

# 凤凰医疗 (1515 HK)

2015年3月26日

## 业绩超预期，静待外延并购项目落地

公司发布2014年业绩公告。2014年公司全年收入12.1亿元，同比增长35.9%。净利润2.3亿元，同比增长149.1%。EBITDA为3.14亿元，同比增长26%。每股盈利0.28元人民币。预计派发股利0.17港元。

- **现有医院网络保持良好发展势头。**公司拥有在北京的11家综合医院、2家专科医院、28家社区诊所的共3390张床位的医疗服务网络。支持2014年业绩增长的是各个医院的诊疗人次、平均住院天数、病床使用率等关键运营指标的增长或者不断改善。显示出公司优秀的产业管理能力。随着公司过往的资本投入与医院改造项目的逐渐完成，我们看好公司现有医院网络延续良好发展势头，取得业绩的持续稳步提升。
- **2015年外延式发展值得期待。**除内生增长外，外延并购是2015年发展的主要看点。公司目前帐上有10亿元人民币现金（包括存款证），再加上1.5亿美元银团贷款，将全部用投资并购。其中潜在的项目包括1. 收购京煤医院70%的股权（预计支出3.5亿人民币）；2. 参与保定市政府医疗建设项目，2015年通过IOT协议托管约1000家病床（预计支出1亿美元）；3. 与安监总局和中信信托合作通过ROT模式托管北京煤炭总医院和石龙医院（预计支出3.5亿元人民币）；4. 与联合医务合作（UMP）在北京建立全科诊所网络，为企业及个人提供预防和健康计划（预计支2.62亿港元）。随着项目的落地，不仅业绩会有很大弹性，而且将为未来的增长打开空间。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司15-17年的EPS分别为0.31、0.39、0.47元。对应的市盈率分别为34x、27x和22x。考虑到公司在15年通过外延并购实现跳跃式发展的预期很强，我们给予公司2015年EPS45倍估值，对应的目标价17.6港元，“买入”评级。
- **风险提示：**外延式发展项目不能落地；北京医保控费更加严格

### 投资总结

年结于12月	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元人民币)	887.4	1,206.3	1,454.8	1,745.7	2,079.1
变化(%)	17.1	35.9	20.6	20.0	19.1
净利润(百万元人民币)	90.0	230.1	256.2	325.0	387.0
变化(%)	(11.0)	155.6	11.3	26.9	19.1
每股收益(人民币)	0.16	0.28	0.31	0.39	0.47
变化(%)	(18.9)	77.2	11.3	26.9	19.1
市盈率(倍)	-	38	34	27	22
ROE	5.6	14.1	13.6	14.7	14.9

注：2013年数据剔除了IPO相关的一次性费用

来源：公司资料；光大研究部估计

中国 / 生物医药 / 医疗服务

## 买入

目前股价	目标价位	升
13.14 港元	17.60 港元	34%

股价更新于2015年3月25日

陈佳宁

86-021-22169162  
chenjianing@ebsecn.com

联系人：万明亮

电话：86-021-2267197  
手机：13917314297  
wanmingliang@ebsecn.com

52周股价范围(港元)	10.06 - 16.26
股息率(%)	1.29

### 最新重要资料

流通股数(百万股)	833,763
占总股本比例(%)	54.9
流通市值(百万港元)	10,850
12个月内成交额(百万港元)	6,476
12个月内波动(%)	5.5
2014-16年PEG预测(倍)	2.0
2014-16年平均净资产收益率预测(%)	11.69
2014年市净率预测(倍)	4.7
2014年净负债/股东权益预测(%)	无负债

### 股价表现(%)

	1个月	本年
绝对值	0.6	(8.1)
相对恒生指数	2.1	(12.0)

