

康華醫療(3689 HK)

華為門診部新開業

- ❖ **康華醫院首家分址門診部開業。**康華醫院華為門診部於 2017 年 8 月 1 日正式開業。該門診部坐落於廣東省東莞華為松山湖工業園區。診所主要服務於松山湖工業園區內的工作人員和其家屬。診所科室包含內科、外科、婦科、眼科、耳鼻喉科、口腔科、急性醫學科、康復醫學科、醫學檢驗科、醫學影像科、健康體檢科等科室。康華醫院主任醫師和專家團隊將駐進門診部，整個醫療團隊共 60 人。待門診部運營一年後，公司計畫將門診部申請註冊為一級醫院。
- ❖ **滿足園區內的看病需求。**松山湖園區內有近 15 萬人，基礎醫療需求尚未滿足，康華醫院門診部進駐後可滿足其需求。除此，門診部還可以轉診病人到康華醫院，增加康華醫院看病人數。我們預計待門診部運營成熟後，每年可為公司貢獻淨利潤 800-1,000 萬人民幣。
- ❖ **新的擴張戰略。**與工業園區合作提供醫療服務帶給康華醫院一個擴張版圖的新思路。如未來有更多類似機會，我們認為借助康華醫院現有的品牌效應和醫生資源，康華醫院可以在短期內設立更多的門診部，相比收購或者新建醫院，開立門診部耗費更少的資本費用，投資回報期更短。目前康華上市集資額還在賬上，未來收購新的醫院依然康華的主要策略，短期內開立門診部可以貢獻額外收入並且緩和收購醫院的帶來的開支突增。
- ❖ **維持買入評級，目標價不變。**康華醫院利用其醫院品牌效應和醫生資源在不斷擴張業務版圖，我們認為其擴張戰略在有序進行中。我們維持買入評級，目標價維持 14.6 港元不變。我們的目標價代表著 2017/18 年預測市盈率 23.8X/20.2X，較目前股價仍有 36.2% 的上浮空間。我們認為短期內公司新收購項目或新業務推出將成為股價的催化劑。公司將於 2017 年 8 月 29 日公佈上半年業績。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	1,063.7	1,240.4	1,458.7	1,664.1	1,903.0
核心淨利潤(百萬港元)	67.0	141.7	181.8	214.2	257.8
核心 EPS (港元)	0.27	0.54	0.54	0.64	0.77
EPS 變動 (%)	57.5	101.3	0.7	17.8	20.3
市盈率 (x)	35.6	17.7	17.6	14.9	12.4
市帳率 (x)	10.3	2.8	2.5	2.2	1.9
股息率 (%)	-	1.5	1.4	1.7	2.0
權益收益率 (%)	51.3	12.2	14.0	14.6	15.4
淨財務杠杆率 (%)	75.9	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際

維持買入

目標價	HK\$14.60
(前目標價)	HK\$14.60)
潛在升幅	+36.2%
當前股價	HK\$10.72

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	3,585
3 個月平均流通(百萬)	2.27
52 周內高/低(港元)	12.7/9.6
總股本(百萬)	84.4

資料來源：彭博

股東結構

Wang Junyang	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	-2.7%	-9.0%
3 月	-7.0%	-16.6%
6 月	0.0%	-15.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.kanghua.com

圖 1: 華為門診部



圖 2: 華為門診部



資料來源: xinsheng.huawei.com

資料來源: xinsheng.huawei.com

圖 3: 華為門診部



資料來源: xinsheng.huawei.com

資料來源: xinsheng.huawei.com

圖 5: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
康華醫療	3689	10.72	3,585	18.8	17.5	14.9	2.9	2.3	2.1	10.4	6.9	5.5	20.4	14.9	15.4
鳳凰醫療	1515	9.95	12,902	N/A	26.6	22.5	2.2	2.0	1.8	N/A	17.2	13.9	-43.1	7.9	8.1
和美醫療	1509	3.40	2,579	36.7	18.5	16.9	2.5	1.5	1.4	19.1	7.0	6.2	6.8	8.4	8.6
康寧醫院	2120	34.15	2,494	32.4	25.9	20.7	2.2	2.0	1.8	19.0	13.7	10.9	7.0	7.6	8.5
			平均	34.5	23.7	20.0	2.3	1.8	1.7	19.1	12.6	10.4	-9.8	8.0	8.4

資料來源: 彭博, 招銀國際

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,063.7	1,240.4	1,458.7	1,664.1	1,903.0
康華醫院	874.8	1,038.9	1,217.2	1,398.4	1,611.4
仁康醫院	188.9	200.3	237.9	261.1	286.0
醫院管理	-	1.2	3.6	4.6	5.7
銷售成本	(824.3)	(943.5)	(1,122.1)	(1,273.5)	(1,443.4)
毛利	239.4	296.9	336.6	390.6	459.6
其他收益	10.0	7.9	10.9	10.9	11.0
其他支出	(2.7)	6.2	(2.0)	(2.2)	(2.5)
行政費用	(83.7)	(109.0)	(116.7)	(128.5)	(142.5)
經營收益	163.0	202.0	228.8	270.8	325.6
上市費用	-	(10.8)	(0.7)	-	-
非經常性收入	51.5	10.3	-	-	-
息稅前收益	214.5	201.5	228.2	270.8	325.6
淨財務收入 / (支出)	(65.7)	(3.0)	16.8	18.6	22.2
稅前利潤	148.8	198.5	245.0	289.4	347.8
所得稅	(29.9)	(52.8)	(61.2)	(72.3)	(86.9)
非控制股東權益	(0.1)	(4.4)	(2.6)	(2.8)	(3.1)
淨利潤	118.8	141.3	181.2	214.2	257.8
核心淨利潤(*)	67.0	141.7	181.8	214.2	257.8
息稅折攤前收益 (*)	201.6	243.4	287.6	340.9	399.2

