



**持有**

**7% ↓**

目标价格: 港币6.41

原评级: 卖出

原目标价格: 港币6.99

1066.HK

价格: 港币 5.97

目标价格基础: 18倍 2015年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.4)	(2.6)	1.7	(30.5)
相对恒生中国企业指数	(2.1)	(1.2)	(3.4)	(57.4)

发行股数(百万)	4,476
流通股(%)	39
流通股市值(港币百万)	27,082
3个月日均交易额(港币百万)	40
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
威高控股	48

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年3月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药: 医疗器械

王军\*

(8621) 2032 8310

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

寇嘉焯为本报告重要贡献者

# 威高股份

## 4季度业绩好于市场预期, 但前景仍不明朗

威高股份的年度业绩表现出色。其中收入同比增长14.4%, 剔除非经常性项目后净利润同比增长11.0%, 超出了我们收入和净利润分别同比增长11.1%和1.9%的预测。继1-9月令人失望的业绩表现后, 威高的4季度业绩出现了反转, 其中, 收入同比增长22.0%, 远远超出了1-9月11.7%的增长。如果剔除剥离新加坡柏盛国际集团的亏损, 4季度净利润同比增长120.1%。与此同时, 我们注意到2014年应收账款天数从2013年的153天延长至180天。考虑到一次性耗材用品的需求量增长受限, 我们对业绩增长的质量感到担忧, 我们认为不应给予过高估值。由于4季度业绩好于市场预期, 我们调整了2015-16年盈利预测, 但是基于18倍2015年预期市盈率, 我们将目标价从6.99港币下调为6.41港币。将评级上调为持有。

### 支撑评级的要点

- 3季度之后业绩大幅扭转, 4季度业绩好于市场预期;
- 前景依然不明朗, 因为: 1) 14年下半年增长不稳定, 波动性太大; 2) 应收账款天数延长; 3) 公司主打的一次性医用耗材用品在其主要市场的需求增长有限。

### 评级面临的主要风险

- 医用耗材行业出台超出预期的政策。

### 估值

- 自从股价从先前的8.34港币大跌之后, 目前已跌至17.1倍2015年预期市盈率, 这是因为: 1) 3季度业绩令人颇感失望; 2) 医疗行业的流动性有限。我们认为, 4季度业绩好于预期对投资者有利。但是, 我们认为公司需要付出更多努力重新赢回投资者的信心。因此在调整盈利预测之后, 我们将该股估值下调为6.41港币, 对应18倍2015年预期市盈率。将评级上调为持有。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	4,613	5,278	6,128	7,018	8,010
变动(%)	25	14	16	15	14
净利润(人民币 百万)	388	1,085	1,275	1,501	1,749
全面摊薄每股收益(人民币)	0.087	0.242	0.285	0.335	0.391
变动(%)	(61.1)	179.6	17.6	17.7	16.5
先前预测每股收益(人民币)	-	0.223	0.269	0.303	0.395
市场预期每股收益(人民币)	0.087	0.203	0.254	0.304	-
变动(%)	-	-	12	10	N/A
核心每股收益(人民币)	0.087	0.242	0.285	0.335	0.391
变动(%)	(61.1)	179.6	17.6	17.7	16.5
全面摊薄市盈率(倍)	56.2	20.1	17.1	14.5	12.5
核心市盈率(倍)	56.2	20.1	17.1	14.5	12.5
每股现金流量(人民币)	0.16	0.12	0.45	0.17	0.53
价格/每股现金流量(倍)	30.3	41.1	10.8	28.2	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	14.9	11.6	9.9	7.6
每股股息(人民币)	0.033	0.035	0.043	0.051	0.059
股息率(%)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 业绩摘要

图表 1. 2014 年和 2013 年业绩比较

(人民币, 百万)	2014	2013	变动(%)
<b>收入</b>	5,277.80	4,613.30	14.40
销售成本	(2,173.50)	(1,886.40)	15.20
<b>毛利润</b>	3,104.30	2,726.90	13.80
毛利率	58.80	59.10	(30 个基点)
其他收入	173.90	(11.70)	-
分销成本	(1,417.50)	(1,161.20)	22.00
占收入比率%	26.90	25.20	170 个基点
管理费用	(324.30)	(291.80)	11.10
占收入比率%	6.10	6.30	(20 个基点)
研发费用	(238.10)	(208.90)	14.00
占收入比率%	4.50	4.50	-
财务成本	(22.70)	(9.00)	152.20
应占合资控股实体业绩	4.90	2.80	75.00
应占联营公司业绩	(4.90)	62.30	-
剥离联营公司亏损	-	(565.20)	-
<b>税前利润</b>	1,275.60	544.20	134.40
税金	(180.80)	(156.50)	15.50
非控股股权	(9.90)	0.30	-
<b>税后利润</b>	1,084.90	388.00	179.60
实际税率	14.20	15.00	(80 个基点)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 14 年 4 季度和 13 年 4 季度业绩之比较: 增速远远超过 14 年 1-9 月

