威高集团 (1066 HK)

稳健长青

威高集团是一家总部位于中国山东省的医疗器械公司，主要从事研发、生产及销售一次性医疗器械。公司以生产输液器起家，随后扩大其耗材组合，包括预充式注射器及多种其他产品。除一次性耗材外，公司还经营骨科业务，近期通过收购一间美国公司涉足介入医疗器械领域。作为市场领先的大品牌，威高的核心业务稳步增长，过去 10 年一次性耗材的复合年增长率高达 19%。我们首次覆盖威高，采用 DCF 模型得出目标价为 7.8 港元，隐含 12%的上行空间，当前股价相当于 16.3 倍 FY19 预测市盈率及 1.6 倍 FY19 预测市净率。

- **投向高附加值产品。**凭借产品组合优化及最近的自动化，威高的毛利率每年都在不断扩大。通过研发投资及收购，公司能够推出更先进的产品，定价也随之上涨。高附加值产品对收入的贡献由 2004 年的 20%以下增长至 2017 年的 60%。
- **三级及二级医院将推动毛利率上升。**威高超过 70%的客户是三级及二级医院，覆盖率分别为 46%及 14%。公司持续扩大专业产品销售团队，以便更好地向这些对优质耗材需求较大的医院推销新产品。三级医院的住院人次增长与威高的耗材销售密切相关，预计年内将达 11%左右。
- **骨科业务享有先机之利。**威高于 2006 年进入骨科市场，占据先行优势，尤其在脊柱产品方面取得较大的市场份额，脊柱产品目前贡献大部分销售额。2017 年 9 月，公司收购海星医疗器械，以进一步加强其关节产品销售，我们相信此举将有助于推动未来几年的骨科产品销售。
- **收购爱琅或带来整合风险。**2018 年 1 月，公司以 8.5 亿美元收购爱琅（一家专门从事介入产品的美国医疗器械公司）。尽管我们看到其他中国公司也在收购海外项目，但整个过程并不总是如预期般顺利。因此，我们对干预业务增长的预测保持不变，预计会出现单位数增长。
- **首予增持评级。**公司通过产品创新实现收入及利润的稳定增长，每年花费人民币 3 亿元用于研发，使其定价能力更强。我们采用 10 年期 DCF 模型对公司估值，得出我们的目标价 7.8 港元，隐含 12%的上行空间，当前股价相当于 16.3 倍 FY19 预测市盈率及 1.6 倍 FY19 预测市净率。首予增持评级。

投资总结

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收（人民币百万元）	6,730	6,293	8,322	9,304	10,287
变化（%）	14	(7)	32	12	11
净利润（人民币百万元）	1,106	1,256	1,338	1,583	1,820
变化（%）	(1)	14	6	18	15
每股盈利（人民币）	0.25	0.28	0.30	0.35	0.41
变化（%）	(1)	14	6	18	15
市盈率（倍）	24.3	21.7	19.3	16.3	14.2
市净率（倍）	2.2	2.0	1.7	1.6	1.5
价格/经营活动现金流（倍）	29.8	24.8	12.0	13.1	10.7
企业价值/息税折摊前利润（倍）	19.7	17.7	13.5	12.4	11.5
每股股息（人民币）	0.09	0.09	0.09	0.11	0.12
股息回报率（%）	1.4	1.5	1.6	1.8	2.1

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

增持

目前股价	目标股价
HK$7.02	HK$7.80

中国 / 医疗 / 设备

2019 年 2 月 18 日

罗信基 (SFC CE:BDJ462)
(852) 3519 1299
matthew.law@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数（百万股）	4,476
市值（百万港元）	31,424
企业价值（百万港元）	33,890
12 个月内日均成交额（百万港元）	60.8
12 个月波动率（%）	43.1
FY18-20 预测市盈增长率（倍）	1.3
FY18-20 预测平均净资产收益率（%）	9.6
FY18 预测市净率（倍）	1.7
FY18 预测净负债-股东权益比（%）	12.4

股价表现（%）

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	12	11	35
相对恒生指数	8	3	45

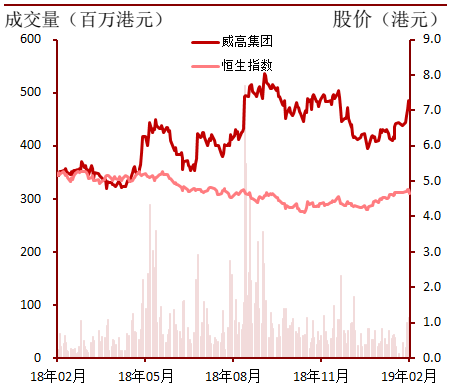
主要股东持股（%）

威高集团	47.8%
Joho Capital	4.1%

审计师

德勤・关黄陈方会计师行

股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

不仅仅是一次性输液器公司

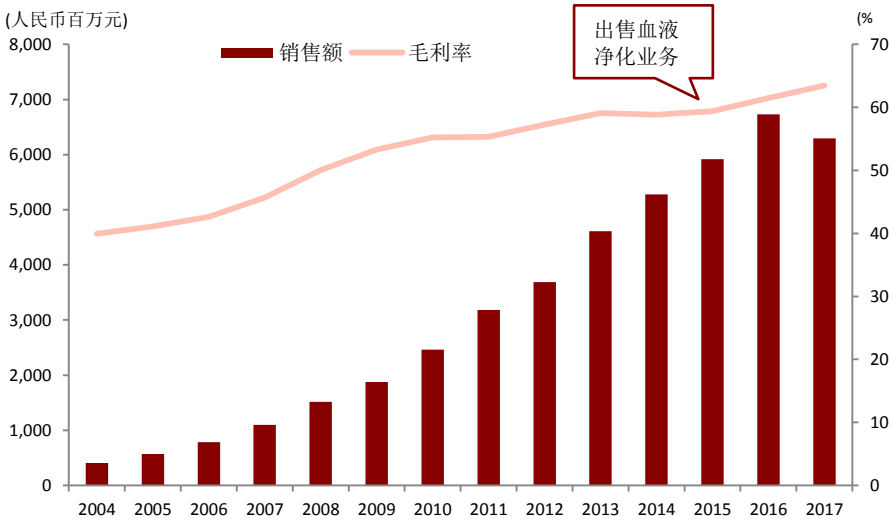
继续挑战自我，生产更复杂的医疗耗材

威高于 1988 年由陈学利先生在山东威海创立，起初为一次性输液器生产商。2004 年在创业板上市之前，公司 2001 年的销售额仅为人民币 2 亿元，净利润为人民币 1,000 万元。此后，公司发展成为中国最大的一次性医疗器械制造商，销售额超过人民币 60 亿元，净利润超过人民币 10 亿元，覆盖 5,000 个医院集团的 2,200 名销售代表功不可没。耗材仍是公司的核心产品，公司亦将业务拓展至骨科器械，去年更以 8.4 亿美元收购美国非上市介入医疗器械公司爱琅。

