

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

环球医疗 (2666 HK)

医疗资源开发稳步进行

■ 本月12日,我们与环球医疗的管理层主要就西安陆港医院项目、国际医院项目以及国企医院剥离进行了交流。我们认为西安项目有序稳进中,对日后的国际医院项目充满信心,同时对国企医院剥离充满期待

■ 我们部分上调了供应链收入占医院收入比重以体现耗材收入,将目标价从7.9港元微调至8.0港元,重申买入评级

西安陆港医院项目稳步推进

虽然西安国际陆港医院此前未能如期动工(已经为市场预期),但是公司管理层表示即将在2019年内正式动工,预计最快2021年能建成并开始运营,届时将有1,500个床位投入使用。陆港医院项目计划建设将会转入西安交大附属医院的名牌科室,能抵消陆港医院地理位置较西安交大附属医院偏僻的影响,预计满床后单床收入能达150万元人民币/年以上,供应链占收入比能达40-45%。而西安交大附属医院西安交大附属医院本院的供应链预计在2019年底之前收入占比能达50%(全年则低于此数)。

积极响应国家号召,全面铺开国企医院并购业务

2017年7月28日,国务院134号文明确了企业办医疗机构要在2018年底前实现剥离,尽管执行中现在看来会延期,这仍旧是建国以来最大规模的医疗资源释放。作为通用技术集团医疗板块的主要运营实体,环球医疗正在积极接触各个合适的国企医院,与多个国企集团下属的优质医院签订了框架协议。其中,9月14日,环球医疗与山东省烟台市海港医院签署了正式的合作协议,控股合资公司的65%,标志着环球医疗将拥有第一家自己控股的医院。烟台海港医院编制床位500张,实际开放床位600张,2017年总收入2.7-3.0亿元人民币之间,单床收入约有50万元人民币/年。

布局国际合作医院项目,加强竞争力

环球医疗已经与国外著名医疗机构如Cleveland Clinic、Mayo Clinic、NY-Presbyterian Hospital、UCLA Medical、Northwell Health、The Johns Hopkins Hospital等,展开了境外培训、手术指导、远程会诊等合作。合作建院的模式也在积极开展中。公司管理层重申其基本策略,即以优质的国外医院资源带动1,000多家国内的三甲和地县级的医院建设。

维持买入评级

基于调研结果,我们略微上调目标价至8.0港元,以反映供应链收入中药耗比的假设更新,主要是将公司医院供应链收入占医院收入比重上调至40%(之前是30%),因为我们之前假设仅包含药品销售占比,而公司实际供应链服务还包含耗材销售。我们认为烟台海港医院假设并表后将在2019年带来8-9百万元人民币的收益,基于供应链占收入比45%的假设,但由于出资金额未定,暂时不计入目标估值。目前股价对应0.9倍2018年P/B。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	2,701	3,419	4,240	5,158	6,082
增长 (%)	23%	27%	24%	22%	18%
净利润	876	1,151	1,384	1,626	1,772
增长 (%)	23%	31%	20%	18%	9%
每股盈利 (人民币)	0.59	0.81	0.97	1.14	1.10
P/E (x)	9.4	6.8	5.7	4.8	5.0
P/B (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
股息率 (%)	3.2	4.4	5.3	6.2	6.0

资料来源:公司资料、招商證券(香港)预测

张甦 张皓渊
+852 3189 6357 +852 3189 6354
suzhang@cmschina.com.hk haydenzhang@cmschina.com.hk

最新变动

目标价、估值上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$5.54
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$8.0 (+44%)
前次目标价:	HK\$7.9

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
2666 HK	(5.8)	(22.9)	(16.7)
恒生指数	(6.7)	(16.0)	(11.3)

