

香港医思医疗 (2138 HK)

医美服务供应商首选

- ❖ **香港医美龙头拓展多样化医疗服务。**据佛若斯特莎莉文统计，就 2016 年收入计算，香港医思医疗是香港最大的医美服务供应商。公司提供一站式的医疗服务，包括医学美容、传统美容、牙科、体检、脊椎治疗、健康管理及销售美容健康产品。香港医思医疗已经从一个专注医学美容的医美公司转型为一个提供多样化医疗服务的综合医疗服务供应商。
- ❖ **新医疗业务将给公司添加增长动力。**我们认为未来公司的新医疗业务，如新成立的体检业务，新收购的脊椎业务以及牙科业务，将受益于公司现有的客户基数以及交叉销售，保持强劲增长动力。未来有关皮肤科、眼科、耳鼻喉以及妇科的潜在收购项目将继续支撑公司的业务增长。
- ❖ **医疗旅游推动业务增长。**2017 财年，大陆客户贡献收入共计 2.4 亿港元，总收入占比 25%（对比 2016 财年的 14%），其中 92% 来自访港的大陆游客，8% 来自于中国地区诊所。医疗旅游大陆客户贡献收入从 16 财年的 9 千万增长至 17 财年的 2.2 亿港元。截至 2018 财年上半年，大陆客户贡献收入已达 2.2 亿港元，总收入占比 35.7%（对比 2017 财年上半年 17.7%）。我们认为医疗旅游已经成为公司的主要增长来源。此外，公司大陆诊所未来也将转介客户至香港诊所。管理层预计，大陆客户收入占比于 2018 财年将增长至 30%-40%。
- ❖ **我们预计 2017-20 年核心净利润复合增长率为 26.4%。**我们预计公司核心净利润于 2018/2019/2020 年分别同比增长 34.6%/23.0%/21.9%，复合增长率为 26.4%，核心净利润率达 20.4%/20.1%/20.6%。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级，目标价 4.76 港元。**我们认为公司未来将继续巩固医美行业的龙头地位，同时不断开拓其他医疗服务业务，未来公司旗下医美与医疗业务将互为补充。基于公司强劲的收入增速，高于行业平均的盈利能力以及目前较低的估值（估值为 13.8 倍/10.8 倍 2018/2019 年预测市盈率），我们首次覆盖香港医思医疗给予买入评级，我们通过现金流折现模型得到目标价 4.76 港元（WACC:13.5%，终极增长率:3%）。我们的目标价对应着 2018/2019 年 18.2 倍/14.8 倍预测市盈率，较现价仍有 31.8% 的上浮空间。

财务资料

(截至 03 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	705	965	1,256	1,563	1,861
核心净利润(百万港元)	177	190	256	315	384
核心 EPS (港元)	0.24	0.20	0.26	0.32	0.39
EPS 变动 (%)	-1.7	-16.7	32.4	23.0	21.9
市盈率 (x)	15.3	18.3	13.8	11.2	9.2
市帐率 (x)	4.8	4.5	4.4	3.6	2.8
股息率 (%)	5.3	5.7	5.8	2.7	3.3
权益收益率 (%)	20.3	25.8	32.5	32.4	30.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$4.76
潜在升幅	+31.8%
当前股价	HK\$3.61

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	3,541
3 个月平均流通(百万)	4.04
52 周内高/低(港元)	4.35/2.36
总股本(百万)	980.9

数据来源：彭博

股东结构

管理层	74.46%
流通股	25.54%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	14.2%	13.3%
3 月	47.3%	41.0%
6 月	49.0%	34.3%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.umhgp.com

投資觀點總結

据佛若斯特莎莉文统计，就 2016 年收入计算，香港医思医疗是香港最大的医美服务供应商。公司提供一站式的医疗服务，包括医学美容、传统美容、牙科、体检、脊椎治疗、健康管理及销售美容健康产品。香港医思医疗已经从一个专注医学美容的医美公司转型为一个提供多样化医疗服务的综合医疗服务公司。我们认为公司未来收入增长将受到以下 5 点因素驱动：1) 医美行业的高增速以及医疗美容疗程渗透率的提高，2) 公司于香港和中国地区门店网络扩张，3) 医疗旅游持续兴盛以及中国门店的转介服务，4) 不同医疗服务间的交叉销售，5) 未来潜在收购项目。

