

投资要点

目标价:	11.10 港元
现价:	7.84 港元
预计升幅:	41.58%

➤ 营收稳定增长，盈利能力持续增强：

21 年全年，威高股份实现总收入 131.52 亿元，较 20 年同比增长 13.2%，各板块收入均录得了正增长。公司凭借丰富的产品组合，有效抵御了带量采购带来的冲击。22 年整体收入的增长目标是 15%。中国地区实现收入 104.95 亿元，同比增长了 15.5%，占总收入的 79.8%；海外出口（非防疫产品）增长 25%。盈利能力持续增加，21 年公司 EBITDA 为 40.5 亿，同比增长 22.0%，EBITDA 利润率提升至 30.8%，21 年经营活动净现金流达到 30.35 亿元，同比增长 12.5%。

重要数据

日期	2022-06-20
收盘价 (港元)	7.84
总股本 (亿股)	45.71
总市值 (亿港元)	358.34
净资产 (亿元)	209.07
总资产 (亿元)	303.67
52 周高低 (港元)	7.39/20.48
每股净资产 (元)	4.57

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 制造业基础有望抓住集采机遇，数字化战略提升研销能力：

通用耗材集采执行后 21 年整体收入较 19 年保持了 10% 的增长，利润率下降 4%，客户数量上升 700 多家；高值耗材对经营数据影响较小。公司拥有扎实的制造业基础，可以满足集采对价格和质量的需求。积极拓展数字化管理水平，21 年数字化产品销售超 5 千万，和医疗耗材产品实现协同销售，极大的提升了临床对威高产品的粘性。持续研发投入以扩大平台优势，21 年全年公司研发开支达到 4.92 亿元，占总收入的 3.7%，1-3 年内陆续会有几十个产品获批。

➤ 骨科龙头优势凸显，药包业务景气依旧：

威高骨科是国内的骨科行业龙头，脊柱类、创伤类及关节类产品市占率分别占全国该细分领域市场的第一、第二和第三，在研产品丰富，有望支撑业绩增长。截至 21 年底预灌封的产量超 6 亿支，正以 30% 的增长率持续提升，用在新冠疫苗上的占比不到 20%，即使新冠疫苗的需求结束以后，供需关系短时间也不会改变，行业高景气度预计持续三年以上，未来几年有望进入爆发增长期。

➤ 战略并购爱琅、拉德索斯加速介入及血液业务：

爱琅 21 年收入同比增长 20.8%，中国市场增速大约达到两倍，EBITDA 利润率为 33% 左右；预计未来三年将保持两位数的年增速。21 年上半年完成了收购拉德索斯，其在血液辐射技术及仪器行业具备领先地位，21 年收入增速达到 28.6%。21 年开始血站设备销量进入快速增长期，超过同期的 35%。

➤ 维持“买入”评级,目标价 11.10 港元：

公司是领先医疗器械整体解决方案供应商，多产品组合有效抵御集采风险，新品陆续推出维持业绩增长。我们调整了 22-24 年收入预测至 131.52、151.33、203.19 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 0.61、0.73、0.87 元人民币，对应 23 年预测的 13 倍 PE，调整目标价至 11.10 港元，较现价有 41.58% 的涨幅空间。

主要股东

威高集团有限公司 (45.94%) :

相关报告

深度报告: 领先医疗器械整体解决方案供应商-20211112

更新报告: 集采下龙头优势凸显, 药包业务高速增长-20210531

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519164

Email: linxq@gyqz.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	2,750.65	4,447.48	5,370.77	6,105.14	6,905.89
同比增长 (%)	17.9%	11.9%	13.2%	15.1%	15.8%
净利润	2086	2245	2748	3306	3918
同比增长 (%)	11.9%	7.6%	22.4%	20.3%	18.5%
净利润率 (%)	18.0%	17.1%	18.2%	18.9%	19.3%
每股盈利 (元)	0.46	0.50	0.61	0.73	0.87
PE@7.84HKD	14.34	12.82	10.99	9.18	7.71

