



## 传统业务符合预期，国企医院收购进展迅速

### 报告摘要

**2018年增速基本符合预期** 公司2018年收入42.97亿元人民币，同比增长25.7%；净利润13.51亿，同比增长17.6%。各业务板块中，融资租赁、行业设备及融资咨询、科室升级、医院投资管理分别实现32.2亿、7.8亿、1.8亿、1.1亿元收入，同比增长31.0%、11.5%、3.0%和42.9%。融资租赁和医院投资管理收入基本符合我们预期，咨询和科室升级业务略低于预期。

**净息差略有下降，19年有望改善** 融资租赁业务收入和毛利分别实现32.2亿和16.5亿元，同比增长30.9%和24.3%。年末平均生息资产较上半年增加24.4亿元至406.6亿元，计息负债增加27.5亿元至332.2亿元。全年生息资产和计息负债分别增长34.1%和36.1%。净息差、净利差分别为4.10%和3.23%，较18H1分别下降0.16ppt和0.10ppt，较2017年下降0.31ppt和0.28ppt。主要由于生息资产收益率较17年下降0.19ppt，计息负债平均成本较17年略上升0.09ppt。我们认为，2018年下半年至今，公司发行了系列利息较低的境内超短融，19-20年融资成本将有改善。

**医院投资管理业务进展符合预期** 期内医院投资管理业务实现收入1.1亿元，据此估算西安交大一附院供应链接管比例6%左右，符合我们预期。我们保持19-20年西安一附院接管25%和45%供应链业务、邯郸一院接管30%和60%的供应链业务的预期。预计2019-2021年，医院投资管理业务可分别实现7.2亿元、13.1亿元、21.2亿元的收入，以及1.2亿、1.7亿和2.5亿元的毛利。

**收购国企医院进展顺利** 截止19年3月，公司已与烟台海港医院、西电集团、合肥安华医院、西航集团、安钢集团、攀钢集团、中铁一局等旗下的国企医院达成收购协议。根据我们统计，目前公司已收购并控股3家三甲医院和10家二级医院，总床位数超过6,500张，17年总收入超过25亿元。管理层表示今年内各医院将陆续并表，并表进度取决于交割完成进度。我们认为公司收购的国企医院均为二级或以上等级医院，质地优良。成功交割后，利用央企平台资源以及医院科室升级多年的经验，有望快速提高运营效率，打造具有竞争优势的医院集团。

**投资建议：**我们以SOTP方法估值（传统业务2019E PER 7倍，医院投资管理业务2019E PER 30倍），维持目标价8.6港元，较现价有21%上升空间。除烟台海港医院2019年将全年并表外，其余国企医院并表进度尚不明确，因此我们尚未将其计入财务模型中，建议积极关注其进展以及对公司盈利预期的提升。

**风险提示：**经济或行业增速放缓使融资租赁需求减少、坏账增加；融资成本上升；供应链业务接管进度不及预期。

(31/12年结；百万人民币)	FY 17A	FY 18A	FY 19E	FY 20E	FY 21E
营业收入	3,419	4,297	5,712	7,125	8,764
增长率(%)	26.6%	25.7%	32.9%	24.7%	23.0%
净利润	1,149	1,352	1,636	1,871	2,100
增长率(%)	31.7%	17.6%	21.8%	14.4%	12.2%
毛利率(%)	63.6%	60.3%	55.6%	51.8%	48.2%
净利润率(%)	33.6%	31.4%	28.8%	26.4%	24.1%
每股收益(元)	0.67	0.79	0.95	1.09	1.22
每股净资产(元)	4.35	5.98	6.53	7.29	8.15
市盈率	9.1	7.7	6.4	5.6	5.0
市净率	1.4	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	16.4%	15.3%	15.3%	15.8%	15.8%
股息收益率	3.75	4.42	5.35	6.11	6.86