(人民币, 百万)	14 年 4 季度	13 年 4 季度	变动(%)
<b>收入</b>	1,480.2	1,213.1	22.0
销售成本	(592.5)	(502.1)	18.0
<b>毛利润</b>	887.7	711.0	24.9
毛利率	60.0	58.6	140 个基点
其他收入	115.3	(23.5)	-
分销成本	(399.0)	(310.4)	28.5
占收入比率%	27.0	25.6	140 个基点
管理费用	(72.1)	(81.1)	(11.1)
占收入比率%	4.9	6.7	(180 个基点)
研发费用	(76.2)	(60.4)	26.2
占收入比率%	5.1	5.0	10 个基点
财务成本	(8.3)	(1.8)	361.1
应占合资控股实体业绩	8.7	3.8	128.9
应占联营公司业绩	0.2	(28.1)	-
剥离联营公司亏损	-	(565.2)	-
<b>税前利润</b>	456.3	(355.7)	-
税金	(60.9)	(38.5)	58.2
非控股股权	(6.6)	5.2	-
<b>税后利润</b>	388.8	(389.0)	-

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 3. 净利润明细：主营业务净利润增长 11.01%**

(人民币, 百万)	2013	2014	同比变动(%)
年内利润	387.7	1,094.8	182.40
非控股股权	0.3	(9.9)	(3,336.72)
应占联营公司利润	5.5	(4.9)	(11.05)
剥离联营公司亏损	497.4		(100.00)
收购土地和大厦补偿		(100.9)	
剔除非经常性项目后净利润	890.9	989.0	11.01

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 产品收入（2014 年和 2013 年）：一次性用品增长疲软

我们注意到，一次性医用耗材用品的销售额同比增速仅为 11.6%，远低于医疗行业平均增长水平。我们认为这主要是因为威高的核心客户国内三甲医院的需求增长有限。虽然威高正试图通过其他方式来解决这一问题，但是收效甚微。我们认为唯一行得通的办法是渠道下沉，到了那时，威高又将面临红海更多的竞争者、不规范的竞争，同时增量客户低级别医院会更多的选择付款延迟。

与此同时，我们注意到，高毛利的产品的销售额增长略低于于其他产品，例如针头。我们认为这是 2014 年总毛利率下滑 30 个基点至 58.8% 的主要原因。我们预测这些产品的销量增长将在 2015 年有所改善。但是，我们认为产品线将面临定价下滑的风险。

2014 年，骨科器械耗材类产品的收入仅同比增长 17.0%。如果剔除 OEM 业务和 2012 年 4 季度部分订单推迟至 2013 年 1 季度的影响，骨科业务收入同比增长 24.5%，增速明显低于过去几年。

**图表 4. 产品营收构成(2014 年和 2013 年)**

产品	2014	2013	变动 (%)	占收入比率%	
	(人民币, 百万)	(人民币, 百万)		2014 (%)	2013 (%)
消耗品					
- 输注管路	1,480.8	1,254.2	18.1	28.1	27.2
- 针头	731.7	722.3	1.3	13.9	15.7
- 注射器	657.6	595.0	10.5	12.5	12.9
- 血袋	261.5	233.8	11.8	5.0	5.1
- 预填充注射器	241.9	209.6	15.4	4.6	4.5
- 伤口管理	97.0	77.5	25.2	1.8	1.7
- 采血	81.3	84.5	(3.8)	1.5	1.8
- PVC 塑料	58.1	74.4	(21.9)	1.1	1.6
- 其他	346.8	294.8	17.6	6.5	6.4
消耗品小计	3,956.7	3,546.1	11.6	75.0	76.9
骨科产品	591.8	505.9	17.0	11.2	11.0
血液净化产品	604.1	450.4	34.1	11.4	9.7
血液净化设备	125.2	110.9	12.9	2.4	2.4
<b>总计</b>	<b>5,277.8</b>	<b>4,613.3</b>	<b>14.4</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 产品收入构成 (14 年 4 季度与 13 年 4 季度之比较)

