

香港醫思醫療 (2138 HK)

醫美服務供應商首選

- ❖ **香港醫美龍頭拓展多樣化醫療服務。**據佛若斯特莎莉文統計，就2016年收入計算，香港醫思醫療是香港最大的醫美服務供應商。公司提供一站式的醫療服務，包括醫學美容、傳統美容、牙科、體檢、脊椎治療、健康管理及銷售美容健康產品。香港醫思醫療已經從一個專注醫學美容的醫美公司轉型為一個提供多樣化醫療服務的綜合醫療服務供應商。
- ❖ **新醫療業務將給公司添加增長動力。**我們認為未來公司的新醫療業務，如新成立的體檢業務，新收購的脊椎業務以及牙科業務，將受益於公司現有的客戶基數以及交叉銷售，保持強勁增長動力。未來有關皮膚科、眼科、耳鼻喉以及婦科的潛在收購項目將繼續支撐公司的業務增長。
- ❖ **醫療旅遊推動業務增長。**2017財年，大陸客戶貢獻收入共計2.4億港元，總收入占比25%（對比2016財年的14%），其中92%來自訪港的大陸遊客，8%來自於中國地區診所。醫療旅遊大陸客戶貢獻收入從16財年的9千萬增長至17財年的2.2億港元。截至2018財年上半年，大陸客戶貢獻收入已達2.2億港元，總收入占比35.7%（對比2017財年上半年17.7%）。我們認為醫療旅遊已經成為公司的主要增長來源。此外，公司國內診所未來也將轉介客戶至香港診所。管理層預計，大陸客戶收入占比於2018財年將增長至30%-40%。
- ❖ **我們預計2017-20年核心淨利潤複合增長率為26.4%。**我們預計公司核心淨利潤於2018/2019/2020年分別同比增長34.6%/23.0%/21.9%，複合增長率為26.4%，核心淨利潤率達20.4%/20.1%/20.6%。
- ❖ **首次覆蓋給予買入評級，目標價4.76港元。**我們認為公司未來將繼續鞏固醫美行業的龍頭地位，同時不斷開拓其他醫療服務業務，未來公司旗下醫美與醫療業務將互為補充。基於公司強勁的收入增速，高於行業平均的盈利能力以及目前較低的估值（估值為13.8倍/10.8倍2018/2019年預測市盈率），我們首次覆蓋香港醫思醫療給予買入評級，我們通過現金流折現模型得到目標價4.76港元（WACC:13.5%，終極增長率:3%）。我們的目標價對應著2018/2019年18.2倍/14.8倍預測市盈率，較現價仍有31.8%的上浮空間。

財務資料

(截至03月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬港元)	705	965	1,256	1,563	1,861
核心淨利潤(百萬港元)	177	190	256	315	384
核心EPS(港元)	0.24	0.20	0.26	0.32	0.39
EPS變動(%)	-1.7	-16.7	32.4	23.0	21.9
市盈率(x)	15.3	18.3	13.8	11.2	9.2
市帳率(x)	4.8	4.5	4.4	3.6	2.8
股息率(%)	5.3	5.7	5.8	2.7	3.3
權益收益率(%)	20.3	25.8	32.5	32.4	30.7
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$4.76
潛在升幅	+31.8%
當前股價	HK\$3.61

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	3,541
3個月平均流通(百萬)	4.04
52周內高/低(港元)	4.35/2.36
總股本(百萬)	980.9

資料來源：彭博

股東結構

管理層	74.46%
流通股	25.54%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	14.2%	13.3%
3月	47.3%	41.0%
6月	49.0%	34.3%

