检中心。瑞慈主要目标高端体检市场，新的体检中心将集中在长三角及珠三角中较富裕的地区。
- ❖ **未来医院业务发展方向：妇产科医院。**公司正在与复旦大学附属妇产科医院合作，分别于上海及常州建设二间高端妇产科医院，两家医院均预期在 2017 年第 4 季开始营运。瑞慈正在无锡建一家妇产科医院并预期在 2018 上半年投入营运。除此以外，公司于 3 月 28 日与南部新城订立合作协议，内容有关成立合营公司以在中国南京 营运一个健康产业园，因而管理层预计于 2017 年底将开始兴建一家妇产科医院并于 2019 年投入营运。瑞慈目标及至 2020 年底营运 8-10 家妇产科医院，代表着公司在未来 3-4 年将每年新增 1-2 家医院。
- ❖ **维持买入评级及目标价不变。**我们仍然认为瑞慈将成为长三角地区其中一领先的医疗服务提供商，对公司维持买入评级。在进一步落实发展计划之前，我们暂时未把公司最新的发展计划纳入到我们财务模型的假设之中。我们的目标价代表着 2017/18 预测市盈率 28.1 倍/17.8 倍，并有着 68.7% 的升值空间。

吴永泰, CFA
(852) 3761 8780
cyrusng@cmbi.com.hk

瑞慈医疗 (1526HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.66
目标价	HK\$2.80
市值(港币百万)	2,643
过去 3 月平均交易(港币百万)	1.1
52 周高/低(港币)	2.56/1.58
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	-4.0%	-5.4%
3 月	-15.3%	-22.7%
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	FY16A	FY17E	FY18E
营业额(百万人民币)	598	803	935	1,245	1,639
核心净利润(百万人民币)	10	39	79	141	222
每股核心收益(人民币)	不适用	不适用	0.07	0.09	0.14
每股核心收益变动(%)	不适用	不适用	不适用	-63.5	57.5
市盈率(x)	不适用	不适用	19.9	16.7	10.6
市帐率(x)	不适用	不适用	2.5	2.3	1.9
股息率(%)	不适用	不适用	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	1.5	14.0	6.2	12.5	16.9
净财务杠杆率(%)	4.8	24.3	净现金	净现金	7.1

来源: 公司, 招银国际预测

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	597.8	802.8	935.4	1,244.6	1,639.2
體檢業務	339.0	524.8	650.2	871.4	1,036.5
綜合醫院業務	258.8	278.0	285.2	347.0	393.9
專科醫院業務	-	-	-	26.2	208.8
銷售成本	(408.8)	(522.8)	(581.3)	(757.1)	(992.5)
毛利	188.9	280.0	354.1	487.5	646.7
其他收益	6.6	13.3	14.2	11.7	12.9
銷售費用	(42.5)	(67.6)	(76.4)	(95.4)	(121.2)
行政費用	(116.9)	(142.7)	(162.8)	(194.9)	(216.5)
其他開支	(2.9)	(0.8)	(0.9)	(0.2)	(0.2)
上市費用	-	(8.9)	(38.0)	-	-
期權開支	-	-	-	(10.3)	(10.3)
經營利潤	33.2	73.3	90.4	198.3	311.3
淨財務收入 / (支出)	(25.3)	(21.7)	1.6	(10.6)	(9.5)
應佔聯營公司業績	(2.0)	(2.0)	(1.0)	0.6	0.9
非經常性收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	5.9	49.6	91.0	188.3	302.7
所得稅	(0.3)	(20.5)	(36.6)	(49.7)	(78.3)
非控制股東權益	2.7	(0.1)	4.5	(7.8)	(12.5)
淨利潤	8.3	29.0	58.9	130.8	212.0
核心淨利潤(*)	9.6	39.4	79.3	141.1	222.3
息稅折攤前收益	83.5	141.7	171.0	305.7	484.5