数据来源：Wind 资讯，彭博，公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 8.6

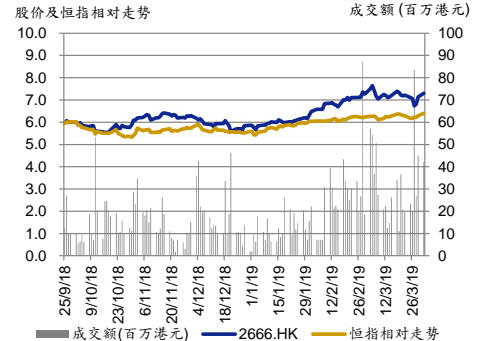
现价 (2019-04-02)： 7.09 港元

总市值(百万港元)	12,168.60
流通市值(百万港元)	12,168.60
总股本(百万股)	1,716.30
流通股本(百万股)	1,716.31
12个月低/高(港元)	5.43/7.69
平均成交(百万港元)	24.73

### 股东结构

通用技术集团	37.73%
Brandes Investment Partners	5.11%
中国通用咨询投资香港	3.22%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.16	5.42	5.21
绝对收益	-2.34	23.30	3.65

数据来源：彭博、WIND、港交所、公司

李艾蔚 PhD 医药行业分析师

+852-22131400

aiweili@eif.com.hk

表 1. 公司已收购国企医院列表

公布日期	医院	股权	医院类型	等级	床位数	2017 年收入 (mnRMB)
2018.09.14	烟台海港医院	65%	综合	二甲	500	270
2018.12.19	西电集团医院	55%	综合	三甲	900	455
2019.01.10	合肥安华医院	100%	专科	二级	200	NA
2019.01.18	西航集团职工医院	79%	综合	二甲	300	NA
2019.01.30	鞍钢总医院/鞍钢健康	51%	综合	三甲	1,445	625
2019.01.31	攀钢总医院	53%	综合	三甲	1,300	638*
	攀钢成都医院	53%	综合	二甲	364	
2019.03.18	咸阳彩虹医院	53%	妇女儿童	二甲	579	206
2019.03.28	中铁一局西安中心医院	51%		二甲	285	268^
	中铁一局集团中心医院	51%		二甲	245	
	中铁一局集团第五工程 公司职工医院	51%		二甲	200	
	中铁一局咸阳中心医院	51%		二乙	150	
	中铁一局唐山医院	51%		二甲	120	
总计					6,588	2,462

