

收盤價：HK\$6.32

潛在上升空間：+68.4%

目標價：HK\$10.64

醫藥行業

## 環球醫療 (2666.HK)

下一隻鳳凰：一個被忽視的醫療行業龍頭；首次覆蓋予以買入評級，目標價10.64 港幣

落后

同步

**领先**

### 首次覆蓋

### 財務資料一覽

年結 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (RMB m)	1,552.7	2,193.4	3,013.6	6,948.0	7,996.7
同比增長 (%)	58.2%	41.3%	37.4%	130.6%	15.1%
股東純利 (RMB m)	456.6	658.5	932.8	1,338.8	1,609.6
每股盈利 (RMB)	-	0.44	0.55	0.83	1.00
每股盈利增長 (%)	-	-	23.0%	52.3%	19.9%
市盈率 (x)	-	12.2	9.9	6.5	5.4
市賬率 (x)	-	1.36	1.41	1.22	1.05
股息率 (%)	-	2.3%	2.9%	4.1%	4.9%

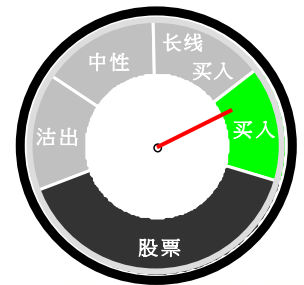
資料來源：公司、交銀國際預測

● **下一隻鳳凰：千呼萬喚始出來。**我們認為：同西安交通大學第一附屬醫院的合作可被視為環球醫療業務轉型的標誌性事件，預期公司將會同更多的醫院建立合作關係。鑒於此，投資者應當重新審視公司的估值。在上述合作方式下，環球醫療將獲取以下收益：(i) 特許建設及經營服務費：環球醫療的全資專案公司有權向國際陸港醫院每年收取特許建設及經營服務費；(ii) 管理運營公司分紅：環球醫療將按照其持股比例從管理運營公司獲得分紅。管理運營公司建立完成後將逐步接手一附院的供應鏈業務。我們預期管理運營公司將於今年11月前設立完畢，此後將為公司帶來盈利貢獻。**未來潛在注入預期：**公司於今年6月和9月分別同鄭州大學第二附屬醫院（鄭大二附院）、邯鄲市第一醫院簽訂框架合作。我們預期未來環球醫療將同鄭大二附院及邯鄲市第一醫院建立合作關係，屆時為公司帶來供應鏈業務收入。

● **估值的轉變：對標香港上市醫療服務企業。**對標港股上市醫療服務公司估值，當前環球醫療的市盈率明顯偏低。公司在8月30日宣佈同交大一附院的合作前的市值約為97.8億港幣。按照昨日收市價6.32港幣計算，公司的市值為108.5億港幣。換句話說，上述期間10.7億港幣市值的增長為當前市場對其新增醫院管理類業務的估值。根據我們對其2017年醫院管理板塊的盈利預期，上述估值對應的醫院管理板塊2017年的市盈率僅為4.1倍。

● **我們對公司未來的轉型持積極樂觀態度。**鑒於(i) 大股東的優勢地位；(ii) 更多的醫院合作預期；(iii) 公司整合效應：傳統業務與醫院管理業務相互融合，相輔相成，為公司日後轉型成為綜合醫療服務商奠定基礎；以及(iv) 公司在融資方面的優勢，我們對公司的轉型持積極樂觀態度，並對其未來成為綜合醫療服務商充滿信心。

● **首次覆蓋並予以“買入”評級。**考慮到公司當前醫院管理類業務（包括供應鏈業務）的發展、未來新合作醫院的預期、轉型策略以及深港通潛在標的，我們對環球醫療進行首次覆蓋，並予以買入評級。我們分別通過DDM模型以及分佈估值模型對公司合理的市值進行了計算，並認為公司兩部分業務合計後對應的合理市值應為182.6億港幣，對應的股價為10.64港幣，存在68.4%的上升空間。環球醫療為當前港股市場醫藥板塊中少數存在轉型機遇的投資標的。



