

# 新风医疗 New Frontier Health Corporation (NFH US)

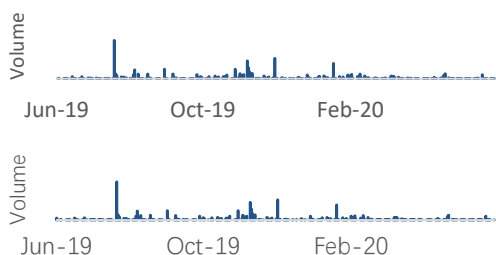
## 首次覆盖：和睦家：中国高端民营医疗服务引领者

## United Family Healthcare: Leading High-End Medical Service Provider: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

### 首次覆盖买入 Initiate with BUY

评级	买入 BUY
现价	US\$8.08
目标价	US\$14.00
市值	US\$1.16bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$0.65mn
发行股票数目	131.36mn
自由流通股 (%)	57%
1 年股价最高最低值	US\$10.34-US\$7.19
现价是 2020 年 6 月 11 日的收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	0.4%	-14.0%	-19.7%
相对 MSCI China	0.4%	-14.0%	-19.7%
相对 MSCI China	-6.2%	-20.0%	-34.9%

(Rmb mn)	Dec-19A	Dec-20E	Dec-21E	Dec-22E
营业收入	2,449	2,555	3,197	3,868
(+/-)	19%	4%	25%	21%
净利润	-459	-22	254	476
(+/-)	198%	-95%	-1257%	88%
全面摊薄 EPS (Rmb)	-0.99	-3.27	-0.17	1.93
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
市盈率	n.a.	n.a.	n.a.	4

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

### 投资要点

- **和睦家私有化后再次上市，关联方互利互惠。**2014 年，和睦家前主要股东（TPG 德太资本及某大型医药集团）私有化美中宜和（和睦家母公司）。2019 年，新风天域以特殊目的收购公司完成对和睦家全部股权的收购，并更名为新风医疗。新入驻的股东将提供全方位的支持，同时前股东、和睦家、新风多方均获利。
- **公司是中国当之无愧的高端民营医院龙头。**国内公立医院深受诟病，为民营高端医院提供发展土壤。和睦家的优势主要体现在以下方面：通过高薪酬及完善体系吸引优质医生确保医生的专业性；历史悠久，有全科支持，拥有达芬奇手术机器人等先进设备，资质齐全；是中国最知名的民营医疗品牌；各方优势突出具有强势定价权；商业医疗保险覆盖齐全。和睦家是是中国当之无愧的高端民营医院龙头。
- **成本费用率会随着规模效应的显现而下降。**公司未实现盈利主要原因是人工成本、折旧摊销、租赁开支三个方面成本费用居高不下。而被收购重新上市后，成本费用率会随着规模效应下降，其中人工成本有望从目前的 53% 降至 45%，不考虑 IFRS 准则的变化，实际发生的折旧摊销未来每年将稳定在 3 亿左右，总体租金费用也不会超过 2.5 亿元。

### 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年营收分别 25.55 亿元、31.97 亿元、38.68 亿元，EBITDA 分别 2.42 亿元、5.51 亿元、8.06 亿元。根据 DCF 绝对估值法及 EV/EBITDA 相对估值法，我们给与公司 14.00 美元目标价，首次覆盖给予买入评级。

### 风险

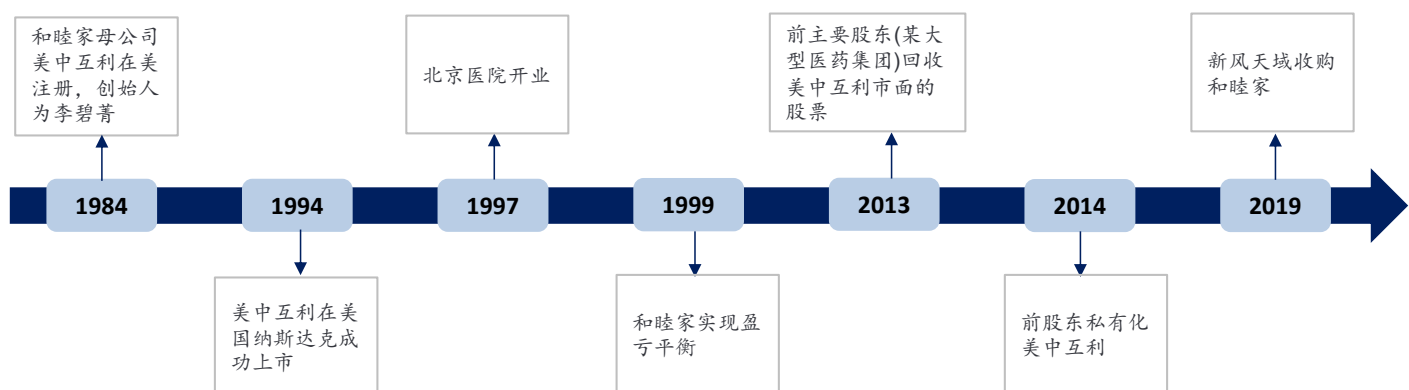
我们评级和目标价格的主要风险是扩张不达预期，运营不达预期，市场竞争加剧风险，政策变化风险。

## 1. 私有化后再次上市，关联方互利互惠

**和睦家筚路蓝缕三十载，私有化后再次上市。**1984 年，和睦家的母公司美中互利（Chindex Medical）在美国注册成立，创始人李碧菁，做进口医疗器械的代理业务。1994 年，经过十年的努力，公司在中国市场站稳脚跟，并在美国纳斯达克证交所成功上市。在代理进口器械同医院打交道的过程中，李碧菁发现了中国公立医院制度的弊端，抓住了在中国成立高端医院的商机，即专为外国人提供欧美式高端医疗服务。由此，和睦家应运而生，1997 年第一家医院在北京开业运营。

和睦家医院的经营相当成功，成立第 3 年即实现了盈亏平衡。2014 年，和睦家前主要股东（TPG 德太资本及某大型医药集团）以 4.5 亿美元的价格成功私有化美中互利（和睦家母公司），完成退市。五年之后的 2019 年，和睦家又出现在资本市场，新风天域公司在美股上市，以特殊目的收购和睦家全部股权，并更名为新风医疗。






风雨三十载，和睦家上市-私有化-再上市历程



资料来源：新风医疗招股书，海通国际

**新风天域集团本质是投资公司，投资多个大健康项目。**新风天域集团成立于 2016 年 8 月，由香港特别行政区前财政司司长，黑石集团(The Blackstone Group)大中华区前主席，现任南丰集团行政总裁梁锦松联合吴启楠等几位投资者创立，并将医疗及养老服务领域纳入主投业务方向。新风天域在成立后不断加码医疗服务领域布局，开始了一系列的战略布局，在收购和睦家之前已投资多个大健康项目。

新风天域旗下控股多个健康领域项目

公司名称	业务领域
 易得康 新风医疗成员	易得康 • 引入美国先进照护理念、培训体系与服务流程的专业医疗照护连锁机构，全国多个城市长期护理保险定点护理服务机构，提供高品质居家医养服务
 CARE ALLIANCE 顾连医疗	顾连医疗 • 覆盖全康复需求连续医疗服务业态，全家庭健康管理服务的综合性康复医疗服务平台，运营及在建床位达6000余张，覆盖西南、华东、华中三大区域
 和康医疗 HERANG MEDICAL	和康医疗 • 在华东区域的领先康复医疗集团，管理四家大型康复医院，特色为ICU重症康复
 MANGO PEDIATRIC WELLNESS CENTER 芒果儿童健康中心	芒果儿童健康中心 • 专注于儿童脑损伤的治疗和早期干预，儿童姿势异常的诊治及儿童与言语发育训练的儿童康复专科门诊
 希愈 肿瘤中心 希愈肿瘤中心	希愈肿瘤中心 • 香港核心区域的肿瘤治疗中心，专注于癌症的诊断治疗与研究
深圳三九医院	深圳三九医院 • 在深圳福田中心的大型国际医院（重资产）。将会改造成新风和和睦家深圳医院（管理合同）

资料来源：新风医疗招股书，海通国际

**新风天域公司作为 SPAC 收购和睦家，上市公司更名新风医疗。**新风天域公司是由新风天域集团发起的 SPAC（Special Purpose Acquisition Company），即特殊目的收购公司，是指公司没有资产、只有现金，上市后的任务是寻找高成长发展前景的非上市企业进行收购。SPAC 通常由具有一定背景、实力、知名度和关系网的发起人和管理团队组成。新风天域公司斥资约 14.4 亿美元（约 100 亿人民币）向原有股东收购和睦家医疗 100% 的股份。此次收购的资金支持来自新风天域 IPO 融资获得现金，银行贷款及向知名机构投资者增发公司普通股所得。伴随收购的完成，新风天域公司更名为“新风医疗”，并将以新的股票代码“NFH”继续在纽约证券交易所交易，如此和睦家也成功“借壳”，再次登陆美股。

SPAC 收购程序



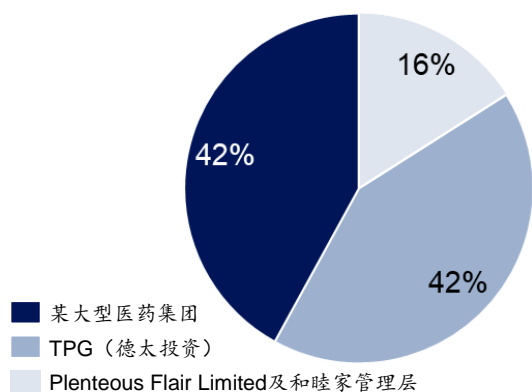
资料来源：公开资料，海通国际

**和睦家重回资本市场，各方支持助其发展。**新风天域公司收购前，TPG 与某大型医药集团各约占 42% 股份，其余 16% 被 Plenteous Flair Limited 及和睦家管理层持有。收购后，TPG 完全退出和睦家，和睦家管理层、某大型医药集团通过转续投资继续持有新风医疗约 11% 的股份。

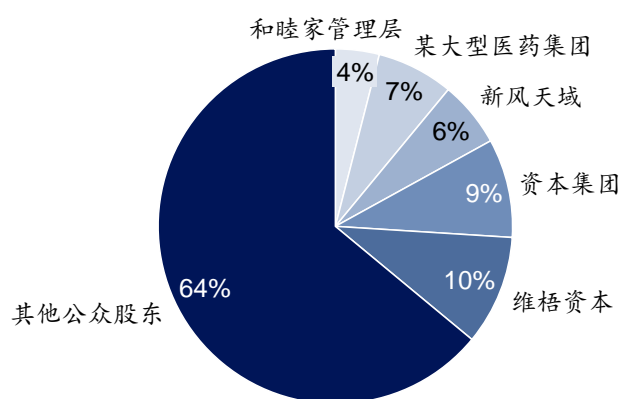
**新入驻的股东将提供全方位的支持。**新风天域可为和睦家提供深圳医院（改造后的三九医院）的独家经营权；某大型医药集团可在软硬资源上为和睦家继续提供支持，并有合作的商业保险业务；资本集团提供资金支持；新风团队直接参与支持管理和发展；管理层继续发挥出色的管理能力。

#### 和睦家收购前后股权结构变化

被收购前和睦家股权结构



被收购后和睦家股权结构



\*由于执行董事提名协议、维梧董事提名协议，不可撤销的代理人 and 董事支持协议，可视为新风天域集团及关联方实益拥有合共 81,096,625 股普通股，相当于已发行普通股总数的约 55.5%。