\*攀钢总医院与攀钢成都医院合计收入

^中铁一局所有医院合计收入

资料来源：公司年报、公司公告；安信国际整理

**附表：财务报表预测**

(12月31日年结；百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
收入	3,419	4,297	5,712	7,125	8,764
融资租赁收入	2,468	3,233	3,944	4,713	5,491
行业、设备及融资咨询收入	703	784	863	906	951
科室升级服务收入	180	186	189	195	199
医院投资管理收入	77	111	716	1,312	2,124
销售成本	-1,245	-1,705	-2,539	-3,438	-4,536
<b>毛利</b>	<b>2,174</b>	<b>2,591</b>	<b>3,173</b>	<b>3,688</b>	<b>4,228</b>
其他营运收入	61	151	140	121	119
分销成本	-334	-387	-486	-584	-719
行政管理开支	-190	-244	-314	-385	-473
其他开支	-21	-105	-105	-105	-105
经营溢利	1,690	2,005	2,409	2,734	3,051
除税前溢利	1,576	1,859	2,262	2,588	2,904
所得税	-428	-508	-618	-706	-793
<b>股东应占溢利</b>	<b>1,149</b>	<b>1,352</b>	<b>1,636</b>	<b>1,871</b>	<b>2,100</b>
少数股东权益	0	-2	8	10	12
每股盈利 (EPS)，元	0.67	0.79	0.95	1.09	1.22
每股股利 (DPS)，元	0.20	0.24	0.29	0.33	0.37
EBIT	1,672	1,969	2,382	2,728	3,045
EBITDA	1,718	2,033	2,437	2,762	3,078
<b>增长率 (%)</b>					
收入	26.6%	25.7%	32.9%	24.7%	23.0%
毛利	25.3%	19.2%	22.4%	16.2%	14.7%
EBITDA	39.9%	18.3%	19.8%	13.4%	11.5%
股东应占净利	31.7%	17.6%	21.8%	14.4%	12.2%
<b>资产负债表</b>					
<b>流动资产</b>					
现金及等值项目	1,750	2,173	1,924	474	388
贸易及其他应收款项	9,219	11,897	14,168	16,258	17,559
存货	21	41	51	73	91
已抵押存款	932	549	549	549	549
其他	5	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>25,805</b>	<b>32,596</b>	<b>39,317</b>	<b>45,031</b>	<b>49,482</b>
物业、厂房及设备	87	271	263	255	246
长期应收款项	25,496	31,976	38,699	44,408	48,848
商誉	9	9	15	29	48
递延税项资产	164	248	248	248	248
其他	49	91	91	91	91
<b>总资产</b>	<b>37,733</b>	<b>47,257</b>	<b>56,009</b>	<b>62,386</b>	<b>68,069</b>
<b>流动负债</b>					
贸易及其他应付款项	1,110	1,408	1,644	1,890	2,126
短期银行贷款	10,964	12,347	14,704	16,829	18,419
衍生金融负债	17	1	3	3	3
应付即期税项	70	70	70	70	70
<b>非流动负债总额</b>	<b>18,103</b>	<b>23,174</b>	<b>28,386</b>	<b>31,081</b>	<b>33,466</b>
长期银行贷款	15,919	20,635	25,393	27,792	30,016
衍生金融负债	0	42	42	42	42
其他应付款项及应计费用	2,140	2,497	2,952	3,247	3,409
其他负债	44	0	0	0	0
<b>总负债</b>	<b>30,264</b>	<b>37,000</b>	<b>44,807</b>	<b>49,873</b>	<b>54,085</b>
<b>净资产</b>					
股本	4,328	4,328	4,328	4,328	4,328
储备	3,141	4,068	5,213	6,523	7,993
少数股东权益	0	209	8	10	12
可续期公司债持有人	0	1,652	1,652	1,652	1,652
<b>总股东权益</b>	<b>7,469</b>	<b>10,257</b>	<b>11,202</b>	<b>12,513</b>	<b>13,985</b>

(转下页...)

附表：财务报表预测（续）

(12月31日年结；百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>现金流量表</b>					
税前盈利	1,576	1,859	2,262	2,588	2,904
营运资本变动	-11	181	105	206	177
折旧及摊销	28	28	28	28	28
贷款及应收款项增加	-7,876	-7,876	-9,386	-6,614	-5,114
其他经营活动现金流	1,211	80	1,784	-6,349	-4,330
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-5,072</b>	<b>-5,729</b>	<b>-5,207</b>	<b>-3,527</b>	<b>-1,221</b>
购买物业、厂房及设备	-19	55	-25	-26	-26
购买无形资产	-9	14	-6	-14	-18
定存等投资净增加	-89	442	-	-	-
利息收入	-	-	26	6	5
其他投资活动产生的现金流量净额	27	-152	-	-	-
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-90</b>	<b>358</b>	<b>-5</b>	<b>-34</b>	<b>-39</b>
净债务增加	7,359	5,886	7,116	4,525	3,814
利息支付	-1,198	-1,369	-1,664	-1,851	-2,009
股利支付及资本证券分派	-254	-337	-491	-561	-630
其他筹资活动产生的现金流量净额	-183	1,592	-	-	-
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>5,724</b>	<b>5,772</b>	<b>4,962</b>	<b>2,112</b>	<b>1,174</b>
<b>所有现金流量净额</b>	<b>562</b>	<b>402</b>	<b>-250</b>	<b>-1,449</b>	<b>-86</b>
汇率变动影响	-84	22	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	477	424	-250	-1,449	-86
现金及现金等价物期初余额	1,272	1,750	2,173	1,924	474
<b>现金及现金等价物期末余额</b>	<b>1,750</b>	<b>2,173</b>	<b>1,924</b>	<b>474</b>	<b>388</b>