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

報告正文

營收穩定增長，盈利能力持續增強：

21 年全年，威高股份實現總收入 131.52 億元，較 20 年同比增長 13.2%，各板塊收入均錄得了正增長。公司憑借豐富的產品組合，有效抵禦了帶量採購帶來的沖擊，其中預灌封注射器銷售收入同比增長 35.2%，麻醉及手術產品收入增長 28.3%，業績表現優異。

公司收入結構持續優化，抗風險能力更強。醫療器械產品 21 年收入實現 62.35 億元，較 20 年同比增長 8.4%，占 21 年總收入的 47.4%，較 20 年占比下降了 2 個百分點，其中臨床護理業務實現營收額 45.75 億元，同比增長 7.2%，憑借豐富產品組合，彌補了新冠疫情臨床開放受限所導致的需求下降，預計將繼續于該領域市場保持優勢地位。骨科產品 21 年實現營收 21.27 億元，同比增長 21.7%，占 21 年總收入的 16.2%，公司通過進一步鞏固在脊柱領域的市場地位、加大關節產品市場推廣，以及渠道下沉、搭建物流平台等措施，較好的拉動銷售增長。藥品包裝業務依舊保持着高增速，21 年實現營收 20.4 億元，同比增長 20.4%，進一步擴大在生物製藥包裝領域的市場影響力，形成廣泛客戶基礎。介入類產品實現 17.73 億元，同比增長 10%，按固定匯率計算的收入較去年增長 16.8%。主要是美國愛琅公司銷售額增長明顯，美國愛琅產品在中國市場的銷售取得顯著進展。血液管理實現 9.77 億元，同比增長 19%。**22 年整體收入的增长目标是 15%。**

劃分地區收入方面，**中國地區實現收入 104.95 億元，同比增长了 15.5%，占总收入的 79.8%**；美國地區實現收入 11.46 億元，同比增長 0.5%，銷售收入占总收入的 8.7%；亞洲地區收入實現 7.01 億元，銷售收入增長迅速，同比增長 21.1%，占总收入的 5.3%；歐洲、中東及非洲地區收入實現 5.02 億元，同比略有下滑 0.2%；其他地區實現 3.08 億收入，同比下滑 0.6%。海外市場取得較好成績：海外收入 26.6 億元，占收入達到 20%。**海外出口（非防疫產品）增長 25%**，按固定匯率計算，愛琅收入增長 20.8%。

盈利能力持續增加。21 年實現毛利 72.69 億元，同比增長 11.8%；毛利率由 20 年的 55.9% 下滑到 55.3%，主要由於產品結構產生了變化所致，毛利率小於 60% 的常規產品收入占比由 20 年的。公司擁有人應占純利 22.45 億元，同比增長 7.6%。21 年公司 EBITDA 為 40.5 億，同比增長 22.0%，EBITDA 利潤率提升至 30.8%。公司 21 年股東回報率實現 13.1%，同比增長 1.1 個百分點。

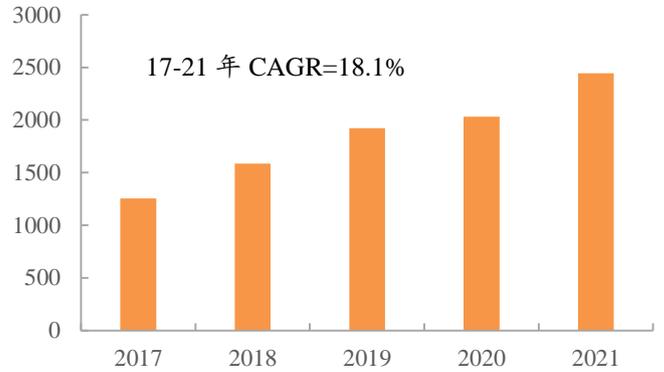
公司擁有良好的財務狀況，**淨經營現金流持續強勁增長**，21 年經營活動淨現金流達到 30.35 億元，同比增長 12.5%；21 年資本開支達到 10.71 億元，同比增長 19.5%；基於持續的資本開支，公司有了扎實的製造業基礎，包括豐富的產能、

自动化水平、供应链管理能力和成本控制能力，公司自由现金流稳定增长，21年达到19.64亿元人民币。

图 1: 公司近几年财报营收情况 (百万元)



图 2: 公司近几年归母净利润情况 (百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 3: 21 年公司收入细分情况