行业: 医药、医疗服务

恒生指数	25462
国企指数	10198

重要数据

52周股价区间(港元)	5.48-8.47
港股市值(百万港元)	9508
日均成交量(百万股)	7.44
每股净资产(港元)	4.57

主要股东

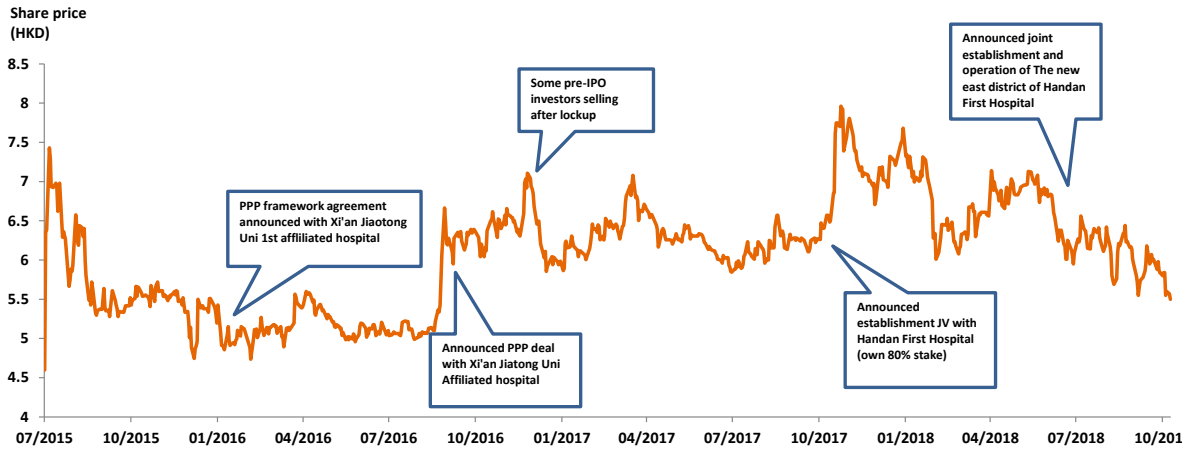
中国通用技术(集团)控股有限责任公司	37.73%
CITIC Capital China Partners II,L.P.	14.24%
总股数(百万股)	1716
自由流通量	48.1

相关报告

1. Universal Medical (2666 HK) - Solid 1H results; more deal flows expected in 2019, August 23, 2018
2. Universal Medical (2666 HK) - Still positive risk/reward, April 12, 2017
3. Universal Medical (2666 HK) - Our favoured healthcare policy play, August 25, 2017
4. Universal Medical (2666 HK) - More upside in supply chain and releveraging than peers, March 31, 2017
5. China Pharmaceutical & Healthcare - Prescriptions for Change, Feb 17, 2017

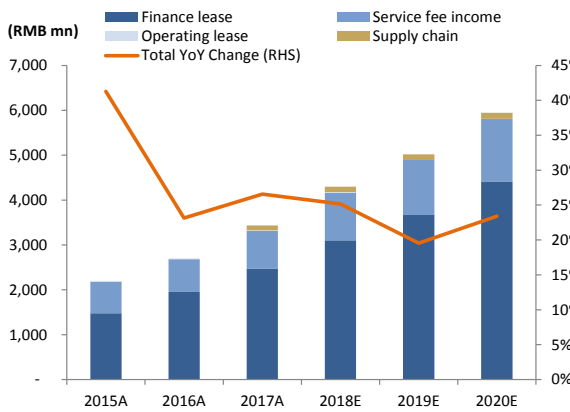
重点图表

图1: 环球医疗的股票表现和事件



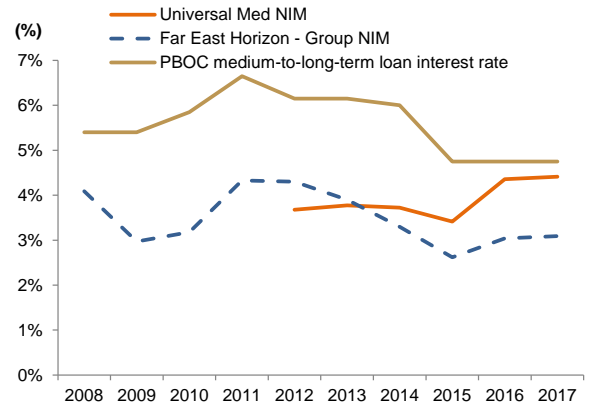
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图2: 收入分布



资料来源: 公司报表、招商证券(香港)

图3: 融资租赁公司的净利差与中国的贷款利率相关



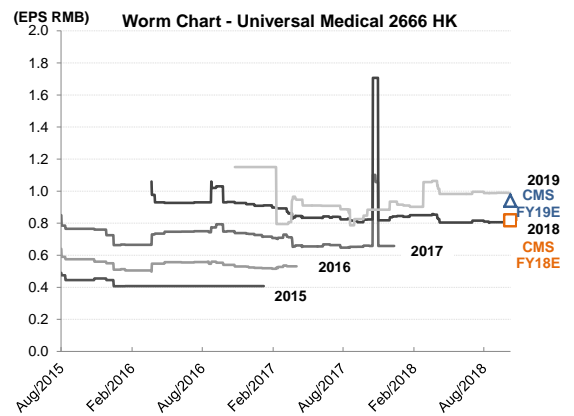
资料来源: 公司报表、招商证券(香港)