图 1：创始人 – 陈学利先生

资料来源：公司资料

图 2：销售及毛利率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

提高每个业务分部的效率及整体盈利能力

输液器、针制品及注射器等一次性耗材构成了威高的核心产品，约占耗材收入的 75-80%。公司凭借这组核心产品及增加新业务，使其产品组合多样化，从而推动收入增长。部分业务试水成功，如骨科材料，而血液净化等分部从未真正有起色，最终公司引入一名新投资者来降低其股权占比及风险。我们预计公司将继续沿此道路推进，以提高每个业务分部的效率及整体盈利能力。

图 3：威高的业务分部（ FY17 收入，以人民币为单位）

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

研发投入对推出新的高附加值产品至关重要

多样化的产品系列可满足所有客户的需求

威高拥有 500 多种产品，涵盖从输液器到采血产品的所有基本医疗耗材。每种产品在其基本形式之上都有多种变体。例如，公司提供标准注射器，但也制造适用于光敏性药物（光照会加速药物氧化）的避光注射器，或预先填充药物一起出售的预充式注射器。

图 4：一次性耗材主要产品

标准产品	输液器	针制品及注射器	血袋	创伤手术护理	检验诊断
高附加值产品	多穿刺器式输液器	避光注射器	白细胞塑料血袋	水凝胶敷料	活检针

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 5：研发费用

公司名称	研发(人民币百万元)	%销售额
威高(1066 HK)	274	4.4
康德莱(603987 SH)	53	4.2
三鑫(300453 SH)	7	1.8
BD (BDX US)	6911	6.3

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

研发承诺每年为公司的产品组合添加新产品

公司每年将 4.4%的收入用于研发，或约人民币 3 亿元，该数字远超国内上市同业，因此公司将强生、BD 等跨国公司视为主要竞争对手。由于强大的研发投入，公司多年来看到其新产品注册及新专利显著增加，由 2010 年不到 200 个注册产品到现在已超过 380 个。

2017 年注册产品及专利数量下降是因为出售血液净化业务。

图 6：产品注册及专利

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
已注册新产品	29	20	38	54	48	22	46	29
新专利	31	28	53	92	76	49	61	44
在申请专利	33	40	55	53	91	88	100	76
已注册产品	190	210	240	300	350	370	410	360
专利	100	150	210	300	370	420	480	440
在发明专利	15	21	34	37	48	54	72	53
研发费用(人民币百万元)	100	142	171	209	238	293	303	274

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

高附加值产品是保持高利润的关键

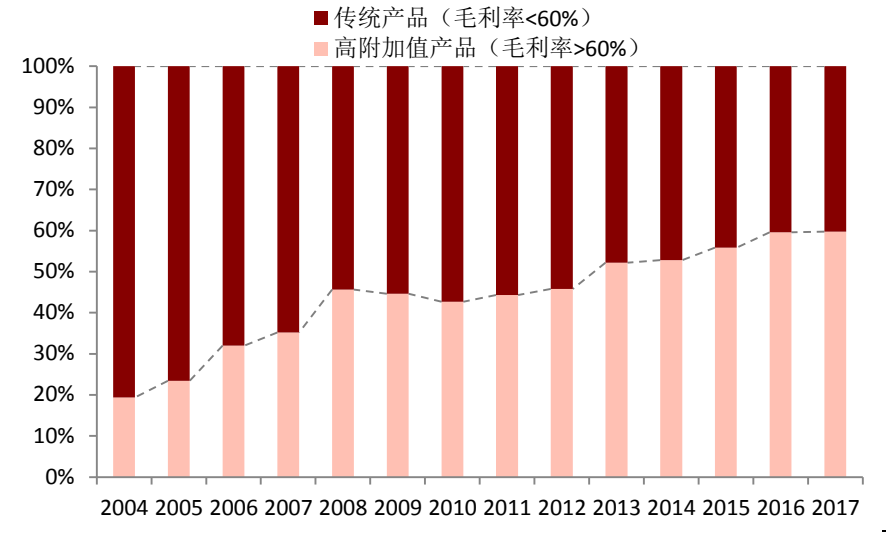
转向利润率较高的产品

公司通过推介会及展览，以非传统产品为方向稳步调整产品结构。相关营销方法有助于将高附加值产品（如预充式注射器、抗辐射输液器等）的收入占比由 2004 年的 20%以下增长至 2017 年的 60%。将毛利率大于 60%的产品界定为高附加值产品，传统产品的毛利率小于 60%。

图 8：预充式注射器

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 7：传统及高附加值产品收入占比



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

由二级及三级医院带动高附加值产品销售

对于公司而言，理想情况下，高附加值产品的占比将持续上升，从而提升整体毛利率，但正如公司表示，他们仍需为不感兴趣或没有能力购买更昂贵产品的客户提供服务，故将坚持经营传统耗材。到目前为止，最大的客户群是二级医院，紧随其后的是三级医院。