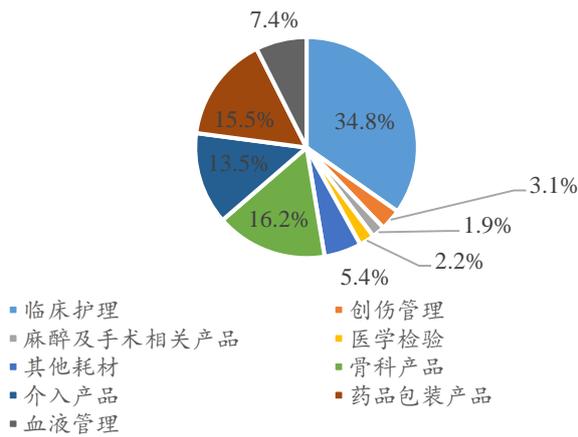
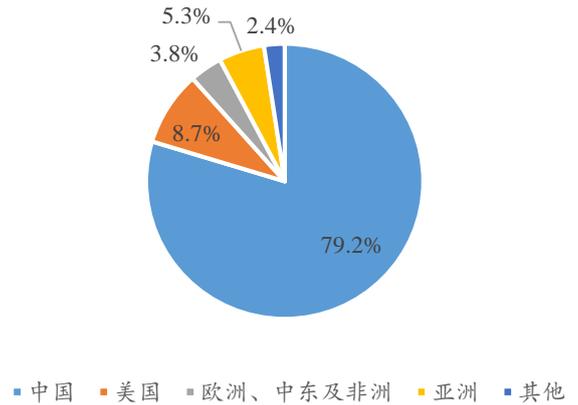


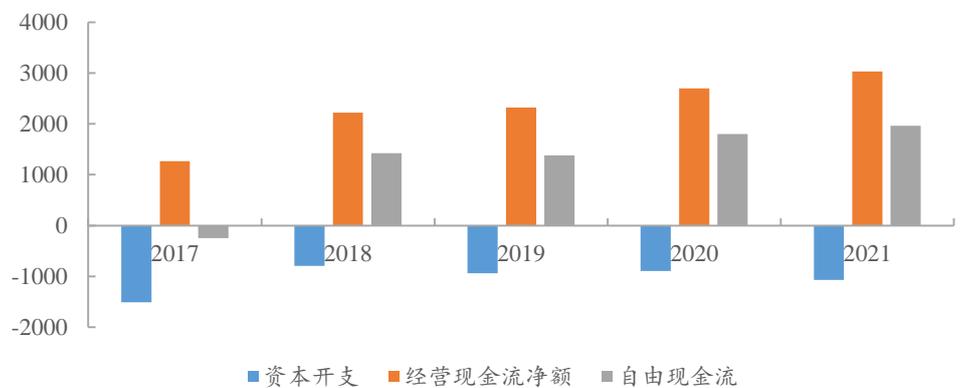
图 4: 21 年业务地区分布



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 5: 公司近几年现金流与资本开支情况 (百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

制造业基础有望抓住集采机遇，数字化战略提升研销能力：

带量采购方面，通用耗材集采范围在 50%左右，价格降幅在 50%-69%，从 21 年的统计数据来看，执行带量后客户的整体收入比 19 年还能保持 10%左右的增长，带量产品的利润率较之前有 4%左右的变化，客户数量上新开发的客户大概有 700 多家，对通用耗材净利润影响大概是 1.4 亿左右。对于高值耗材，产品价格降幅在 50%-80%，从报表端来看整体的经营结果、经营数据影响较小。**公司拥有扎实的制造业基础**，在自动化水平、材料学、成本控制、产能布局、质量控制等方面有明显优势，**可以充分满足带量采购对价格和质量的需求**。持续提升生产制造数字化管理水平，积极布局新材料、新技术、新工艺，维持和提升制造业的竞争力优势。

