

# 環球醫療 (2666.HK)

中國領先的一體化醫療服務供應商

香港 | 醫藥 | 公司研報

7 November 2017

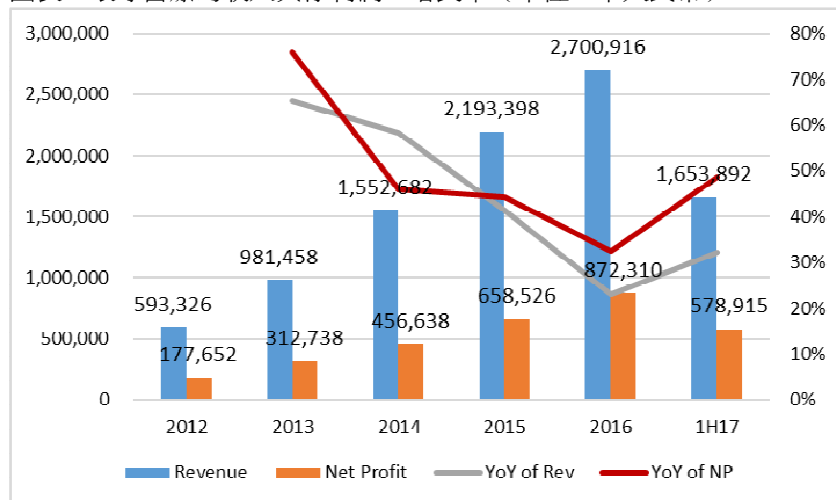
## 投資概要

- 核心融資租賃業務快速成長；
- 醫院管理運營業務前景光明；
- 獨特的國企背景賦予優質的醫療資源。

## 公司概況

環球醫療是中國領先的醫療一體化服務供應商。公司2016年、2017年上半年分別實現營業收入27億元、16.53億元，同比增長23%、32%，淨利潤8.72億元、5.78億元，同比增長32.5%、48.6%。公司提供三方面的服務，包括（1）醫療設備融資租賃，公司的核心業務（占2017上半年收入72%）；（2）醫療行業、設備、融資諮詢服務（占收入21%）；（3）科室升級服務（占收入的5%）。憑藉其央企背景、強大的醫療資源平臺、高效專業的管理團隊，公司近年實現快速發展，2012-2016年收入與淨利潤的年均複合增長率分別達到46%、48.9%。

圖表：環球醫療的收入與淨利潤、增長率（單位：千人民幣）



Source: Company, Phillip Securities

**有利的外部環境助力發展。**隨著人口老齡化加劇，人均收入提高，中國政府日益重視發展醫療行業。國務院辦公廳于2015年印發了《國務院辦公廳關於印發全國醫療衛生服務體系規劃綱要(2015-2020年)的通知》，提出每千人病床位數量的目標，即要從2013年的4.55張/千人提高到2020年6張/千人，地縣級地區每千人床位數要從1.26張/千人提高到1.80張/千人。我們認為，未來來自於醫院改擴建、新技術和設備的引進以及融資的市場需求將十分巨大。

## 暫無評級

現價 HKD8.2

(現價截至 11 月 2 日)

## 公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,716
市值 (港幣百萬元):	13,764
52 周 最高價/最低價 (港幣):	8.32 / 6.04

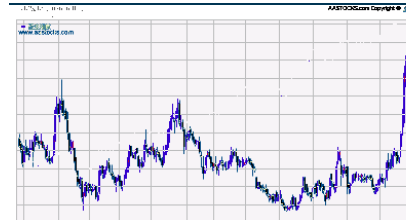
## 主要股東, %

中國通用技術集團	37.73
中信資本	6.77

## 股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
環球醫療	26.28	30.51	18.92
恒生指數	3.17	5.37	23.85

## 股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

## 財務資料

RMB mn	FY14	FY15	FY16	FY1H17
Net Sales	1,552.7	2,193.4	2,700.9	1,653.9
Net Profit	456.6	658.5	872.3	578.9
EPS, RMB	-	0.44	0.51	0.34
PER, x	-	11.40	11.25	8.70
BVPS, RMB	-	3.43	3.83	4.02
P/BV, x	-	1.46	1.5	1.5
ROE, %	25.40	15.85	14.01	16.35