### 股本结构(%)

Speed Key Limited	33.27
升万投资	17.50
Hyde Intl. Investment	7.48

### 股价走势图

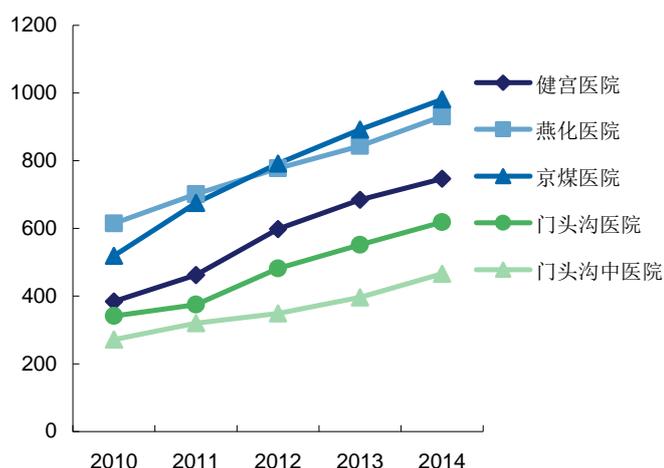


来源：Bloomberg，光大研究部估计

公司医院网络的经营状况持续向好，未来各个医院业绩继续提升的动力如下：

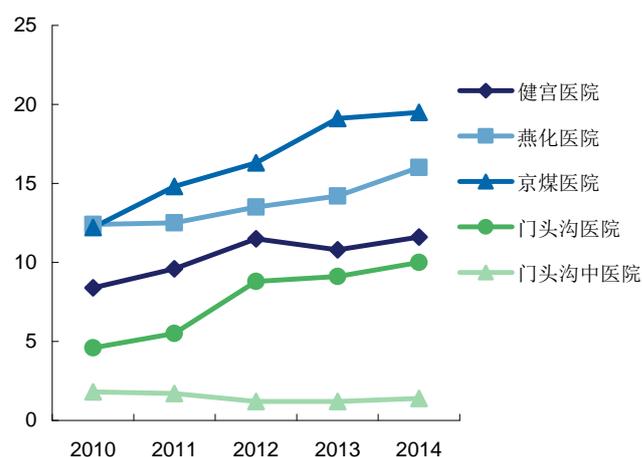
- 健宫医院：新楼建设将于 15 年 7 月竣工，在新楼中将会扩大牙科与体检服务。
- 燕化医院：打造肿瘤重点学科建设，将购置包括直线加速器等大型设备支持该治疗领域发展。
- 京煤医院：正在进行装修，预计 15 年业绩与 14 年持平。装修将于 15 年底完成，业绩有望在 16 年快速增长。
- 门头沟医院：老楼装修于 14 年底完成，今年有望看到门诊人次显著上升。
- 门头沟中医院：医院处于公司托管的第三年，随着公司的管理体制的注入和对其供应链的整合的力度加强，业绩有望延续去年的高增长。
- 门头沟妇幼医院：医院业绩增长有较大的弹性。如果政府同意公司启用新楼，则医院病床将由现在的 27 张扩张到 100 张，从而带动业绩大幅提升。

图 1：公司各医院门诊人次增长情况（千人次）



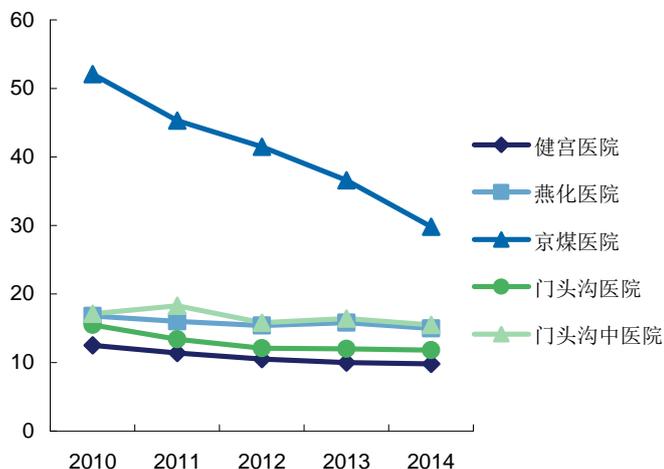
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司各医院住院人次增长情况（千人次）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司各医院平均住院天数持续改善



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 公司背景

凤凰医疗是中国最大的民营医院集团。公司自 2007 就介入公立医院改革，至今已形成了一个 11 家综合医院，1 家中医院和 28 个社区诊所的医院网络，并发展出了一套成熟的 IOT 公立医院托管模式。我们看好公司依托其丰富的医院投资管理经验，借助国家政策的鼓励与支持，短期内扩展其医院网络，形成难以取代的医院集团规模优势