图 9：公司客户基础

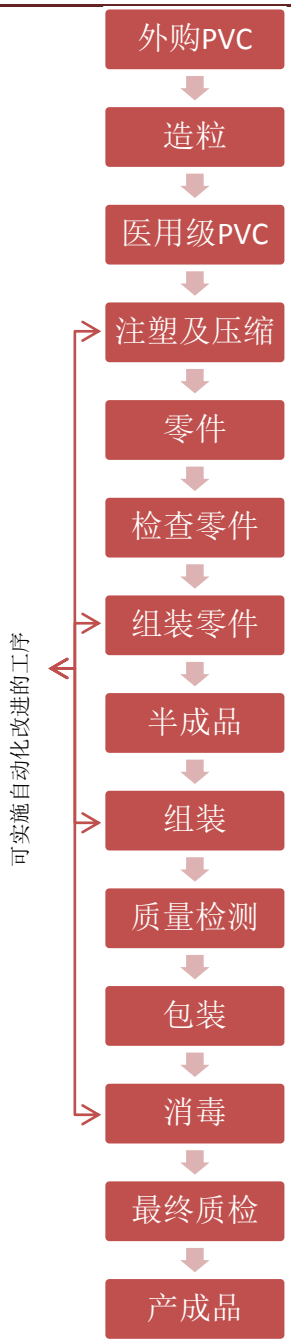
	国内总计	客户数量	覆盖率
三级医院	2,433	1,124	46.2%
二级医院	8,560	1,207	14.1%
一级医院	10,185	95	0.9%
未评级医院	10,428	20	0.2%
血液中心	525	414	78.9%
其他医疗单位	941,561	588	0.1%
分销公司		1,735	

资料来源：国家卫生部、公司资料、东方证券（香港）

我们预计公司将保持目前的毛利率水平，意味着高附加值产品的占比将保持稳定，因为公司已表示他们的目标医院主要是二级医院。因此，每间医院的采购订单将带动毛利率变动，由于与二级及三级医院相比，较低等级的医院收入贡献微不足道。

持续的自动化升级及产品组合提升毛利率

图 10：生产过程

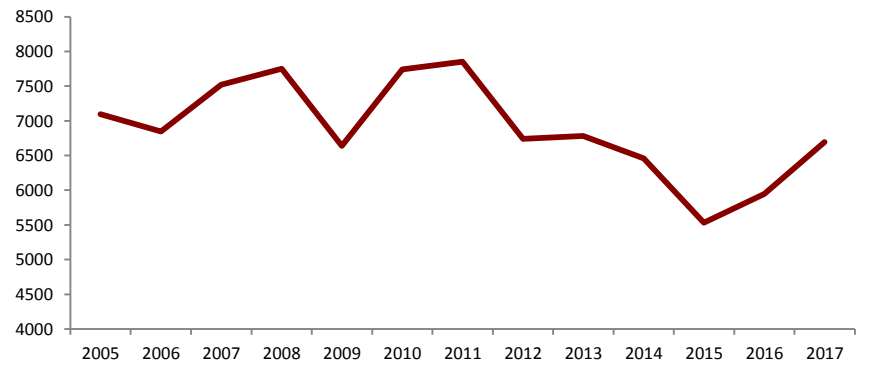


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

聚氯乙烯（PVC）价格上涨对毛利率影响有限

公司每年生产数亿件医疗耗材，大部分为输液器及注射器。大多数一次性医疗耗材由 PVC（一种塑料聚合物）制成，因为该材料具有柔韧性、透明性、抗扭结性、生物相容性及多种其他因素。由于 PVC 多元化的用途及成本效益，在医疗界已经使用了 50 多年。

图 11：中国的 PVC 价格（人民币/吨）



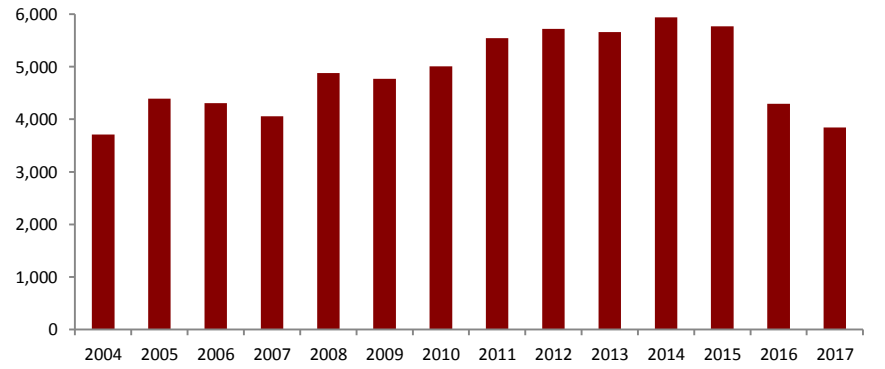
资料来源：万得资讯、东方证券（香港）

PVC 是最常用的原材料，约占销售成本的 67-68%。因此，PVC 商品价格波动将影响公司的毛利。从 2011 年 PVC 价格登顶时可以看出，由于公司提升高附加值产品占比抵销原材料价格的上涨，毛利率同比持平。然而 2015 年 PVC 价格触底时，由于 PVC 价格对毛利率的影响变得不那么重要，公司的毛利率仅略微提升 6 个基点。

未来毛利率改善将受到自动化及产品组合所推动

公司一直为其生产线投入更多机械自动化设备，以抵销不断上升的劳动力成本及新工厂的搬迁费用。2018 年花费人民币 1.2 亿元用于提高生产自动化水平，导致生产需要的工人数量减少，2014 年达到顶峰后一直稳步下降。我们相信未来毛利率改善将受进一步生产自动化及更好的高附加值产品组合所推动。

图 12：生产人数

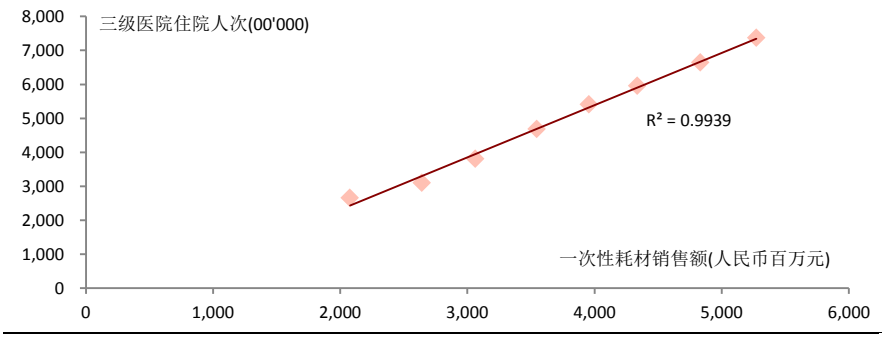


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计中国住院人次将保持 11%的增长率

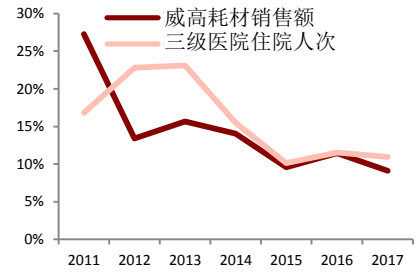
我们发现中国三级医院住院人次与威高一次性耗材收入之间有较强的相关性，符合我们的预分析预期，因为威高覆盖了中国近 50%的三级医院，住院人次是衡量医疗耗材使用情况的最相关指标。