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

周霖 (2277 6515)

euruszhou@phillip.com.hk

**央企背景。**中國通用技術集團控制環球醫療37.7%的股權，是主要股東之一。中國通用技術集團成立於1998年，是中央直接管理的國有重要骨幹企業。同時也是國內最大的技術裝備引進服務商、醫藥保健品進出口商。通用技術集團擁有完整的醫療產業鏈條，並且和全世界超過100個國家地區、59家海外機構建立了合作關係。

**豐富的醫療資源橫跨多個領域。**借助中國通用技術集團的全球網路。環球醫療持續推進國際醫療資源整合，為增強自身的專業技術優勢打下良好基礎。環球醫療擁有 300 多位內部專家，並和超過 200 位國內知名醫學專家建立了合作關係。公司在全球範圍內與多家國際知名專業醫療機構建立長期合作，豐富的資源涉及多個領域。

表格：環球醫療的醫療資源平臺

---

#### 29 家歐美知名醫院

- 提供遠端醫療、醫師培訓、科室建設等服務，提升醫院客戶的醫技水準

---

#### 13 家醫院管理和諮詢服務公司

- 提供醫療流程設計、醫療專案可行性研究、醫院運營管理諮詢和員工管理培訓等服務

---

#### 9 家國際一流醫院建築設計公司

- 確保按照 JCI 標準規劃、設計和建設新醫院，確保醫院建設水準與國際接軌

---

#### 5 家國際醫師協會

- 提供技術支援、高端醫療人才引進、學術培訓支援及學科建設等服務

---

#### 12 家國際頂級營養結合機構

- 為環球醫療合作的營養結合專案提供設計規劃和運營管理方面的培訓和指導
- 

Source: Company, Phillip Securities

### 前景光明的醫院管理業務：國際陸港醫院

**(1) 合作夥伴：**西安交通大學第一附屬醫院（“交大一附院”）。公司將與交大一附院共同營建一個新院區。交大一附院是衛計委委管的國家級大型綜合性三級甲等醫院，全國首批“百佳醫院”。目前床位 2,541 張，2015 年門診量 225 萬人次，醫院的醫療技術和服務品質在西北地方均處於領先地位。交大一附院擁有 14 個國家臨床重點建設專科，還有 5 個省級重點學科、7 個省級優勢學科。2015、2016 年醫院收入分別在 35 億、40 億人民幣左右，據估計，交大一附院現有院區的供應鏈價值 20 億元人民幣（占醫院營業收入的一半）。

**(2) 國際陸港醫院。**陸港醫院位於西安國際港務區，計畫占地 375 畝，核定床位 1,000 張。環球醫療為項目建設提供的資金總計約 20 億元人民幣，項目初始建設投資約 15 億元，其餘資金將在醫院投入運營後的三到六年內，視設備更新需求陸續投資完成。該項目中，環球醫療資本金投入不超過 4 億元，項目建設所需的其他全部資金將通過項目公司融資獲得。

**(3) 項目進展。**環球醫療專門為建造和運營管理國際陸港醫院成立了項目公司，由項目公司（占股 80%）與交大一附院方面（占股 20%）共同組建了供應鏈採購平臺“西安萬恒”，並通過西安萬恒收購了一家供應鏈公司。據悉，公司即將接管交大一附院的供應鏈業務。目前，公司已配備五千平米的庫房來承接合作內容中的藥品耗材採購規模，也已配備專業化冷鏈車來進行配送工作。市場預計該供應鏈業務會從今年下半年開始貢獻收入。

**(4) 未來收入來自兩方面。**與交大一附院的合作給環球醫療帶來兩項權利，包括國際陸港醫院的特許建設及經營權、業務合作權（主要指承接交大一附院與陸港醫院的供應鏈業務）。一方面，在完成國際陸港醫院的建設之後，環球醫療將每年收取醫院折舊攤銷前結餘的 80% 作為特許建設和經營服務費收入。特許建設和經營權行使期限為 25 年，在項目投資回收率達到 100% 時，這一比例將由 80% 降到 50%。另一方面，環球醫療的項目公司還會收取來自供應鏈公司的分紅（占股 80%）。