公司继续提升数字化管理水平，积极提升生产、研发、市场的竞争力，从而开拓新的增长点，以制造业的产品加上医疗运营服务的产品体系，通过为临床提供高端的信息服务，提升整体的竞争力。在数字化产品方面，已经推出移动护理系统、智慧病房、移动护士通及正在开发即将试点医院进行装机的 HIS 系统医院管理的信息系统，这个信息系统可以为医院提供比以前更加智能化、便捷化的门诊管理、住院管理以及药房管理，更能满足对云存储、区域医疗以及现在提倡的医联体的需求。已经推出的移动护理系统、智慧病房等使医院的临床护理工作更信息化和智能化，**21 年数字化产品销售超 5000 万，数字化的产品和医疗耗材的产品实现协同销售，极大的提升了临床对威高产品的粘性**。公司为护士群体打造了护士通的服务平台，目前已经覆盖了 600 多家医院，几十万名护士，今年预计要把系统覆盖到 100 万护士，有助于提升对医院、医护人员的服务能力。今年还将推出了医院的院内机器人，为医院院内物流、灭菌、防疫以及医疗废物的回收处理等服务提供了智慧化的解决方案，有效减少医护人员的工作压力，避免交叉感染。未来也会陆续推出护理重症系统、慢病管理及随访系统、急诊信息的系统以及各个专业科室的护理系统等。

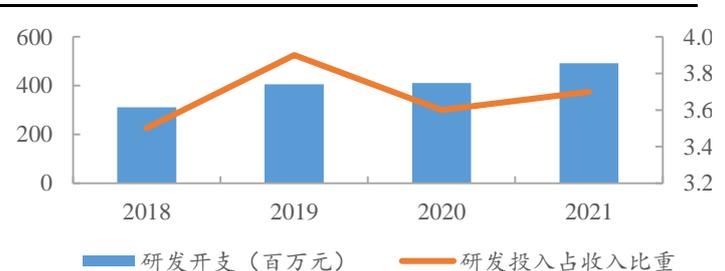
公司目前已在国内建立起庞大的销售网络，包括 35 个销售分公司、48 个客户服务中心、以及 2846 名销售代表，分布于全国 224 个城市。收购爱琅后，其在美国拥有一支极具专业素养的销售团队，分销网络扩展到全球逾 88 个国家，产品销往美国、欧盟、俄罗斯、南非、巴西等 88 个国家和地区。

公司持续研发投入从而扩大平台优势。对原有的产品进行更新迭代、功能改善、新材料应用、成本控制；对于新的产品，通过在上海、苏州设立研发中心，引进相应专业研发人才，重点进行关键技术瓶颈攻关、重大单项产品研发。21 年全年在中国新获得的产品注册证书有 40 张，新获得的专利产品有 144 个。截至 21 年底，威高股份在中国共拥有 554 张产品注册证书，海外共拥有 742 张；国内有 29

个产品政策申请注册证书，海外有 181 个；国内和海外分别拥有专利产品 652 个和 193 个；同时国内和海外正在申请专利的专利数分别达到 161 个和 13 个。**21 年全年公司研发开支达到 4.92 亿元，占总收入的 3.7%，较 20 年略微上升 0.1 个百分点。**今后的 1-3 年陆续会有几十个产品获批，有利于形成细分领域产品集群，例如呼吸、麻醉、泌尿这几个细分领域，不断提升领域的竞争力。介入板块的血栓清除系统是全球首个应用于血管通路的血栓清除系统，今年 2 月份在美国获批，未来也会将这个产品引入到中国，完善爱琅中国介入产品线。即将获批的骨科板块可吸收的带线锚钉有助于完善运动医学领域的产品组合，peek 材料的颅骨修复材料将骨科拓展到神经外科；椎间孔镜、关节镜等产品也将于今年年底获批；积极布局的生物智能植入物可以实现植入物信息化的采集和跟踪，进一步提升术后康复的质量。在药品包装领域陆续布局了配套高端药品的一次性使用的自动注射笔、干粉式的预充注射器等，有助于与药品生产企业紧密联系，满足不同的产品需求，持续推动药品包装的升级，更加敏锐的洞察到包材行业的发展机遇，提前做好布局。通过构建产品多元、完整的产品线，满足或超越客户需求，将产品线做宽，将单一产品做精。

表 1：威高客户（截止 21 年 12 月 31 日）

	新增客户	国内客户总计	海外总计
医院	461	3115	3540
血战	-	414	-
其他医疗单位	116	1101	1631
经销商	731	3552	1921
总计	1308	7982	7092

