

复宏汉霖 - B (2696 HK)

高管人事调整不影响公司实际经营，国际化创新布局稳步推进

2020年9月30日，公司宣布刘世高博士因个人工作重心调整辞任公司执行董事、首席执行官等职务，同时提名现任总裁张文杰先生出任第二届董事会执行董事并委任其为公司首席执行官。本次人事调整并非突发，符合公司发展需求，亦据计划进行有序的平稳交接，我们认为此事件对公司发展影响积极，不会影响公司实际运营管理。公司同日宣布授予 Accord 在美加地区对 HLX02 的独家权益，标志着 HLX02 商业化布局已全面覆盖欧美主流生物药市场。基于近期业务进展，我们微调目标价至 73.60 港元，维持“买入”评级。

高管人事调整并非突发事件，对公司发展影响积极

2020年9月30日，公司宣布刘世高博士因个人工作重心调整辞任公司执行董事、首席执行官等职务，同时提名现任总裁张文杰先生出任第二届董事会执行董事，并委任其为公司首席执行官。本次人事调整并非突发，而是经过深思熟虑后的战略布局。其一，公司已从过往研发驱动为主的初创企业转变为商业化驱动为主的相对成熟的生物医药企业，进入新的发展阶段需要新的管理人才带领，张文杰先生在商业化方面的能力和经验非常适合公司目前发展需要，有利公司成为与国际接轨的生物制药公司；其二，公司据事先计划已进行有序的平稳交接，张文杰先生经过一年多的在职训练已熟练接手公司运营，亦经董事会考核认为其完全胜任公司 CEO 职位要求；其三，刘世高博士辞任后仍会在战略咨询委员会主任的职位上继续为公司服务。我们认为本次事件对公司发展影响积极，不会改变公司核心价值观及发展方向。

与 Accord 战略合作再升级，增加汉曲优美国及加拿大授权

2020年9月30日，公司宣布与 Accord 达成合作共识，授予其在美国及加拿大地区对 HLX02（中国商品名：汉曲优，欧盟商品名：Zercepac）的独家开发与商业化权益。基于合作条款，Accord 将向公司支付的主要里程碑款项包括：1) 首付款 2700 万美元，于正式许可协议签署后支付；2) 监管里程碑付款共计不超过 1300 万美元，根据许可产品在美国内的药物代谢动力学研究进度及上市申请进度支付；3) 销售里程碑付款，将依照区域内累计净销售额支付，每达到 5 亿美元净销售额则向复宏汉霖支付 2500 万美元。此外，公司未来还将有资格获得 18%-50% 的净利润分级特许权使用费。本次战略合作升级为公司拓展海外市场的重要一步，标志着 HLX02 的商业化布局已全面覆盖欧美主流生物药市场，合作的达成及更高的分成比例亦显示公司过往就欧盟等地业务与 Accord 合作良好，印证公司参与国际竞争的实质。

微调目标价至 73.60 港元，维持“买入”评级

基于近期业务进展，我们微调盈利预测，预计公司 20-22 财年总收入将分别为人民币 6.75 亿/14.88 亿/24.87 亿元，同比增长率为 642.3%/120.4%/67.2%；同期核心利润分别为人民币 -6.61 亿/-3.23 亿/3.50 亿元。我们微调现金流折现法 (WACC=10.2%, g=3.0%) 所得目标价至 73.60 港元，维持“买入”评级。

风险提示：1) 产品研发进度可能不及预期；2) 产品商业化可能不及预期；3) 政策变化可能使产品价格和渗透率降低并不及预期；4) 突发公共卫生事件可能使产品销售及研发不及预期。

图 1: 盈利预测

截至 Dec 31 (RMBm)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
收入	7	91	675	1,488	2,487
净利润	(494)	(870)	(786)	(452)	206
实际盈利	(417)	(760)	(660)	(323)	350
每股实际盈利 (RMB)	(0.767)	(1.398)	(1.215)	(0.594)	0.643
市盈率 (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	63.8
市净率 (x)	11.9	5.6	5.8	5.6	4.6
EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	56.0