香港最大的医疗美容提供商，拥有强大品牌辨识度

公司处于一个高速增长的美容行业。根据佛若斯特莎莉文统计，香港医学美容市场于 2015 年达到 42 亿港元（2011-2015 年年复合增长率为 12.5%），且预计医美行业将于 2020 年达到 81 亿港元（2016-2020 年年复合增长率为 13.9%）。医学美容行业的增长将受益于：1) 医疗美容疗程渗透率的提高，2) 医美服务人均消费的增长。

香港门店网络的扩张添加新增长。截至目前，公司于香港地区拥有 33 家门店，澳门地区有 2 家，中国地区有 3 家医美诊所和 8 家美容沙龙。香港门店的利用率目前已将达到 60%-70%，公司已计划于旺角和铜锣湾新增两家医美门店，预计于 2018 年上半年开业。截至 18 年上半年财年，公司的总营业面积为 18 万平方尺，我们预计公司总营业面积于 2018/19/20 年分别增长 25%/22%/19% 至 20 万/24 万/28 万平方尺，其中香港地区营业面积将同比增长 21%/17%/15% 至 16 万/19 万/21 万平方尺。

医疗旅游将成为公司主要增长动力。2017 财年，大陆客户贡献收入共计 2.4 亿港元，总收入占比 25%（对比 2016 财年的 14%），其中 92% 来自访港的大陆游客，8% 来自于中国地区诊所。医疗旅游大陆客户贡献收入从 16 财年的 9 千万增长至 17 财年的 2.2 亿港元，医疗旅游已经成为公司的主要增长来源。此外，公司国内诊所未来将转介客户至香港诊所。管理层预计，大陆客户收入占比于 2018 财年将增长至 30%-40%。

中国医美市场前景明朗，同时支持转介业务。根据德勤的报告，中国医美市场于 2015 年达到 74 亿美金，预计 2015-2020 年年复合增长率达 22.7%。公司目前于国内运营 3 家医美诊所，深圳和重庆地区的医美诊所目前处于筹备阶段，预计于 2018 年上半年试运营。据管理层透露，公司未来计划于中国一二线城市每年成立 1-2 家医美诊所，且公司倾向于合资模式，与当地拥有客户基础和医美牌照的公司进行合作。短期来看，国内的医美诊所收入贡献不大主要承担内地客户转介服务，长期来讲，未来国内门店网络成熟后将贡献更多收入且成为主要的增长来源。

发展成一站式医疗服务提供商

在壮大自身医美业务的同时，公司不断拓展其他专科医疗业务，如牙科、体检和脊椎治疗。公司想要通过高质量以及全面的医疗服务吸引更多的客户，增加客户基数，同时提高客户的人均医疗服务消费。于 2015/16/17 财年，人均合约消费

分别为 24,355/20,891/18,491 港元，人均消费下降是由于公司新业务（体检和脊椎治疗）合约价较医美更低。

快速增长的健康管理业务。公司于 2016 年 5 月，在旺角朗豪坊成立了一间体检中心“re:HEALTH”，开始涉足体检业务市场。健康管理业务 2017 财年贡献收入 5,131 万港元，而 2018 上半财年贡献收入就达到 5,120 万港元。我们认为健康管理业务取得较为惊喜的成绩，该业务增长非常快速。我们认为健康管理业务将受益于医疗旅游，未来将继续保持高速增长，我们预计该业务于 2018/19/20 年将分别增长 80%/20%/20%。

通过收购兼并壮大牙科业务。公司牙科业务过 2015-17 年年复合增长率为 31.6%，管理层计划通过收购壮大牙科业务规模，据 2017 年 14 日公司公告显示，公司目前正在与一个香港牙科连锁诊所洽谈潜在收购。基于牙科收入的低基数以及未来的潜在收购，我们认为公司牙科业务未来将增长强劲。