图 13：中国三级医院住院人次与威高一次性耗材销售额之比



资料来源：国家卫生计生委、公司资料、东方证券（香港）

图 14：威高耗材销售同比变化 VS 三级医院住院人次同比变化



资料来源：国家卫生计生委、公司资料、东方证券（香港）

截止目前，2018 年的住院人次增长与 2017 年持平

2018 年前 9 个月，中国的三级医院住院人次同比增长 11.1%，略低于 2017 年同期增长率（11.4%），但仍高于整体住院人次同比增长率（7.6%）。11.1%的增长率与公司 2018 年一次性耗材增长 11%的指引一致。因此，我们相信公司能够实现这一增长目标。

图 15：核心耗材 5 年销售额及复合年增长率

子类别	输液器	针制品	注射器	预充式注射器	血袋
销售额(2012)	人民币 11.29 亿元	人民币 6.12 亿元	人民币 5.31 亿元	人民币 1.59 亿元	人民币 2.02 亿元
%医疗耗材收入	37%	20%	17%	5%	7%
销售额(2017)	人民币 16.69 亿元	人民币 10.18 亿元	人民币 8.60 亿元	人民币 7.18 亿元	人民币 3.07 亿元
%医疗耗材收入	31%	19%	16%	13%	6%
5 年复合年增长率	8.1%	10.7%	10.1%	35.3%	8.8%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

尽管公司的医疗耗材增长与整体三级医院住院人次增长一致，但每个子类别仍存在若干差异，因为新产品如预充式冲洗注射器与输液器及针制品等传统产品相比增长迅速。我们认为，近期耗材增长仍将受到预充式注射器所推动，而传统产品将保持高单位数至低双位数增长。

骨科产品种类完善，打响国内品牌知名度

威高集团于 2006 年推出骨科业务，扩展业务范围，销售脊柱、创伤及关节置换植入物。该业务结合集团现有客户基础及销售网络，为集团开辟了新的增长途径。得益于集团在脊柱板块的先行者优势，销售快速增长，为集团在为跨国集团所主导的脊柱植入物市场占据一席之地。此外，也提升了国内品牌在创伤及关节置换植入物市场的知名度，使公司成为国内骨科业务的领先制造商。

图 16：骨科植入物产品

脊柱	颈椎内置支架固定器	锁定骨板	脊柱产品占骨科产品销售的逾 50% 多轴颈椎固定器	骨水泥骨钉
创伤	骨板连接件	迷你骨板连接件	动力固定骨钉	髓内骨钉
关节	膝盖假体	髋关节假体	膝关节假体	无柄髋关节假体

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

同美敦力成立合营公司提高全球知名度

2007 年 12 月，威高集团同美敦力公司在中国成立合营公司，专门销售及分销骨科产品。合营公司在销售美敦力脊椎产品的同时也销售威高集团的骨科产品。这一合作进一步推动威高集团研发能力，为其进入海外市场打好基础。

2012 年 12 月，双方清算并解散合营公司。其背后主要原因是美敦力公司于 2011 年收购中国第二大骨科器械制造商康辉医疗。合营公司解散后，威高集团恢复其原先在国内的分销网络，销售骨科产品。美敦力公司之前持有威高集团 12.4%股份，后其出售所持有股份。威高集团称即合营公司成立后，公司全球知名度显著提升。

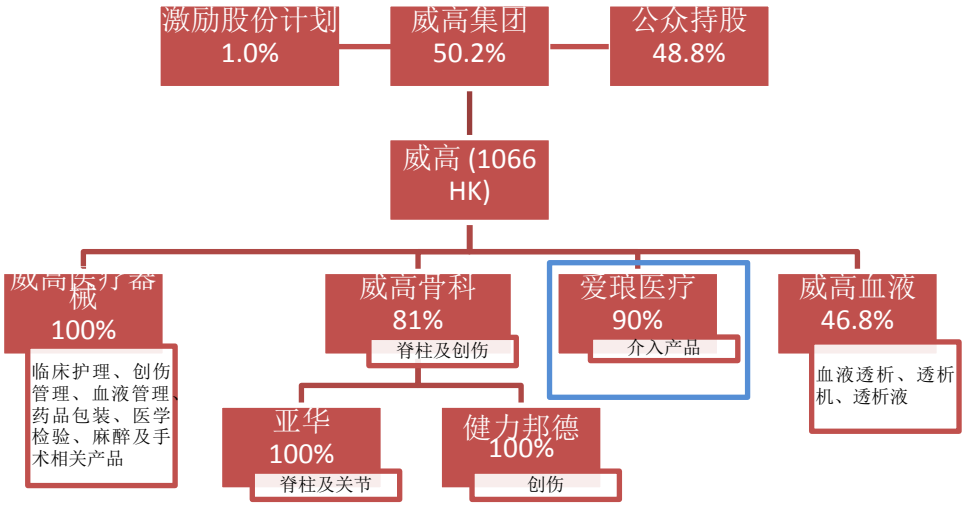
收购美国介入产品公司期待高

将介入产品纳入公司产品范围

2018 年 1 月威高集团宣布完成对美国爱琅医疗设备公司的收购。爱琅医疗设备公司位于美国得克萨斯州，为全球专科医疗产品制造商，产品包括活检针及引流导管。威高以总代价 8.5 亿美元收购爱琅 90%的权益，合营伙伴则拥有剩余 10%权益。该收购完成于 FY16，所按企业价值倍数为 12.5 倍。