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理

医疗保健
生物技术与制药

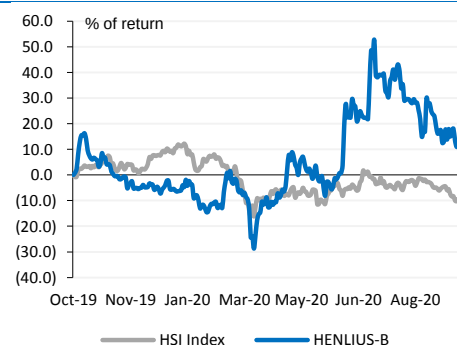
2020 年 10 月 5 日

买入

目标价	HKD73.60
上次评级/目标价	买入 / HKD73.59
收盘价 (30 Sept 20)	HKD46.55
上行/下行空间 (%)	58.9
恒生指数	23459.05
总市值 (HKDb/USDb)	24.7/3.1
52 周最高 (HKD)	67.05
52 周最低 (HKD)	29.80
3 个月平均成交量 (千股)	207.0

资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 研究部

股价表现



资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报 (%)	-7.6	-7.5	8.7
相对 HSI 回报 (%)	-2.3	-5.2	17.3
平均股价 (HKD)	56.0	52.6	44.4

资料来源: 彭博, 国信证券 (香港) 研究部

公司简介

复宏汉霖 (2696.HK) 成立于 2010 年, 为一家国际化创新生物制药公司, 旨在为全球患者提供质高价优的创新生物药, 产品覆盖肿瘤、自身免疫性疾病等领域。公司主要产品开发策略是仿创结合, 从生物类似药起步, 逐步开发创新型单抗产品, 结合自主开发的抗 PD-1 及 PD-L1 单抗, 在国内率先推出免疫联合疗法, 前瞻性布局了一个多元化、创新单抗及肿瘤免疫联合疗法管线。公司亦已建成一体化生物制药平台, 高效及创新的自主核心能力贯穿研发、生产及商业运营全产业链, 并在中国上海、中国台北和美国加州均设有研发中心, 按照国际 GMP 标准进行生产和质量管控, 其位于上海徐汇的生产基地已获得中国和欧盟 GMP 认证。目前公司已有 2 款产品于中国获批上市, 1 款产品于欧盟获批上市, 2 款产品获得中国新药上市申请受理, 并同步就 10 款产品、8 个联合治疗方案在全球范围内开展 20 多项临床试验, 产品对外授权覆盖全球近 100 个国家和地区。

资料来源: 公司资料, 国信证券 (香港) 研究部

陈颖珊

证监会中央编号: BNV053
+852 2899 8300
Sunny.chen@guosen.com.hk

高管人事调整不影响公司实际经营，国际化创新布局稳步推进

高管人事调整并非突发事件，对公司发展影响积极

2020年9月30日，公司宣布 Scott Shi-Kau Liu 刘世高博士因个人工作重心调整辞任公司执行董事、首席执行官等职务，辞任后刘博士将继续担任公司的战略咨询委员会主任，关注公司研发方向、公司战略的制定以及团队建设和发展。公司同时提名现任总裁张文杰先生出任第二届董事会执行董事，并委任其为公司首席执行官，由其带领高级管理团队进行公司日常管理，并监督公司及其附属公司的营运。

本次人事调整并非突发，而是经过深思熟虑后的战略布局。其一，经过十年发展，公司已从过往研发驱动为主的初创企业转变为商业化驱动为主的相对成熟的生物医药企业，进入新的发展阶段需要新的管理人才带领。张文杰先生在医药行业拥有逾 25 年商业运营及管理经验，曾任安进中国的总经理、中国上海罗氏制药有限公司肿瘤业务二部副总裁、中国拜耳先灵特药及肿瘤部负责人等，自 2019 年 3 月加入复宏汉霖后，亦负责公司运营管理，着力搭建创新商业运营模式，打造国际化战略布局，并成功推动公司核心产品汉曲优的顺利上市，其在商业化方面的能力和经验非常适合公司目前发展需要，有利公司成为与国际接轨的生物制药公司。其二，公司根据事先计划已进行有序的平稳交接，经过一年多的在职训练，张文杰先生已熟练接手公司运营，亦经过董事会考核认为其完全胜任公司 CEO 职位要求，在此时间点交棒可让投资者放心。其三，刘世高博士辞任后不会完全离开，仍会在战略咨询委员会主任的职位上继续为公司服务。

