



# 华润凤凰医疗 (1515)

评级：买入 / 目标价：\$11.32

## 举办权医院营运能力提升，带动医疗服务利润增加

华润凤凰医疗是中国的私立医院集团，主要在中国提供综合医院服务、医院管理服务及相关供应链服务。2017年底，集团于6个省市共管理运营106家医疗机构。2017年营业额为18.8亿，同比增长23%。扣除非经常损益(与联合医务相关收益)后归母净利润同比增长52%至4.2亿元。

### 利好因素

目标运营床位数于2020年达到24,000张，与泰安医院订立管理服务协议，扩张医院网络。于2018年3月，集团宣布与泰安发展签订协议，为泰安医院提供运营及管理服务，并收取固定管理费和绩效管理费。泰安医院将发展成一所以脑科和心血管科为特色的二级综合医院，运营约500张床位。这是集团第一个不通过投资，纯管理输出的项目，代表市场对公司管理的肯定。公司目标于2020年底运营床位数达到24,000张，较目前运营的10,391张床位多1.3倍，相当于未来3年年复合增长32%。预期公司会不断推进此类项目以达到运营床位数的目标。

举办权医院运营能力提升，带动医疗服务利润增加。2017年集团利润贡献增长24%至6.08亿。按不同的医院类型，营利性医院、举办权医院及IOT(投入-运营-移交)医院的利润贡献率分别为17.1%/5.4%/11.9%，利润占比分别为18.3%/23.4%/58.3%，其中，举办权医院如三九脑科、淮矿、徐矿和武钢医院，目前利润贡献率相对较低，主要由于收购整合到上市公司的时间较短。尽管如此，举办权医院已成为2017年利润增长引擎，较16年新增5,355万元利润，同比增长60%，主要得益于集团采购组织(GPO)业务和供应链业务的启动。我们认为存量医院未来的利润增长点仍然在举办权医院的GPO业务和供应链业务，首先，GPO业务是集团子公司作为经销商收取的收益，随着医院网络的扩张，规模效应将带来对上游供应商的议价能力的提升；其次，随着供应链业务的不断整合，医疗服务效率提升之后提高对集团的利润贡献率。

医疗服务行业龙头，二股东退出后，形成央企主导的集团化机制，政策适应性强。2017年，医改政策如“两票制”和“零加成”已在中国大部分地区铺开，但集团旗下医院汇总的医疗服务收入达到63亿元，同比增长7.1%，门诊量/住院量/手术量分别同比增长3.2%/4.1%/4.4%。在医改政策下，公司仍然经营稳健。二股东退出后，华润作为单一大股东持股36%，形成央企主导的集团化机制。作为中国医疗服务行业的龙头，集团业态完整，且参与公立医院改制早，改制案例丰富，有利于公司捕捉公立医院改制的红利。

我们的估值模型显示目标价为11.32港元。公司现价对应18年预测企业价值倍数(EV/EBITDA)为15倍，相对香港上市的医疗企业的22倍较为低估。我们的估值是基于现金流折现法，得出目标价为11.32元，对应18年预测企业价值倍数为18倍。较现价有12%的增长空间，因此我们给予华润凤凰医疗「买入」评级。

下行风险：零加成令供应链业务受压

### 分析师

吴彦

(852) 3983 0857

[jennywu@china-invs.hk](mailto:jennywu@china-invs.hk)

### 主要数据

评级	买入
目标价	11.32
当前股价	10.18
总股本(百万股)	1,297
总市值(百万港元)	13,226
3个月平均成交(百万港元)	47.3
52周股价波幅	9.05 - 12.4
主要股东	中国华润(36%)