- 2016 年爱琅医疗设备公司收入为 2.25 亿美元，净亏损为 2,100 万美元；
- 销售明细：活检针（29%）、血管接入器（27%）、导丝配件（17%）、引流导管（16%）及其他（11%）；
- 销售占比按地理划分：美国（66%）、欧洲（16%）、亚洲（13%）及其余地区（5%）；
- 公司计划争取于 2019 年底实现收支平衡，2019 年全年收入达到约 2 亿美元。

图 17：威高集团股权结构



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

初步立足中国市场对爱琅未来发展至关重要

爱琅不仅生产一次性介入产品，其亦在其主打产品上享有强大口碑，特别是其所生产的活检针及血管介入器械。爱琅公司产品种类繁多，在美国市场占有大量市场份额。该收购将为威高在中国市场提供丰富的介入产品。

图 18：爱琅公司主打产品

主打产品	BioPince	TLAB	T-LOK	Option ELITE	CLEANER
特点	活检针主要用于提取精子，可降低伪影干扰	Flexcore®活检针可轻松提取肝脏样本	该活检针可在不改变样本的前提下提取骨髓	可回收腔静脉滤器可用于防止急性肺栓塞	抗凝旋转粥样斑块切除系统
美国市场份额	23%	65%	30%	27%	<10%
长期 CAGR	10%	46%	3%	12%	23%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

现有业务稳定；集团业务关键看爱琅公司在中国市场的表现

各业务板块账面利润贡献相当

威高集团三个核心板块（一次性医疗器械、骨科产品、介入产品）中，骨科产品业务将引领账面利润增长。国内市场对脊柱产品及关节产品需求强劲，近来威高所收购的海星医疗器械有限公司可满足该市场需求；其次为一次性医疗器械板块，其预灌封注射器增幅高达 20%。作为收购爱琅公司后在中国运营的第一年，公司预计其业务增幅在 13%-19%，大幅高于美国市场。

- 我们预计在冲管注射器业务推动下，一次性医疗器械 2018-2020 年销售将按年均复合增长率 10.7%增长，同 2018 年住院人数增幅一致；
- 骨科产品销售预计将按低双位数增幅增长，其业务增幅主要来自脊柱产品及其他由海星医疗器械公司所生产的关节植入物；
- 爱琅美国市场业务增幅将按单位数增长，因此爱琅销售预计将低于上述两个业务板块。然而爱琅公司中国市场业务增幅预计将达到 15%。

图 19：主要利润率

(%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	57	59	59	59	61	63	62	62	62
息税折摊前利润率	30	27	29	29	26	30	30	29	29
息税前利润率	26	23	25	23	20	25	21	21	21
净利润率	27	8	21	19	17	21	16	17	18

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

所收购爱琅公司进驻中国市场，集团利润率保持平稳

我们预计公司收购爱琅公司后其整体利润将不会迎来显著变化。2016 年，爱琅公司税息折旧及摊销前利润率为 30%，但受前几年收购折旧摊销所影响，该利润率录得轻微提升。我们假设今年公司进驻中国市场进展顺利，其利润率将抵消美国市场亏损。鉴于时下定价大环境，利润率增长将受抑。综上，我们预计利润率将保持平稳。

往绩分销成本不到收入的 30%。随着收入增长，分销成本亦录得稳步提升。加上增添介入产品这一新的业务板块，现有业务持续扩张，分销成本整体将增加。我们预计 2018-20 年分销成本将维持在收入的 31%。

图 20：收入增长率及主要成本假设

(%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入同比增幅	16	25	14	12	14	(7)	32	12	11
CGS (占收入比重%)	(43)	(41)	(41)	(41)	(39)	(37)	(38)	(38)	(38)
分销 (占收入比重%)	(24)	(25)	(27)	(26)	(27)	(31)	(31)	(31)	(31)
研发 (占收入比重%)	(5)	(5)	(5)	(5)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

美国联邦食品药品监督局数据足以用于产品认证，爱琅公司计划免去对在中国市场上市产品进行临床测试的计划。因此，研发成本将维持平稳，保持在收入的 4-5%。公司投资比率在过去 10 年间即维持在这一水平。公司称根据现有产品管线，公司未来投资比率将维持在该水平。

负债水平在可管理范围

营业现金流强劲，足以覆盖利息支出

集团近来收购爱琅公司，资产负债表上债务较往常增加。2018 年其净负债率从净现金升至预计的 13%。得益于医疗耗材业务，公司现金流强劲。公司计划在两年内还清贷款。我们相信公司将在这一时间范围内达成还贷目标，因此债务增多不足为虑。

- 收购爱琅公司所欠未偿还债务账面利率约为 4-5%，集团年利息支出约为人民币 2.2 亿元；
- 营业现金流未将收购爱琅的人民币 13-18 亿元纳入其中，因此公司资本支出现金流来源稳定，可用于未来业务扩张及股息分派；
- 集团年资本支出约为人民币 8 亿元，随着集团收购爱琅公司，我们预计其资本支出将随着业务进入新一阶段而增加。我么预计 FY18-20 年均资本支出为人民币 10 亿元，其中大部分用于升级现有设备及为预灌封注射器建立新的生产线。

图 21：净现金及净负债状况

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,298	2,976	2,786	3,712	4,072	3,785	2,979	2,675	1,348
借贷	0	(400)	(420)	(1,019)	(1,193)	(1,005)	(4,861)	(2,568)	(230)
净负债/(现金)	(1,298)	(2,576)	(2,366)	(2,693)	(2,879)	(2,779)	1,882	(107)	(1,118)
净负债率(%)	NC	NC	NC	NC	NC	NC	13	NC	NC

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

业务整合

威高集团称其当前业务重心落在整合新收购的介入产品业务，近期内无其他收购计划。随着爱琅公司业务成为集团第三核心业务板块，我们认同集团致力于核心业务率先盈利的决策。

- 介入产品而又无 2016 年底净亏损达 2,100 万美元，集团目标于 2019 年底其介入产品业务实现收支平衡；
- 介入产品收支贡献预计将轻微低于收购前的 2.25 亿美元，为 2 亿美元（约为人民币 13 亿元）。