图4: 市盈率区间 (截至2018年10月16日)



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图5: 招证vs市场预测EPS (截至2018年10月16日)



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

以下为我们的SOTP估值:

图6: SOTP估值 (人民币百万元)

Equity value of financial leasing (1.3x 2019e BV)	12,053
Enterprise value of hospital management (rNPV)	1,106
Less targeted debt in hospital management (asssume 50% debt)	(850)
Derived market cap	12,309
No of shares (m)	1,716
Derived value per share (RMB)	7.2
Derived value per share (HK\$)	8.0

资料来源: 公司报表、招商证券 (香港)

图7: 租赁业务的股权价值

(RMB mn)	
Book value of leasing business (2019e BV)	9,272
Equity value of financial leasing (1.3x 2019e BV)	12,053

资料来源: 公司报表、招商证券 (香港)

图8: 盈利修订

(RMB mn)	2018E			2019E		
	Before	After	% Change	Before	After	% Change
Income statement						
Consolidated revenue	4,240	4,240	0.0%	5,116	5,158	0.8%
COGS	(1,594)	(1,594)	0.0%	(1,969)	(2,004)	1.8%
Gross profit	2,646	2,646	0.0%	3,147	3,154	0.2%
(-) Total SG&A expense	(768)	(768)	0.0%	(885)	(875)	-1.1%
Administrative expenses (excl. assets impairment loss and IPO expense)	(225)	(225)	0.0%	(271)	(268)	-1.1%
Assets impairment loss	(162)	(162)	0.0%	(153)	(153)	0.0%
Selling and distribution costs	(382)	(382)	0.0%	(460)	(454)	-1.4%
EBITDA adjusted	1,904	1,904	0.0%	2,241	2,258	0.8%
Total Depreciation and amortisation	(26)	(26)	0.0%	21	21	0.0%
EBIT Adjusted	1,878	1,878	0.0%	2,262	2,279	0.8%
(+/-) Finance (expense)/income - net	16	16	0.0%	12	12	0.0%
(+/-) Profit from JV&Asso.	-	-	n.a.	-	-	n.a.
(+/-) Other income/expense, gains/losses	(5)	(5)	0.0%	-	-	n.a.
Profit before tax	1,889	1,889	0.0%	2,274	2,291	0.8%
(-) Tax	(510)	(510)	0.0%	(614)	(616)	0.4%
(+/-) Minority interest	-	-	n.a.	45	48	7.0%
Net profit attributable to shareholders (reported)	1,379	1,379	0.0%	1,615	1,626	0.7%
Adjusted net profit	1,384	1,384	0.0%	1,615	1,626	0.7%
EPS Fully diluted (RMB)	0.81	0.81	0.0%	0.94	0.95	0.7%
EPS Fully diluted (HKD)	0.97	0.97	0.0%	1.13	1.14	0.7%
Margins (%)			p.p.			p.p.
Gross Margin	62%	62%	0	62%	61%	0
Adjusted EBITDA Margin	44%	44%	0	44%	44%	0
Adjusted Net Profit Margin	33%	33%	0	32%	32%	0
YoY Growth (%)						
Consolidated revenue	20%	24%	4	44%	51%	6
Gross profit	20%	22%	2	43%	45%	2
Adjusted EBIT	23%	22%	0	48%	48%	1
Adjusted net profit	23%	20%	-3	44%	41%	-2

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产	19,989	25,804	33,653	40,692	53,191
物业、厂房及设备	99	87	81	77	74
贷款和应收款项	19,755	25,384	32,990	39,588	51,654
无形资产	-	-	250	695	1,140
预付租赁款项	13	111	111	111	111
递延税项资产	54	164	164	164	164
流动资产	8,976	11,927	13,703	17,335	19,649
库存	2	21	27	34	47
贸易应收款项	7,006	9,185	11,700	14,041	18,320
其他应收款项	28	34	34	34	34
现金	1,933	2,682	1,936	3,221	1,243
资产总计	28,965	37,732	47,356	58,027	72,840
流动负债	7,175	12,161	15,364	18,273	23,903
贸易应付款项	194	265	399	501	689
其他应付款项	626	845	845	845	845
应付所得税	69	70	70	70	70
短期银行债务	6,285	10,964	14,033	16,840	22,281
非流动负债	15,216	18,102	23,559	30,135	38,036
长期应付款项	1,950	2,140	2,140	2,140	2,140
递延税项负债	65	43	43	43	43
长期银行贷款	13,201	15,919	20,377	24,452	32,353
国内公司债券	-	-	1,000	3,500	3,500
股东资金	6,574	7,469	8,433	9,619	10,910
少数股东权益	-	0	0	48	99
负债及权益合计	28,965	37,732	47,356	58,027	72,849