**重要比率**

毛利率%	63.6%	60.3%	55.6%	51.8%	48.2%
净利率%	33.6%	31.4%	28.8%	26.4%	24.1%
销售费用率	9.8%	9.0%	8.5%	8.2%	8.2%
管理费用率	5.5%	5.7%	5.5%	5.4%	5.4%
有效税率%	27.1%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
派息比率%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
ROE (平均, 年化)	16.4%	15.3%	15.3%	15.8%	15.8%
ROA (平均, 年化)	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%

**负债情况及偿债能力**

资产负债率% (总负债/总资产)	80.2%	78.3%	80.0%	79.9%	79.5%
流动资产/总资产%	31.6%	31.0%	29.8%	27.8%	27.3%
流动负债/总负债%	40.2%	37.4%	36.6%	37.7%	38.1%
带息债务/全部投入资本%	78.3%	76.3%	78.2%	78.1%	77.6%
净负债比率% (负数=净现金)	336.7%	300.8%	341.2%	353.2%	343.9%
流动比率, 倍	0.98	1.06	1.02	0.92	0.90
速动比率, 倍	0.98	1.06	1.01	0.92	0.90
EBITDA/负债合计, 倍	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06

资料来源：公司；安信国际预测

**附：同业估值对比**

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结	市盈率 (倍)				每股盈利增长 (%)				股息率 (%)		市净率 (倍)		净负债 比率 %*
					历史	今年	下年	下两年	历史	今年	下年	下两年	12个月	今年	历史	今天	
<b>香港 (港元)</b>																	
环球医疗	2666 HK	12,169	7.09	12/2018	7.7	6.2	5.3	4.6	17.9	24.2	16.4	14.7	3.81	4.74	n/a	1.05	n/a
华润凤凰医疗	1515 HK	7,650	5.9	12/2018	14.9	15.1	13.6	14.0	3.0	-1.8	11.1	-3.0	2.03	1.09	n/a	1.08	n/a
国药控股	1099 HK	98,362	33.1	12/2018	14.4	12.8	11.5	10.2	3.1	12.1	11.5	12.7	2.08	2.39	1.97	1.72	34.3
远东宏信	3360 HK	33,769	8.54	12/2018	7.2	6.5	5.6	4.9	21.4	9.9	16.2	14.7	3.51	4.28	1.04	0.93	601.5
康健国际医疗	3886 HK	5,193	0.69	12/2018	81.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.36	n/a	n/a	n/a	n/a
新世纪医疗控股有限公司	1518 HK	2,774	5.66	12/2018	53.9	31.3	32.3	n/a	-43.8	72.2	-3.2	n/a	0.88	n/a	n/a	1.70	n/a
瑞慈医疗	1526 HK	2,324	1.46	12/2018	n/a	n/a	n/a	n/a	25.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
广东康华医疗	3689 HK	2,113	6.32	12/2018	10.8	8.9	7.5	6.6	7.3	21.5	18.9	13.1	2.96	3.51	n/a	1.18	n/a
中国先锋医药	1345 HK	1,259	0.98	12/2018	12.0	n/a	n/a	n/a	-68.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
UMP Healthcare Holdings Ltd	722 HK	1,250	1.65	06/2018	32.7	n/a	n/a	n/a	-16.1	n/a	n/a	n/a	1.82	n/a	2.19	n/a	-54.4
<b>中国 (人民币)</b>																	
和佳股份	300273 CH	5,308	6.68	12/2017	55.7	n/a	n/a	n/a	9.1	n/a	n/a	n/a	0.45	n/a	2.19	n/a	50.5
爱尔眼科	300015 CH	80,606	33.8	12/2017	n/a	75.3	56.4	43.2	32.0	n/a	33.6	30.5	0.59	0.65	n/a	11.98	n/a
通策医疗	600763 CH	22,220	69.3	12/2018	66.6	56.0	43.6	33.6	52.9	19.0	28.4	29.8	n/a	0.22	16.89	13.13	7.9

\*净负债比率为负数代表净现金

资料来源：彭博；安信国际



## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010