有鉴于此，我们认为本次人事调整对公司发展影响积极，不会影响公司实际运营管理，亦不会改变公司核心价值观及发展方向，未来公司仍将致力于开发质高价优的生物药，继续加强创新、重视国际化。

与 Accord 战略合作再升级，增加汉曲优美国及加拿大授权

2020年9月30日，公司宣布与 Accord Healthcare Inc.（简称“Accord”）达成合作共识，授予其在美国及加拿大地区对 HLX02（曲妥珠单抗，中国商品名：汉曲优，欧盟商品名：Zercepac）的独家开发与商业化权益。

基于合作条款，Accord 将向公司支付的主要里程碑款项包括：1）首付款 2700 万美元，于正式许可协议签署后支付；2）监管里程碑付款共计不超过 1300 万美元，根据许可产品在美国国内的药物代谢动力学研究进度及上市申请进度支付；3）销售里程碑付款，将依照区域内累计净销售额支付，每达到 5 亿美元净销售额则向复宏汉霖支付 2500 万美元。此外，公司未来还将有资格获得 18%-50% 的净利润分级特许权使用费。

图 2 与 Accord 合作主要条款

许可方	上海复宏汉霖生物技术股份有限公司
被许可方	Accord Healthcare Inc.
签约时间	2020/9
许可产品	HLX02（注射用曲妥珠单抗）（150mg, 420mg, 60mg）
地区	美国及加拿大
合作及许可	开发及商业化 HLX02（注射用曲妥珠单抗）
里程碑付款	首付款：2700 万美元 监管里程碑：不超过 1300 万美元 销售里程碑：2500 万美元/每取得 5 亿美元累计净销售额
特许权使用费	18%-50% 的净利润提成

资料来源：公司资料，国信证券（香港）研究部

本次战略合作升级为公司拓展海外市场的重要一步，标志着 HLX02 的商业化布局已全面覆盖欧美主流生物药市场，合作的达成及更高的分成比例亦显示公司过往就欧盟等地业务与 Accord 合作良好，印证公司参与国际竞争的實力。

HLX04 顺利于中国报产，HLX70 于美国获批临床

公司商业化产品管线日渐丰富，继汉利康、汉曲优成功获批上市及 HLX03 获受理 NDA 后，公司于 2020 年 9 月 9 日宣布其贝伐珠单抗生物类似药 HLX04 的 NDA 正式获 NMPA 受理，其有望用于晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌（NSCLC）以及转移性结直肠癌（mCRC）患者的治疗。基于 HLX04 的研发进展，我们将 HLX04 就 mCRC 及 NSCLC 两项适应症的获批概率假设由 80% 升至 90%，预计 HLX04 于中国的风险调整后峰值销售为人民币 18.62 亿元。

公司亦于 2020 年 10 月 4 日宣布其新冠病毒中和抗体 HLX70 针对新冠病毒肺炎（COVID-19）、新冠病毒引起的急性呼吸窘迫综合征（ARDS）或多重器官衰竭等适应症的新药临床试验申请（IND）获美国 FDA 批准，由此成为首个自主向美国 FDA 递交新冠病毒中和抗体临床试验申请并获得批准的中国制药企业，积极为抗疫贡献力量。

盈利预测与估值

基于近期业务进展, 我们微调盈利预测, 预计公司 2020-2022 财年总收入将分别为人民币 6.75 亿/14.88 亿/24.87 亿元 (此前为人民币 6.74 亿元/14.77 亿元/24.58 亿元), 同比增长率分别 642.3%/ 118.8%/66.4%; 同期核心利润分别为人民币 -6.61 亿/-3.23 亿/3.50 亿元 (此前为人民币 -6.61 亿元/-3.22 亿元/3.44 亿元)。我们微调现金流折现法 (WACC=10.2%, g=3.0%) 所得目标价至 73.60 港元, 为目前股价提供 58.9% 的上行空间, 维持“买入”评级。

图 3 复宏汉霖财务预测 (年度)