资料来源：新风医疗招股书，海通国际

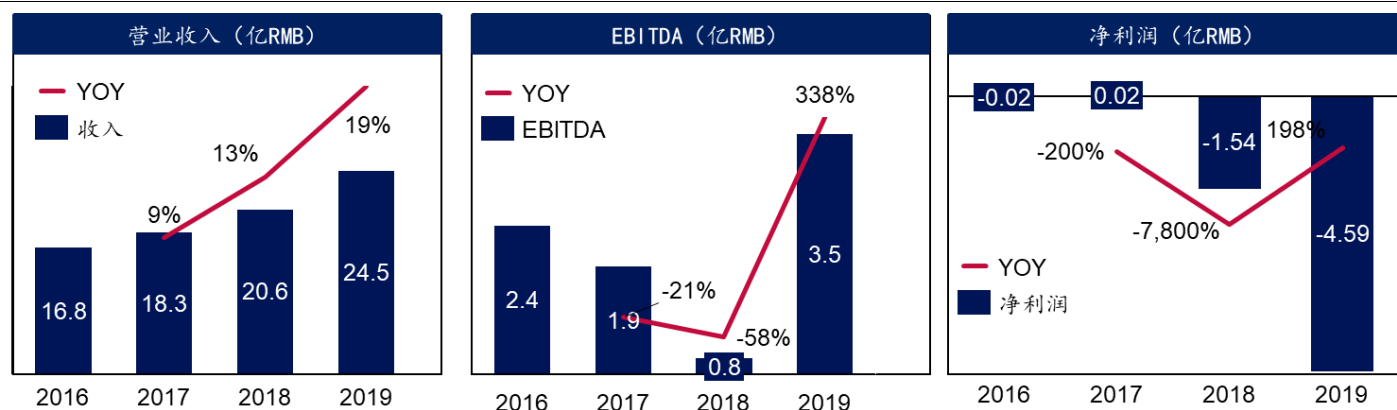
**本次交易，TPG、某大型医药集团、和睦家、新风四方均获利。**

- **对 TPG 来说**，该期 PE 即将到期，TPG 卖出全部股权，5 年增长约 2 倍（1 倍利润）；
- **对某大型医药集团来说**，出售 42% 股份，五年内资产升值了约 2 亿美元，同时保留 7% 股份，维持与和睦家的战略合作伙伴关系
- **对和睦家管理层来说**，其更倾向长线资本投资，并被新风许诺的优厚条件吸引，即深圳的医院独家经营权，以及上海、香港等核心地段的诊所资源
- **对新风天域来说**，可通过收购和睦家，使其核心医疗版图迅速发展壮大，成为中国最大的上市综合私立医疗服务机构之一。

## 2. 财务：成本费用率会随着规模效应下降

营业收入稳步增长，利润却逐年下降。2016-2019 年，营业收入稳步增长，从 16.8 亿增至 24.5 亿，同期净利润逐年下降，2019 年跌至-4.6 亿。

2016-2019 年和睦家营收增长，利润却逐年下降



资料来源：新凤医疗招股书，2019 年报，海通国际

公司净利润仍旧亏损主要是各项成本费用居高不下。其中人工成本占比最高，近年来都在 55% 上下；2019 年折旧与摊销显著攀升，而租赁开支骤减，是因为租赁费用由于 IFRS16 准则变化，被重分类为折旧及摊销以及财务费用。未来公司的成本费用率会随着规模效应下降，主要体现在人工成本、其他营业费用、折旧摊销/租赁开支等方面。

表：各项费用占比收入

各项成本占营收的比重	2011	2012	2013	2014H	2018	2019
人工成本	56.0%	54.6%	57.4%	55.8%	57.7%	58.2%
其他营业费用	15.7%	14.6%	15.1%	12.4%	14.0%	19.3%*
药品及耗材	11.6%	12.3%	12.3%	12.3%	14.8%	16.3%
折旧及摊销	4.5%	4.9%	5.8%	6.3%	6.7%	14.1%
坏账费用	1.9%	2.1%	2.4%	1.5%	0.8%	0.3%
租赁开支	5.4%	5.2%	5.7%	6.3%	9.8%	0.6%
合计	95.1%	93.8%	98.5%	94.6%	103.7%	108.8%

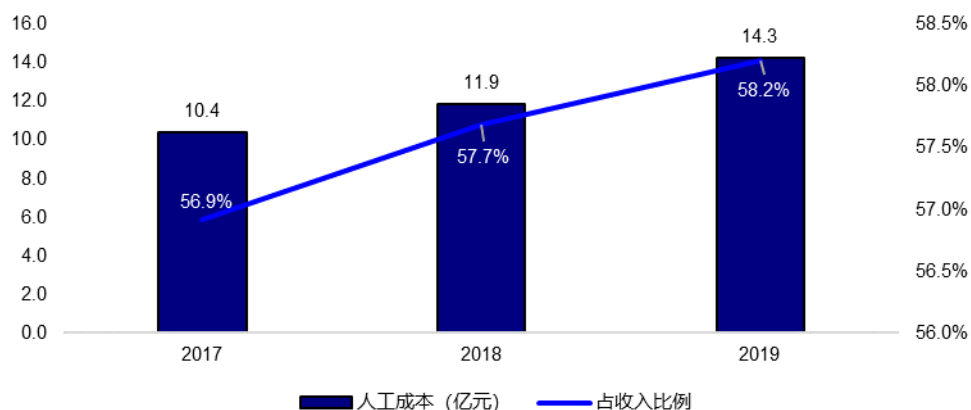
\*包含约 6.0% 与新凤天域公司收购和睦家医疗相关的一次性交易费用

资料来源：新凤医疗招股书，2019 年报，海通国际

### 2.1 人工成本占比收入：目前 58%，稳态有望降至 45%

最高的成本来自于人工成本支出。2019 年，和睦家各项费用累计花费 26.65 亿人民币，其中“人工成本”占比最大，为 14.26 亿 RMB，占有所有费用的 53%，占营业收入的 58%。

2017-2019 年人工成本居高不下



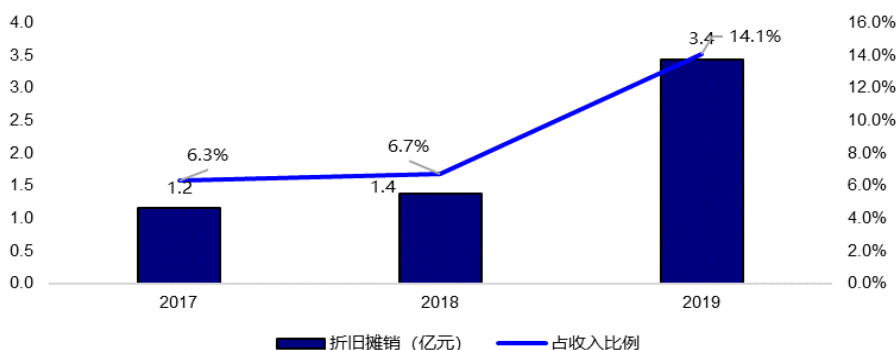
资料来源：新风医疗招股书，2019 年报，海通国际

虽然公司整体人工成本占比高达 58%，但是成熟医院（包括北京医院和上海医院）的人工成本占比仅为 45% 左右。新建医院由于收入能力弱，因此拉高了整体公司的人工成本占比。随着新建医院稳定盈利，公司整体人工成本占比有望降至北京上海的水平即约 45%。

## 2.2 折旧摊销占比收入：随着规模效应将递减

由于持续扩张的原因，折旧与摊销也逐年走高。2019 年，和睦家折旧摊销花费 3.44 亿，该项费用占所有费用的 13%，占营业收入的 14.06%。折旧与摊销持续增高主要由于公司不断扩张资产，而 2019 年的激增主要是因为 IFRS 会计准则的变化，大部分租赁费用被划为折旧摊销费用。

2017-2019 年折旧摊销逐年增长



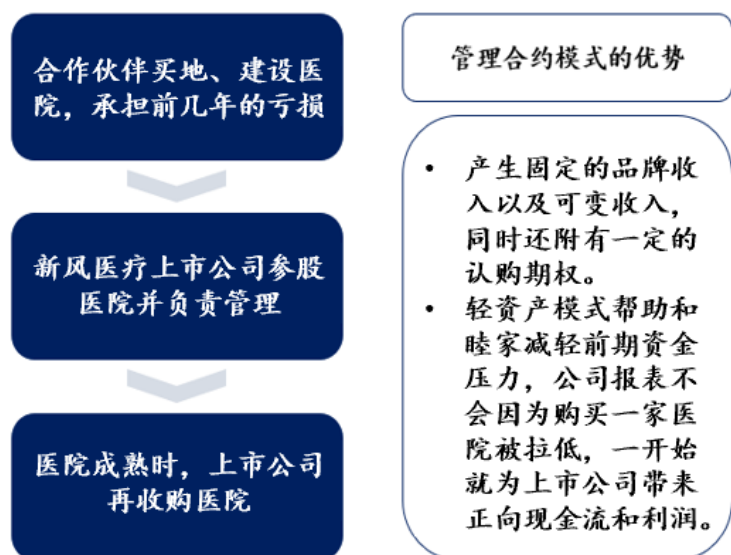
资料来源：海通国际

不考虑 IFRS 会计准则的变化，公司实际发生的折旧摊销费用基本固定，费用率将逐年下降。上市公司体内医院已经全部建成，除非极其特殊机会，上市公司体内不会新建医院。此外，未来扩张将会采取管理合约的模式。所谓管理合约模式，即由合作伙伴买地、建设医院，承担前几年的亏损，新风医疗上市公司参股医院并负责管理，等医院成熟时再由上市公司收购的模式。这种模式可以产生固定的品牌收



入以及可变收入，同时还附有一定的认购期权；同时轻资产模式帮助和睦家减轻前期资金压力，公司报表不会因为购买一家医院被拉低，从而从一开始就为上市公司带来正向现金流和利润。基于以上两点原因，不考虑 IFRS 会计准则的变化，新风医疗未来每年实际发生的折旧摊销费用不会再有大的增加，并且费用率会逐年下降。

#### 管理合约模式流程及优势

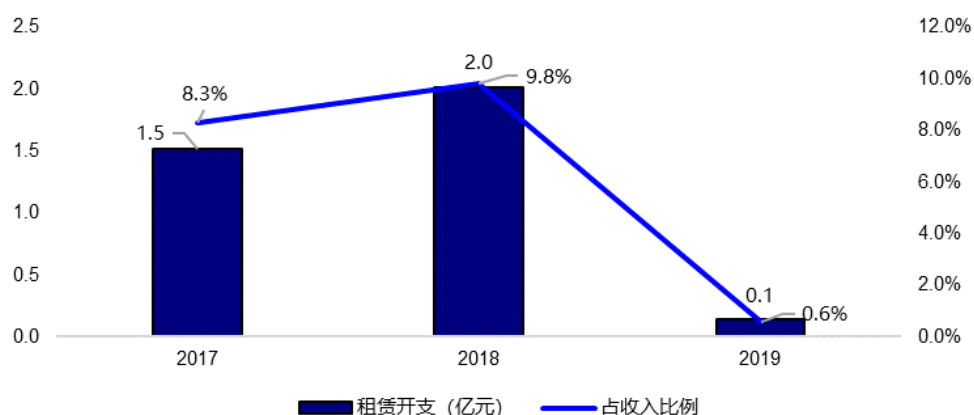


资料来源：新风医疗招股书，海通国际

### 2.3 租赁开支占比收入：随着规模效应将递减

由于 IFRS16 准则变化，租赁开支被重分类为折旧及摊销以及财务费用。2019 年，和睦家租赁开支花费 0.14 亿，该项费用占所有费用的 0.52%，占营业收入的 0.57%。

2017-2019 年租赁开支



资料来源：新风医疗招股书，2019 年报，海通国际

即使不考虑 IFRS 会计准则的变化，公司发生的实际租赁费用率也将随着规模效应逐年递减。因为除非极其特殊的机会，未来上市公司体内不会新建医院，2018 年只有大屯医院的租赁开支没有计入，所以预计未来发生的实际的租金费用包括 2018 年的租金费用（2 亿）及大屯医院的租金费用（<0.5）亿元，因此未来发生的实际总体租金费用不会超过 2.5 亿元，随着规模效应显现，租赁开支占比将递减。