資料來源：彭博

股價表現



審計師: KPMG

公司網站: www.umhgp.com

投資觀點總結

據佛若斯特莎莉文統計，就 2016 年收入計算，香港醫思醫療是香港最大的醫美服務供應商。公司提供一站式的醫療服務，包括醫學美容、傳統美容、牙科、體檢、脊椎治療、健康管理及銷售美容健康產品。香港醫思醫療已經從一個專注醫學美容的醫美公司轉型為一個提供多樣化醫療服務的綜合醫療服務公司。我們認為公司未來收入增長將受到以下 5 點因素驅動：1) 醫美行業的高增速以及醫療美容療程滲透率的提高，2) 公司於香港和中國地區門店網路擴張，3) 醫療旅遊持續興盛以及中國門店的轉介服務，4) 不同醫療服務間的交叉銷售，5) 未來潛在收購項目。

香港最大的醫療美容提供商，擁有強大品牌辨識度

公司處於一個高速增長的醫療美容行業。根據佛若斯特莎莉文統計，香港醫學美容市場於 2015 年達到 42 億港元（2011-2015 年年複合增長率為 12.5%），且預計醫美行業將於 2020 年達到 81 億港元（2016-2020 年年複合增長率為 13.9%）。醫學美容行業的增長將受益於：1) 醫療美容療程滲透率的提高，2) 醫美服務人均消費的增長。

香港門店網路的擴張添加新增長。截至目前，公司於香港地區擁有 33 家門店，澳門地區有 2 家，中國地區有 3 家醫美診所和 8 家美容沙龍。香港門店的利用率目前已將達到 60%-70%，公司已計畫於旺角和銅鑼灣新增兩家醫美門店，預計於 2018 年上半年開業。截至 18 年上半年財年，公司的總營業面積為 18 萬平方尺，我們預計公司總營業面積於 2018/19/20 年分別增長 25%/22%/19% 至 20 萬/24 萬/28 萬平方尺，其中香港地區營業面積將同比增長 21%/17%/15% 至 16 萬/19 萬/21 萬平方尺。

醫療旅遊將成為公司主要增長動力。2017 財年，大陸客戶貢獻收入共計 2.4 億港元，總收入占比 25%（對比 2016 財年的 14%），其中 92% 來自訪港的大陸遊客，8% 的收入來自於中國地區診所。醫療旅遊大陸客戶貢獻收入從 16 財年的 9,000 萬增長至 17 財年的 2.2 億港元，醫療旅遊已經成為公司的主要增長來源。此外，公司國內診所未來將轉介客戶至香港診所。管理層預計，大陸客戶收入占比於 2018 財年將增長至 30%-40%。

中國醫美市場前景明朗，同時支持轉介業務。根據德勤的報告，中國醫美市場於 2015 年達到 74 億美金，預計 2015-2020 年年複合增長率達 22.7%。公司目前於國內運營 3 家醫美診所，深圳和重慶地區的醫美診所目前處於籌備階段，預計於 2018 年上半年試運營。據管理層透露，公司未來計畫於中國一二線城市每年成立 1-2 家醫美診所，且公司傾向於合資模式，與當地擁有客戶基礎和醫美牌照的公司進行合作。短期來看，國內的醫美診所收入貢獻不大主要承擔內地客戶轉介服務，長期來講，未來國內門店網路成熟後將貢獻更多收入且成為主要的增長來源。

發展成為一站式醫療服務提供者

在壯大自身醫美業務的同時，公司不斷拓展其他專科醫療業務，如牙科、體檢和脊椎治療。公司想要通過高品質以及全面的醫療服務吸引更多的客戶，增加客戶基數，同時提高客戶的人均醫療服務消費。於 2015/16/17 財年，人均合約消費

分別為 24,355/20,891/18,491 港元，人均消費下降是由於公司新業務（體檢和脊椎治療）合約價較醫美更低。

快速增長的健康管理業務。公司於 2016 年 5 月，在旺角朗豪坊成立了一間體檢中心“re:HEALTH”，開始涉足體檢業務市場。健康管理業務 2017 財年貢獻收入 5,131 萬港元，而 2018 上半財年貢獻收入就達到 5,120 萬港元。我們認為健康管理業務取得較為驚喜的成績，該業務增長非常快速。我們認為健康管理業務將受益於醫療旅遊，未來將繼續保持高速增長，我們預計該業務於 2018/19/20 年將分別增長 80%/20%/20%。