图 6：研发开支及占收入比例


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

骨科龙头优势凸显，药包业务景气依旧：

威高骨科是国内的骨科行业龙头，在脊柱、关节、创伤和运动医学等主要细分领域，都有很强的市场竞争力，其分拆在 A 股上市为威高的骨科业务提供了更多元化的融资渠道，可以更好应对骨科带量采购的压力，并抓住行业整合的机会，提升市场份额，增强竞争力。骨科业务包括创伤、脊柱植入物，人工关节，运动损伤、软组织修复及重建植入物、骨填充材料、骨科相关手术工具等。21 年脊柱类产品实现收入 10.2 亿元，同比增长 24.9%；创伤类产品实现收入 6.09 亿元，同比增长 13.3%；关节类产品收入实现 4.69 亿元，同比增长 15.3%。**脊柱类、创伤类及关节类产品市占率分别占全国该细分领域市场的第一、第二和第三，行业地位优势明显。**

21 年下半年高值骨科耗材集采陆续开展，22 年相关集采将会进入执行期，应对集采政策推进，公司积极投入研发，威高骨科 21 年研发费用 1.2 亿，同比增长 47%，

同时取得了与运动医学相关的产品注册证，适用于膝关节韧带重建术中固定骨-肌腱-骨或软组织移植物，除此外市场份额相对较为薄弱的细分领域积极投标，充分利用集采来提高产品进院率，从而扩大细分领域的市场份额，提升产品优势。在21年十二省市创伤集采，公司锁定板产品、旗下品牌邦德创伤产品的髓内钉、威高海星锁定板中标价格均相对较高，而在国内市场份额占比仅3.53%的人工关节集采投标中，公司海星医疗、北京亚华两个品牌的所有关节产品全部中标。

从整个骨科市场来看，目前创伤治疗市场的国产化率最高，国产的创伤骨科植入物国产化率较高，脊柱市场目前正处于加速国产替代的进程中，国产化率最低的关节产品目前仍与进口产品存在一定高度差异，需要时间实现进口替代。今年5月初，《国家组织记住类医用耗材集中带量采购方案（征求意见稿）》发布，脊柱类产品国内参与者较关节类更多，目前威高股份脊柱类产品在中国市场市占率排名第一，拥有威高骨科、北京亚华和威高海星三个品牌，有望在即将到来的脊柱类集采中抓住市场渠道拓展机遇，发挥全产品线、多品牌优势，执行渠道下沉的销售策略，加强二级医院的开发，提高市场占有率，最大限度的发挥产能优势和模块化生产优势，实现生产水平行业持续领先。目前集采已经公布的价格均在公司的预期范围中，从创伤、关节集采的结果来看，进医院的数量实现翻倍，销量和市场份额均有大幅的提升。

骨科在研产品丰富，新产品的陆续推出有望支撑业绩增长。在研的膝关节新材料耐磨，没有金属离子、骨头结节，可以使患者术后感觉良好；有活性的动物打印3D打印钛合金的产品目前临床试验已经完成，是一款可以有效降解吸收且促进骨折愈合的3D打印的材料；有活性骨水泥的材料预计在今年的6月份会取证；陶瓷头预计也会在6月份取证；新型的骨植入材料上带有传感器，通过手机端信息的获取与分析能提高患者的愈合速度，实时监控患者愈合融合的过程，使患者得到个性化、智能化的治疗，以及为患者术后的康复与训练提供全周期的帮助。除此外，关节等离子进口设备的调试已经完成并已量产，能节省较大的成本。

截至21年年底预灌封的产量超6亿支，产能正在以30%的增长率持续提升，三年有望实现产量翻倍，预灌封注射器早期就已经处于供不应求状态，新冠疫情以来加剧了对预灌封的需求，按用途比例来看，用在新冠疫苗上的预灌封注射器不到20%，即使新冠疫苗的需求结束以后，供需关系短时间也不会改变，行业高景气度将会持续三年以上，未来几年有望进入爆发增长期。除新冠疫苗，公司将协助潜在的创新企业客户做好研发及申报工作，在生物药研发获批加速背景下，研发伴随率超过90%以上；威高还将紧紧抓住药品包装升级的机会，虽然带量采购影响注射剂的价格，但对注射剂包装起到很大的促进作用，预灌封注射器包装存在一定的溢价，推动企业主动的升级的包装；除此外公司还面临中国注射剂出口的