未来几年租赁费用粗略测算

2018 年租金费用	大屯医院租金费用	未来几年总租赁费用
2 亿	<<0.5 亿	<2.5 亿

资料来源：新风医疗招股书，海通国际

### 3. 行业：中国当之无愧的高端民营医院龙头

公立医院深受诟病，为民营高端医院提供发展土壤。公立医院目前存在的主要问题有：医疗优秀资源稀缺，分配不平均，数量较少的三级医院承担过重的门诊量；公共医疗系统承受巨大压力，患者平均“等候 3 小时，看病 5 分钟”，公立医院平均床位使用率超过 90%；社保赤字预计提高等。而民营高端医院以定制化服务及高端配套设施吸引大量高收入人群就诊。



民营医院与公立医院主要因素对比

	民营高端医院	公立医院
服务人群	高收入人群	中低收入人群
服务特色	定制化、个性化	个性化不足
诊费标准	500 元以上	50 元以内
服务内容	预约、治疗、管理	诊中治疗
医疗环境	CBD、高端住宅区	普通社区及街道
医生资质	高年资医生，大部分有三甲医院工作经历	各级别医生都有
收入来源	诊疗收入	药品收入为主
保险支持	商业保险	基本医保

资料来源：新风医疗招股书，海通国际

**民营医院评价指标：医生资质、医院设施、服务、品牌、价格。**作为患者/消费者/家属，选择一家私立医院可能有不同的考量因素。例如产后康复，患者更关注服务、品牌；例如妇产科，患者较关注医院资质、服务；例如儿科，家属更关注医师专业性、儿童的依从性（即服务）；例如肿瘤科，患者更关注医师专业性。综上，患者对私立医院的考虑无外乎是医师专业性、医院资质、服务质量、品牌影响力、价格。

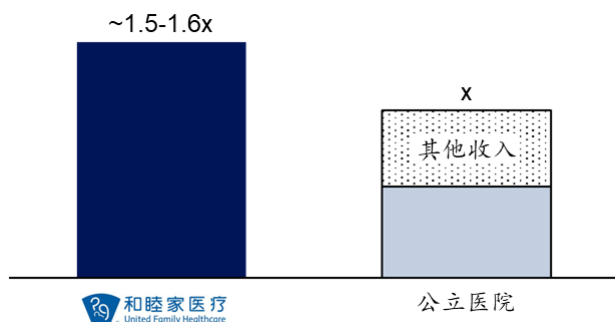
### 3.1 医生专业性：高薪酬吸引优质医生

和睦家依托积累的品牌口碑，提供具有市场竞争力的薪酬和相对轻松的工作环境，吸引高素质的医生与医护人员。相比普通公立医院，和睦家的主任医师年收入（税前）是其 1.5-1.6 倍，税后收入也是其 1.2-1.3 倍。和睦家医院医生还可以借助医院平台，在合作医院中实现多点执业。

和睦家也非常关注医生的个人培养和职业发展。新加入的医生通常会经过 3-6 个月的培训（客户交流，开药习惯，企业文化等），以更好地适应和睦家的工作。与此同时，中国公立医学院体系只专注于某一领域，部分学科（例如全科、急诊）与国际化培养体系存在一定差异。而和睦家有毕业生培养模式，比如：招收医学院毕业生完成三年的定向培养，经过各地科室流转跟随科室主任练习，符合美国规范后可成为和睦家对应科室的医生。职业发展方面，和睦家投资先进医疗仪器，全力支持医生评职称，提供带薪假支持国外参加研讨会，与知名医院合作，为医生带来多渠道高水平的职业发展机会。

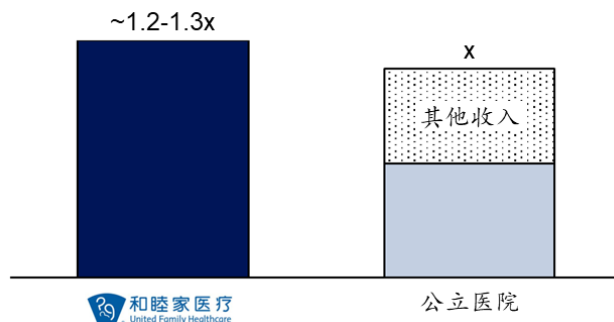
通过全球招募，三甲挖角与自主培养，目前和睦家拥有全职医生大约 600 名。目前 70% 为中国医生，30% 为外国医生（多是华人）。

主任医师年收入（税前）



资料来源：新风医疗招股书，海通国际

主任医师年收入（税后）



资料来源：新风医疗招股书，海通国际研究

### 3.2 医院资质：历史悠久，全科支持，设备先进

和睦家创立于 1994 年，科室齐全，设备先进。和睦家已经与知名合作伙伴如北京大学肿瘤医院、北医三院、广东省中医院等建立强大医疗网络。医院配备先进设备，例如和睦家拥有中国民营医院鲜有的达芬奇机器人及 MAKO 骨科机器人。

和睦家是一家与世界接轨的高端医疗机构。和睦家医院目前已经获得了 JCI 和 CAP 的认证。JCI 认证是美国医疗机构评审联合委员会国际部专门为协助世界各国最优秀的医院融入国际质量评审和保险系统而设计的认证体系，是国际上最广为推崇的医院质量标准。CAP 认证指由美国病理学会对临检实验室进行的认可活动，认可依据的标准是 CAP 自己制定的文件，主要参照了美国临检中心（NCCLS）的业务标准和操作指南。

国内主要民营医院信息对比

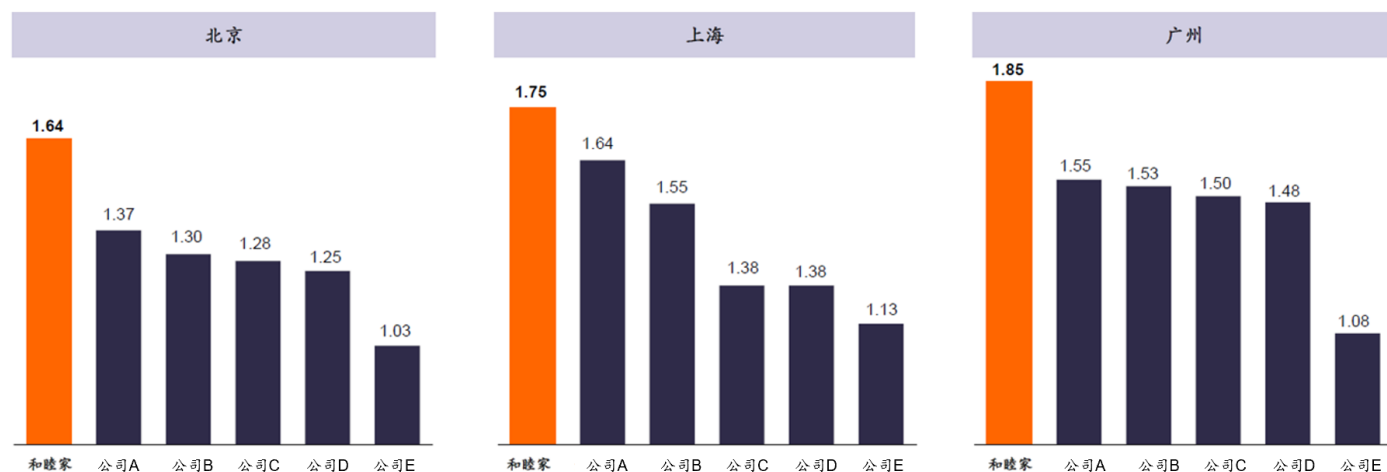
	医院数量	科室	创立历史	资质
和睦家	7	全科	1997	JCI 认证、CAP 认证
美中宜和	6	妇儿	2006	JCI 认证
百汇	2	全科	2004	JCI 认证，艾力彼星级认证
新世纪	7	妇儿	2002	—
和美	10	妇儿	2003	JCI 认证
明德	/	全科	2012	JCI 认证，MEJ 认证
美华妇儿	3	妇儿	2003	DNV 认证
上海禾新	/	全科	2002	TUV 德国莱因 SQS 服务质量认证
天坛普华	3	全科	1995	—
嘉会医疗	1	全科	2016	LEED 医疗建筑金奖
祈福医院	/	全科	2001	JCI 认证
卓正医疗	20+（均为诊所）	全科	2012	—

资料来源：新风医疗招股书，公开资料，海通国际

### 3.3 品牌影响力：中国最知名的民营医疗品牌

和睦家是由患者、医生和政府监管机构评选的首屈一指的国内高端民营医院，荣获多项大奖。2015 年被提名为最具投资价值的医疗公司，2016 年在中国民营医院百强榜排名第一，2018 年获评最佳雇主，在民营医院中排第一。

民营品牌排名得分（家庭月收入 2.7 万人民币以上）



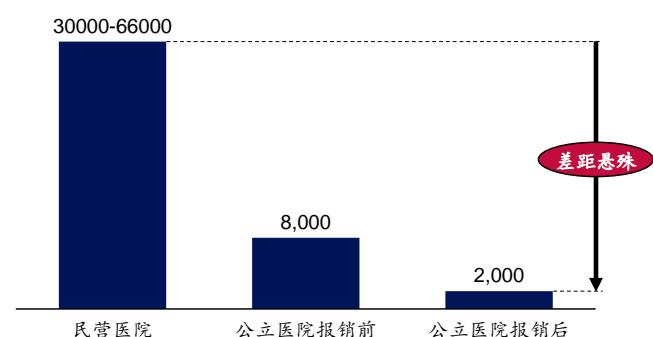
资料来源：新风医疗招股书，海通国际

### 3.4 价格：目标客户价格敏感性弱，和睦家走高端路线

选择民营医院的患者价格敏感性很弱。以自然分娩套餐为例分析（该套餐主要包括住院费用、医生/助产士服务、护理、分娩设备及用品、母婴药品、母婴化验检查等），在公立医院自然分娩，一线城市医保报销前费用约为 8000 左右，医保报销后价格仅为 2000 左右，而选择在私立医院进行分娩则需要 30000-66000 不等，差距巨大。由此可见，选择民营医院的患者价格敏感性很弱。

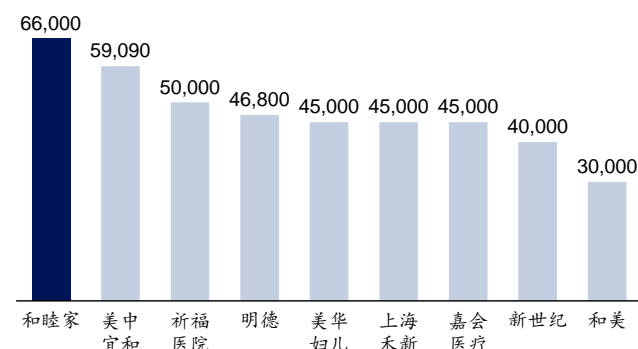
和睦家凭借多方优势具有较强势的定价权，因此走高端路线。和睦家在众多民营医院中收费最高，自然分娩套餐标准价约为 66000，剖宫产分娩套餐为 88000。套餐内含常规服务，包括医生/助产士服务、护理、分娩/生产设备及一次性用品、母婴药品（按需要）、母婴常规化验检查、家庭式私人病房。此外门诊费也在千元以上，住院费至少每日千元。

民营与公立自然分娩价格悬殊，目标患者价格敏感性弱



资料来源：公开资料，海通国际

和睦家凭借多方优势，具有强势定价权



资料来源：公开资料，海通国际

3.5 保险：商业健康险增速快，大多数高端产品均能覆盖和睦家

和睦家接入商业医保国内最早且覆盖全面。和睦家是国内最早接入商保的医院，与超过 40 家国际保险公司建立商保合作，提供直接结算业务，目前绝大多数高端商业保险都能覆盖和睦家，具体名单见下表。目前和睦家患者的付费方式占比是 60%自费+40%商业保险。