圖表：規劃的西安國際陸港醫院



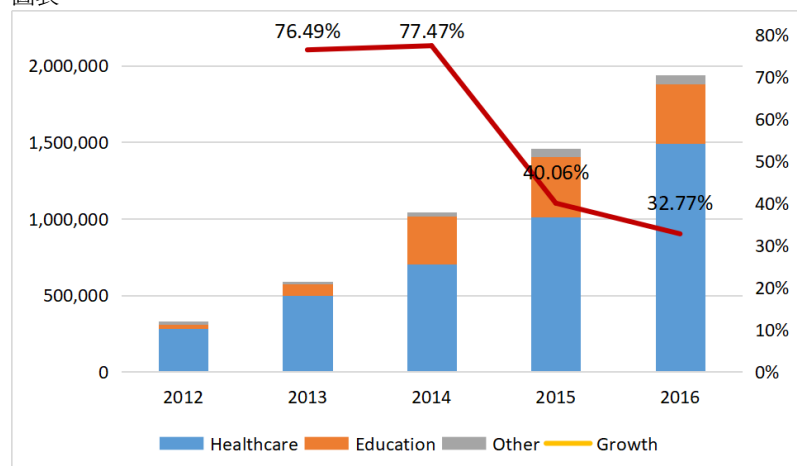
Source: Company, Phillip Securities

## 融資租賃業務快速發展

### (1) 2012 年以來增長迅猛

環球醫療的融資租賃業務專注醫療領域，該板塊佔據公司 2017 年上半年收入的 72.34%，是公司的核心業務。如下圖所示，2012-2016 年融資租賃業務以 56.99% 的年均複合增長率快速發展。醫療行業是主要的收入來源，在 2016 年全年貢獻了 77% 的分部業務收入，教育行業是對核心醫療業務的一個補充，有利於幫助公司維持與政府的良好關係。

圖表：



Source: Company, Philip Securities

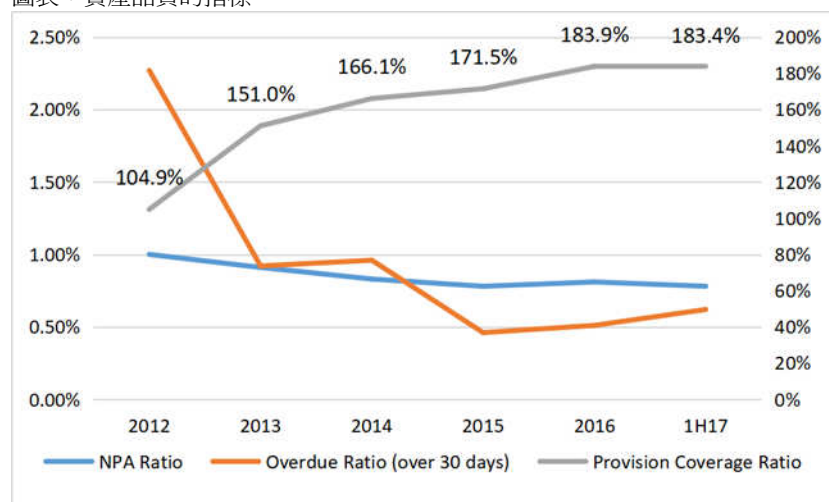
### (2) 優質的客戶基礎確保良好的資產品質

根據弗若斯特沙利文諮詢公司的資料，預計 2014-2018 年地縣級醫院的收入將按 18.5% 的複合年增長率增長。環球醫療以地縣級醫院作為核心客戶群，基於這些醫院擁有較高的增長潛力。在 2017 年環球醫療提供服務給超過 1,400 家二級以上醫院，覆蓋 39 個中國省市，其中 80% 以上的醫院客戶年收入都超過一億元。

公立醫院的現金流通常十分強勁，對融資的利率成本不是很敏感。他們更看重的是供應商能否提供定制化的服務以幫助其提高運營管理效率、引進先進的技術設備。強大的國際醫療資源、豐富的行業經驗讓環球醫療擁有很高的客戶忠誠度，很多顧客都是回頭客。

在融資業務開展前，公司的專業團隊會提前對客戶進行盡職調查，以評估客戶是否有履行租賃義務的能力。進行甄選之後，現金流強勁、財務狀況穩定的客戶保證了應收賬款的回收，使得公司資產品質十分優良，從未核銷過一筆壞賬。如下圖，公司的不良資產率和逾期 30 天以上應收租賃款比率一直保持在低位，然而撥備覆蓋率卻在穩定上升，表明安全性很高。