(*) 核心淨利潤不包含上市開支及期權開支

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	330.8	390.9	633.5	669.6	661.8
物業、廠房及設備	321.8	361.0	617.3	659.7	654.1
應收股東款項	-	-	-	-	-
其他非流動資產	9.0	29.9	16.2	9.9	7.7
流動資產	775.1	1,205.0	1,188.6	1,372.3	1,645.4
現金及現金等值物	95.5	936.4	1,019.2	1,181.6	1,432.7
應收貿易款項	88.2	190.5	107.5	123.2	137.9
存貨	38.2	43.2	53.6	60.3	68.4
應收股東款項	494.3	-	4.7	3.8	3.0
其他流動資產	58.9	35.0	3.5	3.5	3.5
流動負債	859.2	420.9	505.7	553.9	611.9
銀行貸款	341.8	-	-	-	-
應付貿易賬款	393.0	386.4	485.9	534.0	592.1
應付股東款項	104.5	3.2	-	-	-
其他流動負債	19.8	31.4	19.8	19.8	19.8
非流動負債	-	-	-	-	-
淨資產總值	246.7	1,175.0	1,316.3	1,488.1	1,695.4
少數股東權益	15.2	19.6	20.1	22.9	25.9
股東權益	231.5	1,155.4	1,296.3	1,465.2	1,669.4

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	214.5	201.5	228.2	270.8	325.6
折攤和攤銷	39.0	41.5	58.8	70.1	73.7
營運資金變動	212.4	118.4	317.0	366.8	434.5
稅務開支	(13.5)	(52.8)	(61.2)	(72.3)	(86.9)
其他	(253.4)	(243.0)	(286.9)	(340.9)	(399.2)
經營活動所得現金淨額	198.9	65.6	255.7	294.4	347.6
資本開支	(86.0)	(80.7)	(237.1)	(112.5)	(68.1)
應收股東款項變動	1,008.2	494.3	1.2	0.9	0.8
其他	(49.4)	3.1	13.1	24.8	24.4
投資活動所得現金淨額	872.8	416.8	(222.9)	(86.8)	(42.9)
上市所得淨額	-	784.1	-	-	-
債務變化	(576.7)	(341.8)	-	-	-
應付股東款項變動	(368.4)	(101.4)	(7.1)	-	-
其他	(68.4)	(7.4)	(46.8)	(45.3)	(53.6)
融資活動所得現金淨額	(1,013.5)	333.5	(53.9)	(45.3)	(53.6)
現金淨變動	58.2	815.9	(21.1)	162.4	251.1
年初現金及現金等值物	37.3	95.5	1,040.3	1,019.2	1,181.6
匯兌差額	-	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	95.5	911.4	1,019.2	1,181.6	1,432.7

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
康華醫院	82.2	83.8	83.4	84.0	84.7
仁康醫院	17.8	16.1	16.3	15.7	15.0
醫院管理	-	0.1	0.3	0.3	1.3
總額	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	23.5	24.1
經營利潤率	15.3	16.3	15.7	16.3	17.1
息稅折攤前利潤率(*)	19.0	19.6	19.7	20.5	21.0
稅前利率	14.0	16.0	16.8	17.4	18.3
淨利潤率	11.2	11.4	12.4	12.9	13.5
核心淨利潤率(*)	6.3	11.4	12.5	12.9	13.5
有效稅率	20.1	26.6	25.0	25.0	25.0

增長 (%)

收入	8.0	16.6	13.7	14.1	14.4
毛利	7.0	24.0	15.9	16.0	17.7
息稅折攤前利潤(*)	6.3	20.7	15.5	18.6	17.1
經營利潤	1.3	(6.0)	12.0	18.7	20.2
淨利潤	16.2	18.9	22.6	18.2	20.3
核心淨利潤(*)	57.5	111.3	23.5	17.8	20.3

資產負債比率

流動比率 (x)	0.9	2.9	2.4	2.5	2.7
平均應收賬款周轉天數	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
平均應付帳款周轉天數	49.0	52.1	48.5	49.2	49.6
平均存貨周轉天數	26.6	25.9	27.0	27.0	27.0
淨負債/ 權益比率 (%)	75.9	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	51.3	12.2	14.0	14.6	15.4
資產回報率	10.7	8.9	9.9	10.5	11.2

每股數據

核心每股盈利(人民幣)	0.3	0.5	0.5	0.6	0.8
每股股息(港元)	-	0.1	0.1	0.2	0.2
每股帳面值(人民幣)	0.9	3.5	3.9	4.4	5.0

(*) 核心淨利潤不包含上市開支及期權開支

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。