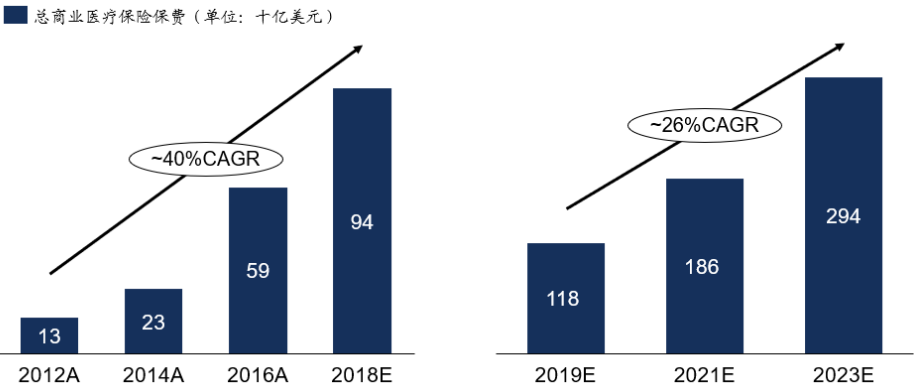
和睦家合作的国际保险公司名单

欧洲-德国 europäische Allianzversicherung	招商信诺 招商信诺保险 CIGNA CIRC	Medical Administrators International	安联保险 Allianz Worldwide Care	JIMG 国际医疗集团 (JIMG International Medical Group)	Autovision - Cardtop (Autovision)	欧洲-瑞典 Europeiska Swedens	欧洲-挪威 Europäische Norge	欧洲-德国 Die Europäische Germany	欧洲-丹麦 Europæisk Danmark
国际保险系统 IMS (Insurance Management System)	JBL 国际保险系统有限公司 JBL International Insurance Brokers Ltd.	只接受 Bupa 和 ihi 的保单 IH - ABB & VOR group only	中意人寿 Generali China	Seven Corners 的保单在七角星的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 Seven Corners (based on GDP only)	只接受 ACE (JACCI) 的保单在七角星的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 ACE (JACCI) (based on GDP only)	只接受 Cigna 的保单在 Cigna 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 Cigna (based on GDP only)	只接受 MAPFRE 的保单在 MAPFRE 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 MAPFRE (based on GDP only)	只接受 AUSA 的保单在 AUSA 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 AUSA (based on GDP only)	只接受 AUSA 的保单在 AUSA 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 AUSA (based on GDP only)
保和保险 Bupa International	环球健康有限公司 GlobalHealth	只接受 if 的保单 if (Finland only)	美盛保险 CHARTIS	只接受 DKV "Globality" 的保单在 DKV 的覆盖范围内，才能享受直接结算。 DKV "Globality" (based on GDP only)	只接受 HTH Worldwide 的保单在 HTH Worldwide 的覆盖范围内，才能享受直接 结算。 HTH Worldwide (based on GDP only)	只接受永安保险的保单在永安保险的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 Yong An Insurance (based on GDP only)	只接受 UnitedHealthcare 的保单在 UnitedHealthcare 的覆盖范围内，才能享受直接结算。 UnitedHealthcare (based on GDP only)	只接受 GMC 的保单在 GMC 的覆盖范围内， 才能享受直接结算。 GMC (based on GDP only)	只接受 GMC 的保单在 GMC 的覆盖范围内， 才能享受直接结算。 GMC (based on GDP only)
只接受 Wellmark 的保单在 Wellmark 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 BlueCross BlueShield - BCBS (Only policy numbers having the "BCBS" Prefix; based on GDP)	只接受 BlueCross BlueShield 的保单在 BlueCross BlueShield 的覆盖范围内，才能享受直接 结算。 Blue Cross Blue Cross (Blue Pacific) Insurance Ltd. (BCBP) (NBP) & B.C.S. (based on GDP)	只接受 Davidshield 的保单在 Davidshield 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 David Shield-direct billing based on name list only; other card holders direct billing based on GDP	只接受 Aetna 的保单在 Aetna 的覆盖范围内， 才能享受直接结算。 Only ID number starting with "00" and only Direct Settlement Network (DSN) cards	只接受 NSH China 的保单在 NSH China 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 NSH China (based on GDP only)	只接受 GeoBlue 的保单在 GeoBlue 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 GeoBlue (based on online portal)	只接受 MediLink-Global 的保单在 MediLink-Global 的覆盖范围内，才能享受直接结算。 MediLink-Global (Members must bring their insurance card)	只接受 weaverly 的保单在 weaverly 的覆盖 范围内，才能享受直接结算。 Weaverly Direct Billing based on GDP only	只接受 4IP 的保单在 4IP 的覆盖范围内， 才能享受直接结算。 4IP (based on GDP only)	只接受 4IP 的保单在 4IP 的覆盖范围内， 才能享受直接结算。 4IP (based on GDP only)

资料来源：和睦家官网，海通国际

中国商业医疗险市场规模年增速达 40%，未来保持 26% 的增长速度。随着居民收入水平的提高和健康意识的觉醒，近年来国内商业医疗保险市场飞速发展。根据中国保险年鉴及保监会的数据，2012-2018 年商业医疗险以 40% 的年复合增长率快速增长，2018 年国内商业医保总额约 940 亿美元，到了 2023 年预计保费将达到 2940 亿美元，2019-2023 年均复合增长率达 26%。

中国总商业医疗保险费呈现快速增长

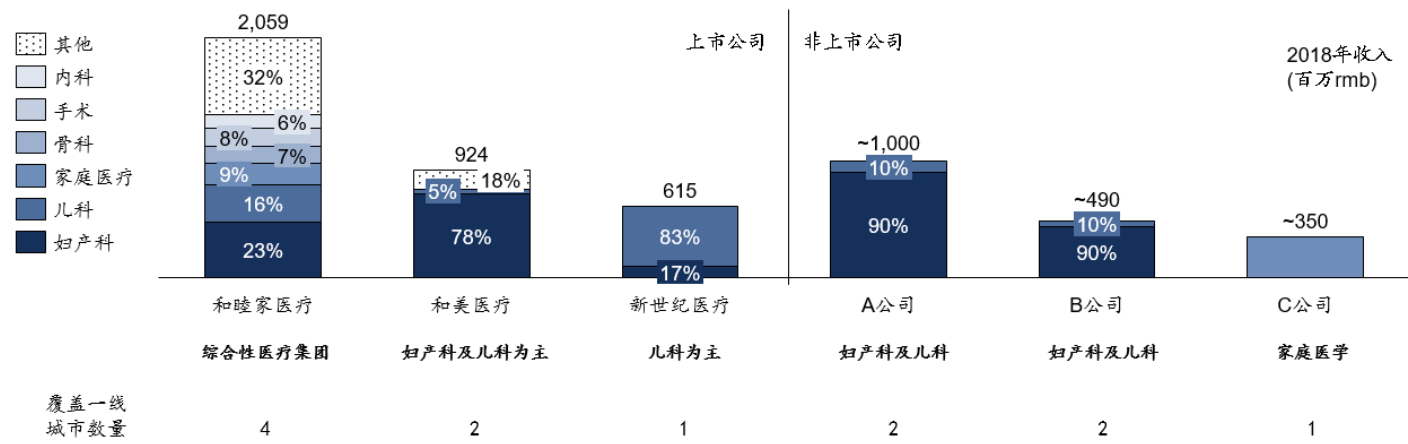


资料来源：中国保险年鉴，银行监督管理委员会（原保监会），海通国际

3.6 收入规模: 中国高端民营医院龙头

根据收入规模，和睦家是国内最大的多专科医疗服务集团。和睦家提供最全面医疗服务范围，覆盖 30 多个专科，而同类公司最多覆盖 10-15 个专科；和睦家覆盖区域广，已实现中国 4 个一线城市全覆盖，在二线城市有选择性地战略覆盖，形成对一线城市的补充。

中国高端民营医院收入规模比较



资料来源: 新风医疗招股书, 海通国际

4. 医院分析: 2024 年销售收入有望达到 54 亿

和睦家的资产分为一线城市资产和二线城市资产，一、二线城市资产又分为运营资产和扩张资产。一线运营资产包括收入贡献高、业绩稳定的北京朝阳医院、上海浦西医院；一线扩张资产包括 2018 年新建的广州医院、浦东医院，以及在建的北京大屯医院、深圳医院。二线城市运营资产包括天津医院、青岛医院、及北京康复医院。北京康复医院被划分到二线城市资产是因为它业务单一，与其他一线城市资产模式存在较大差异。

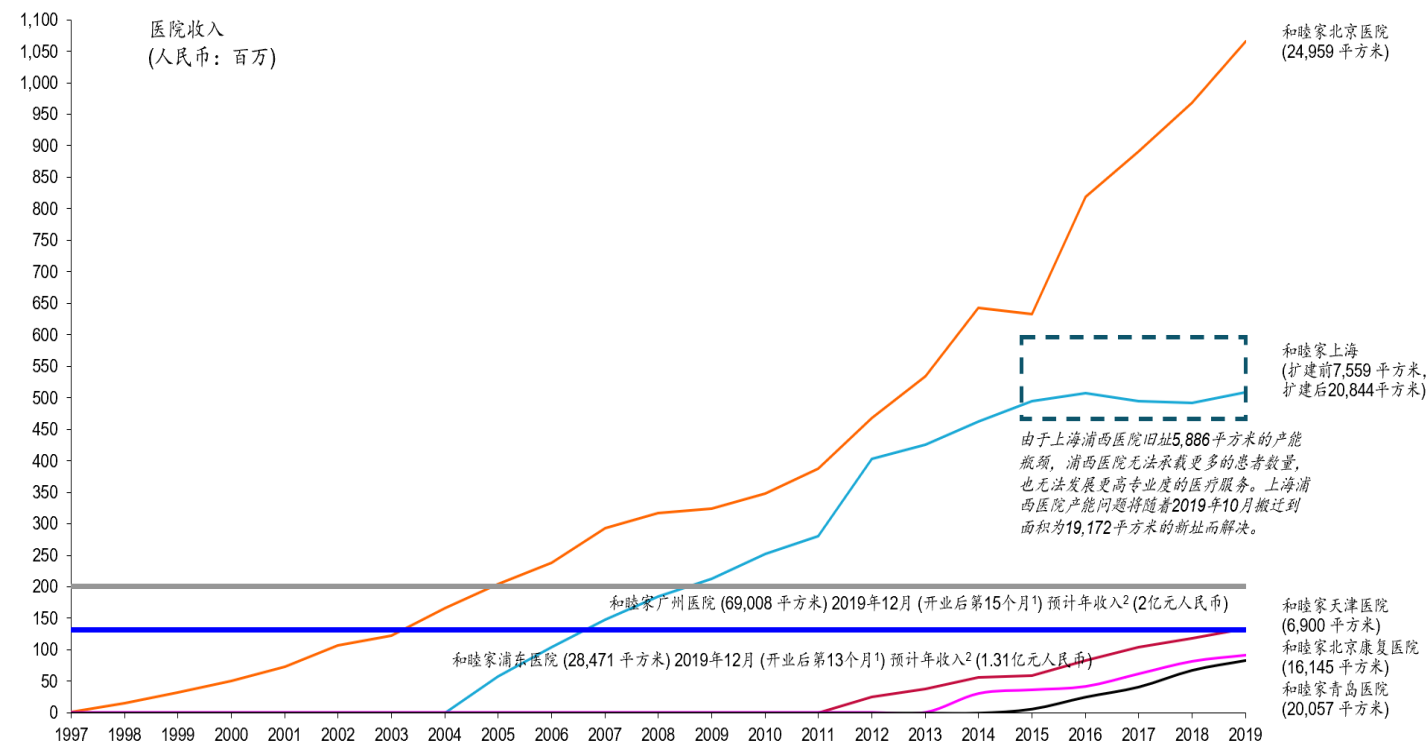
和睦家资产组成



资料来源: 新风医疗招股书, 海通国际

**各医院成长曲线：北京一路高歌，上海浦西进入平台期。**2019 年总收入达到 24.5 亿人民币，调整后 EBITDA 约为 4.83 亿人民币。北京医院 1997 年开业，是和睦家创立最早发展也最成熟的医院，自开业以来其营业收入一路高歌猛进。因受制于医院面积的产能瓶颈，上海医院近年来增长进入平台期。二线城市的天津、青岛、北京康复医院均在 2012-2015 年开业，规模小于北京朝阳和上海浦西医院。其他一线城市医院，包括广州医院、上海浦东医院、北京大屯医院和深圳医院都在近年开业，处于发展初期阶段。