潜在收购兼并驱动收购增长

除了在谈的牙科收购项目外，公司将继续寻找其他医疗领域的收购标的，如心血管显像、胃镜检查、皮肤科、眼科、耳鼻喉以及妇科。我们认为未来的收购项目将为公司开拓更多医疗服务领域并推动总体收入的增长。截至 2018 上半财年，公司账上现金达 3.3 亿港元，财务杠杆率较低为 13.8%，我们认为公司财务状况稳健可以支持未来的收购兼并。

我们预计公司核心净利润于 FY17-FY20 年复合增长率为 26.4%

我们预计公司收入于 FY18/FY19/FY20 年分别同比增长 30.2%/24.4%/19.1%。收入增长受益于：1）医美门店网络拓张，2）新收购业务迅速崛起，3）兴盛的医疗旅游，我们预计公司总收入于 FY18/FY19/FY20 年分别同比增长 30.2%/24.4%/19.1%至 12.6 亿/15.6 亿/18.6 亿港元，年复合增长率为 24.5%。

我们预计公司核心净利润于 FY18/FY19/FY20 年分别同比增长 34.6%/23%/21.9%。基于公司收入的强劲增长，新医疗业务的有效整合和门店利用率的提升，我们预计公司核心净利润于 FY18/FY19/FY20 年分别同比增长 34.6%/23.0%/21.9%。

我们首次覆盖香港医思医疗，给予买入评级，我们通过现金流折现模型得的目标价 4.76 港元（WACC:13.5%，终极增长率：3%）。我们的目标价对应着 2018/2019 年 18.2 倍/14.8 倍预测市盈率，较现价仍有 31.8%的上浮空间。

投资风险

- 1) 公司经营高度依赖品牌形象及声誉；
- 2) 客户未使用预售套票将影响到公司的收入增长；
- 3) 公司经营依赖专业注册医生，未来有可能不能吸引或留任合适注册医生；
- 4) 中国地区业务或不能成功复制香港地区的业务模式；
- 5) 香港医疗美容旅游业务或受到其它地区的激烈竞争，如日本和韩国。
- 6) 公司未来收购项目可能失败或难以整合。

估值

首次覆盖给予买入评级，目标价 4.76 港元

我们认为公司未来将继续巩固医美行业的龙头地位，同时不断开拓其他医疗服务业务，未来公司旗下医美和医疗业务将互为补充。受益于新医疗业务的崛起，有效的内部整合、交叉销售以及门店利用率的提升，我们认为未来公司核心净利润于 2017-2020 财年将维持 26.4% 的年复合增长率。同时基于公司强劲的收入增速，高于行业平均的盈利能力以及目前较低的估值（估值为 13.8 倍/10.8 倍 2018/2019 年预测市盈率），我们首次覆盖香港医美医疗给予买入评级，我们通过现金流折现模型得到目标价 4.76 港元（WACC:13.5%，终极增长率:3%）。我们的目标价对应着 2018/2019 年 18.2 倍/14.8 倍预测市盈率，较现价仍有 31.8% 的上浮空间。

图 1: 现金流折现模型

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	港元 百万	港元 百万	港元 百万	港元 百万	港元 百万
净利润	315	384	432	507	571
折旧和摊销	52	66	77	86	95
税后净利息	(7)	(8)	(10)	(14)	(16)
资本性开支	(124)	(74)	(63)	(63)	(63)
营运现金流	(7)	(13)	(10)	(9)	(6)
自由现金流	228	355	426	508	582
终值					5,726
自有现金流现值	201	276	291	307	3,354
公司价值	4,429				
减：负债和优先股	120				
银行存款和保证金	359				
股权价值	4,668				
股本数量	981				
每股价值（港元）	4.76				
无风险利率	1.8%				
Beta	1.0				
风险溢价	12.7%				
股权成本	14.5%				
债权成本	5.0%				
WACC	13.5%				
终值增长率	3.0%				