通過收購兼併壯大牙科業務。公司牙科業務過 2015-17 年年複合增長率為 31.6%，管理層計畫通過收購壯大牙科業務規模，據 2017 年 14 日公司公告顯示，公司目前正在與一個香港牙科連鎖診所洽談潛在收購。基於牙科收入的低基數以及未來的潛在收購，我們認為公司牙科業務未來將增長強勁。

潛在收購兼併驅動收購增長

除了在談的牙科收購項目外，公司將繼續尋找其他醫療領域的收購標的，如心血管顯像、胃鏡檢查、皮膚科、眼科、耳鼻喉以及婦科。我們認為未來的收購專案將為公司開拓更多醫療服務領域並推動總體收入的增長。截至 2018 上半財年，公司賬上現金達 3.3 億港元，財務杠杆率較低為 13.8%，我們認為公司財務狀況穩健可以支援未來的收購兼併。

我們預計公司核心淨利潤於 FY17-FY20 年複合增長率為 26.4%

我們預計公司收入於 FY18/FY19/FY20 年分別同比增長 30.2%/24.4%/19.1%。收入增長受益於：1) 醫美門店網路拓張，2) 新收購業務迅速崛起，3) 興盛的醫療旅遊，我們預計公司總收入於 FY18/FY19/FY20 年分別同比增長 30.2%/24.4%/19.1%至 12.6 億/15.6 億/18.6 億港元，年複合增長率為 24.5%。

我們預計公司核心淨利潤於 FY18/FY19/FY20 年分別同比增長 34.6%/23%/21.9%。基於公司收入的強勁增長，新醫療業務的有效整合和門店利用率的提升，我們預計公司核心淨利潤於 FY18/FY19/FY20 年分別同比增長 34.6%/23.0%/21.9%。

我們首次覆蓋香港醫思醫療，給予買入評級，我們通過現金流折現模型得的目標價 4.76 港元（WACC:13.5%，終極增長率：3%）。我們的目標價對應著 2018/2019 年 18.2 倍/14.8 倍預測市盈率，較現價仍有 31.8%的上浮空間。

投資風險

- 1) 公司經營高度依賴品牌形象及聲譽；
- 2) 客戶未使用預售套票將影響到公司的收入增長；
- 3) 公司經營依賴專業註冊醫生，未來有可能不能吸引或留任合適註冊醫生；
- 4) 中國地區業務或不能成功複製香港地區的業務模式；
- 5) 香港醫療美容旅遊業務或受到其它地區的激烈競爭，如日本和韓國。
- 6) 公司未來收購項目可能失敗或難以整合。

估值

首次覆蓋給予買入評級，目標價 4.76 港元

我們認為公司未來將繼續鞏固醫美行業的龍頭地位，同時不斷開拓其他醫療服務業務，未來公司旗下醫美和醫療業務將互為補充。受益於新醫療業務的崛起，有效的內部整合、交叉銷售以及門店利用率的提升，我們認為未來公司核心淨利潤於 2017-2020 財年將維持 26.4% 的年複合增長率。同時基於公司強勁的收入增速，高於行業平均的盈利能力以及目前較低的估值（估值為 13.8 倍/10.8 倍 2018/2019 年預測市盈率），我們首次覆蓋香港醫思醫療給予買入評級，我們通過現金流折現模型得到目標價 4.76 港元（WACC:13.5%，終極增長率:3%）。我們的目標價對應著 2018/2019 年 18.2 倍/14.8 倍預測市盈率，較現價仍有 31.8% 的上浮空間。

