

康华医疗(3689 HK)

上半年业绩增长稳健，由贵宾业务强劲增长带动

- 上半年业绩符合预期。**上半年收入增长 16.3% 至人民币 7.4 亿，主要由贵宾服务强劲增长带动。特殊和贵宾服务同比增长 20.5% 至人民币 7,300 万元，占总收入的 9.8%。普通医疗业务同比增长 12% 至人民币 6.4 亿，占总收入的 87%。新收购的康复业务收入为人民币 1,500 万元，占总收入的 2%。员工成本增加 41.5%，由于安徽桦霖的整合折旧增加 33.7%，毛利率受拖累下降 2.5 个百分点至 22.8%。同时管理费用增长 38.1%。因此，核心净利率下降 1 个百分点至 11.5%。核心净利润（不包括应计利息支出，净汇兑损益和固定资产处置损益）同比增长 6.8% 至人民币 8,500 万。
- 贵宾服务强劲增长。**在上半年，VIP 贵宾服务增长了 34.1%，这得益于住院病人数的大幅增长以及住院和门诊病人人均医疗费用提升。特殊医疗服务方面，由于门诊病人数增加生殖医学业务依然强劲，同比增长 11.1%，激光治疗增长 9.9%，医美业务减少 10.9%。康华将继续加快生殖医学中心的扩张，以满足快速增长的市场需求。
- 收购众联心血管病医院 60% 股权。**公司 2018 年 7 月 31 日收购众联心血管医院 60% 股权，代价为人民币 2.7 亿元。众联于 2017 年 3 月开始投入运营，目前经营约 150 张注册病床，二期医院工程预计年底完成，可增加 355 个床位。18 上半年接诊量门诊病人 4300 人次，住院病人约 500 人次，心血管外科手术 200 多台。众联 17 财年净利润亏损为人民币 4,360 万，预计亏损将持续。受益于去年 11 月纳入医保覆盖及年末二期工程完工医院扩容，我们预计众联心血管医院将在 18 财年录得收入人民币 6 千万，并在未来三年保持 30% 的收入增速。
- 预计康复服务将保持稳定增长。**康华于 18 年 4 月 1 日通过收购安徽桦霖进入安徽医院市场。安徽桦霖主要运营康复医疗机构，为身脑残疾患者提供康复治疗服务。其经营的二级和一级医院共有 120 张注册病床，18 年 4 月至 6 月期间，安徽桦霖共接待了 7,361 次门诊和 567 次住院病人就诊。安徽桦霖在 18 年上半年销售贡献为人民币 1,500 万元。我们预计其在 18 财年销售将达到人民币 8 千万以及录得净利润不少于人民币 600 万。
- 维持买入，新目标价为 13.10 港元。**考虑到众联业务并表，我们将 18 财年/19 财年收入预测上调 0.5%/1.8%，预计收入同比增长 18%/14%。由于收购业务并表以及员工成本上涨，我们上调了管理费用。同时考虑到众联目前还处于亏损状态及营业成本上升，所以我们下调了 18/19 财年利润预测 15.9%/14.3%。我们预计 18/19 财年核心净利润同比增长 2.3%/19.7%。我们维持买入评级，基于最新的 DCF 模型得到新目标价 13.10 港元。康华目前 18 财年市盈率为 14.1 倍，远低于同业 23.3 倍的平均水平。我们的目标价相当于 18/19 财年的 22 倍/18 倍，与同业平均水平一致。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	1,240	1,389	1,639	1,871	2,087
核心净利润(百万人民币)	137	168	172	205	236
核心 EPS (人民币)	0.52	0.50	0.51	0.61	0.71
EPS 变动 (%)	62.4	-3.7	2.3	19.7	15.0
市盈率 (x)	13.9	14.5	14.1	11.8	10.3
市帐率 (x)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	1.9	2.2	2.5	3.0	3.4
权益收益率 (%)	12.2	12.4	12.4	13.4	14.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$13.10
(前目标价)	HK\$14.60)
潜在升幅	+55.2%
当前股价	HK\$8.44

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778
 邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	2,822
3 个月平均流通(百万)	1.03
52 周内高/低(港元)	14.2/7.35
总股本(百万)	84.4

数据源：彭博

股东结构

王君扬	74.8%
流通股	25.2%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-2.8%	3.6%
3 月	-14.1%	0.3%
6 月	-27.2%	-13.5%