来源：公司，招银国际预测

图 2: 敏感性分析

终值增长率 / WACC	9.0%	9.5%	10.0%	13.5%	16.0%	17.0%	18.0%
1.5%	7.07	6.61	6.20	4.33	3.54	3.30	3.09
2.0%	7.47	6.95	6.50	4.46	3.62	3.36	3.14
2.5%	7.93	7.34	6.84	4.60	3.70	3.44	3.21
3.0%	8.47	7.80	7.22	4.76	3.80	3.52	3.27
3.5%	9.10	8.33	7.67	4.93	3.90	3.60	3.34
4.0%	9.87	8.95	8.19	5.12	4.01	3.69	3.42
4.5%	10.80	9.70	8.80	5.33	4.13	3.79	3.50

来源：公司，招银国际预测

同业比较

图 3: 香港上市公司同业净利润和权益收益率

公司	代码	股價 HK\$	市值 HK\$mn	EBIT Margin(%)			ROE(%)			Profit Margin(%)		
				FY15A	FY16A	FY17A	FY15A	FY16A	FY17A	FY15A	FY16A	FY17A
香港医思医疗*	2138	3.61	3,541	37.4	34.9	29.8	N/A	40.4	26.0	28.1	21.1	20.8
美容服务												
必瘦站*	1830	1.33	1,427.2	23.5	18.4	15.3	36.9	27.1	15.8	18.5	14.8	12.1
奥克斯集团*	1161	0.89	681.3	9.6	6.5	N/A	17.6	10.4	N/A	7.3	4.6	4.6
现代美容*	919	0.28	253.3	13.8	1.5	6.5	43.5	8.5	34.1	7.9	1.3	4.8
密迪斯基*	8307	0.67	321.9	22.5	7.0	6.9	11.6	5.5	5.3	5.0	3.9	5.1
修身堂*	8200	0.05	245.9	3.2	1.2	2.9	14.4	-0.8	3.6	2.4	-0.2	1.2
卓珈控股*	8358	1.41	564.0	20.2	26.0	3.3	N/A	124.9	0.1	18.2	22.2	0.1
平均				15.5	10.1	7.0	24.8	29.3	11.8	9.9	7.8	4.6

(*) 财政年度截止至 3 月 31 日

资料来源: 彭博, 招银国际预测

图 4: 香港上市公司同业估值

公司	代码	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
香港医思医疗*	2138	3.61	3,541	14.8	16.4	15.7	4.0	4.2	4.1	7.1	11.2	9.5	40.4	26.0	N/A
美容服务															
必瘦站*	1830	1.33	1,427	7.3	8.8	N/A	2.0	1.7	N/A	2.9	2.4	N/A	27.1	19.8	N/A
奥克斯集团*	1161	0.89	681	15.5	N/A	N/A	1.6	N/A	N/A	3.0	N/A	N/A	10.4	N/A	N/A
现代美容*	919	0.28	253	40.8	10.3	N/A	5.8	2.9	N/A	2.6	1.3	N/A	8.5	34.1	N/A
卓珈控股*	8358	1.41	564.0	N/A		N/A	N/A	7.8	N/A	N/A	59.7	N/A	124.9	0.1	N/A
平均				21.2	9.5		3.2	4.1		2.8	21.1		42.7	18.0	
医美产品生产															
吴海生物科技	6826	35.40	5,666	17.8	12.8	10.7	1.9	1.7	1.5	10.4	7.3	5.5	11.0	12.9	14.6
华熙生物科技	963	N/A	N/A	16.6	N/A	N/A	2.4	N/A	N/A	11.6	N/A	N/A	16.6	17.5	17.4
平均				17.2	12.8	10.7	2.2	1.7	1.5	11.0	7.3	5.5	13.8	15.2	16.0
医疗服务															
盈健医疗*	1419	1.62	586	29.8	N/A	N/A	4.0	4.1	N/A	15.0	26.0	N/A	14.2	5.7	N/A
联合医疗*	722	1.83	1,378	125.7	N/A	20.3	2.3	2.5	2.7	14.2	21.4	N/A	2.8	-0.5	12.6
和美医疗	1509	2.60	1,972	36.7	18.5	14.7	2.5	1.1	1.0	19.1	5.8	4.4	6.8	5.9	7.3
华润凤凰医疗	1515	9.22	11,955	N/A	21.8	20.8	2.2	1.7	1.6	N/A	14.6	12.7	-43.1	8.4	7.9
康华医疗	3689	11.20	3,745	18.8	18.7	16.1	2.9	2.4	2.1	10.4	7.6	6.1	20.4	14.3	14.7
新世纪医疗	1518	9.41	4,611	N/A	33.6	27.2	N/A	3.5	2.9	N/A	N/A	N/A	N/A	13.7	11.3
康宁医院	2120	37.00	2,702	32.4	28.1	22.5	2.2	2.1	2.0	19.0	14.8	11.5	7.0	7.6	8.9
平均				48.7	24.1	20.3	2.7	2.5	2.1	15.5	15.0	8.7	1.3	7.9	10.5