现金流量表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,344	1,588	1,679	1,891	2,147
税前盈利	1,206	1,576	1,889	2,291	2,493
流动资金变动前营业利润	2,276	2,817	3,529	4,249	5,374
净流动资金变化	1,266	502	128	95	176
所得税	(361)	(534)	(510)	(616)	(671)
已付利息	(837)	(1,198)	(1,469)	(1,837)	(2,732)
投资活动现金流	(6,024)	(7,948)	(10,537)	(9,499)	(16,936)
购买物业、厂房及设备	(20)	(19)	(20)	(20)	(20)
购买土地使用权	-	-	-	-	-
购买无形资产	-	-	(250)	(400)	(400)
应收贷款投资	(5,570)	(7,876)	(10,283)	(9,091)	(16,536)
收取利息	8	18	16	12	19
筹资活动现金流	3,013	6,922	8,112	8,894	12,811
新股上市集资收益	-	-	-	-	-
发行优先股所得款	-	-	-	-	-
已付股息	(188)	(254)	(415)	(488)	(532)
贷款偿还/收益	2,267	5,859	7,527	6,882	13,342
姐妹公司偿还/支付	1,000	1,500	-	-	-
债券	-	-	1,000	2,500	-
其他	(65)	(183)	-	-	-
期初现金	1,866	1,272	1,750	1,004	2,289
外汇	73	(84)	-	-	-
期末现金	1,272	1,750	1,004	2,289	310

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

利润表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合并收入	2,701	3,419	4,240	5,158	6,082
销售成本	(966)	(1,245)	(1,594)	(2,004)	(2,757)
毛利	1,735	2,174	2,646	3,154	3,326
(-) 销售及市场推广开支合计	(555)	(637)	(768)	(875)	(852)
一般及行政开支	(161)	(189)	(225)	(268)	(126)
销售及分销成本	(277)	(334)	(382)	(454)	(535)
资产减值亏损	(116)	(114)	(162)	(153)	(190)
EBITDA	1,203	1,565	1,904	2,258	2,452
折旧及摊销合计	(22)	(28)	(26)	21	22
EBIT	1,180	1,537	1,878	2,279	2,474
(+/-) 财务收入/(开支)净额	8	18	16	12	19
(+/-) 摊占合营及联营盈利	-	-	-	-	-
(+/-) 其他收入/开支, 收益/亏损	18	21	(5)	-	-
税前利润	1,206	1,576	1,889	2,291	2,493
(-) 税项	(334)	(428)	(510)	(616)	(671)
净利润	872	1,149	1,379	1,675	1,823
(-/+) 少数股东权益	-	-	-	(48)	(51)
股东应占净利润	872	1,149	1,379	1,626	1,772
调整后净利润	876	1,151	1,384	1,626	1,772
全面摊薄后每股盈利 (人民币)	0.51	0.67	0.80	0.95	1.03
全面摊薄后每股盈利 (港元)	0.59	0.81	0.97	1.14	1.10
每股股息 (人民币)	0.15	0.20	0.24	0.28	0.31
每股股息 (港元)	0.18	0.24	0.29	0.34	0.33

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率(%)					
合并收入	23%	27%	24%	22%	18%
毛利	33%	25%	22%	19%	5%
调整后净利润	23%	31%	20%	18%	9%
获利能力(%)					
毛利率(%)	64.2%	63.6%	62.4%	61.2%	54.7%
调整后净利率(%)	32.4%	33.7%	32.6%	31.5%	29.1%
ROE (年末)	13.3%	15.4%	16.4%	17.0%	16.4%
ROA	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.4%
营运能力					
库存周转日数	(1)	(3)	(5)	(6)	(5)
应收账款周转日数	0	-	-	-	-
应付账款周转日数	(55)	(67)	(76)	(82)	(79)
现金周转日数	54	64	70	76	73
偿债能力					
自由现金流 (人民币百万元)	2,324	1,569	1,659	1,871	2,127
资产负债率(%)	267	324	385	396	489

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828