数据源：彭博

股价表现

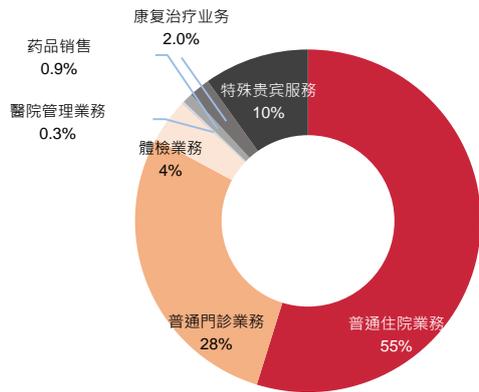


数据源：彭博

审计师：Deloitte

公司网站：www.kanghuagp.com

图 1:18 财年上半年收入细分



资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2:收入增速



资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3:重庆众联心脑血管医院



资料来源: 公司网站

图 4:安徽梓霖集团医院



资料来源: 公司网站

图 5:18 上半年业绩变化

	1H17	1H18	同比变动
	百万人民币	百万人民币	
特殊服务	60	73	20.5%
贵宾住院业务	13	22	60.2%
贵宾门诊业务	14	15	8.7%
生殖医学	27	29	11.1%
美容整形外科	3	2	-10.9%
激光治疗	4	4	9.9%
普通住院业务	365	405	10.9%
普通门诊业务	184	208	12.8%
体检业务	25	30	21.0%
医院管理业务	1	2	61.6%
药品销售		0	6.923
N/A			
康复治疗业务		0	14.651
N/A			
总收入	635	739	16.3%
销售成本	(475)	(571)	20.2%
毛利	161	168	4.6%
其他收入和收益	1	6	566.0%
行政开支	(58)	(81)	38.1%
经营利润	103	93	-9.4%
非经营性项目	(10)	1	N/A
净财务成本	9	22	N/A
税前利润	102	116	14.0%
所得税	(28)	(27)	-4.0%
非控股权益	(2)	(4)	87.1%
净利润	72	86	18.9%
核心净利润	79	85	6.8%
毛利率	25.3%	22.8%	-2.5%
经营利润率	16.2%	12.7%	-3.6%
核心净利率	12.5%	11.5%	-1.0%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 6:预测变动

	2018E			2019E		
	旧	新	变动	旧	新	变动
	百万人民币百万人民币			百万人民币百万人民币		
特殊服务业务	159	159	0.0%	187	187	0.0%
普通住院业务	846	846	0.0%	913	913	0.0%
普通门诊业务	450	450	0.0%	517	517	0.0%
体检业务	75	75	0.0%	80	80	0.0%
医院管理业务	5	13	188.6%	6	39	591.6%
药品销售	16	16	0.0%	18	18	0.0%
康复治疗	80	80	0.0%	117	117	0.0%
总收入	1,630	1,639	0.5%	1,838	1,871	1.8%
销售成本	(1,260)	(1,246)	-1.2%	(1,417)	(1,410)	-0.5%
毛利	370	393	6.4%	421	461	9.5%
其他收入和收益	6	6	-0.3%	5	5	-1.4%
行政开支	(123)	(187)	51.6%	(136)	(212)	55.8%
经营利润	252	212	-15.9%	290	254	-12.4%
非经营性项目	0	0	N/A	0	0	N/A
净财务成本	26	23	-10.5%	30	24	-18.9%
税前利润	278	235	-15.4%	320	278	-13.0%
所得税	(69)	(59)	-15.4%	(80)	(70)	-13.0%
非控股权益	(4)	(4)	5.6%	(0)	(3)	7685.4%
净利润	204	172	-15.9%	240	205	-14.3%
核心净利润	204	172	-15.9%	240	205	-14.3%
毛利率	22.7%	24.0%	1.3%	22.9%	24.6%	1.7%
经营利润率	15.5%	12.9%	-2.5%	15.8%	13.6%	-2.2%
核心净利率	12.5%	10.5%	-2.0%	13.0%	11.0%	-2.1%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 7: 同业估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(x)			市账率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回报率(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
康华	2877	8.44	2,822	14.5	14.1	11.8	1.9	1.8	1.6	13.2	12.5	10.2	12.4	12.4	13.4
凤凰	874	6.80	8,817	24.9	17.9	16.1	1.9	1.3	1.2	17.0	11.9	11.5	7.9	7.3	7.8
新世纪医疗	1513	7.29	3,572	51.7	28.3	24.5	3.4	2.3	2.2	15.8	N/A	N/A	11.5	8.1	8.6
康宁	570	44.45	3,247	53.0	25.9	21.6	2.5	2.5	2.3	20.0	N/A	N/A	4.8	8.8	9.8
和美	1681	2.18	1,653	72.2	21.2	15.9	1.5	1.0	1.0	16.0	N/A	N/A	2.0	5.1	6.3
			平均	50.4	23.3	19.5	2.3	1.8	1.7	17.2	11.9	11.5	6.5	7.3	8.1

