

康華醫療(3689 HK)

上半年業績增長穩健，由貴賓業務強勁增長帶動

- ❖ **上半年業績符合預期。**上半年收入增長 16.3% 至人民幣 7.4 億，主要由貴賓服務強勁增長帶動。特殊和貴賓服務同比增長 20.5% 至人民幣 7,300 萬元，占總收入的 9.8%。普通醫療業務同比增長 12% 至人民幣 6.4 億，占總收入的 87%。新收購的康復業務收入為人民幣 1,500 萬元，占總收入的 2%。員工成本增加 41.5%，由於安徽樺霖的整合折舊增加 33.7%，毛利率受拖累下降 2.5 個百分點至 22.8%。同時管理費用增長 38.1%。因此，核心淨利率下降 1 個百分點至 11.5%。核心淨利潤（不包括應計利息支出，淨匯兌損益和固定資產處置損益）同比增長 6.8% 至人民幣 8,500 萬。
- ❖ **貴賓服務強勁增長。**在上半年，VIP 貴賓服務增長了 34.1%，這得益于住院病人數的大幅增長以及住院和門診病人人均醫療費用提升。特殊醫療服務方面，由於門診病人數增加生殖醫學業務依然強勁，同比增長 11.1%，鐳射治療增長 9.9%，醫美業務減少 10.9%。康華將繼續加快生殖醫學中心的擴張，以滿足快速增長的市場需求。
- ❖ **收購眾聯心血管病醫院 60% 股權。**公司 2018 年 7 月 31 日收購眾聯心血管醫院 60% 股權，代價為人民幣 2.7 億元。眾聯於 2017 年 3 月開始投入運營，目前經營約 150 張註冊病床，二期醫院工程預計年底完成，可增加 355 個床位。18 上半年接診量門診病人 4300 人次，住院病人約 500 人次，心血管外科手術 200 多台。眾聯 17 財年淨利潤虧損為人民幣 4,360 萬，預計虧損將持續。受益於去年 11 月納入醫保覆蓋及年末二期工程完工醫院擴容，我們預計眾聯心血管醫院將在 18 財年錄得收入人民幣 6 千萬，並在未來三年保持 30% 的收入增速。
- ❖ **預計康復服務將保持穩定增長。**康華於 18 年 4 月 1 日通過收購安徽樺霖進入安徽醫院市場。安徽樺霖主要運營康復醫療機構，為身腦殘疾患者提供康復治療服務。其經營的二級和一級醫院共有 120 張註冊病床，18 年 4 月至 6 月期間，安徽樺霖共接待了 7,361 次門診和 567 次住院病人就診。安徽樺霖在 18 年上半年銷售貢獻為人民幣 1,500 萬元。我們預計其在 18 財年銷售將達到人民幣 8 千萬以及錄得淨利潤不少於人民幣 600 萬。
- ❖ **維持買入，新目標價為 13.10 港元。**考慮到眾聯業務並表，我們將 18 財年/19 財年收入預測上調 0.5%/1.8%，預計收入同比增長 18%/14%。由於收購業務並表以及員工成本上漲，我們上調了管理費用。同時考慮到眾聯目前還處於虧損狀態及營業成本上升，所以我們下調了 18/19 財年利潤預測 15.9%/14.3%。我們預計 18/19 財年核心淨利潤同比增長 2.3%/19.7%。我們維持買入評級，基於最新的 DCF 模型得到新目標價 13.10 港元。康華目前 18 財年市盈率為 14.1 倍，遠低於同業 23.3 倍的平均水準。我們的目標價相當於 18/19 財年的 22 倍/18 倍，與同業平均水準一致。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	1,240	1,389	1,639	1,871	2,087
核心淨利潤(百萬人民幣)	137	168	172	205	236
核心 EPS (人民幣)	0.52	0.50	0.51	0.61	0.71
EPS 變動 (%)	62.4	-3.7	2.3	19.7	15.0
市盈率 (x)	13.9	14.5	14.1	11.8	10.3
市帳率 (x)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	1.9	2.2	2.5	3.0	3.4
權益收益率 (%)	12.2	12.4	12.4	13.4	14.0
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\$13.10
(前目標價)	HK\$14.60)
潛在升幅	+55.2%
當前股價	HK\$8.44