### 公司业务

在中国提供综合医院服务、医院管理服务及相关供应链服务

### 财务数据

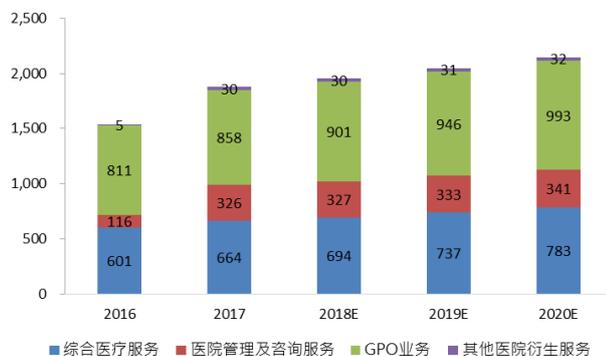
(亿人民币)	2017	2018	2019	2020
		预测	预测	预测
收入	1878	1951	2047	2148
毛利	668	703	737	773
经营利润	430	426	439	454
报告利润	412	426	439	454
每股利润(元)	0.32	0.33	0.34	0.35
市盈率(倍)	28.5	27.5	26.7	25.8
市帐率(倍)	2.1	2.3	2.2	2.1
股本回报率(%)	7.4%	8.4%	8.2%	8.2%

### 股价表现



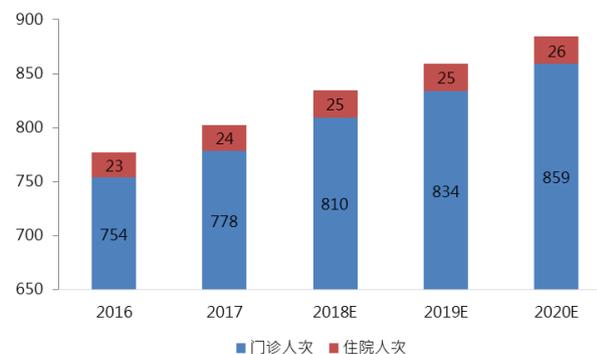
集团财务状况稳健，利润增长质量良好。集团长期维持低负债水平，于2014-2016年底处于净现金状态，2017年有息负债率仅为3.1%。且集团对有息负债率要求的上限40%，融资空间巨大，为集团的内部营运及外延增长的开支提供保证。2017年经营活动带来现金流459.5万元，净现比约1.12，利润增长有现金保障。

图表 1. 各业务收入贡献 (百万人民币)



来源: 华润凤凰医疗、中投证券(香港)

图表 2. 门诊人次及住院人次 (万)



来源: 华润凤凰医疗

图表 3. 可比公司估值表

代码	名称	市值 (百万港元)	企业价值倍数(EV/EBITDA)			市盈率(P/E)		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
1515	华润凤凰医疗	13,096	17.3	14.4	12.5	25.2	23.5	20.8
1509	和美医疗	1,851	11.5	8.2	5.5	54.9	22.0	16.5
3689	康华医疗	3,959	10.1	7.8	7.0	20.5	15.7	13.4
2120	康宁医院	2,922	30.9	12.7	10.3	48.7	23.6	18.8
3309	希玛眼科	9,060	100.1	58.7	47.5	168.6	80.0	62.9
			38.2	21.9	17.6	73.2	35.3	27.9

来源: 彭博

## 财务数据

会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
收益	1533	1878	1951	2047	2148
销售及服务成本	1126	1209	1249	1310	1375
毛利	407	668	703	737	773
其他收入	93	60	84	79	74
其他收益及亏损	(1729)	25	0	0	0
销售及分销费用	24	25	24	28	28
行政费用	148	187	193	201	213
财务费用	0	2	1	1	1
其他费用	36	1	0	0	0
应占联营公司利润 (亏损)	(0)	5	0	0	0
应占合营公司利润 (亏损)	(15)	17	0	0	0
其他营业外开支	36	—	0	0	0
税前利润 (亏损)	(1452)	560	568	585	606
所得税开支	47	130	142	146	151
年度利润 (亏损)	(1500)	430	426	439	454
年度其他全面开支	10.11	17.52	0.00	0.00	0.00
年度全面收入 (开支) 总额	-1,509.9	412.18	426.07	439.02	454.33