图 22：现金流预测

(百万美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,053	1,267	2,610	2,394	2,936
资本支出	(778)	1,107	(6,768)	(1,013)	(1,010)
投资活动现金流量	(807)	(1,822)	(6,790)	(1,002)	(1,025)
借贷	174	(187)	3,856	(2,293)	(2,338)
已付股息	(389)	(398)	(389)	(468)	(546)
融资活动现金流量	175	261	3,773	(2,762)	(2,884)
自由现金流	118	2,253	(4,478)	1,121	1,730

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

资产负债表有充足现金

坏账拨备占营业应收款项比重落入严格控制范围内

集团三大资产为固定资产、现金及营业应收款项，该三大资产均占总资产的22-23%。其中，营业应收款项易受外界影响，存在风险最大。公司往绩记录营业应收款项均无拖欠，76%的营业应收款项均有优良的还款记录。坏账拨备约占未偿还营业应收款项总额的 6%，处于合理范围内。年确认坏账拨备占未偿还营业应收款项的 1%。

图 23：资产负债表主要项目

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
贸易应收款项及票据	1,651	2,228	2,988	2,898	3,499	3,687	4,131	4,500	4,600
现金及现金等价物	1,298	2,976	2,786	3,712	4,072	3,785	3,008	2,719	1,394
借贷	0	400	420	1,019	1,193	1,005	4,861	2,568	230
贸易应付款项	1,473	1,748	1,677	1,571	2,167	2,018	2,637	2,800	3,000
应收贷款	0	0	0	0	247	1,972	1,977	0	0

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

集团交易伙伴信贷期限为 3-6 个月。超过 6 个月的营业应收款项占未偿还营业应收款项总额的 24%，而超过 12 个月的营业应收款项占未偿还营业应收款项总额的 9%。逾期营业应收款项占未偿还营业应收款项总额的 13-19%。因此，我们对这一不断增长的数字持谨慎态度。

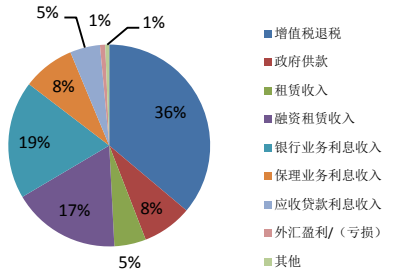
图 24：其他收入项目

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值税退税	42	38	39	41	65	81	72	75	78
政府供款	12	8	9	14	12	18	15	16	17
融资租赁收入	0	0	0	0	35	39	33	34	35
坏账拨备	0	(22)	(23)	(28)	(50)	(35)	(30)	(30)	(30)

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

威高集团未偿还贷款主要来自其向血液净化产品分部所提供的贷款，该贷款约占未偿还贷款总额的 46.9%。2017 年，威高集团向其血液净化分部外借贷款人民币 14 亿元。得益于免息政策，预计两年内该分部将开始盈利。我们预计该贷款可在规定时限内还清。

图 25：其他收入明细



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

其他收入

公司其他收入占总营业收入比重大，在 10-15%之间。其他收入主要为相关政府退款及补助，其次为利息收入及融资租赁收入。鉴于有大量现金处于闲置状态，我们希望公司能够参与更多外借及保理项目。

威高集团利息收入除了来自银行外，其中有很大一部分收入来自增值税退税，该退税隶属于社会福利，为肢体有缺陷的员工提供补助。退税总额依有肢体缺陷的员工数而定。鉴于这一类员工中大多数从事营业额较高的生产，我们对未来估值持保守态度。

首予“增持”评级，目标价为 7.8 港元，含 12%上升空间

DCF 估值模型

我们的估值基于 10 年 DCF 模型，假设加权平均资本成本率 12.0%（无风险利率 3.5%、风险溢价 13.8%、beta 系数 0.88），永续增长率为 3%。我们 7.8 港元的目标股价相当于 16.3 倍 FY19 预测市盈率及 1.6 倍 FY19 预测市净率。

图 26: DCF 模型所隐含 FY19 预测比率

市盈率	16.3x
市净率	1.6x
市盈增长率	1.3x

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

加权平均资本成本率细项如下：股本成本 12.6%（无风险利率 3.5%、风险溢价 13.8%、beta 系数 0.88），债务成本 4.5%（基于公司平均利率）。鉴于公司无增发配股历史记录，我们假设公司所有融资方式皆采用债务融资。

图 27：DCF 模型预测

(人民币百万元)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
息税折摊前利润	2,732	2,944	3,171	3,397	3,657	4,139	4,445	4,765	5,088	5,470
营运资本变动	(347)	7	(192)	108	108	(379)	10	312	(390)	415
其他	3	0	13	(6)	13	6	7	6	7	7
经营活动现金流量	2,394	2,936	2,977	3,519	3,773	3,761	4,447	5,073	4,695	5,882
资本支出	(1,013)	(1,010)	(1,010)	(1,010)	(1,283)	(1,280)	(1,277)	(1,439)	(1,545)	(1,540)
已付税项	(285)	(330)	(362)	(394)	(428)	(495)	(536)	(578)	(619)	(670)
净融资费用	(116)	(10)	(12)	(14)	(13)	(15)	(15)	(13)	(14)	(14)
分占联营公司利润	38	40	43	45	48	48	48	48	50	50
其他收入及开支	103	105	105	108	110	113	117	120	124	128
自由现金流	1,121	1,730	1,740	2,255	2,207	2,131	2,783	3,211	2,691	3,836

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

公司股价较其峰值回落 13%，但公司未收药物价格削减影响，其表现跑赢业内其他公司。估值偏低，其核心业务预计 2018 年增长 13-14%，市盈率维持在 13-19 倍。根据公司指引，其股息派发保持不变，为 30%。首予“增持”评级，基于 DCF 模型将目标股价定为 7.8 港元，目标股价较目前股价含 12%上升空间。

图 28：加权平均资本成本率

无风险利率	3.5%
市场风险溢价	13.8%
Beta 系数	0.88
股本成本	12.6%
债务成本	4.5%
债务融资比率	7%
股权融资比率	93%
税率	15%
加权平均资本成本率	12.0%