#### 和睦家资产组成



资料来源：新风医疗招股书，海通国际

#### 4.1 北京：预计到 2024 年实现 18 亿收入，4.8 亿 EBITDA

**北京医院规模庞大，科室齐全。**和睦家北京医院位于北京市朝阳区，于 1997 年开业，2012-2014 年经历两次扩建，扩张后建筑面积 34,448 平方米（其中北京医院 24,959 平方米，卫星诊所 9,489 平方米）。北京医院现有诊室 239 个，卫星诊所 8 个，是所有和睦家医院中规模最大的一个，服务科室涵盖妇产科、儿科、外科、骨科、内科等，共有医护人员约 900 人。

北京医院现有床位 93 个，预计通过改造空间增加至 98 个床位。目前每年单床收入是 1400 万元左右，预计到 2024 年达到 1850 万元。预计 EBITDA 与收入比值不变。根据这三个关键假设，**预计北京朝阳医院到 2024 年将实现 18 亿元的收入，4.8 亿元 EBITDA。**



北京医院收入和 EBITDA 预测

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
北京朝阳总收入 (百万元)	751	962	1,064	1,168	1,302	1,302	1,473	1,584	1,698	1,813
床位	78	83	84	91	93	93	95	96	97	98
单床收入 (百万元)	9.6	11.6	12.7	12.8	14.0	14.0	15.5	16.5	17.5	18.5
EBITDA*/收入	16%	27%	27%	27%	27%(E)	27%	27%	27%	27%	27%
EBITDA* (百万元)	117	257	282	310	346(E)	346	391	420	451	481

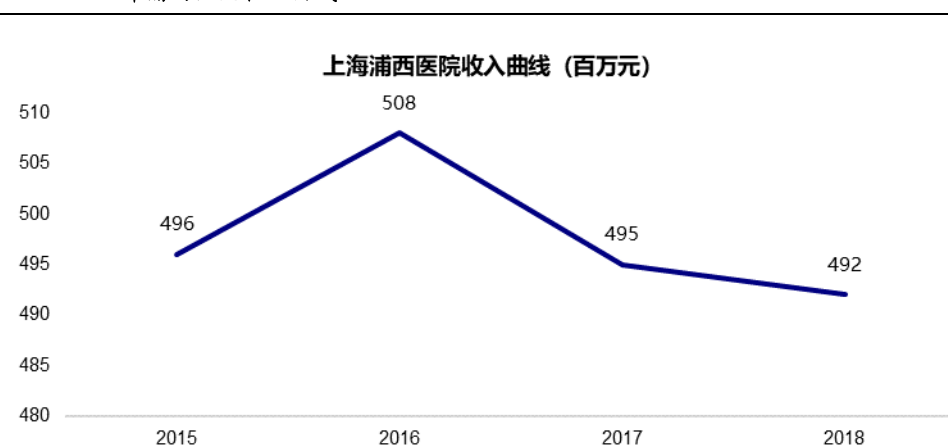
\* IFRS16 准则调整前

资料来源: 新风医疗招股书, 2019 年报, 海通国际

## 4.2 上海浦西: 预计 2024 年达到 12 亿收入, 3.0 亿 EBITDA

上海医院过去的产能瓶颈限制了收入增加。2015-2018 年北京医院的收入从 7.5 亿元增长至 11.7 亿元, 而同期上海的收入仍在 5 亿元左右徘徊, 这是浦西医院产能瓶颈限制造成的。浦西医院无法承载更多的患者数量, 也无法发展更高专业度的医疗服务。

2015-2018 年浦西医院收入曲线



资料来源: 新风医疗招股书, 海通国际

2019 年 10 月, 浦西医院搬迁到 19172m<sup>2</sup> 米的新址 (原址面积仅为 5886m<sup>2</sup>), 其产能问题得到解决。浦西医院本次搬迁和 2013 年前北京医院搬迁情况相似, 当年搬迁使北京医院面积增加 199%, 收入激增 38%。本次浦西医院搬迁面积增加 226%, 预计收入也相应增加。

北京朝阳与上海浦西医院搬迁前后对比

	北京扩张前 (2014)	北京扩张后 (2014)	变动(%)	浦西扩张前 (2018)	浦西扩张后 (2020)	变动(%)
面积(m <sup>2</sup> )	8352	24959	199%	5886	19172	226%
床位数	46	73	59%	41	71	73%
总收入	483	665	38%	492		

资料来源: 新风医疗招股书, 海通国际

医院搬迁新址后床位增加, 预计到 2024 年增加至 94 个。假设单床逐步恢复到

扩张前水平，即 1200 万元。EBITDA 与收入比值最终稳定到北京水平，即 27%。根据这三个关键假设，预计上海浦西医院到 2024 年达到 12 亿的收入，EBITDA 是 3.0 亿。

上海浦西医院收入和 EBITDA 预测										
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
上海浦西总收入（百万元）	496	508	495	492	509	597	709	829	958	1,097
床位	36	39	41	41	71	74	79	84	89	94
单床收入（百万元）	13.8	13.0	12.1	12.0	7.2	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7
EBITDA/收入	28%	31%	28%	22%	26%(E)	26%	27%	27%	27%	27%
EBITDA（百万元）	141	155	138	110	130(E)	155	188	224	259	297

\*单床收入下降是由于 2019 年 10 月完成搬迁床位由 41 增长到 71 导致

资料来源：新风医疗招股书，海通国际

#### 4.3 广州医院：诊所变医院，产能大扩张

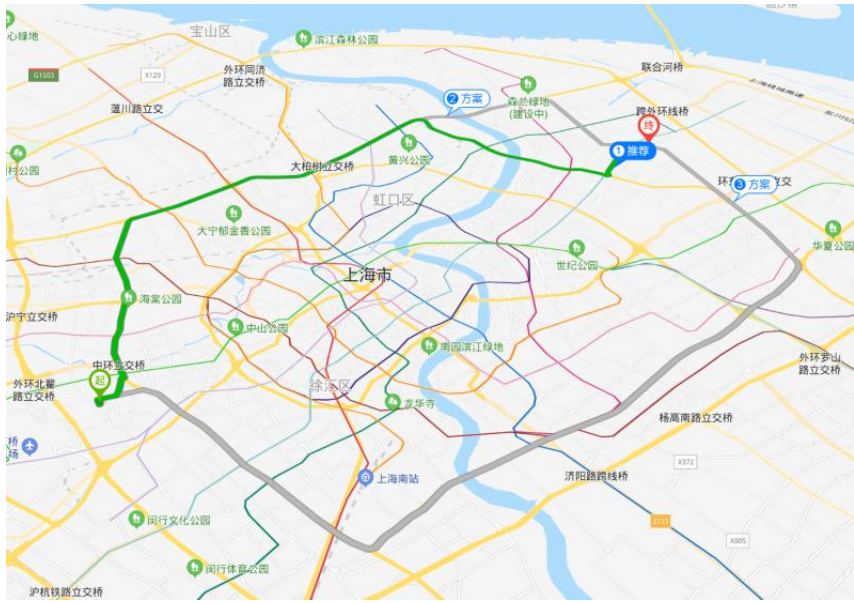
广州医院体量大，口碑好。广州医院于 2018 年开业，按照国际医疗卫生机构认证联合委员会（JCI）标准建设，总面积 69,003m，注册床位有 105 张。2019 年广州和睦家医院荣登“中国民营医疗机构品牌传播百强榜”第十四名（广州地区第一名）。

广州地区中高端医疗服务需求旺盛。2018 年广州年收入超过 32.4 万元人民币的家庭约有 22.5 万户（和睦家自费的潜在目标客群），基于广州中高端医疗服务提供商严重缺乏，需求明显大于供给（比值约为 3.5），预计未来还会有更大的缺口。2014-2018 年，和睦家广州医院贡献了广州中高端医院新增 385 张床位中的 100 张，占比 26%。预计 2018-2023 年广州医院的妇产科、儿科、全科和骨科业务都会有 20%以上的年均复合增长率。

#### 4.4 上海浦东：距离浦西医院 37km，目标客户不愿“异地就医”

上海浦东医院于 2018 年开业，总面积 28471m<sup>2</sup>，注册床位 100 张。浦东医院与浦西医院相距 37km，开车需要一个多小时。考虑到和睦家的目标客户主要是非重疾患者，浦东的患者完全没有必要驱车一小时赶到浦西医院就诊。因此浦东医院将带来新市场的增量，而不是分流原来浦西医院的客户。

上海浦东医院：距离浦西医院 37km

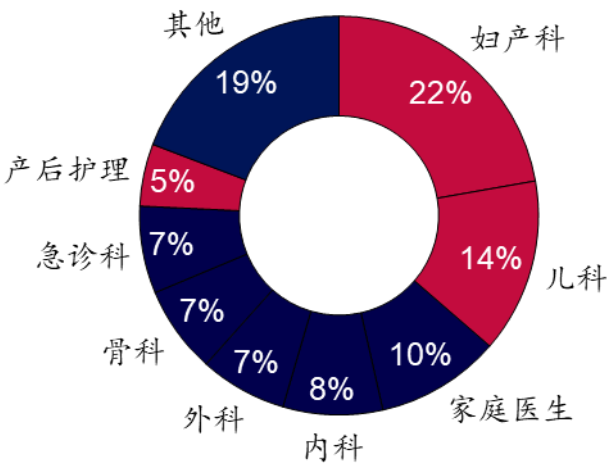


资料来源：新风医疗招股书，海通国际

4.5 大屯：大屯定位妇产儿，与北京和睦家医院主院协同分工

北京大屯医院定位妇儿医院，北京和睦家医院主院定位综合性医院，二者协同分工。北京大屯医院将于 2020 年底开业，注册床位有 200 张，专做妇产儿科业务。北京和睦家医院主院定位高端的综合性医院，附带 8 家卫星诊所和医疗机构，包括一个与北京大学肿瘤医院合作的启望肿瘤中心。2015 年 5 月，北京和睦家医院主院斥资约 300 万美元，引进中国民营医疗领域的第一台“达芬奇”手术机器人。所以北京和睦家医院主院已经成功转变为一所综合性医院，而不再是一个妇产医院。大屯和北京和睦家医院主院属于协同分工，避免了内部竞争。

2019 年和睦家收入拆分



资料来源：新风医疗招股书，海通国际

#### 4.6 天津：ivf 和公立医院各有优势，预计维持现有市场份额

天津和睦家特色业务是 IVF，主要与本地医院竞争。天津和睦家建立于 2012 年，预计 2019 年收入约为 1.36 亿人民币，EBITDA 约为 0.2 亿人民币。天津和睦家的特色业务是辅助生殖，提供体外受精（IVF）服务，收入规模在千万级别。辅助生殖治疗周期一般需要 2-3 个月，患者倾向选择当地医院，因此天津和睦家主要和本地医院竞争。

和天津有 3 个私立医院和 8 个公立医院开展 IVF 业务，和睦家和公立医院相比（以天津市中心妇产科医院为代表）各有优势；和私立医院相比，和睦家服务和环境最佳，价格和技术都相近。在此基础上判断，天津和睦家的 IVF 业务在天津可维持现有市场份额。

天津和睦家与天津私立、公立医院 IVF 业务对比

	天津和睦家	天津美津宜和	天津爱维医院	天津市中心妇产科医院
性质	民营综合	民营专科	民营专科	公立三甲专科
一个取卵周期价格	4万左右	4万左右	4万左右	4万左右
服务	极好	好	好	一般
口碑	一般	一般	一般	好
医生资源	一般	一般	一般	领域内权威专家和学术带头人
排队时间	短	短	短	长
技术准入	夫精人工授精、一代、二代	夫精人工授精、一代、二代	夫精人工授精、一代、二代	夫精人工授精、一代、二代、三代