会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
税前利润	(1452)	560	568	585	606
应占联营/合资企业的股权投资	16	(22)	0	0	0
折旧	28	43	46	47	47
土地使用权摊销/预付租赁支出	3	3	3	3	3
无形资产摊销	19	20	19	19	19
利息及投资收入	(36)	(51)	(3)	(3)	(3)
其他	1752	(17)	1	1	1
营运资本变动前营运现金流总计	331	536	635	652	673
营运资本变动	(107)	(77)	(107)	(103)	(95)
经营活动所得现金净额	224	460	528	550	578
资本支出	(42)	(35)	(50)	(50)	(50)
购买/处置金融资产所得款	6	(593)	(195)	(195)	(195)
其他	157	83	30	28	30
投资活动产生的现金流量总额	120	(545)	(216)	(217)	(215)
借款增加	—	180	0	0	0
借款减少	—	—	(171)	0	0
支付给本公司拥有之股息	(83)	(70)	(72)	(75)	(77)
其他	(15)	(214)	0	0	0
融资活动产生的现金流量总额	(99)	(104)	(244)	(75)	(77)
现金净变动	246	(190)	68	258	286
现金及现金等同(期初)	822	1069	877	945	1204
现金汇率影响	2	(3)	0	0	0
现金及现金等同(期末)	1069	877	945	1204	1489

会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
物业、厂房及设备	264	257	261	264	267
无形资产	2132	2112	2091	2070	2050
土地使用权租赁预付款	144	140	150	150	150
商誉	1464	1464	1464	1464	1464
于联营公司之权益	163	23	22	22	22
于合营公司之权益	514	506	500	500	500
向举办医院提供的长期贷款	0	50	0	0	0
其他非流动资产	113	248	250	250	250
非流动资产总计	4794	4800	4738	4720	4702
存货	50	39	44	44	42
向举办医院提供的短期贷款	48	0	0	0	0
应收贸易款项	256	352	346	373	386
预付款项及其他应收款项	44	42	53	53	54
应收关联方款项	68	89	87	93	98
短期投资	66	660	66	66	66
存款证	53	55	55	55	55
现金及现金等价物	1069	877	945	1204	1489
总计流动资产	1654	2114	1597	1889	2192
应付贸易款	243	257	262	278	291
其他应付账款	490	457	508	514	549
应付关联方款项	7	7	0	0	0
短期融资租赁债务	—	—	0	0	0
应缴税金	13	84	142	146	151
短期借款	—	171	0	0	0
总计流动负债	752	977	912	939	992
递延所得税 (负债)	319	318	310	310	310
养老金/退休金债务	20	18	19	19	19
非流动负债总额	338	336	329	329	329
总负债	1091	1313	1241	1268	1321
股本	0	0	0	0	0
股份溢价及储备	5238	5481	4974	5221	5454
本公司权益持有人应占权益	5238	5482	4974	5221	5454
非控股权益	119	120	120	120	120
总计股东权益	5358	5602	5093	5341	5573

会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
收入	11.7%	22.5%	3.9%	4.9%	4.9%
毛利	23.4%	64.3%	5.1%	4.9%	4.9%
净利	-942.7%	-127.3%	3.4%	3.0%	3.5%
盈利能力					
毛利率	26.5%	35.6%	36.0%	36.0%	36.0%
净利率	-98.5%	22.0%	21.8%	21.4%	21.1%
净资产收益率	-28.2%	7.4%	8.4%	8.2%	8.2%
流动性和偿债能力					
流动比率	2.20	2.16	1.75	2.01	2.21
速动比率	2.13	2.12	1.70	1.96	2.17
现金比率	1.58	1.63	1.17	1.41	1.62
总债务与权益	0.20	0.23	0.24	0.24	0.24
营运能力					
应收账款周转天数	71.1	81.5	89.4	88.4	88.7
应付账款周转天数	236.4	214.8	221.9	217.8	220.0
存货周转天数	24.3	27.2	30.3	29.8	31.8
杜邦分析					
净利率	-98.5%	22.0%	21.8%	21.4%	21.1%
资产周转率	23.8%	27.2%	30.8%	31.0%	31.2%
杠杆比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

来源: 华润凤凰医疗·中投证券(香港)

#### 免责声明

公司评级定义：

强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上  
买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间  
持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间  
沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上  
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平  
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

#### 一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个人之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

#### 根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。  
研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。  
禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。  
禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。