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	2,822
3 個月平均流通(百萬)	1.03
52 周內高/低(港元)	14.2/7.35
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	-2.8%	3.6%
3 月	-14.1%	0.3%
6 月	-27.2%	-13.5%

資料來源：彭博

股價表現

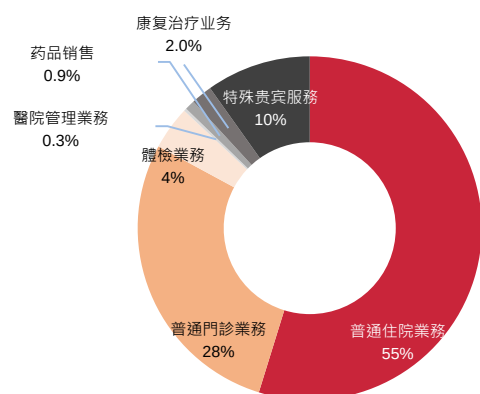


資料來源：彭博

審計師: Deloitte

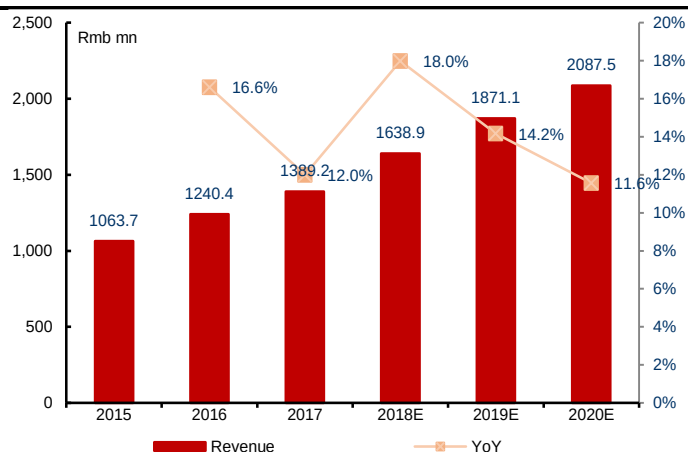
公司網站: www.kanghuagp.com

圖 1:18 財年上半年收入細分



資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 收入增速



資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 重慶眾聯心腦血管醫院



資料來源: 公司網站

圖 4: 安徽樺霖集團醫院



資料來源: 公司網站

圖 5: 18 上半年業績變化

	1H17 百万人民币	1H18 百万人民币	同比变动
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
康复治疗业务		0	14.651
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%

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 6:預測變動

	2018E			2019E		
	舊	新	變動	舊	新	變動
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣	
特殊服務業務	159	159	0.0%	187	187	0.0%
普通住院業務	846	846	0.0%	913	913	0.0%
普通門診業務	450	450	0.0%	517	517	0.0%
體檢業務	75	75	0.0%	80	80	0.0%
醫院管理業務	5	13	188.6%	6	39	591.6%
藥品銷售	16	16	0.0%	18	18	0.0%
康復治療	80	80	0.0%	117	117	0.0%
總收入	1,630	1,639	0.5%	1,838	1,871	1.8%
銷售成本	(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%
行政開支	(123)	(187)	51.6%	(136)	(212)	55.8%
經營利潤	252	212	-15.9%	290	254	-12.4%
非經營性項目	0	0	N/A	0	0	N/A
淨財務成本	26	23	-10.5%	30	24	-18.9%
稅前利潤	278	235	-15.4%	320	278	-13.0%
所得稅	(69)	(59)	-15.4%	(80)	(70)	-13.0%
非控股權益	(4)	(4)	5.6%	(0)	(3)	7685.4%
淨利潤	204	172	-15.9%	240	205	-14.3%
核心淨利潤	204	172	-15.9%	240	205	-14.3%
毛利率	22.7%	24.0%	1.3%	22.9%	24.6%	1.7%
經營利潤率	15.5%	12.9%	-2.5%	15.8%	13.6%	-2.2%
核心淨利率	12.5%	10.5%	-2.0%	13.0%	11.0%	-2.1%

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 7: 同業估值

公司	代碼	股價 港元	市值 百萬元	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
康華	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
鳳凰	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
新世紀醫療	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
康寧	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