机会，近几年中国注射剂国际市场竞争力加剧，海外出口加速，预计趋势将会持续；加强研发，不断完善产品组合，包括自动注射、安全注射，以满足不同药品的个性化需求，为制药企业提供全方位的包装解决方案，加强粘性，成为长期的战略伙伴。

战略并购爱琅、拉德索斯加速介入及血液业务：

18年起爱琅产品纳入威高介入产品业务线，主要涉及肿瘤介入、血管介入和影像介入领域。爱琅医疗是全球领先的介入治疗产品生产厂商，其核心产品活检系列、血管系列和引流导管系列在美国市场领先优势明显，按固定汇率计算爱琅21年收入同比增长20.8%，中国市场的收入增长更快，整个中国市场增速大约达到两倍，盈利能力较好，EBITDA利润率在33%左右，表现稳定。整体业绩符合预期的，全球化的运营、产品研发布局、市场开发及供应链管理上都表现较出色，拥有比较强的现金流，具有成熟的全球化运营的管理团队及业务拓展的能力。爱琅未来通过持续并购，外周血管介入方面，包括活检系列产品将不断的完善，从而延伸产品线。关于研发情况，去年二代的下腔静脉滤器、二代的活检针已经获批，今年2月用于深静脉的二代血栓清除系统也拿到了510(k)，产品市场潜力巨大，预计销售额峰值能达到7000万美元到1亿之间，今年就可以进行销售。22年计划有8-9个产品获批取证，爱琅中国也在不断的引进美国的产品，在国内市场进一步的开拓，经过磨合，国内的经销商对爱琅的信心加强，21年爱琅中国在爱琅全球的收入中占14%，预计这个比例未来几年也会持续提升，爱琅在未来三年有望保持两位数的年增速。

公司于21年上半年完成了收购拉德索斯，其是血液X射线辐射医疗设备制造商，在血液辐射技术及仪器行业具备领先地位，通过收购，将进一步完善威高在血液管理领域的产品组合，而且开拓了科研实验室市场，按固定汇率计算，拉德索斯收入增长28.6%。

21年威高血液管理业绩实现20%的增长，期间与全球的知名公司合作，采用了客户体验感最好的采血针的品牌之一，同时引进了优质技术，使存量产品的技术和质量得到了明显提升，进一步巩固了国际产品销量，也提升了产品的出口优势，从而获得了出口客户较大订单量。21年开始血站设备销量进入快速增长期，超过同期的35%，近年公司用于血液采集、成分制备、血液存储等设备陆续开发上市。近年威高血液的发展重点将聚焦在血液制备的耗材开发和配套用的设备推广上，有国内首家获批上市的手工去白血小板牌子及产品注册证、配套用技术，并完善其相关设备及操作平台的建设，为血站开展该项目技术创造了条件，同时提供了

质量保证，增加临床应用的可靠性。引进核黄素病原体灭活技术，提升国内血液制品的安全性、有效性，来推动公司在今后一段时间保持业绩高速增长。

威高目前拥有稳定的现金流，有很强的境内外股权、债权融资的能力，能够保证公司各个积极的培育和布局一些新的业务板块，使之成为新的增长点，公司后期并购以围绕现有的业务板块完善产品组合，寻求布局收购的机会，尤其关注创新性的医疗器械公司，因为带量采购，跨国企业在中国市场也会寻找合作机会，这是国家政策的变化带来的市场机遇；公司也会通过收购和战略投资布局新的领域、开拓新的增长点，比如消费医疗类的牙科、生物制药以及疫苗等领域。

维持“买入”评级，目标价 11.10 港元：

公司是领先医疗器械整体解决方案供应商，多产品组合有效抵御集采风险，新品陆续推出维持业绩增长。我们调整了 22-24 年收入预测至 131.52、151.33、203.19 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 0.61、0.73、0.87 元人民币，对应 23 年预测的 13 倍 PE，调整目标价至 11.10 港元，较现价有 41.58% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