资料来源：公开资料，海通国际

#### 4.7 青岛：总结青岛经验，扩展产后康复等现金流业务

青岛和睦家 2015 年开业，建筑面积 30,057 平米，注册床位 200 张，诊室数量 29 个，但其经营情况却仍有待提升，原因是存在选址偏僻、规划面积太大、定价过高等方面的问题。和睦家会总结青岛的经验，借鉴到未来的经营中。未来青岛医院会优先扩展产后康复等现金流业务，预计到 2021 年 EBITDA 能够由负转正。

青岛和睦家问题总结

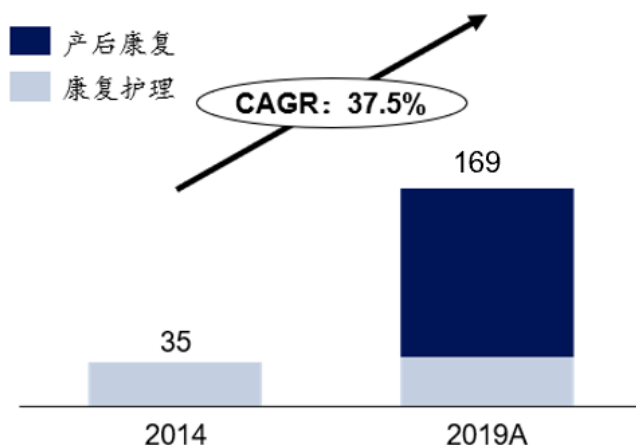
青岛医院问题	总结
选址偏僻	<ul style="list-style-type: none"> <li>医院处于青岛（崂山区），距离市区30分钟车程，患者就医不便。</li> </ul>
规划面积太大	<ul style="list-style-type: none"> <li>医院总面积3万多平米，目前使用了2万平米，还有1万多平米的B栋还没有开。</li> <li>2020计划把一些都能快速带来现金流的科室开在B栋。</li> </ul>
定价过高	<ul style="list-style-type: none"> <li>起初定了一线城市80%的价格，由北京、上海医院派医生，导致了成本高且成本结构不合理。</li> <li>2016年底，弃用北京上海的医生，改用当地医生。</li> <li>定价调整为一线的50%，预计2021的EBITDA能够打平。</li> </ul>

资料来源：新风医疗招股书，海通国际

#### 4.8 北京康复医院：产后康复核心竞争力在品牌和服务，和睦家均有绝对优势

和睦家于 2016 推出了产后康复业务，提供产后康复、医生看护、月嫂、产后课程（如瑜伽课）等服务。一经推出，该业务保持超高速增长。产后康复的收费标准是 13 万人民币左右，包括产后 28 天妇儿产生的一系列费用。市场上做产后康复的私立医院众多，患者择院考量因素按重要性由高到低排序是：服务、品牌、医院资质、价格和医生专业性。而患者最关注的服务与品牌，和睦家均有绝对优势。

##### 产后康复增速迅速增长



资料来源：新风医疗招股书，海通国际

#### 4.9 深圳：管理合约模式，获得新风天域的核心土地资产

**深圳医院地理位置优越，定位高端。**位于深圳中央商务区（市中心地铁站附近），距香港边境及高铁站约五分钟，是唯一一家位于深圳中央商务区的大型私立医院（深圳中央商务区五年内没有新设立大型私立医院的安排），总面积为 64,000 平方米，约 250-300 张床位，专注于高端专业医疗服务，开设科室包括妇产科，骨科，儿科，全科，肿瘤科，皮肤科，美容科等。

**公司通过管理合约模式经营，为和睦家降低投资风险及加速投资回报。**新风天域集团拥有深圳和睦家的固定资产（包括土地以及医院资产），并会额外投资近 10 亿人民币发展深圳医院。新风天域集团于 2019 年 1 月完成收购深圳和睦家的土地资产，预计于 2020 年开始施工，并于 2021 年开始营运。

#### 4.10 二线城市：扩张采取轻资产模式，减轻资金压力。

**二线扩张资产采取先参后收的轻资产模式，减轻资金压力。**公司采用先参股再收购模式在二线城市扩张，具体操作为：首先由非上市公司买地、建设，前几年亏损由非上市公司承担，和睦家只收取管理费；等到医院成熟的时候，和睦家再收购医院。公司积极布局二线城市，计划通过与房地产开发商建立战略合作等方式，由 4 个一线城市扩张至 46 个二线城市。同时未来也不排除会考虑在一些重要的二线城市

市，诸如杭州和成都，开展租赁经营模式。

#### 4.11 销售预测：2024 年收入达到 54 亿人民币规模

预计 2024 年公司收入达到 54 亿人民币

#### 和睦家收入预测

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
收入 总表	运营资产	1,349	1,620	1,766	1,965	2,162	2,250	2,617	2,943	3,289	3,655
	北京(包括诊所)	751	962	1,064	1,168	1,302	1,302	1,473	1,584	1,698	1,813
	上海浦西(包括诊所)	496	508	495	492	509	597	709	829	958	1,097
	二线城市(天津、青岛、北京康复)	102	150	207	305	351	351	436	530	633	745
	扩张资产(一线城市)	42	50	59	97	290	290	550	878	1,254	1,678
	扩张资产(广州、浦东、北京大屯)	42	50	59	97	285	285	540	858	1,224	1,638
	深圳(管理合约)					5	5	10	20	30	40
	其他	5	6	3	(3)	2	15	30	47	67	88
	扩张资产(二线城市)	5	6	3	(3)	2	15	30	47	67	88
	合计	1,396	1,676	1,828	2,059	2,449	2,555	3,197	3,868	4,610	5,421
	YOY		20%	9%	13%	19%	4%	25%	21%	19%	18%

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
北京	北京总收入(百万)	751	962	1,064	1,168	1,302	1,302	1,473	1,584	1,698	1,813
	床位	78	83	84	91	93	93	95	96	97	98
	单床收入(百万)	9.6	11.6	12.7	12.8	14.0	14.0	15.5	16.5	17.5	18.5
	收入/EBITDA	16%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
	EBITDA(百万)	117	257	282	310	346	346	391	420	451	481

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
上海浦西 (包括诊所)	上海浦西总收入(百万)	496	508	495	492	509	597	709	829	958	1,097
	床位	36	39	41	41	71	74	79	84	89	94
	单床收入(百万)	13.8	13.0	12.1	12.0	7.2	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7
	收入/EBITDA	28%	31%	28%	22%	26%	26%	27%	27%	27%	27%
	EBITDA(百万)	141	155	138	110	130	155	188	224	259	297

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
二线城市 (天津、青岛、 北京康复医院)	二线城市总收入(百万)	102	150	207	305	351	351	436	530	633	745
	YOY		47%	38%	47%	15%	0%	24%	22%	19%	18%
	床位	99	120	130	142	156	156	171	186	201	216
	单床收入(百万)	1.0	1.3	1.6	2.1	2.2	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
扩张资产 (广州、浦东、 大屯)	总收入(百万)	42	50	59	97	285	285	540	858	1,224	1,638
	YOY		19%	18%	64%	194%	0%	89%	59%	43%	34%
	床位				190	190	190	200	220	240	260
	单床收入(百万)				0.5	1.5	1.5	2.7	3.9	5.1	6.3

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
深圳 (管理合约)	总收入(百万)					5	5	10	20	30	40
	YOY						0%	100%	100%	50%	33%

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
扩张资产 (二线城市)	总收入(百万)	5	6	3	(3)	2	15	30	47	67	88
	YOY						650%	100%	57%	43%	31%

资料来源：新风医疗招股书，2019 年报，海通国际

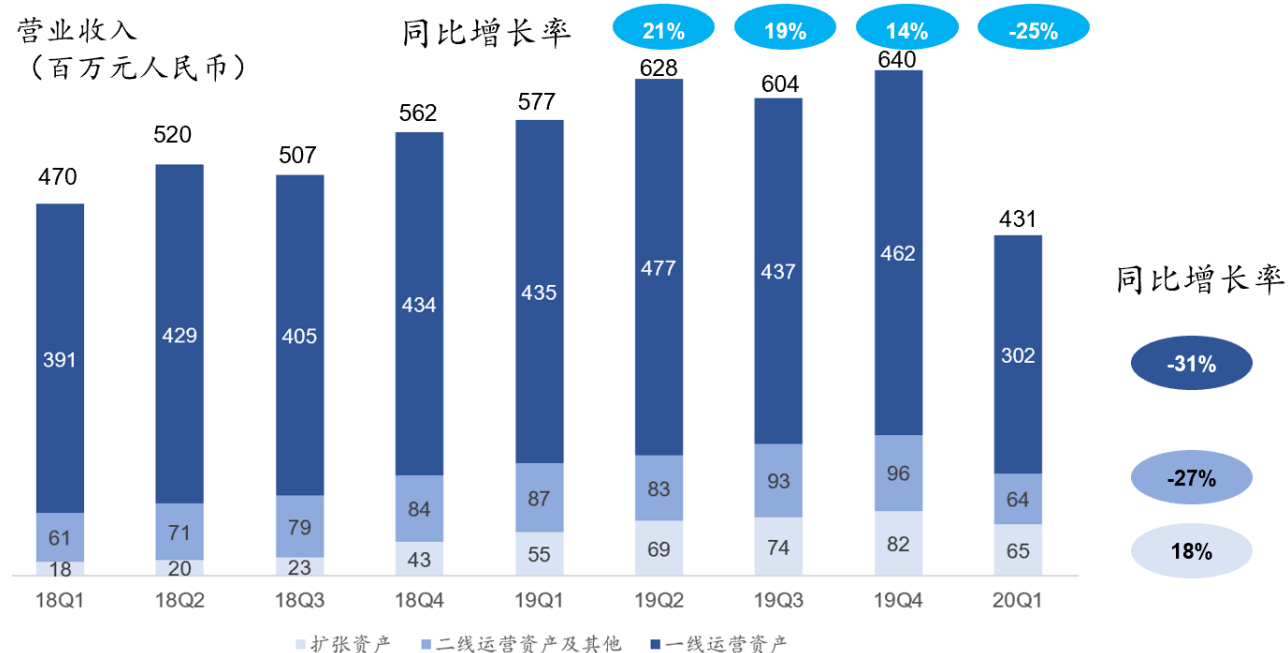
## 5. 2020Q1：业务发展对冲疫情影响

### 5.1 新冠疫情短期影响公司业绩

公司 2020 年一季度营收同比下降 25%。2020 年一季度，公司营业收入为 4.31 亿元，同比下降 25%。其中，一线城市运营资产营收为 3.02 亿元，同比下降 31%，受疫情影响最大。二线城市运营资产营收为 64 亿元，同比下降 27%。扩张资产营收为 65 亿元，同比增加 18%，扩张资产处于高速发展中，对冲疫情影响。