圖 1: 現金流折現模型

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	港元百萬	港元百萬	港元百萬	港元百萬	港元百萬
淨利潤	315	384	432	507	571
折舊和攤銷	52	66	77	86	95
稅後淨利息	(7)	(8)	(10)	(14)	(16)
資本性開支	(124)	(74)	(63)	(63)	(63)
營運現金流	(7)	(13)	(10)	(9)	(6)
自由現金流	228	355	426	508	582
終值					5,726
自有現金流現值	201	276	291	307	3,354
公司價值	4,429				
減：負債和優先股	120				
銀行存款和保證金	359				
股權價值	4,668				
股本數量	981				
每股價值（港元）	4.76				
無風險利率	1.8%				
Beta	1.0				
風險溢價	12.7%				
股權成本	14.5%				
債權成本	5.0%				
WACC	13.5%				
終值增長率	3.0%				

來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 敏感性分析

終值增長率 / 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

來源：公司，招銀國際預測

同業比較

圖 3: 同業淨利潤和權益收益率

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	EBIT Margin(%)			ROE(%)			Profit Margin(%)		
				FY15A	FY16A	FY17A	FY15A	FY16A	FY17A	FY15A	FY16A	FY17A
香港醫思醫療*	2138	3.61	3,541	37.4	34.9	29.8	N/A	40.4	26.0	28.1	21.1	20.8
美容服務												
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
奧斯集團*	1161	0.89	681.3	9.6	6.5	N/A	17.6	10.4	N/A	7.3	4.6	4.6
現代美容*	919	0.28	253.3	13.8	1.5	6.5	43.5	8.5	34.1	7.9	1.3	4.8
密迪斯肌*	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

(*) 財政年度截止至 3 月 31 日

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

圖 4: 同業估值

公司	代碼	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
香港醫思醫療*	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
美容服務															
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
奧斯集團*	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
現代美容*	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	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	
醫美產品生產															
吳海生物科技	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
華熙生物科技	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
醫療服務															
盈健醫療*	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
聯合醫務*	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
和美醫療	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
華潤鳳凰醫療	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
康華醫療	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
新世紀醫療	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
康寧醫院	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

(*) 財政年度截止至 3 月 31 日

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結:3月31日(百萬港元)	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
應佔聯營公司利潤	-	(0.0)	3.5	3.6	3.6
淨財務收入/(支出)	1.5	4.5	9.2	8.2	9.7
非經常性收入	(35.4)	12.7	4.6	-	-
稅前利潤	184.4	244.6	313.7	385.4	469.4
所得稅	(35.1)	(41.1)	(53.3)	(65.5)	(79.8)
非控制股東權益	(0.6)	(2.8)	(4.3)	(5.0)	(5.7)
淨利潤	148.7	200.7	256.0	314.8	383.9
核心淨利潤	177.3	190.2	256.0	314.8	383.9
息稅折攤前收益	207.6	269.3	341.2	428.8	526.1

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結:3月31日(百萬港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	86.5	200.8	494.4	570.4	581.6
物業、廠房及設備	59.2	70.2	273.9	352.8	366.8
無形資產	1.3	35.9	78.3	71.8	65.4
商譽	3.4	36.7	70.0	70.0	70.0
其他非流動資產	22.7	58.1	72.2	75.7	79.4
流動資產	1,069.0	998.5	905.3	1,059.7	1,395.8
現金及現金等值物	354.7	200.6	215.8	361.4	676.8
應收貿易款項	74.8	112.9	142.2	145.0	159.8
存貨	17.9	19.1	24.9	30.9	36.8
可供出售投資	103.5	499.7	314.7	314.7	314.7
其他流動資產	518.1	166.1	207.7	207.7	207.7
流動負債	421.0	401.1	588.2	628.2	690.7
銀行貸款	-	-	120.5	149.0	191.8
應付貿易賬款	101.9	61.4	63.2	65.2	67.2
遞延收入	312.9	327.9	384.7	384.3	390.2
其他流動負債	6.2	11.8	19.8	29.6	41.6
非流動負債	3.2	8.3	8.3	8.3	8.3
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延稅款	0.1	3.1	3.1	3.1	3.1
其他非流動負債	3.1	5.2	5.2	5.2	5.2
淨資產總值	731.3	789.9	803.2	993.6	1,278.4
少數股東權益	(0.1)	11.4	15.7	20.7	26.4
股東權益	731.4	778.5	787.4	972.8	1,251.9