集采影响；

新品研发不及预期；

财务报表摘要
损益表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	11622	13152	15133	17530	20319
销售成本	-5123	-5883	-6704	-7731	-8900
毛利	6499	7269	8429	9799	11419
其他收入	34	1	15	15	15
分销开支	-2529	-2662	-3042	-3506	-4044
行政费用	-1089	-1112	-1301	-1525	-1788
经营盈利	2490	3005	3510	4074	4752
财务开支	-65	4	-31	-14	-22
应占联营公司利润	9	69	76	84	92
其他开支	-58.0	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4
税前盈利	2565	2842	3414	4049	4750
所得税	-358	-415	-484	-561	-650
少数股东应占利润	-120	-182	-182	-182	-182
其他全面收入	0	0	0	1	2
净利润	2086	2245	2748	3306	3918
折旧及摊销	709	724	869	1042	1251
EBITDA	3199	3728	4379	5117	6003
增长					
总收入 (%)	11.9%	13.2%	15.1%	15.8%	15.9%
EBITDA (%)	7.2%	16.5%	17.4%	16.8%	17.3%
净利润 (%)	11.9%	7.6%	22.4%	20.3%	18.5%

资产负债表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	5666	6629	7648	9140	11191
其他短期投资	369	514	575	644	722
应收账款	5958	6046	5913	5822	5736
存货	1563	1735	1198	832	579
其他流动资产	340	761	837	921	1013
流动资产	14366	16113	16609	17806	19696
固定资产	5363	5712	5883	6059	6241
商誉及无形资产	5519	5227	5436	5653	5880
土地使用权	414	404	406	408	406
其他非流动资产	529	997	1007	1017	1027
非流动资产	13591	14254	15139	15545	15961
总资产	27957	30367	31748	33351	35657
流动负债	4598	5113	5026	5017	5022
应付帐款及票据	1835	1669	1686	1702	1720
短期银行贷款	306	601	571	543	516
其他短期负债	2172	2520	2571	2622	2674
非流动负债	4481	4347	4306	4594	4731
长期银行贷款	4017	3455	3628	3809	4000
其他负债	464	891	678	785	731
总负债	9079	9460	9332	9611	9753
少数股东权益	845	1640	1640	1640	1640
股东权益	18878	20907	22416	23740	25904

财务分析

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	55.9%	55.3%	55.7%	55.9%	56.2%
EBITDA 利率 (%)	27.5%	28.3%	28.9%	29.2%	29.5%
净利率 (%)	18.0%	17.1%	18.2%	18.9%	19.3%
ROE	11.1%	10.7%	12.3%	13.9%	15.1%
ROA	7.5%	7.4%	8.7%	9.9%	11.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	9.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%
实际税率 (%)	14.0%	14.6%	14.2%	13.9%	13.7%
股息支付率 (%含优先股)	33.6%	29.1%	26.2%	26.3%	0.0%
库存周转天数	100	102	80	48	29
应付账款天数	131	104	92	80	71
应收账款天数	187	168	143	121	103
财务状况					
资产负债率	32.5%	31.2%	29.4%	28.8%	27.4%
收入/总资产	41.6%	43.3%	47.7%	52.6%	57.0%
总资产/股本	1.48	1.45	1.42	1.40	1.38

现金流量表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2087	2245	2748	3306	3918
折旧与摊销	709	724	869	1042	1251
营运资本变动	-167	-205	-236	-271	-312
其他非现金调整	159	272	33	4	0
营运现金流	2788	3035	3413	4081	4857
资本开支	-996	-1117	-1139	-1162	-1185
其他投资活动	1380	-362	-390	-401	-412
投资活动现金流	384	-1479	-1529	-1563	-1597
负债变化	-1057	-213	-296	-389	-494
股本变化	259	188	0	0	0
股息	701	653	719	790	870
其他融资活动	-294	140	142	143	144
融资活动现金流	-1794	-538	-873	-1037	-1219
汇率变动影响	-57	-54	9	10	11
现金变化	1322	963	1019	1491	2051
期初持有现金	4344	5666	6629	7648	9140
期末持有现金	5666	6629	7648	9140	11191

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313