Year-ended Dec (RMBm)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F
Total revenue	90.9	674.9	1487.8	2487.3	3655.7	5174.6	7138.6
YoY change	1125.3%	642.3%	120.4%	67.2%	47.0%	41.6%	38.0%
						44.2%	
Cost of sales	(71.8)	(283.0)	(544.6)	(775.0)	(975.9)	(1,260.5)	(1,661.0)
Gross profit	19.1	391.9	943.2	1,712.3	2,679.8	3,914.1	5,477.6
YoY change	844.5%	1951.0%	140.7%	81.5%	56.5%	46.1%	39.9%
GPM	21.0%	58.1%	63.4%	68.8%	73.3%	75.6%	76.7%
Selling and distribution expenses	(45.7)	(195.7)	(320.0)	(460.6)	(617.9)	(819.1)	(1,079.7)
% of total revenue	50.2%	29.0%	21.5%	18.5%	16.9%	15.8%	15.1%
Administrative expenses	(174.8)	(180.6)	(240.0)	(307.0)	(370.7)	(446.8)	(539.8)
% of total revenue	192.3%	26.8%	16.1%	12.3%	10.1%	8.6%	7.6%
R&D cost	(607.8)	(790.2)	(806.0)	(644.8)	(657.7)	(670.8)	(684.2)
% of total revenue	668.5%	117.1%	54.2%	25.9%	18.0%	13.0%	9.6%
Operating profit	(809.2)	(774.6)	(422.8)	299.9	1,033.5	1,977.3	3,173.9
YoY change	71.3%	-4.3%	-45.4%	-170.9%	244.7%	91.3%	60.5%
Operating margin	-890.0%	-114.8%	-28.4%	12.1%	28.3%	38.2%	44.5%
Other income and gains	24.7	52.1	28.4	31.3	34.4	37.9	41.6
Other expenses	(36.6)	(9.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% of total revenue	40.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Finance costs	(48.3)	(54.8)	(57.1)	(59.6)	(62.1)	(64.7)	(67.5)
EBIT	(826.5)	(732.0)	(394.4)	331.2	1,068.0	2,015.2	3,215.5
EBT	(874.8)	(786.8)	(451.5)	271.6	1,005.9	1,950.4	3,148.1
Income tax expense	(0.7)	0.0	0.0	(65.2)	(236.4)	(448.6)	(708.3)
Tax rate	25.0%	25.0%	24.5%	24.0%	23.5%	23.0%	22.5%
Profit for the year (reported)	(875.5)	(786.8)	(451.5)	206.4	769.5	1,501.8	2,439.8
MI	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY change	77.3%	-10.1%	-42.6%	-145.7%	272.8%	95.2%	62.5%
Adjustment	110.6	126.2	128.7	143.2	150.4	157.9	165.8
Core profit	(764.9)	(660.6)	(322.8)	349.7	919.9	1,659.8	2,605.6
YoY change	83.4%	-13.6%	-51.1%	-208.3%	163.1%	80.4%	57.0%
Core profit margin	N/A	N/A	25.2%	14.1%	25.2%	32.1%	36.5%
Diluted EPS (RMB)	-1.407	-1.215	-0.594	0.643	1.693	3.054	4.794