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:3月31日(百萬港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	218.3	227.5	296.4	373.6	456.1
折攤和攤銷	24.6	29.2	36.7	51.6	66.4
營運資金變動	(45.9)	(60.5)	23.6	(7.3)	(12.9)
稅務開支	(87.6)	(33.2)	(45.3)	(55.7)	(67.8)
利息開支	(1.5)	(4.5)	(9.2)	(8.2)	(9.7)
其他	(31.8)	21.5	13.8	8.2	9.7
經營活動所得現金淨額	76.2	180.0	316.0	362.2	441.8
資本開支	(28.6)	(75.6)	(234.0)	(124.0)	(74.0)
收購子公司	(0.7)	(28.5)	-	-	-
可供出售投資變動	(76.8)	(395.0)	50.7	-	-
其他	(498.9)	345.8	10.7	11.5	13.9
投資活動所得現金淨額	(604.9)	(153.2)	(172.6)	(112.5)	(60.1)
債務變化	0.0	-	120.5	28.6	42.7
發行新股	717.1	2.3	-	-	-
派息	(60.0)	(90.1)	(247.1)	(129.4)	(104.8)
利息開支	96.5	(92.2)	(1.5)	(3.3)	(4.2)
融資活動所得現金淨額	753.7	(180.1)	(128.1)	(104.2)	(66.3)
現金淨變動	224.9	(153.3)	15.2	145.5	315.4
年初現金及現金等值物	129.9	354.7	200.6	215.8	361.4
匯兌差額	(0.1)	(0.8)	-	-	-
年末現金及現金等值物	354.7	200.6	215.8	361.4	676.8

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
醫療服務	39.1	52.0	57.7	59.6	60.8
准醫療服務	10.5	10.0	10.0	9.6	9.3
傳統美容服務	9.2	18.2	19.3	18.6	17.9
护肤保健美容產品	5.4	6.4	5.7	5.1	4.8
健康管理服務	-	5.3	7.4	7.1	7.1
就未使用預付套票確認收入	35.8	8.1	-	-	-
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
息稅折攤前利潤率	29.4	27.9	27.2	27.4	28.3
稅前利率	26.2	25.3	25.0	24.7	25.2
淨利潤率	21.1	20.8	20.4	20.1	20.6
核心淨利潤率	25.2	19.7	20.4	20.1	20.6
有效稅率	19.0	16.8	17.0	17.0	17.0
增長 (%)					
收入	13.5	36.9	30.2	24.4	19.1
息稅折攤前利潤	(9.2)	29.7	26.7	25.6	22.7
經營利潤	2.3	4.2	30.3	26.1	22.1
淨利潤	(14.8)	35.0	27.6	23.0	21.9
核心淨利潤	0.2	7.2	34.6	23.0	21.9
資產負債比率					
流動比率(x)	2.5	2.5	1.5	1.7	2.0
平均應收賬款周轉天數	14.1	16.0	16.7	16.5	16.8
平均應付帳款周轉天數	23.6	16.3	16.2	16.5	16.8
平均存貨周轉天數	81.5	51.8	48.4	49.4	50.4
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	20.3	25.8	32.5	32.4	30.7
資產回報率	12.9	16.7	18.3	19.3	19.4
每股數據					
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
每股帳面值(港元)	0.76	0.81	0.82	1.01	1.30

資料來源: 公司, 招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠軍大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。