和睦家 2020Q1 营业收入情况

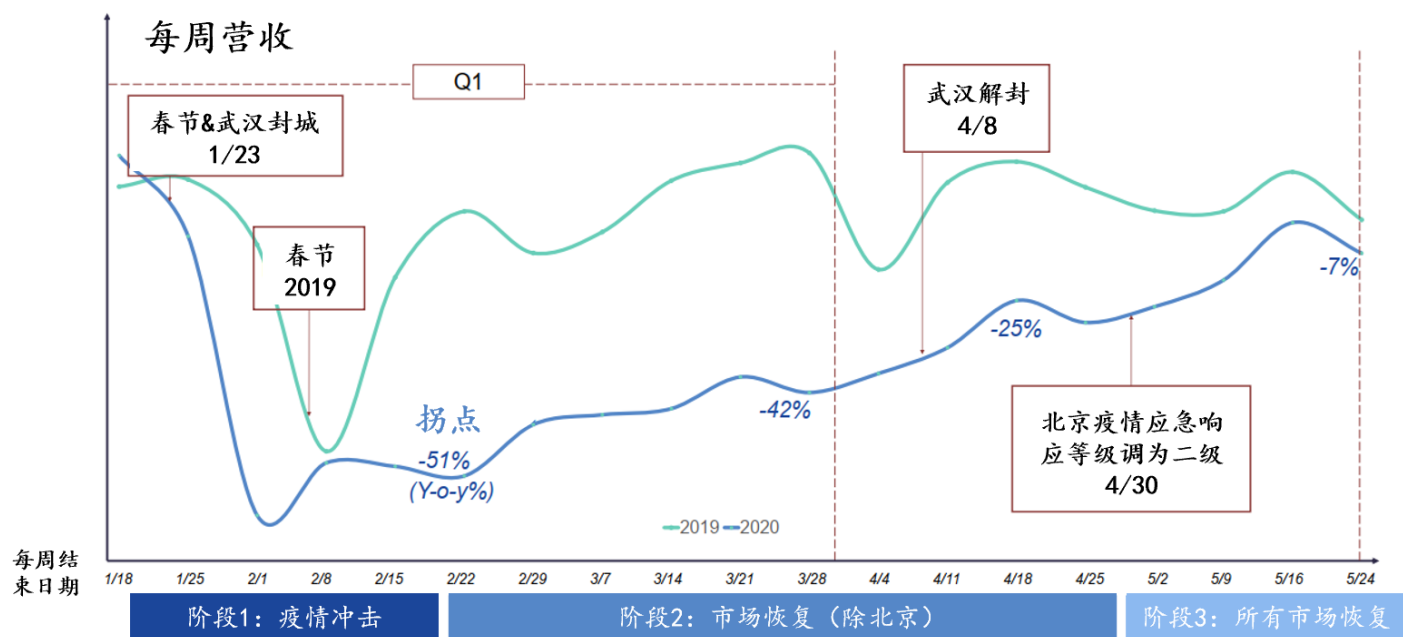


资料来源: 海通国际

**疫情爆发前, 公司2020年业绩实现高增长。**截至1月20日, 公司营收与EBITDA均符合预期。住院服务业绩增速明显, 总住院天数同比增长20%, 其中一线、二线城市的运营资产与扩张资产均实现两位数增长。门诊量保持稳定, 外科手术完成数量同比增长43%。

**疫情控制后公司营收稳步恢复。**在原有春节影响的基础上, 以武汉封城作为标志, 公司营收受疫情影响滑落明显, 低于去年同期, 最低时同比下降近一半。随着疫情缓和、市场恢复, 公司营收逐渐回升至同比仅下降25%。4月30日北京对疫情的应急响应等级下调为二级, 北京市场逐渐恢复, 截至5月24日, 公司营收已恢复至去年的93%。

疫情缓和后和睦家营收恢复情况



资料来源: 海通国际

## 5.2 疫情隐藏机遇，刺激业务发展

**新冠疫情下，公司庇护患者与员工，并致力慈善。**公司将和睦家医院中的发热患者与普通患者分开就诊，并在医院的所有入口设立体温检测站，限制病人的活动范围，要求保持安全社交距离。同时，公司利用全球供应链网络采购个人防护装备，发放给员工，并对所有员工进行控制流行病的相关培训。此外，公司将采购的医疗物资，捐赠给国内疫情前线的各家医院。捐赠的医疗物资包括29台呼吸机，配有750个呼吸机管路和32个呼吸面罩，15.5万对医用手套，5万个N95口罩，近4千个护目镜和185个可重复使用的面罩。

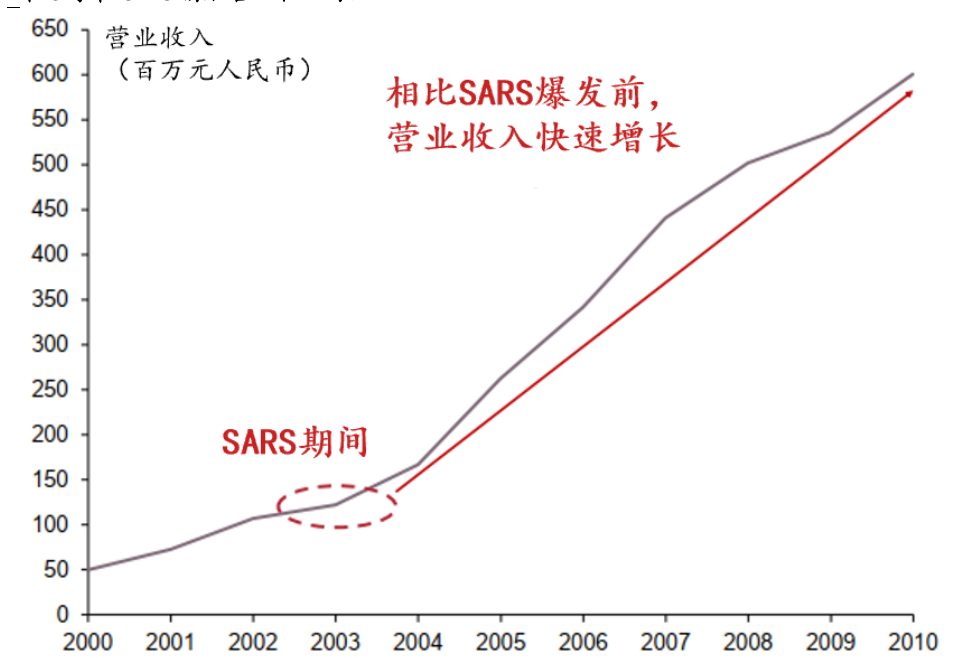
**自疫情爆发，公司收治的高复杂度专科患者数量剧增。**自二月开始，公司陆续收治多位其他医疗机构转诊来的高复杂度专科和ICU患者。疫情期间，公司旗下的启望肿瘤中心业绩向好，相较2019年营收同比增加40%，新增肿瘤患者服务同比增加92%。

**公司作为少数几个政府批准的提供新冠病毒PCR测试和抗体测试的全国性网络之一。**从四月中旬开始，迄今为止已对近5000名患者进行测试。同时公司向多家世界500强公司提供服务，对其员工和潜在客户进行新冠病毒批量测试。

**线上问诊服务提高公司知名度，打破线上线下载壁，致力提供完整线上线下医疗服务闭环。**公司在二月启动了在线咨询，覆盖了30多个医学专业领域。迄今为止，总计提供了约5000次在线咨询，其中约30%的患者是第一次接触和睦家，约8%的患者从线上问诊转到了和睦家的线下实体进行诊疗，和睦家现有患者使用线上服务后的线下复诊率在5月超过185%。2019年的线上预约同比增加265%，公司微信公众号的关注者数量从2009年的37.93万增加到2020年第一季度的639.6万。公司的医疗服务有望实现线上线下全覆盖，提供无缝医疗服务体验闭环。

新冠疫情刺激健康需求增加，私人医疗服务迎来发展机遇。在2003年SARS结束后，公司营业收入翻番，并在未来几年高速增长，增长率远高于SARS爆发前。疫情推动下，人们更加关注健康，医疗消费意愿增加，同时避免去拥挤的公立医院。此外，商业医疗保险保费收入增加进一步支持私人医疗服务的发展。公司长期致力于提供优质医疗服务，获得政府认可，网络内部分医疗机构在疫情期间被政府指定作为收治发热患者的医疗机构。

和睦家在 SARS 前后营业收入对比



资料来源：海通国际

## 6. 估值与投资建议

我们使用两种方法计算新风医疗的估值：EV/EBITDA 相对估值法和 DCF 绝对估值法。

### 6.1 相对估值

选择亚洲的医疗服务公司作为可比公司，包括锦欣生殖、爱尔眼科、IHH Healthcare Berhad (IHH)、Bangkok Dusit Medical Services、Raffles Medical Group 和 Bumrungrad，

使用 2021 年的 EV/EBITDA 确定目标价，可比公司 2021 年的 EV/EBITDA 范围为 16-42，均值 23。2021 年我们预测新风医疗 EBITDA 为 5.51 亿 RMB，取 EV/EBITDA 为 21-25 的话，对应企业价值为 116-138 亿 RMB (16.3-19.3 亿 USD)，对应市值约为 108-130 亿 RMB (15.1-18.2 亿 USD)，对应股价 12.37-14.73 美元。

可比公司					
上市公司	股票代码	市值 (US\$ mn)	EV (US\$ mn)	EV/EBITDA(x)	
				2020	2021
锦欣生殖	1951.HK	3,147	3,147	30	25
爱尔眼科	300015.SZ	20,919	21,367	57	42
IHH Healthcare	IHHH.KL	12,269	14,214	18	16
Bangkok Dusit	BDMS.BK	12,610	12,898	21	20
Raffles Medical	RAFG.SI	1,356	1,375	19	16
Bumrungrad	BH.THA	3,092	2,954	18	18
平均				27	23
新风医疗	NFH.N	1,038	1,054	30	25

数据来源: bloomberg 海通国际研究

## 6.2 DCF 估值

WACC:根据以下假设,得到 WACC 值为 11.2%

- 无风险收益率: 3%
- 股票风险溢价: 9%
- 风险系数: 1.1
- 税前债务资本成本: 6.2%
- 税率: 25%
- 税后债务资本成本: 4.5%
- 总债务/总资本: 20%
- 市场权益/总资本: 80%

乐观假设: 在永续增长率为 2%的假设下, 估值结果为 19.47 亿美元, 对应股价为 14.82 美元。

### DCF 估值 (乐观)

WACC		DCF Valuation	
Risk Free Rate	3.0%	Sum of PV of FCF	4,547
Market Risk Premium	9.0%	PV of Terminal Value	10,125
Equity Beta	1.10	Enterprise Value	14,672
Cost of Equity	12.9%	Add: Net Debt FY20	-812
Cost of Debt (Pre-tax)	6.0%	Equity Value (RMB)	13,860
Cost of Debt (After tax)	4.5%	Equity Value (USD)	1,947
Target Debt weight	20.0%	Stock Price (USD)	14.82
Target Equity weight	80.0%		
Tax Rate	25.0%	USD/RMB	7.12
WACC	11.2%	Terminal Growth	2.0%

数据来源: 海通国际

保守假设: 在永续增长率为 1%的假设下, 估值结果为 17.95 亿美元, 对应股价

为 13.66 美元。

DCF 估值（保守）

WACC		DCF Valuation	
Risk Free Rate	3.0%	Sum of PV of FCF	4,547
Market Risk Premium	9.0%	PV of Terminal Value	9,045
Equity Beta	1.10	Enterprise Value	13,592
Cost of Equity	12.9%	Add: Net Debt FY20	-812
Cost of Debt (Pre-tax)	6.0%	Equity Value (RMB)	12,780
Cost of Debt (After tax)	4.5%	Equity Value (USD)	1,795
Target Debt weight	20.0%	Stock Price (USD)	13.66
Target Equity weight	80.0%		
Tax Rate	25.0%	USD/RMB	7.12
WACC	11.2%	Terminal Growth	1.0%

数据来源：海通国际

### 6.3 估值方法

我们使用两种方法计算新风医疗的估值：EV/EBITDA 相对估值法和 DCF 绝对估值法。

根据 EV/EBITDA 相对估值方法，使用 2021 年的 EV/EBITDA 确定目标价，2021 年我们预测新风医疗 EBITDA 为 5.51 亿 RMB，取 EV/EBITDA 为 21-25 的话，对应股价 12.37-14.73 美元。