圖表：資產品質的指標



\*不良資產率=不良資產餘額／應收融資租賃款淨額；

\*逾期 30 天以上應收租賃款比率是按應收租賃款項淨額（逾期超過 30 天）除以應收租賃款項淨額計算；

\*撥備覆蓋率=資產減值準備／不良資產餘額

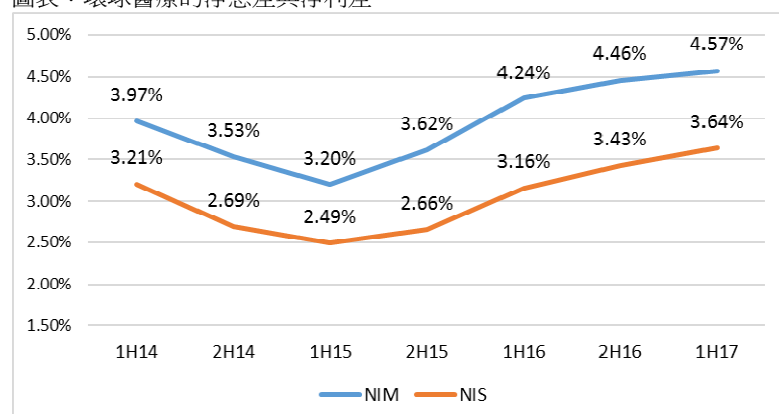
Source: Company, Phillip Securities

### （3）出色的運營效率及盈利能力

環球醫療的融資租賃業務通常為期 3-5 年，一般按浮動利率（基於基準利率加固定息差）定價。基準利率一般指中國人民銀行基準利率，而固定息差則根據特定客戶的風險情況而具體決定。

下圖列示了 2014 年以來公司淨利差與淨息差的情況。在 2015 年前，公司有大量離岸人民幣債務，在 2015 年上半年離岸人民幣利率走高（流動性緊缺），國內人民幣利率調低之後，公司的淨息差與淨利差一度觸底。因此，管理層及時調整負債結構，償還離岸債務，擴大國內借款銀行的授信額度，拓展融資管道。通過不斷的推進融資管道多元化，公司有效地控制了融資成本以及匯率風險。在 2017 上半年，公司的淨利差和淨息差都創下歷史新高，體現出管理團隊的高效執行力與豐富的行業經驗。