(*) 财政年度截止至 3 月 31 日

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结:3月31日(百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	704.9	964.9	1,256.3	1,562.9	1,860.9
医疗服务	275.7	501.8	725.4	930.8	1,130.9
准医疗服务	74.1	96.4	125.3	150.4	173.0
传统美容服务	65.0	175.4	242.0	290.4	334.0
护肤保健美容产品	38.0	61.9	71.2	80.4	90.1
健康管理服务	-	51.3	92.4	110.8	133.0
就未使用预付套票确认收入	252.1	78.1	-	-	-
其他收益净额	3.0	10.0	4.2	3.0	3.0
存货成本	(70.7)	(130.5)	(165.8)	(206.3)	(245.6)
注册医生开支	(52.8)	(77.5)	(90.0)	(114.6)	(139.0)
雇员福利开支	(192.4)	(277.9)	(361.8)	(437.6)	(502.4)
市场推广及广告开支	(38.0)	(68.5)	(113.1)	(140.7)	(167.5)
租金及相关开支	(62.2)	(88.8)	(111.0)	(135.9)	(161.7)
信用卡开支	-	-	-	-	-
折旧	-	-	-	-	-
其他開支	(26.5)	(47.1)	(50.7)	(60.5)	(70.2)
息税前收益	218.3	227.5	296.4	373.6	456.1
应占联营公司利润	-	(0.0)	3.5	3.6	3.6
净财务收入/(支出)	1.5	4.5	9.2	8.2	9.7
非经常性收入	(35.4)	12.7	4.6	-	-
税前利润	184.4	244.6	313.7	385.4	469.4
所得税	(35.1)	(41.1)	(53.3)	(65.5)	(79.8)
非控制股东权益	(0.6)	(2.8)	(4.3)	(5.0)	(5.7)
净利润	148.7	200.7	256.0	314.8	383.9
核心净利润	177.3	190.2	256.0	314.8	383.9
息税折旧摊销前收益	207.6	269.3	341.2	428.8	526.1

资料来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结:3月31日(百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	86.5	200.8	494.4	570.4	581.6
物业、厂房及设备	59.2	70.2	273.9	352.8	366.8
无形资产	1.3	35.9	78.3	71.8	65.4
商誉	3.4	36.7	70.0	70.0	70.0
其他非流动资产	22.7	58.1	72.2	75.7	79.4
流动资产	1,069.0	998.5	905.3	1,059.7	1,395.8
现金及现金等值物	354.7	200.6	215.8	361.4	676.8
应收贸易款项	74.8	112.9	142.2	145.0	159.8
存货	17.9	19.1	24.9	30.9	36.8
可供出售投资	103.5	499.7	314.7	314.7	314.7
其他流动资产	518.1	166.1	207.7	207.7	207.7
流动负债	421.0	401.1	588.2	628.2	690.7
银行贷款	-	-	120.5	149.0	191.8
应付贸易账款	101.9	61.4	63.2	65.2	67.2
递延收入	312.9	-	-	-	-
其他流动负债	6.2	11.8	19.8	29.6	41.6
非流动负债	3.2	8.3	8.3	8.3	8.3
银行贷款	-	-	-	-	-
递延税款	0.1	3.1	3.1	3.1	3.1
其他非流动负债	3.1	5.2	5.2	5.2	5.2
净资产总值	731.3	789.9	803.2	993.6	1,278.4
少数股东权益	(0.1)	11.4	15.7	20.7	26.4
股东权益	731.4	778.5	787.4	972.8	1,251.9