资料来源：公司资料

图 29：DCF 模型敏感度

(港元)		永续增长率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
加权平均资本成本率	11.0%	8.3	8.6	8.9	9.3	9.8
	11.5%	7.8	8.0	8.3	8.6	9.0
	12.0%	7.3	7.6	**7.8**	8.1	8.5
	12.5%	6.9	7.1	7.3	7.5	7.8
	13.0%	6.5	6.7	6.8	7.1	7.3

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

估值表、市盈率及市净率区间

图 30：估值表

公司	彭博代码	收市价(本币)	市值(百万美元)	市盈率(倍)			市盈增长率(倍)	企业价值/息税折摊前利润（倍）	市净率(倍)	股息收益率(%)	股本回报率(%)	净利率(%)
				17A	18E	19E	17-19E	17A	18E	18E	17A	17A
BD	BDX US	244.5	65,789	25.3	22.6	18.1	43.4	17.7	3.5	1.3	4.7	96.9
强生	JNJ US	134.3	360,216	20.6	19.9	14.7	11.8	12.5	5.6	2.7	2.2	27.1
百特	BAX US	72	38,548	29.2	23.8	19.4	27.7	13.9	4.2	1.0	13.0	1.3
康德莱	603987 CH	6.5	420	23.8	不适用	不适用	不适用	不适用	2.3	1.7	10.6	(21.0)
三鑫医疗	300453 CH	11.5	41	42.6	不适用	不适用	不适用	18.3	3.7	0.3	5.3	20.6

资料来源：公司资料、东方证券（香港）、彭博资讯

图 31：市盈率

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 32：市盈率标准差

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 33：市净率

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 34：市净率标准差

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

同业估值比较

公司	股票代码	收市价(本币)	市值(百万港元)	市盈率(倍) 17A	18E	19E	市盈增长率(倍) 17-19E	企业价值/息税折摊前利润(倍) 17A	市净率(倍) 18E	股息回报率(%) 18E	股本回报率(%) 17A	净负债率(%) 17A
复星医药	2196 HK	25.2	72,621	16.3	17.9	15.2	1.5	19.8	3.0	1.8%	13.2	37%
中国生物制药	1177 HK	6.86	86,356	28.9	24.0	21.4	1.1	19.4	5.1	1.2%	25.4	净现金
石药集团	1093 HK	13.58	84,689	29.9	23.3	18.6	0.8	19.0	5.3	1.5%	21.8	净现金
国药控股	1099 HK	34.95	103,859	15.0	14.0	12.3	1.5	10.2	3.2	2.2%	15.8	11%
上海医药	2607 HK	17.62	55,506	11.1	9.7	8.7	1.2	11.1	1.6	3.1%	10.7	15%
华润医药	3320 HK	11.18	70,261	20.3	16.9	14.5	0.7	9.3	1.7	1.2%	8.8	26%
白云山	874 HK	30.2	63,324	19.6	11.2	13.0	不适用	22.5	2.8	1.8%	11.4	净现金
丽珠医药	1513 HK	26.8	22,812	13.7	14.2	12.5	不适用	30.0	2.2	1.9%	51.3	净现金
康哲医药	867 HK	8.01	19,868	9.8	8.3	7.5	不适用	9.4	3.1	4.2%	24.8	14%
四环医药	460 HK	1.67	15,817	9.0	8.4	7.8	不适用	5.3	1.6	2.9%	13.2	净现金
中国中药	570 HK	5.42	27,294	16.9	14.6	12.1	不适用	12.7	2.0	2.4%	9.7	2%
绿叶制药	2186 HK	5.94	19,453	16.2	12.0	10.3	不适用	13.7	3.2	1.4%	14.9	净现金
香港上市医药公司平均值				**17.2**	**14.5**	**12.8**	**1.1**	**15.2**	**2.9**	**2.1%**	**18.4**	
威高股份	1066 HK	7	31,656	14.8	17.2	14.6	5.9	16.0	2.8	1.5%	13.7	净现金
石四药集团	2005 HK	7.14	21,520	30.6	22.9	18.4	不适用	19.8	5.3	1.5%	21.6	30%
微创医疗	853 HK	7.83	12,546	76.4	37.1	26.3	4.2	21.1	不适用	0.7%	5.1	3%
爱康医疗	1789 HK	4.3	4,476	25.2	24.0	18.6	不适用	36.7	7.2	1.4%	21.9	净现金
香港上市设备公司平均值				**36.7**	**25.3**	**19.5**	**5.0**	**23.4**	**5.1**	**1.3%**	**15.6**	
华润医疗	1515 HK	5.43	7,041	15.0	13.4	13.0	不适用	8.6	1.5	1.4%	7.9	净现金
希玛眼科	3309 HK	5.13	5,310	不适用	46.6	36.6	不适用	78.7	6.6	不适用	36.3	净现金
新世纪医疗	1518 HK	6.16	3,019	31.6	31.6	28.1	不适用	22.4	3.1	1.0%	11.5	净现金
康健国际医疗	3886 HK	0.69	5,193	不适用	不适用	不适用	不适用	-48.4	1.3	不适用	-2.6	净现金
康华医疗	3689 HK	7.27	2,431	12.8	12.2	9.8	不适用	5.5	2.3	2.7%	12.9	净现金
香港医思医疗集团	2138 HK	5.84	5,750	20.5	17.7	16.2	不适用	11.8	5.8	3.3%	34.9	净现金
瑞慈医疗	1526 HK	1.51	2,404	不适用	不适用	不适用	不适用	86.7	3.5	不适用	-6.7	0%
香港上市运营商平均值				**20.0**	**24.3**	**20.8**	**不适用**	**23.6**	**3.4**	**2.1%**	**13.5**	