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	1,638.9	1,871.1	2,087.5
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	13.3	39.2	53.9
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)	(1,245.6)	(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
行政費用	(109.0)	(127.0)	(187.1)	(212.2)	(230.6)
息稅前收益	195.6	209.8	211.8	253.7	291.2
淨財務收入 / (支出)	(3.0)	23.3	23.1	24.3	28.5
非經常性收入	5.9	(15.0)	-	-	-
稅前利潤	198.5	218.1	234.9	278.1	319.7
所得稅	(52.8)	(56.9)	(58.7)	(69.5)	(79.9)
非控制股東權益	(4.4)	(4.5)	(4.5)	(3.1)	(3.5)
淨利潤	141.3	156.6	171.7	205.5	236.2
核心淨利潤	136.8	167.8	171.7	205.5	236.2
息稅折攤前收益	238.5	255.7	272.4	321.0	362.2

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	739.2	726.7	710.3
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	154.7	147.3	146.9
流動資產	1,205.0	1,200.6	1,169.8	1,358.0	1,568.4
現金及現金等值物	936.4	383.8	358.0	501.5	689.9
應收貿易款項	190.5	214.5	195.0	232.1	246.4
存貨	43.2	44.5	59.0	66.8	74.4
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	496.9	524.1	550.2
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易賬款	386.4	412.6	467.4	494.6	520.7
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	1,412.1	1,560.6	1,728.5
少數股東權益	19.6	24.2	28.7	31.7	35.3
股東權益	1,155.4	1,265.2	1,383.4	1,528.9	1,693.2

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	211.8	253.7	291.2
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	59.8	(17.6)	4.2
稅務開支	(36.9)	(56.9)	(58.7)	(69.5)	(79.9)
其他	(9.8)	(14.7)	-	-	(0.0)
經營活動所得現金淨額	155.4	188.6	273.5	233.9	286.5
資本開支	(70.1)	(122.7)	(350.1)	(62.2)	(55.0)
可供出售投資變動	-	(559.3)	-	-	-
其他	423.4	(10.2)	105.2	31.8	28.8
投資活動所得現金淨額	353.3	(692.2)	(244.8)	(30.5)	(26.1)
債務變化	(341.8)	-	-	-	-
派息	-	(46.8)	(53.5)	(60.1)	(71.9)
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)	(60.1)	(71.9)
現金淨變動	835.2	(552.6)	(25.8)	143.4	188.5
年初現金及現金等值物	95.5	936.4	383.8	358.0	501.5
匯兌差額	5.6	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	936.4	383.8	358.0	501.5	689.9

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	54.1	51.4	50.0
門診業務	35.8	35.3	34.7	35.0	36.3
體檢業務	5.3	5.1	4.6	4.3	4.0
醫院管理業務	0.1	0.2	0.8	2.1	2.6
藥品銷售	-	0.5	1.0	1.0	1.0
復康業務	-	-	4.9	6.3	6.2
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	24.0	24.6	24.8
息稅折攤前利潤率	19.2	18.4	16.6	17.2	17.4
稅前利率	16.0	15.7	14.3	14.9	15.3
淨利潤率	11.4	11.3	10.5	11.0	11.3
核心淨利潤率	11.0	12.1	10.5	11.0	11.3
有效稅率	26.6	26.1	25.0	25.0	25.0
增長（%）					
收入	16.6	12.0	18.0	14.2	11.6
毛利	24.0	11.4	18.9	17.2	12.1
息稅折攤前利潤	11.0	7.2	6.5	17.9	12.8
經營利潤	20.0	7.3	1.0	19.8	14.8
淨利潤	18.9	10.9	9.6	19.7	15.0
核心淨利潤	70.5	22.7	2.3	19.7	15.0
資產負債比率					
流動比率（x）	2.9	2.7	2.4	2.6	2.9
平均應收賬款周轉天數	23.1	23.9	23.4	24.0	24.2
平均應付賬款周轉天數	110.5	94.8	90.6	92.3	88.5
平均存貨周轉天數	15.7	15.1	15.2	16.3	16.4
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	12.4	13.4	14.0
資產回報率	8.9	9.0	9.0	9.9	10.4
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.54	0.47	0.51	0.61	0.71
核心每股盈利（人民幣）	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
每股帳面值（人民幣）	3.46	3.78	4.14	4.57	5.06

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。