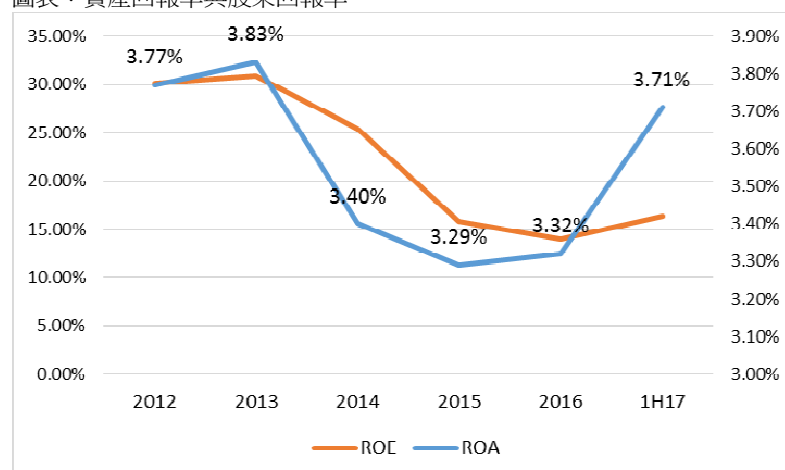
圖表：環球醫療的淨息差與淨利差



\*NIM: 淨息差，為淨利息收入除以生息資產平均結餘計算；

\*NIS: 淨利差，為生息資產平均收益率與計息負債平均成本率的差額；

圖表：資產回報率與股東回報率



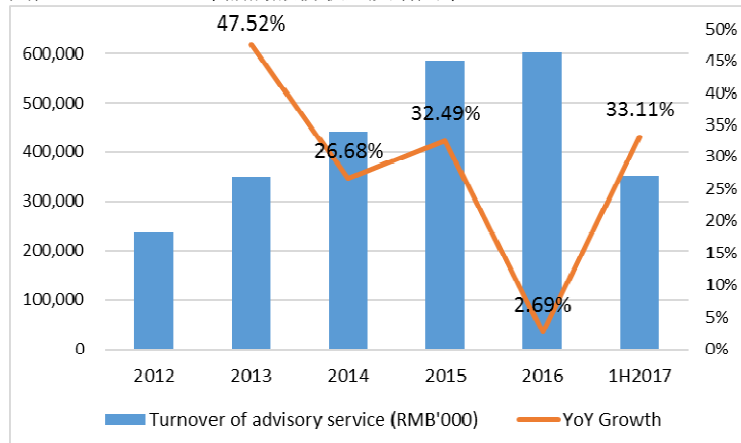
Source: Company, Phillip Securities

**諮詢業務與科室升級業務。**由於公司提供一體化服務，所以容易對醫院客戶實現交叉銷售。除了融資租賃，公司還提供諮詢服務以及科室升級服務。

### (1) 行業、設備及融資諮詢服務

環球醫療根據客戶要求提供多種定制化的諮詢服務，涉及醫療行業、醫療設備及相關融資租賃。行業諮詢幫助客戶分析所處的競爭格局，使用統計資料得出當地流行卻未被有效治療的病種，為客戶發掘最能盈利、最合適的發展策略。環球醫療也幫助客戶選擇最具成本效益的設備，同時，也為客戶的融資選擇、現金管理、設備使用提供建議。諮詢服務在 2012-2016 年實現 21.9% 的年均複合增長率。在 2017 上半年，這塊業務收入同比增長 33%，占公司收入的 21.9%。

圖表：2012-2017 年諮詢服務收入及增長率

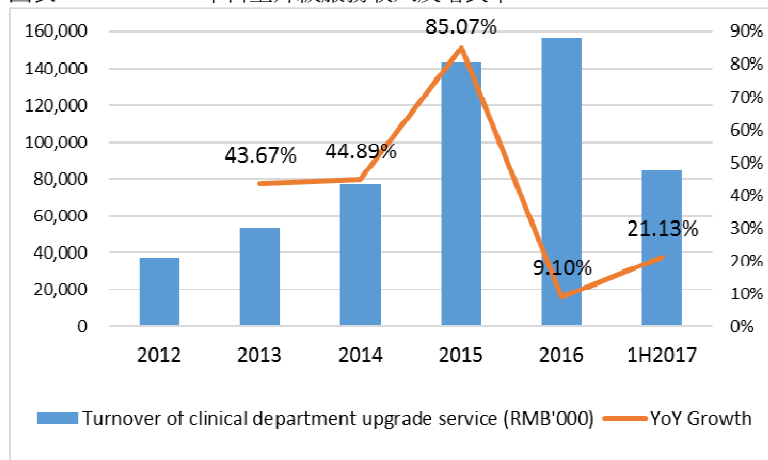


Source: Company, Phillip Securities

## (2) 科室升級服務

憑藉其廣泛的醫院覆蓋及豐富的行業資源，環球醫療不斷發展並提供腦卒中治療項目解決方案和融資租賃相關服務。公司整合內外部資源，組建項目團隊，對醫療技術服務人員提供培訓與支援，同時提供教育消費者、市場推廣等服務。這部分業務在 2012-2016 年實現 43.18% 的年均複合增長，2017 上半年同比增長 21%。目前這部分業務僅占公司收入的 5%，我們相信公司可以憑藉技術優勢不斷做大這塊業務。

圖表：2012-2017 年科室升級服務收入及增長率



Source: Company, Phillip Securities

## 投資總結

我們認為公司的未來增長驅動力主要來自三方面：一是有利的外部環境。國家政策鼓勵建立分級診療制度，大力促進二三線城市醫院的發展。這會推進醫院改擴建進程，增加對醫療設備的需求。第二，醫院運營管理業務前景光明。公立醫院現金流良好，並且在兩票制的環境下他們有外包供應鏈的需求。除了國際陸港醫院，環球醫療目前在計畫邯鄲的一個新項目。公司不斷擴大的醫院客戶基礎也將助力醫院管理業務及相關業務的增長。第三，國企股東背景和豐富的國際醫療資源優勢形成環球醫療獨特的護城河優勢。