资料来源: 公司资料, 国信证券 (香港) 研究部

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理

图4 复宏汉霖主要候选药物收入预测

Year-ended Dec (RMBm)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F
Revenue							
HLX01 sales	79.0	335.4	493.7	579.1	631.5	686.8	731.7
YoY change	N/A	324.9%	47.2%	17.3%	9.0%	8.8%	6.5%
% Total revenue	86.8%	49.7%	33.2%	23.3%	17.3%	13.3%	10.2%
HLX02 sales		222.1	778.4	1198.5	1642.8	2141.2	2693.5
YoY change		N/A	250.5%	54.0%	37.1%	30.3%	25.8%
% Total revenue		32.9%	52.3%	48.2%	44.9%	41.4%	37.7%
HLX03 sales		8.6	72.7	157.1	270.9	414.7	588.9
YoY change		N/A	747.3%	116.0%	72.4%	53.1%	42.0%
% Total revenue		1.3%	4.9%	6.3%	7.4%	8.0%	8.2%
HLX04 sales			97.2	263.0	443.0	670.0	947.7
YoY change			N/A	170.5%	68.4%	51.2%	41.4%
% Total revenue			6.5%	10.6%	12.1%	12.9%	13.3%
HLX10 sales			12.7	280.3	507.7	822.3	1236.1
YoY change			N/A	2108.5%	81.2%	62.0%	50.3%
% Total revenue			0.9%	11.3%	13.9%	15.9%	17.3%
HLX12 sales						67.4	228.0
YoY change						N/A	238.1%
% Total revenue						1.3%	3.2%
HLX11 sales							35.6
YoY change							N/A
% Total revenue							0.5%
HLX07 sales					70.8	132.3	255.5
YoY change					N/A	86.9%	93.2%
% Total revenue					1.9%	2.6%	3.6%
HLX20 sales					79.7	146.2	228.0
YoY change					N/A	83.4%	55.9%
% Total revenue					2.2%	2.8%	3.2%
HLX22 sales						84.4	184.5
YoY change						N/A	118.6%
% Total revenue						1.6%	2.6%
Other revenue	12.0	108.9	33.1	9.2	9.2	9.2	9.2
YoY change	61.4%	808.9%	-69.6%	-72.1%	0.0%	0.0%	0.0%
% Total revenue	13.2%	16.1%	2.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
Total revenue	90.9	674.9	1487.8	2487.3	3655.7	5174.6	7138.6
YoY change	1125.3%	642.3%	120.4%	67.2%	47.0%	41.6%	38.0%

资料来源：公司资料，国信证券（香港）研究部

图 5 基于现金流折现法 (DCF) 的复宏汉霖估值模型

DCF (the whole company)	FY17	FY18	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F		
Year ended Dec (RMBm)																
EBITDA	-299	-413	-748	-661	-322	408	1,149	2,101	3,305	4,560	5,935	6,999	7,712	7,847		
Less: income tax	-4	-5	-1	0	0	-65	-236	-449	-708	-967	-1,268	-1,500	-1,655	-1,683		
Less: Capex	-451	-672	-864	-1,263	-1,321	-1,185	-1,212	-962	-968	-974	-981	-989	-997	-1,006		
Increase/ (decrease) in working capital	-30	6	-183	-247	-230	-270	-203	-470	-346	-367	-410	-418	-353	-116		
Unlevered FCF	-784	-1,084	-1,794	-2,171	-1,873	-1,112	-502	220	1,283	2,251	3,276	4,092	4,707	5,042		
YoY		38%	66%	21%	-14%	-41%	-55%	-144%	484%	75%	46%	25%	15%	7%		
Capex to sales		9051.4%	949.7%	187.1%	88.8%	47.7%	33.2%	18.6%	13.6%	10.8%	8.8%	7.8%	7.1%	6.9%		
	(RMBm)					Ended-2020			% Debt			30.0%				
	Present value of Terminal Value					27,393			% Equity			70.0%				
	Present value of FCF (2021-2030)					6,628			Tax rate			25.0%				
	Present value of Enterprise (RMBmn)					34,022			1+ (1-T)D/E			1.3				
	Plus: cash					2,305			Unlevered project beta			0.8				
	Less: debt & preferred shares					609			Project equity beta			1.0				
	HKD/RMB					1.12			Risk-free rate			3.1%				
	Equity value (HKD)					40,003			Market risk premium			8.1%				
	Shares outstanding (fully diluted) (m)					543			Project equity beta			1.0				
	Price Target (HKD per share)					73.60			Market risk premium			8.1%				
	Upside (downside)					58.1%			Equity risk premium			8.4%				
	PEG					N/A			Plus risk-free rate			3.1%				
									Cost of equity			11.6%				
	WACC					10.2%										
	Terminal growth rate					3.0%			Cost of debt			7.0%				
									Weightings		Weighted costs					
	After-tax cost of debt								7.0%		30.0%		2.1%			
	Cost of equity								11.6%		70.0%		8.1%			
	WACC												10.2%			