(*) 核心淨利潤不包含上市開支、期權開支及淨匯兌收入

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)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E
非流動資產	443.6	462.9	527.6	847.0	1,417.9
物業、廠房及設備	375.6	388.1	396.7	792.2	1,371.4
聯營公司	3.9	2.0	4.0	2.9	3.8
預付款	13.4	12.8	19.0	19.3	20.3
無形資產	0.7	5.1	8.4	2.6	1.3
其他非流動資產	50.1	55.0	99.6	30.0	21.1
流動資產	931.3	428.2	1,051.2	810.3	522.1
現金及現金等值物	346.4	233.7	881.0	509.4	128.0
應收貿易款項	130.0	171.8	151.0	270.4	353.9
其他應收款	433.7	3.0	-	-	-
存貨	21.2	19.7	19.1	30.5	40.2
流動負債	750.6	621.7	578.2	526.3	583.1
銀行貸款	335.2	251.1	309.9	204.1	194.3
應付貿易賬款	160.3	193.3	208.8	257.4	315.2
其他應付款	234.8	131.8	-	-	-
其他流動負債	20.2	45.5	59.5	64.8	73.6
非流動負債	56.0	61.6	50.8	74.5	75.8
銀行貸款	38.2	33.1	4.6	26.0	24.3
其他非流動負債	17.8	28.5	46.2	48.5	51.5
淨資產總值	568.4	207.8	949.8	1,056.6	1,281.0
少數股東權益	11.0	0.7	3.5	11.7	24.2
股東權益	557.3	207.2	947.3	1,044.8	1,256.8

來源: 公司、招銀國際預測

现金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	33.2	73.3	90.4	198.3	311.3
折攤和攤銷	51.2	69.9	70.8	96.5	162.1
營運資金變動	15.6	53.1	31.0	1.3	(23.4)
稅務開支	(2.9)	(16.8)	(11.8)	(33.9)	(46.2)
其他	(33.4)	(20.2)	(37.7)	(18.9)	(35.9)
經營活動所得現金淨額	63.7	159.3	142.8	243.3	367.8
資本開支	(100.0)	(115.2)	(98.4)	(470.6)	(740.0)
聯營公司	(7.3)	-	-	-	-
其他	(123.4)	193.2	22.4	2.5	2.2
投資活動所得現金淨額	(230.7)	78.0	(76.0)	(468.1)	(737.8)
上市所得淨額	-	-	784.1	-	-
債務變化	449.3	126.0	30.4	(25.6)	(11.5)
派息	-	(440.1)	(141.0)	-	-
其他	(25.0)	(35.9)	(131.8)	-	-
融資活動所得現金淨額	424.3	(350.0)	541.7	(25.6)	(11.5)
現金淨變動	257.3	(112.7)	608.5	(250.4)	(381.5)
年初現金及現金等值物	89.1	346.4	233.7	759.8	509.4
匯兌差額	-	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	346.4	233.7	842.2	509.4	128.0

來源: 公司、招銀国际預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
體檢業務	56.7	65.4	69.5	70.0	63.2
綜合醫院業務	43.3	34.6	30.5	27.9	24.0
專科醫院業務	-	-	-	2.1	12.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.6	34.9	37.9	39.2	39.5
息稅折攤前利潤率	14.0	17.7	18.3	24.6	29.6
稅前利率	1.0	6.2	9.7	15.1	18.5
淨利潤率	1.4	3.6	6.3	10.5	12.9
核心淨利潤率	1.6	4.9	8.5	11.3	13.6
有效稅率	4.5	41.3	40.2	26.4	25.9
增長 (%)					
收入	22.3	34.3	16.5	24.6	31.7
毛利	14.5	48.2	26.5	32.5	32.7
息稅折攤前利潤	(29.5)	69.7	20.7	78.8	58.5
經營利潤	(53.5)	120.6	23.3	119.4	57.0
淨利潤	(77.2)	248.4	103.3	105.1	62.0
核心淨利潤	(73.8)	311.2	154.0	53.4	57.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	0.7	1.8	1.5	0.9
平均應收賬款周轉天數	54	47	49	50	48
平均應付賬款周轉天數	155	163	150	152	145
平均存貨周轉天數	49	50	36	38	38
淨負債/權益比率 (%)	4.8	24.3	淨現金	淨現金	7.1
回報率 (%)					
資本回報率	1.5	14.0	6.2	12.5	16.9
資產回報率	0.6	3.3	3.7	7.9	10.9
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	N/A	N/A	0.04	0.08	0.13
核心每股盈利 (人民幣)	N/A	N/A	0.07	0.09	0.14
每股股息 (港元)	-	-	-	-	-
每股帳面值 (人民幣)	N/A	N/A	0.60	0.66	0.79

(*) 核心淨利潤不包含上市開支、期權開支及淨匯兌收入

來源: 公司、招銀国际預測

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。报告所载资料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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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风险。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。