## 损益表 (合并报表)

年结于 12 月 (CNY 百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	887	1206	1455	1746	2079
主营成本	675	909	1079	1281	1520
毛利	213	298	375	464	559
其它收益及亏损	0	17	0	0	0
营业开支	74	86	89	105	117
营业利润	139	229	286	359	442
财务成本	25	(49)	(48)	(61)	(75)
税前利润	114	278	335	420	517
所得税开支	47	77	85	108	129
税后经营利润	96	240	256	325	387
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	90	230	256	325	387
息税折旧前利润	-	-	-	-	-
息税前利润	-	-	-	-	-
每股收益 (人民币元)	0.16	0.28	0.31	0.39	0.47
每股股息 (人民币元)	-	0.135	-	-	-

注：2013 年数据剔除了 IPO 相关的一次性费用

来源：公司资料、光大研究部估计

## 现金流量表 (合并报表)

年结于 12 月 (CNY 百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	170	274	228	285	347
净利润	96	240	256	325	387
折旧与摊销	0	0	40	40	40
营运资本变动	5	35	13	9	12
其它	69	(1)	(82)	(89)	(91)
投资活动现金流	(842)	361	20	(66)	(69)
资本性支出净额	(69)	(148)	(50)	(50)	(50)
资产处置	0	2	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其它资产变化	(773)	507	70	(16)	(19)
融资活动现金流	971	(422)	47	59	73
股本变动	0	0	0	0	0
净债务变化	0	0	0	0	0
派发红利	(148)	0	(0)	0	0
其它长期负债变化	1,119	(422)	47	59	73
汇率变动的净影响额	0	0	0	0	0
净现金流	299	213	294	278	351

来源：公司资料、光大研究部估计

## 资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 (CNY 百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	2,124	2,012	2,312	2,684	3,127
流动资产	1,473	1,293	1,569	1,915	2,328
现金及现金等价物	402	612	906	1,183	1,534
有价证券及短期投资	176	77	0	13	12
应收账款	84	94	113	136	162
存货	31	34	40	48	57
其它流动资产	781	476	510	535	564
非流动资产	651	719	743	769	799
商誉及无形资产	475	510	471	435	402
固定资产净额	123	138	177	215	252
其他非流动资产	527	581	566	554	546
总负债	408	277	321	368	424
流动负债	403	273	319	368	426
应付账款	124	172	211	250	297
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	279	102	108	118	129
长期负债	5	3	2	(0)	(2)
长期债务	0	0	0	0	0
其它	5	3	2	(0)	(2)
股东权益合计	1,716	1,735	1,991	2,316	2,703
股东权益	1,617	1,627	1,883	2,208	2,595
少数股东权益	99	108	108	108	108
负债及股东权益总额	2,124	2,012	2,312	2,684	3,127
净现金/(负债)	402	612	906	1,183	1,534
净负债率(%)	无负债	无负债	无负债	无负债	无负债

来源：公司资料、光大研究部估计

## 主要财务指标

年结于 12 月	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入	17.1	35.9	20.6	20.0	19.1
息税折旧前利润					
息税前利润					
净利润	-11.0	155.6	11.3	26.9	19.1
利润率 (%)					
毛利率	24.0	24.7	25.8	26.6	26.9
息税折旧前利润率					
息税前利润率					
净利润率	10.1	19.1	17.6	18.6	18.6
其它 (%)					
有效税率	32.8	24.4	25.0	25.0	25.0
股息支付率	0.0	48.0			
ROIC	6.7	14.5	18.6	22.3	26.3
平均净资产收益率	5.6	14.1	13.6	14.7	14.9
平均总资产报酬率	4.5	11.9	11.1	12.1	12.4
利息覆盖倍数(倍)	无负债	无负债	无负债	无负债	无负债

注：2013 年数据剔除了 IPO 相关的一次性费用

来源：公司资料、光大研究部估计

## 中国光大资料研究有限公司证券评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

### 披露事项

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 分析员保证

负责制备本报告的分析员谨此保证：—

本报告谨反映分析员对调研标的公司及/或相关证券的个人观点及意见；分析员的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析员并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析员没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析员并非本报告的调研标的公司的主管及董事。

### 免责声明

本报告由光大证券股份有限公司 — 光大证券研究所协助，中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人。中国光大数据研究有限公司并不会对任何人士因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产,未经本公司事前书面同意,任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货监察委员会所监管，并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址：香港夏慤道 16 号远东金融中心 17 楼

联络电话：2860-1101