资料来源：公司资料，国信证券（香港）研究部

图 6 复宏汉霖与香港上市可比生物制药公司之相对估值对比

Company	Stock Code	Currency	Market Cap	PE (fiscal year)				PB (fiscal year)				EV/EBITDA
			HKD mil	19A	20F	21F	22F	19A	20F	21F	22F	22F
HK - Listed companies												
Shanghai Henlius Biotech I-H	2696 HK	HKD	25,273	n.a.	n.a.	n.a.	63.8	5.6	5.8	5.6	4.6	56.0
Hansoh Pharmaceutical Group	3692 HK	HKD	221,370	70.1	66.4	50.7	42.6	14.8	13.0	10.8	8.9	34.2
Sino Biopharmaceutical	1177 HK	HKD	156,832	50.9	42.6	34.5	28.4	4.5	3.9	3.4	3.0	13.0
Shanghai Fosun Pharmaceuti-H	2196 HK	HKD	129,871	21.1	20.7	17.2	14.5	2.2	2.0	1.8	1.7	22.4
Beigene Ltd	6160 HK	HKD	200,179	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18.2	5.7	7.9	8.6	n.a.
Cspc Pharmaceutical Group Lt	1093 HK	HKD	112,553	26.7	21.0	17.9	15.0	5.5	4.3	3.7	3.1	9.8
Shanghai Junshi Bioscience-H	1877 HK	HKD	75,571	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.3	9.3	10.8	14.2	n.a.
Livzon Pharmaceutical Grou-H	1513 HK	HKD	46,037	21.9	17.9	15.4	13.4	2.6	2.4	2.2	1.9	12.8
Genscript Biotech Corp	1548 HK	HKD	25,272	n.a.	n.a.	n.a.	99.7	8.3	6.3	11.7	8.9	n.a.
Akeso Inc	9926 HK	HKD	21,920	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.9	8.3	7.4	n.a.
3Sbio Inc	1530 HK	HKD	21,976	20.0	13.6	11.6	10.0	2.0	1.8	1.6	1.4	6.2
Innocare Pharma Ltd	9969 HK	HKD	13,149	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0.9)	4.0	5.0	6.1	n.a.
Luye Pharma Group Ltd	2186 HK	HKD	14,458	8.6	8.3	7.4	6.8	1.4	1.2	1.1	0.9	4.9
Alphamab Oncology	9966 HK	HKD	14,133	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	6.8	11.4	8.9	n.a.
Cstone Pharmaceuticals	2616 HK	HKD	10,654	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	5.4	10.2	(36.9)	n.a.
Hua Medicine	2552 HK	HKD	5,285	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.5	7.7	15.5	10.4	n.a.
Mabpharm Ltd	2181 HK	HKD	4,949	n.a.	17.6	14.5	15.0	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Asclepis Pharma Inc	1672 HK	HKD	3,076	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	0.8	0.8	0.8	n.a.
Tot Biopharm International C	1875 HK	HKD	2,554	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Simple Average				31.3	26.0	21.2	27.3	5.0	5.1	6.6	3.1	14.7
Weighted Average				43.8	39.2	31.1	28.6	9.3	6.3	6.5	5.8	20.5

资料来源：彭博，国信证券（香港）研究部

财务报表摘要 (截至每财年 12 月 31 日)

损益表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
收益	7	91	675	1,488	2,487
收益增长率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
销售成本	(5)	(72)	(283)	(545)	(775)
毛利	2	19	392	943	1,712
其他收入	0	0	0	0	0
经营费用	(474)	(828)	(1,167)	(1,366)	(1,412)
经营溢利	(472)	(809)	(775)	(423)	300
经营溢利增长率 (%)	45.1	71.3	(4.3)	(45.4)	(170.9)
其他营业外收入/(支出)	30	(12)	25	9	10
财务收入	0	0	18	19	21
财务费用	(58)	(48)	(55)	(57)	(60)
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	(500)	(870)	(786)	(452)	272
所得税	(5)	(1)	0	0	(65)
少数股东损益	11	0	0	0	0
净利润	(494)	(870)	(786)	(452)	206
其他调整	77	111	126	129	143
实际利润	(417)	(760)	(660)	(323)	350
实际利润增速 (%)	192.3	82.1	(13.1)	(51.1)	(208.3)
每股收益(人民币元)	(0.908)	(1.601)	(1.447)	(0.831)	0.380
实际每股收益(人民币元)	(0.767)	(1.398)	(1.215)	(0.594)	0.643
实际每股收益增速 (%)	192.3	82.1	(13.1)	(51.1)	(208.3)
每股股息(人民币元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
每股股息增速 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