與此同時，環球醫療的市盈率與市賬率要低於專注醫院運營及供應鏈業務的同業公司，並且，公司於同業中擁有相對較強的盈利能力。隨著醫院運營業務騰飛在即，我們期待環球醫療在未來實現更加引人注目的發展。

圖表：同業關鍵指標比較

代碼	公司	市值 (百萬港幣)	市盈率 (TTM)	市賬率 (MRQ)	ROA (%) Dec 2016	ROE (%) Dec 2016
<b>2666.HK</b>	<b>環球醫療</b>	<b>13,765</b>	<b>11.25</b>	<b>1.73</b>	<b>4.58</b>	<b>14.01</b>
<b>融資租賃行業</b>						
<b>行業平均值</b>		<b>-</b>	<b>7.35</b>	<b>1.85</b>	<b>6.26</b>	<b>31.54</b>
3360.HK	遠東宏信	30,938	8.77	1.14	2.77	13.00
5871.TW	中租-KY	25,643	4.51	2.56	8.99	57.22
1848.HK	中國飛機租賃	5,683	8.78	1.86	7.01	24.40
<b>醫院管理運營及供應鏈</b>						
<b>行業平均值</b>		<b>-</b>	<b>45.81</b>	<b>2.50</b>	<b>10.59</b>	<b>11.10</b>
1515.HK	華潤鳳凰醫療	13,460	-8.90	2.17	-33.37	-43.14
2120.HK	康寧醫院	2,681	32.16	2.28	6.92	6.99
3689.HK	康華醫療	3,598	20.90	2.54	15.24	20.37
1509.HK	和美醫療	2,283	29.66	1.46	7.48	6.84
1518.HK	新世紀醫療	4,582	30.10	3.41	30.06	552.82
1526.HK	瑞慈醫療	3,694	105.85	3.49	9.05	10.21
8143.HK	華夏醫療	434	42.53	1.79	-4.23	4.80

\*PE and PB ratios are from Wind calculated using closing prices on Oct 28 2017.

\*Adjusted average of peers is calculated excluding the outliers.

Source: Wind, Phillip Securities

## 財務報告

	2013	2014	2015	2016	1H2017
<b>Valuation Ratios</b>					
P/E	-	-	11.40	11.25	8.70
P/B	-	-	1.46	1.50	1.50
<b>Per Share Data (RMB)</b>					
EPS	-	-	0.44	0.51	0.34
Book Value Per Share	-	-	3.43	3.83	4.02
Dividend Per Share	-	-	0.11	0.15	-
<b>Growth &amp; Margin(%)</b>					
<b>Growth</b>					
Revenue	65.42	58.20	41.27	23.14	32.20
Gross Profit	62.87	47.44	40.24	32.59	37.40
Operating Income	74.93	46.07	47.32	33.95	49.17
Net Profit	76.04	46.01	44.21	32.46	48.61
<b>Margins</b>					
Gross Profit Margin	64.48	60.10	59.66	64.24	65.28
Operating Profit Margin	42.62	39.36	41.04	44.65	49.32
Net Profit Margin	31.86	29.41	30.02	32.30	35.00
<b>Key Ratios</b>					
ROE (%)	30.89	25.40	15.85	14.01	16.35
ROA (%)	3.83	3.40	3.29	3.32	3.71
<b>Income Statement (RMB Mn)</b>					
Revenue	981.5	1,552.7	2,193.4	2,700.9	1,653.9
- Cost of Goods Sold	(348.6)	(619.6)	(884.9)	(966.0)	(574.3)
Gross Income	632.8	933.1	1,308.5	1,734.9	1,079.6
- Operating Expenses	(214.5)	(322.0)	(408.3)	(529.0)	(263.9)
Operating Income	418.3	611.1	900.3	1,205.9	799.9
- Income Tax Expenses	(105.6)	(154.4)	(241.7)	(333.6)	(221.0)
Net Profit	312.7	456.6	658.5	872.3	578.9

Source: Company, Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research Estimates  
(財務資料截至 2017 年 10 月 30 日)



**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

**GENERAL DISCLAIMER**

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

**Disclosure of Interest**

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

**Availability**

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2017 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**

**SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website: [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
Level 12, 15 William Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
Tel (613) 96188238  
Fax (613) 92002272  
Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 436 Hengfeng Road,  
Greentech Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 63532643  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
Tel +1.312.356.9000  
Fax +1.312.356.9005