产品				占收入比率	
	14 年 4 季度 (人民币, 百万)	13 年 4 季度 (人民币, 百万)	变动 (%)	14 年 4 季度 (%)	13 年 4 季度 (%)
消耗品					
- 输注管路	438.2	317.5	38.0	29.6	26.2
- 针头	200.6	180.3	11.3	13.6	14.9
- 注射器	174.5	149.7	16.6	11.8	12.3
- 血袋	71.7	66.1	8.5	4.8	5.4
- 预填充注射器	51.0	50.9	0.2	3.4	4.2
- 伤口管理	28.2	20.2	39.6	1.9	1.7
- 采血	20.3	22.8	(11.0)	1.4	1.9
- PVC 塑料	16.9	19.4	(12.9)	1.1	1.6
- 其他	107.6	95.1	13.1	7.3	7.8
消耗品小计	1,109.0	922.0	20.3	74.9	76.0
骨科产品	154.0	120.1	28.2	10.4	9.9
血液净化产品	179.2	131.7	36.1	12.1	10.9
血液净化设备	38.0	39.2	(3.1)	2.6	3.2
<b>总计</b>	<b>1,480.2</b>	<b>1,213.0</b>	<b>22.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	4,613	5,278	6,128	7,018	8,010
销售成本	(1,886)	(2,173)	(2,509)	(2,876)	(3,270)
经营费用	(1,496)	(1,812)	(2,096)	(2,367)	(2,679)
息税折旧前利润	1,231	1,292	1,523	1,775	2,062
折旧及摊销	(188)	(168)	(177)	(187)	(197)
经营利润(息税前利润)	1,043	1,124	1,345	1,588	1,865
净利息收入/(费用)	(9)	(23)	(23)	(23)	(23)
其他收益/(损失)	(490)	174	192	215	227
税前利润	544	1,276	1,515	1,780	2,069
所得税	(156)	(181)	(230)	(269)	(310)
少数股东权益	0	(10)	(10)	(10)	(10)
净利润	388	1,085	1,275	1,501	1,749
核心净利润	388	1,085	1,275	1,501	1,749
每股收益(人民币)	0.087	0.242	0.285	0.335	0.391
核心每股收益(人民币)	0.087	0.242	0.285	0.335	0.391
每股股息(人民币)	0.033	0.035	0.043	0.051	0.059
收入增长(%)	25	14	16	15	14
息税前利润增长(%)	22	8	20	18	17
息税折旧前利润增长(%)	25	5	18	17	16
每股收益增长(%)	(61)	180	18	18	16
核心每股收益增长(%)	(61)	180	18	18	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	544	1,276	1,515	1,780	2,069
折旧与摊销	188	168	177	187	197
净利息费用	9	23	23	23	23
运营资本变动	(421)	(887)	465	(1,012)	313
税金	(178)	(181)	(230)	(269)	(310)
其他经营现金流	578	132	64	63	75
经营活动产生的现金流	720	530	2,015	772	2,366
购买固定资产净值	(866)	(320)	(320)	(320)	(320)
投资减少/增加	(21)	0	0	0	0
其他投资现金流	1,756	(95)	(62)	(56)	(56)
投资活动产生的现金流	870	(415)	(382)	(376)	(376)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	400	0	0	0	0
支付股息	(278)	(295)	(21)	(365)	(89)
其他融资现金流	3	(23)	(23)	(23)	(23)
融资活动产生的现金流	126	(318)	(44)	(388)	(111)
现金变动	1,715	(203)	1,589	8	1,879
期初现金	1,298	2,976	2,786	4,376	4,384
公司自由现金流	1,596	115	1,633	396	1,990
权益自由现金流	1,979	92	1,610	373	1,967

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	3,119	2,897	4,486	4,495	6,373
应收帐款	2,228	2,988	3,056	3,674	3,788
库存	866	915	598	1,135	835
其他流动资产	40	0	0	0	0
流动资产总计	6,253	6,799	8,140	9,304	10,997
固定资产	3,948	4,154	4,350	4,537	4,714
无形资产	220	216	212	208	204
其他长期资产	867	901	653	652	651
长期资产总计	5,035	5,271	5,216	5,397	5,569
总资产	11,288	12,070	13,356	14,701	16,566
应付帐款	1,748	1,677	1,898	2,041	2,169
短期债务	300	271	271	271	271
其他流动负债	34	56	52	52	52
流动负债总计	2,082	2,003	2,220	2,364	2,492
长期借款	100	149	30	30	30
其他长期负债	43	38	0	0	0
股本	448	448	448	448	448
储备	8,593	9,400	10,627	11,828	13,565
股东权益	9,040	9,848	11,074	12,276	14,013
少数股东权益	23	32	32	32	32
总负债及权益	11,288	12,070	13,356	14,701	16,566
每股帐面价值(人民币)	2.02	2.20	2.47	2.74	3.13
每股有形资产(人民币)	1.97	2.15	2.43	2.70	3.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(0.53)	(0.91)	(0.91)	(1.33)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.7	24.5	24.9	25.3	25.7
息税前利润率(%)	22.6	21.3	22.0	22.6	23.3
税前利润率(%)	11.8	24.2	24.7	25.4	25.8
净利率(%)	8.4	20.6	20.8	21.4	21.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.0	3.4	3.7	3.9	4.4
利息覆盖率(倍)	116.2	49.5	59.3	70.0	82.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.6	2.9	3.4	3.5	4.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	56.2	20.1	17.1	14.5	12.5
核心业务市盈率(倍)	56.2	20.1	17.1	14.5	12.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	59.5	21.3	18.1	15.4	13.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	30.3	41.1	10.8	28.2	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	14.9	11.6	9.9	7.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	164.1	149.5	110.0	110.0	110.0
应收帐款周转天数	153.4	180.3	180.0	175.0	170.0
应付帐款周转天数	127.4	118.4	106.5	102.4	95.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	38.1	14.6	15.1	15.1	15.1
净资产收益率(%)	4.3	11.5	12.2	12.9	13.3
资产收益率(%)	8.5	6.9	9.1	9.6	10.1
已运用资本收益率(%)	11.3	11.4	12.4	13.2	13.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371