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结:3月31日 (百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	218.3	227.5	296.4	373.6	456.1
折摊和摊销	24.6	29.2	36.7	51.6	66.4
营运资金变动	(45.9)	(60.5)	23.6	(7.3)	(12.9)
税务开支	(87.6)	(33.2)	(45.3)	(55.7)	(67.8)
利息开支	(1.5)	(4.5)	(9.2)	(8.2)	(9.7)
其他	(31.8)	21.5	13.8	8.2	9.7
经营活动所得现金净额	76.2	180.0	316.0	362.2	441.8
资本开支	(28.6)	(75.6)	(234.0)	(124.0)	(74.0)
收购子公司	(0.7)	(28.5)	-	-	-
可供出售投资变动	(76.8)	(395.0)	50.7	-	-
其他	(498.9)	345.8	10.7	11.5	13.9
投资活动所得现金净额	(604.9)	(153.2)	(172.6)	(112.5)	(60.1)
债务变化	0.0	-	120.5	28.6	42.7
发行新股	717.1	2.3	-	-	-
派息	(60.0)	(90.1)	(247.1)	(129.4)	(104.8)
利息开支	96.5	(92.2)	(1.5)	(3.3)	(4.2)
融资活动所得现金净额	753.7	(180.1)	(128.1)	(104.2)	(66.3)
现金净变动	224.9	(153.3)	15.2	145.5	315.4
年初现金及现金等值物	129.9	354.7	200.6	215.8	361.4
汇兑差额	(0.1)	(0.8)	-	-	-
年末现金及现金等值物	354.7	200.6	215.8	361.4	676.8

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
医疗服务	39.1	52.0	57.7	59.6	60.8
准医疗服务	10.5	10.0	10.0	9.6	9.3
传统美容服务	9.2	18.2	19.3	18.6	17.9
护肤保健美容产品	5.4	6.4	5.7	5.1	4.8
健康管理服务	-	5.3	7.4	7.1	7.1
就未使用预付套票确认收入	35.8	8.1	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
息税折摊前利润率	29.4	27.9	27.2	27.4	28.3
税前利润率	26.2	25.3	25.0	24.7	25.2
净利润率	21.1	20.8	20.4	20.1	20.6
核心净利润率	25.2	19.7	20.4	20.1	20.6
有效税率	19.0	16.8	17.0	17.0	17.0
增长 (%)					
收入	13.5	36.9	30.2	24.4	19.1
息税折摊前利润	(9.2)	29.7	26.7	25.6	22.7
经营利润	2.3	4.2	30.3	26.1	22.1
净利润	(14.8)	35.0	27.6	23.0	21.9
核心净利润	0.2	7.2	34.6	23.0	21.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.5	2.5	1.5	1.7	2.0
平均应收账款周转天数	14.1	16.0	16.7	16.5	16.8
平均应付账款周转天数	23.6	16.3	16.2	16.5	16.8
平均存货周转天数	81.5	51.8	48.4	49.4	50.4
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	20.3	25.8	32.5	32.4	30.7
资产回报率	12.9	16.7	18.3	19.3	19.4
每股数据					
每股盈利(港元)	0.20	0.21	0.26	0.32	0.39
核心每股盈利(港元)	0.24	0.20	0.26	0.32	0.39
每股股息(港元)	0.19	0.21	0.21	0.10	0.12
每股账面值(港元)	0.76	0.81	0.82	1.01	1.30

资料来源: 公司, 招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠军大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。