根据 DCF 绝对估值方法，假设 WACC=11.2%，永续增长率为 1%-2%的情况，对应股价 13.66-14.82 美元。

综合相对估值方法与绝对估值方法，取中间值，我们给与公司 14 美元目标价。

## 7. 风险提示

扩张不达预期，运营不达预期，市场竞争加剧风险。

政策变化风险。

医疗事故的风险。

## 财务报表分析和预测

					Balance Sheet (Rmb'm)				
						Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E
<b>Profit &amp; Loss (Rmb'm)</b>									
Total turnover	2,059	2,449	2,555	3,197	Total cash and equivalents	597	1,353	1,280	1,228
Cost of sales	-	-	-	-	Inventories	57.3	56.6	-	-
<b>Gross profit</b>	<b>2,059</b>	<b>2,449</b>	<b>2,555</b>	<b>3,197</b>	Account and other receivables	36	38	38	38
<b>Operating profit</b>	<b>(76)</b>	<b>(216)</b>	<b>102</b>	<b>410</b>	Trade receivables	181	215	225	281
Operating EBITDA	84	144	243	551	Other current assets	59	444	587	639
<b>Depreciation and amortisation</b>	<b>139</b>	<b>344</b>	<b>351</b>	<b>358</b>	<b>Total current assets</b>	<b>930</b>	<b>2,107</b>	<b>2,130</b>	<b>2,187</b>
<b>Operating EBIT</b>	<b>(54)</b>	<b>(201)</b>	<b>(109)</b>	<b>193</b>	Property, plant and equipment	1,895	1,963	2,111	1,909
Interest income (expense)	3	3	3	4	Intangible assets	1,093	2,585	2,585	2,585
Share of loss from an associate/JV	-	-	-	-	Other non-current assets	1,255	7,995	1,180	1,180
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(94)</b>	<b>(397)</b>	<b>106</b>	<b>414</b>	<b>Total non-current assets</b>	<b>4,243</b>	<b>12,542</b>	<b>5,876</b>	<b>5,674</b>
Taxation	60	62	128	160	<b>Total assets</b>	<b>5,172</b>	<b>14,650</b>	<b>11,884</b>	<b>13,445</b>
<b>Net Income</b>	<b>(154)</b>	<b>(459)</b>	<b>(22)</b>	<b>254</b>	Deferred revenue	-	-	-	-
Minorities	(24)	(29)	-	-	Trade and other payable	97	114	-	-
<b>Net Income to ord equity</b>	<b>(130)</b>	<b>(429)</b>	<b>(22)</b>	<b>254</b>	Bank borrowing	20	400	400	400
One-off expense	-	-	-	-	Other current liabilities	1,016	1,247	920	991
<b>Normalized net income</b>	<b>(130)</b>	<b>(429)</b>	<b>(22)</b>	<b>254</b>	<b>Total current liabilities</b>	<b>1,133</b>	<b>1,762</b>	<b>1,320</b>	<b>1,391</b>
					Deferred revenue	-	-	-	-
					Other liabilities	700	4,481	4,481	4,481
					<b>Total non-current liabilities</b>	<b>700</b>	<b>4,481</b>	<b>4,481</b>	<b>4,481</b>
					<b>Total liabilities</b>	<b>1,833</b>	<b>6,243</b>	<b>5,801</b>	<b>5,872</b>
					<b>Shareholder's equity</b>	<b>3,308</b>	<b>8,171</b>	<b>5,847</b>	<b>7,338</b>
					Minority interests	32	236	236	236
					<b>Total equity</b>	<b>3,340</b>	<b>8,407</b>	<b>6,083</b>	<b>7,573</b>
					<b>Total liabilities &amp; shareholders' equity</b>	<b>5,172</b>	<b>14,650</b>	<b>11,884</b>	<b>13,445</b>
<b>Cash flow (Rmb'm)</b>					<b>Key Ratios</b>				
	Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E		Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E
<b>Operating profit</b>	<b>(76)</b>	<b>(216)</b>	<b>102</b>	<b>410</b>	<b>Growth</b>				
Depreciation and amortisation	139	344	351	358	Revenue growth	12.6%	19.0%	4.3%	25.1%
Changes in working capital	132	34	64	127	Operating profit growth	-274.8%	182.8%	-147.5%	300.3%
Other operating cash flow	(63)	74	(489)	(660)	Net profit growth	-1087.9%	230.3%	-94.9%	-1256.9%
<b>Cash generated from operations</b>	<b>131</b>	<b>236</b>	<b>29</b>	<b>236</b>	<b>Margins</b>				
Capex	(839)	(826)	(102)	(128)	Gross margin	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Other investing cash flow	304	439	-	-	Operating EBITDA margin	4.1%	5.9%	9.5%	17.2%
<b>Net cash flow from investing activities</b>	<b>(535)</b>	<b>(387)</b>	<b>(102)</b>	<b>(128)</b>	Operating margin	-3.7%	-8.8%	4.0%	12.8%
Change in borrowings	-	26	-	-	Pretax profit margin	-4.6%	-16.2%	4.1%	12.9%
Proceeds from changes in capital	132	34	64	127	Tax rate	2.9%	2.5%	5.0%	5.0%
Other financing cash flow	-28	-260	-64	-287	Net profit margin	-7.5%	-18.7%	-0.9%	7.9%
<b>Net cash flow from financing activities</b>	<b>104</b>	<b>(200)</b>	<b>-</b>	<b>(160)</b>	<b>Key Ratios</b>				
Cash at beginning of period	597	1,353	1,280	1,228	ROE	-3.9%	-5.3%	-0.4%	3.5%
<b>Net change in cash</b>	<b>(300)</b>	<b>(351)</b>	<b>(73)</b>	<b>(52)</b>	ROA	-2.5%	-2.9%	-0.2%	1.9%
Forex effects	-	-	-	-	Capex/revenue	-40.8%	-33.7%	-4.0%	-4.0%
<b>Implied cash at end of period</b>	<b>1,353</b>	<b>1,280</b>	<b>1,228</b>	<b>1,325</b>	Current ratio (x)	0.8	1.2	1.6	1.6
<b>Free cash flow</b>	<b>(708)</b>	<b>(590)</b>	<b>(73)</b>	<b>108</b>	Debtor days	32	32	32	32
					Sales/avg assets	2.2	1.2	1.2	1.5
					<b>Credit analysis</b>				
					Debt/EBITDA (x)	8.3	31.1	18.5	8.1
					Debt/equity	21%	53%	74%	59%
					Net debt to equity	3%	37%	53%	43%

资料来源：招股书、年报、海通国际



## APPENDIX 1

### Summary

#### Investment recommendation

- **UFH was relisted after privatization and all parties involved benefited.** In 2014, former shareholders (TPG capital and a large pharmaceutical conglomerate in China) privatized the listed parent company of UFH. In 2019, New Frontier Corporation acquired a 100% equity stake of UFH in the form of a Special Purpose Acquisition Company (SPAC) and changed its name to New Frontier Health (NFH). The new shareholders shall provide all-round support to the listed company so that all parties can benefit from this transaction.
- **Leading high-end medical services Provider in China.** Public hospitals in China are heavily criticized, leaving room for private high-end hospitals to develop. UFH's advantages lie in the following aspects: it attracts high-quality doctors through high salary and sound system to ensure the professionalism of doctors; it boasts a long history, general medical support, Da Vinci surgical robot and other advanced equipment, and complete qualifications; it is the most well-known private medical brand in China, with outstanding edge in all aspects and strong pricing power; it has complete commercial medical insurance coverage. UFH is a leading high-end medical services provider in China.
- **Cost rate should decrease with scale.** The company failed to make profits mainly due to the high labor costs, depreciation and amortization, and rental costs. After being acquired and re-listed, UFH can reduce its cost rate as the scale effect shows. Its labor costs are expected to drop from the current 53% to 45%. Without considering the change of IFRS standards, depreciation and amortization may stabilize at about Rmb300mn annually in the future, and the overall rental costs may not exceed Rmb250mn in the next few years.

#### Valuation

We expect the company's FY20-22 revenue to be Rmb2.555/3.197/3.868bn and EBITDA to be Rmb242/551/806mn respectively. Our target price of US\$14.00 is based on our DCF absolute valuation and our EV/EBITDA relative valuation,. We initiate coverage with a BUY rating.

#### Risks

The main risks to our rating and the attainment of our target price are expansion and operations not meeting our expectations, market competition intensifying, and policies changing.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japaninvest KK (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，余文心，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Wenxin Yu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Linda Shu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Linda Shu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Hahn Zhang，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Hahn Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

300015.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

300015.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

### 评级定义（从 2019 年 9 月 1 日开始执行）：

### 评级分布 Rating Distribution

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：买入、卖出或中性。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**买入**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**卖出**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 September 2019):

Haitong International uses a relative rating system using Buy, Neutral or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

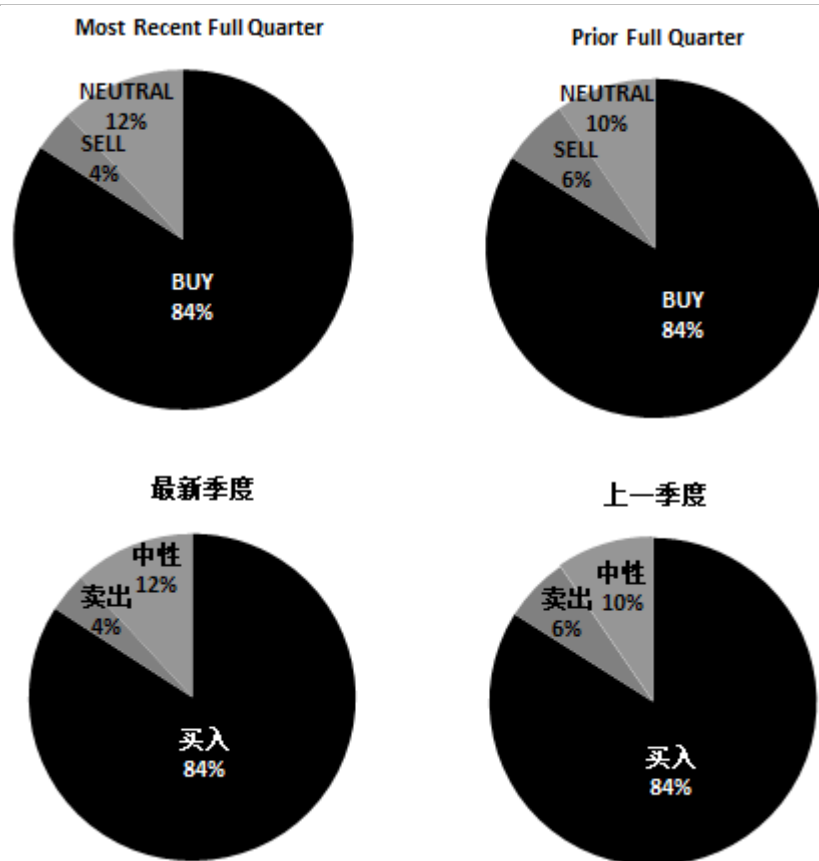
#### Analyst Stock Ratings

**BUY (B):** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral (N):** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL (S):** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows:** Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.



#### 截至 2020 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	买入	中性 (持有)	卖出
海通国际股票研究覆盖率	84%	4%	12%
投资银行客户*	7%	0%	2%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2019 年 8 月 31 日）：

**买入**，未来 12 个月内高于 15% 涨幅的绝对上行表现预期

**卖出**，未来 12 个月内高于 15% 跌幅的绝对下跌表现预期

**中性**，指上行或下跌程度不足以做出买入或卖出评级的股票。

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2020

	BUY	Neutral (hold)	SELL
HTI Equity Research Coverage	84%	4%	12%
IB clients*	7%	0%	2%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

**Previous rating system definitions (until 31 August 2019):**

BUY ≥ 15% absolute upside performance expected within the next 12 months

SELL ≥ 15% absolute downside performance expected within the next 12 months

NEUTRAL: A stock under coverage with insufficient upside or downside to justify a BUY or SELL rating.

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**重要免责声明:**

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 ("HTISGL") 的全资附属公司海通国际研究有限公司 ("HTIRL") 发行，该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK") 的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL") 所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 ("HTISG") 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 ("HTISG") 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

**IMPORTANT DISCLAIMER**

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express



or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organisational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决策。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的"美国主要机构投资者"("Major U.S. Institutional Investor")和"机构投资者"("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S.

Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201306644N] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由从事投资顾问及受日本财务省关东财务局所监管的 Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK") 所发布，本项研究仅提供给《日本金融商品交易法》中界定的“合格机构投资者”。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第 03/1102、03/1103 或 03/1099 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE")（统称为「印度交易所」）研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements,



Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201306644N. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Japaninvest KK (“HTIJKK”), which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan. This research report is solely and exclusively directed at, and made available only to “Qualified Institutional Investors” as defined in the Financial Instruments and Exchange Law of Japan.

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2020. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>