资产负债表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
固定资产	495	857	1,103	1,072	1,169
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	1,513	2,382	3,256	4,107	4,792
非流动资产	2,008	3,239	4,359	5,179	5,961
存货	25	130	165	231	286
应收款及预付款项	97	226	528	705	911
银行存款及现金	959	2,301	782	67	183
其他	6	4	9	10	11
流动资产	1,087	2,661	1,484	1,014	1,391
银行及其他借款	143	278	418	439	461
应付贸易账款及其他应付款项	85	240	288	375	511
应付税项	0	0	0	0	0
其他	305	441	441	482	569
流动负债	533	960	1,148	1,296	1,542
银行及其他借款	385	331	267	275	283
其他	373	609	645	664	684
非流动负债	759	940	912	939	967
净资产	1,803	4,000	3,783	3,957	4,843
股本	474	543	543	543	543
溢价及储备	1,328	3,457	3,239	3,414	4,299
股东应占权益	1,803	4,000	3,783	3,957	4,843
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	1,803	4,000	3,783	3,957	4,843
每股净资产(人民币元)	3.3	7.4	7.0	7.3	8.9

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

财务比率	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
毛利率 (%)	27.3	21.0	58.1	63.4	68.8
经营利润率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	12.1
实际利润率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	14.1
净债务/权益 (%)	(23.9)	(42.3)	(2.6)	16.4	11.6
净债务/总资产 (%)	(13.9)	(28.7)	(1.7)	10.5	7.6
流动比率 (%)	203.8	277.3	129.3	78.2	90.2
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
利息覆盖率 (倍)	(8.2)	(16.8)	(14.1)	(7.4)	5.0
股息覆盖率 (倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	33.9
应收账款周转天数	657.1	73.6	60.5	57.1	45.6
应付账款周转天数	5,392.8	827.0	340.7	222.1	208.6
存货周转天数	1,686.1	394.0	190.1	132.7	121.7
现金循环天数	(3,049.6)	(359.4)	(90.0)	(32.3)	(41.3)
杜邦分析	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
税负率 (%)	98.7	100.1	100.0	100.0	76.0
利息负担率 (%)	105.9	107.4	101.5	106.8	90.6
经营利润率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	12.1
资产周转率 (倍)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4
杠杆率 (倍)	2.7	1.6	1.5	1.6	1.5
资产收益率 (%)	(18.2)	(16.9)	(11.2)	(5.4)	5.2
净资产收益率 (%)	(48.4)	(26.2)	(17.0)	(8.3)	7.9

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

现金流量表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
息税前利润	(442)	(827)	(732)	(394)	331
折旧与摊销	10	51	30	29	32
利息费用	58	48	55	57	60
营运资本变动	302	153	(38)	122	201
已交税金	(5)	(1)	0	0	(65)
其他经营性现金流	25	132	60	74	77
经营活动	(52)	(443)	(625)	(113)	635
资本支出	(735)	(921)	(1,263)	(1,321)	(1,185)
自由现金流	(788)	(1,364)	(1,888)	(1,433)	(550)
非流动资产处置	0	0	0	0	0
联营公司及合营公司 (净值)	0	0	0	0	0
已收利息	0	0	0	0	0
已收股息	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	0	(212)	(295)	(200)	(206)
投资活动	(735)	(1,133)	(1,558)	(1,521)	(1,391)
新增贷款	0	0	0	0	0
偿还贷款	0	0	0	0	0
已付股息	0	0	0	0	(10)
其他融资性现金流	1,679	2,948	664	919	882
融资活动	1,679	2,948	664	919	872
现金增加/(减少)	892	1,372	(1,519)	(715)	116
年初现金	59	959	2,301	782	67
外汇汇率影响	9	(30)	0	0	0
年末现金	959	2,301	782	67	183

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。