财务报表及预测

损益表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	**6,730**	**6,293**	**8,322**	**9,304**	**10,287**
临床护理	3,226	3,581	3,975	4,412	4,853
骨科产品	803	870	992	1,111	1,222
介入产品	-	149	1,361	1,470	1,587
其他	2,701	1,693	1,994	2,311	2,625
销售成本	**(2,594)**	**(2,300)**	**(3,162)**	**(3,536)**	**(3,909)**
毛利	**4,137**	**3,993**	**5,159**	**5,768**	**6,378**
分销开支	(1,839)	(1,922)	(2,580)	(2,884)	(3,189)
行政开支	(731)	(420)	(583)	(636)	(712)
研发开支	(303)	(274)	(381)	(427)	(463)
其他收入	107	173	155	154	158
经营利润	**1,371**	**1,550**	**1,771**	**1,975**	**2,172**
融资成本	(57)	(24)	(170)	(90)	(8)
应占联营公司利润	0	0	30	38	40
其他开支及亏损	0	1	0	0	0
除税前利润	**1,314**	**1,528**	**1,631**	**1,923**	**2,204**
所得税开支	(177)	(224)	(245)	(288)	(331)
净利润	**1,138**	**1,303**	**1,387**	**1,634**	**1,873**
少数股东权益	(32)	(47)	(49)	(51)	(53)
归属于股东的利润	**1,106**	**1,256**	**1,338**	**1,583**	**1,820**
息税折摊前利润	**1,721**	**1,915**	**2,513**	**2,732**	**2,944**
息税前利润	**1,371**	**1,550**	**1,771**	**1,975**	**2,172**
每股盈利(人民币)	**0.25**	**0.28**	**0.30**	**0.35**	**0.41**
每股股息(人民币)	**0.09**	**0.09**	**0.09**	**0.11**	**0.13**

现金流量表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营利润	**1,371**	**1,550**	**1,771**	**1,975**	**2,172**
折旧及摊销	350	365	741	757	772
营运资本变动	(156)	(284)	87	(347)	7
其他	(512)	(365)	10	9	(15)
经营活动现金流	**1,053**	**1,267**	**2,610**	**2,394**	**2,936**
资本支出	(778)	1,107	(6,768)	(1,013)	(1,010)
收购/出售	-	391	-	-	-
投资	-	(1,435)	(16)	498	-
其他	(29)	(1,884)	(6)	509	(15)
投资活动现金流	**(807)**	**(1,822)**	**(6,790)**	**(6)**	**(1,025)**
借款	174	(187)	3,856	(2,293)	(2,338)
已付股息	(389)	(398)	(401)	(475)	(546)
其他	391	847	306	-	(0)
融资活动现金流	**175**	**261**	**3,761**	**(2,768)**	**(2,884)**
自由现金流	**118**	**2,253**	**(4,437)**	**1,143**	**1,732**
净现金流	422	(294)	(419)	(380)	(974)

半年度明细

年结于 12 月(人民币百万元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E
收入	**3,535**	**2,978**	**3,315**	**4,150**	**4,171**
毛利	2,201	1,860	2,133	2,501	2,658
经营利润	889	737	813	869	903
除税前利润	858	771	757	772	859
税项	(87)	(103)	(121)	(111)	(134)
净利润	**720**	**650**	**606**	**650**	**687**
毛利率(%)	62.3	62.4	64.4	60.3	63.7
经营利润率(%)	25.2	24.8	24.5	20.9	21.6
实际税率(%)	10.1	13.4	16.0	14.4	15.5
净利润率(%)	20.4	21.8	18.3	15.7	16.5
每股盈利(人民币)	**0.16**	**0.15**	**0.14**	**0.15**	**0.15**
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

资产负债表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	**8,682**	**9,056**	**8,861**	**9,052**	**7,946**
存货	916	805	1,009	1,100	1,200
应收贸易账款	3,499	3,687	4,131	4,500	4,600
其他应收款项	159	186	124	150	154
现金及等价物	4,072	4,283	3,506	3,217	1,892
其他流动资产	37	96	91	85	100
非流动资产	**6,871**	**7,524**	**10,480**	**9,246**	**9,500**
物业、厂房及设备	5,371	3,912	4,555	5,118	5,627
无形资产	511	447	2,833	2,529	2,263
土地使用权	247	1,474	1,480	-	-
其他应收款项	51	187	141	137	132
于联营及合营公司的权益	113	938	953	953	953
其他非流动资产	578	566	519	510	525
总资产	**15,553**	**16,580**	**19,341**	**18,299**	**17,446**
流动负债	**2,684**	**2,300**	**2,997**	**3,165**	**3,357**
应付贸易账款、票据及其他	2,274	2,094	2,768	2,907	3,118
借款	401	201	225	250	230
应付关联方款项	-	-	-	-	-
其他流动负债	9	4	4	8	9
非流动负债	**867**	**839**	**4,676**	**2,357**	**38**
递延税项负债	-	-	-	-	-
借款	792	804	4,636	2,318	-
其他非流动负债	75	35	40	39	38
总负债	**3,551**	**3,139**	**7,673**	**5,522**	**3,395**
股本	452	452	452	452	452
股份溢价	-	-	-	-	-
储备	11,414	12,886	13,822	14,931	16,205
少估计股东权益	339	306	612	612	612
总权益	**12,205**	**13,644**	**14,887**	**15,995**	**17,270**
总负债及权益	**15,756**	**16,783**	**22,560**	**21,517**	**20,665**

主要比率

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
收入	14	(7)	32	12	11
毛利	18	(3)	29	12	11
息税折摊前利润	2	11	31	9	8
息税前利润	(1)	13	14	12	10
净利润	(1)	14	6	18	15
每股盈利	(1)	14	6	18	15
利润率(%)					
毛利	61	63	62	62	62
息税折摊前利润	26	30	30	29	29
息税前利润	20	25	21	21	21
净利润	17	21	17	18	18
其他(%)					
实际税率	13	15	15	15	15
派息率	35	32	30	30	30
平均净资产收益率	10	9	9	9	10
平均总资产收益率	8	7	7	7	8

主要假设

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
临床护理增长(%)	9.4	11.0	11.0	11.0	10.0
骨科产品增长(%)	22.2	8.3	14.0	12.0	10.0
介入产品增长(%)	-	-	-	8.0	8.0

分析员核证

分析员，罗信基，主要负责拟备本报告并谨此声明－

(1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
(2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
(3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属予投资银行部；
(4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
(5) 分析员及其有联系者没有曾在發表本報告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
(6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
(7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。
增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。
持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。
卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。