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,240.4	1,389.2	1,638.9	1,871.1	2,087.5
住院业务	729.2	816.9	886.4	961.3	1,043.0
门诊业务	443.8	491.1	568.0	655.7	757.0
体检业务	66.3	70.8	75.1	79.6	84.3
医院管理业务	1.2	3.1	13.3	39.2	53.9
药品销售	-	7.2	16.2	18.1	20.3
康复业务	-	-	80.0	117.3	129.0
销售成本	(943.5)	(1,058.3)	(1,245.6)	(1,410.1)	(1,570.6)
毛利	296.9	330.9	393.4	461.0	516.9
其他收益	7.7	5.9	5.5	5.0	4.9
行政费用	(109.0)	(127.0)	(187.1)	(212.2)	(230.6)
息税前收益	195.6	209.8	211.8	253.7	291.2
净财务收入 / (支出)	(3.0)	23.3	23.1	24.3	28.5
非经常性收入	5.9	(15.0)	-	-	-
税前利润	198.5	218.1	234.9	278.1	319.7
所得税	(52.8)	(56.9)	(58.7)	(69.5)	(79.9)
非控制股东权益	(4.4)	(4.5)	(4.5)	(3.1)	(3.5)
净利润	141.3	156.6	171.7	205.5	236.2
核心净利润	136.8	167.8	171.7	205.5	236.2
息税折摊前收益	238.5	255.7	272.4	321.0	362.2

资料来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	390.9	531.8	739.2	726.7	710.3
物业、厂房及设备	361.0	434.1	584.4	579.4	563.3
其他非流动资产	29.9	97.7	154.7	147.3	146.9
流动资产	1,205.0	1,200.6	1,169.8	1,358.0	1,568.4
现金及现金等值物	936.4	383.8	358.0	501.5	689.9
应收贸易款项	190.5	214.5	195.0	232.1	246.4
存货	43.2	44.5	59.0	66.8	74.4
可供出售投资	-	543.0	543.0	543.0	543.0
其他流动资产	35.0	14.7	14.7	14.7	14.7
流动负债	420.9	443.0	496.9	524.1	550.2
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	386.4	412.6	467.4	494.6	520.7
其他流动负债	34.6	30.4	29.5	29.5	29.5
非流动负债	-	-	-	-	-
净资产总值	1,175.0	1,289.4	1,412.1	1,560.6	1,728.5
少数股东权益	19.6	24.2	28.7	31.7	35.3
股东权益	1,155.4	1,265.2	1,383.4	1,528.9	1,693.2

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	195.6	209.8	211.8	253.7	291.2
折旧和摊销	41.5	49.6	60.6	67.3	71.0
营运资金变动	(34.9)	0.9	59.8	(17.6)	4.2
税务开支	(36.9)	(56.9)	(58.7)	(69.5)	(79.9)
其他	(9.8)	(14.7)	-	-	(0.0)
经营活动所得现金净额	155.4	188.6	273.5	233.9	286.5
资本开支	(70.1)	(122.7)	(350.1)	(62.2)	(55.0)
可供出售投资变动	-	(559.3)	-	-	-
其他	423.4	(10.2)	105.2	31.8	28.8
投资活动所得现金净额	353.3	(692.2)	(244.8)	(30.5)	(26.1)
债务变化	(341.8)	-	-	-	-
派息	-	(46.8)	(53.5)	(60.1)	(71.9)
利息开支	668.3	(2.3)	(0.9)	-	-
融资活动所得现金净额	326.5	(49.0)	(54.4)	(60.1)	(71.9)
现金净变动	835.2	(552.6)	(25.8)	143.4	188.5
年初现金及现金等价物	95.5	936.4	383.8	358.0	501.5
汇兑差额	5.6	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	936.4	383.8	358.0	501.5	689.9

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合（%）					
住院业务	58.8	58.8	54.1	51.4	50.0
门诊业务	35.8	35.3	34.7	35.0	36.3
体检业务	5.3	5.1	4.6	4.3	4.0
医院管理业务	0.1	0.2	0.8	2.1	2.6
药品销售	-	0.5	1.0	1.0	1.0
康复业务	-	-	4.9	6.3	6.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	23.9	23.8	24.0	24.6	24.8
息税折摊前利润率	19.2	18.4	16.6	17.2	17.4
税前利率	16.0	15.7	14.3	14.9	15.3
净利润率	11.4	11.3	10.5	11.0	11.3
核心净利润率	11.0	12.1	10.5	11.0	11.3
有效税率	26.6	26.1	25.0	25.0	25.0
增长（%）					
收入	16.6	12.0	18.0	14.2	11.6
毛利	24.0	11.4	18.9	17.2	12.1
息税折摊前利润	11.0	7.2	6.5	17.9	12.8
经营利润	20.0	7.3	1.0	19.8	14.8
净利润	18.9	10.9	9.6	19.7	15.0
核心净利润	70.5	22.7	2.3	19.7	15.0
资产负债比率					
流动比率（x）	2.9	2.7	2.4	2.6	2.9
平均应收账款周转天数	23.1	23.9	23.4	24.0	24.2
平均应付账款周转天数	110.5	94.8	90.6	92.3	88.5
平均存货周转天数	15.7	15.1	15.2	16.3	16.4
净负债/权益比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率（%）					
资本回报率	12.2	12.4	12.4	13.4	14.0
资产回报率	8.9	9.0	9.0	9.9	10.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.54	0.47	0.51	0.61	0.71
核心每股盈利(人民币)	0.52	0.50	0.51	0.61	0.71
每股股息(港元)	0.14	0.16	0.18	0.22	0.25
每股账面值(人民币)	3.46	3.78	4.14	4.57	5.06

资料来源：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于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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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士。