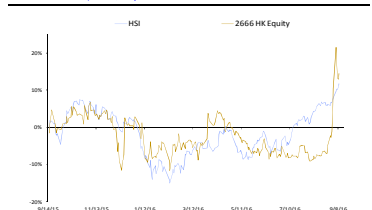
- 下一隻鳳凰：千呼萬喚始出來。我們認為：同西安交通大學第一附屬醫院的合作可被視為環球醫療業務轉型的標誌性事件。
- 估值的轉變：對標香港上市醫療服務企業。
- 我們對公司未來的轉型持積極樂觀態度。
- 首次覆蓋並予以“買入”評級：我們認為公司對應的合理市值應為182.6億港幣，對應的股價為10.64港幣，存在68.4%的上升空間。

### 股份資料

52周高位 (HKD)	7.17
52周低位 (HKD)	4.95
市值 (HKD m)	10,898.53
發行股數 (百萬)	1,716.31
日成交量 (百萬)	9.19
1個月內變化 (%)	17.59
年初至今變化 (%)	6.01
50天平均價 (HKD)	5.64
200天平均價 (HKD)	5.63
14天強弱指數	64.0

資料來源：公司、Bloomberg

### 個股1年走勢圖



資料來源：公司、Bloomberg

**李博**

 David.li@bocomgroup.com  
 Tel: (852) 3766 1811

\*本報告感謝趙心怡的貢獻

## 下一隻鳳凰：千呼萬喚始出來。

- 我們認為：同西安交通大學第一附屬醫院的合作可被視為環球醫療業務轉型的標誌性事件，預期公司將會同更多的醫院建立合作關係。鑒於此，投資者應當重新審視公司的估值。環球醫療於8月30日宣佈同西安交通大學第一附屬醫院（一附院）正式合作。根據合作合同，環球醫療將（i）設立全資項目公司為一附院建設國際陸港醫院提供資金需求，預計提供的資金不超過20億人民幣（注：20億人民幣並不需要一次性支出，而是根據專案需要持續提供）；（ii）通過專案公司同一附院成立合資管理運營公司（其中環球醫療出資2800萬人民幣，初步佔有80%股份），向一附院、國際陸港醫院及其它協力廠商醫院提供採購、後勤等服務（即供應鏈業務）。根據本次合同，一附院授予環球醫療以下權利：（i）**特許建設及經營權**：包括對管理專案建設、國際陸港醫院資訊化建設、管理國際陸港醫院運營前的物資採購、國際陸港醫院的管理收取經營服務費。在未來運營管理方面，國際陸港醫院的管理將主要依靠一附院的醫生及管理隊伍。其理事會由5名成員構成，其中3名由一附院委任，2名由環球醫療委任，共同管理醫院；（ii）**業務合作權**：即全權負責國際陸港醫院的採購以及一附院的採購服務。

在上述合作方式下，環球醫療將獲取以下收益：（i）**特許建設及經營服務費**：環球醫療的全資專案公司有權向國際陸港醫院每年收取特許建設及經營服務費；（ii）**管理運營公司分紅**：環球醫療將按照其80%的持股比例從管理運營公司獲得分紅。

我們預期交大一附院於2016/2017年的收入將達到約34.7億/36.4億人民幣，管理運營公司建立完成後將逐步接手一附院的供應鏈業務。我們預期管理運營公司將於今年11月前設立完畢，此後將為公司帶來盈利貢獻。

**圖表 1: 交大一附院營運資料**

	FY15	FY16E	FY17E	FY18E
全院收入 (RMB m)	3,300.0	3,465.0	3,638.3	3,892.9
供應鏈業務收入占比	61.0%	58.0%	56.0%	56.0%
供應鏈業務收入 (RMB m)	2,013.0	2,009.7	2,037.4	2,180.0
淨經營性利潤率		12.0%	13.0%	14.0%
淨經營性利潤 (RMB m)		241.2	264.9	305.2

資料來源：交銀國際

此外，我們預期國際陸港醫院將於2019年竣工，達到成熟階段後將會運營1000張床位，且單床收入達到100萬人民幣/年。以下是我們對國際陸港醫院核心經營資料的預測。

**圖表 2: 國際陸港醫院營運資料**

	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
單床收入 (RMB m)	0.4	0.7	1.0	1.0
總床數	500.0	750	1000	1000
總收入 (RMB m)	200.0	525.0	1,000.0	1,000.0
供應鏈收入 (RMB m)	120.0	315.0	600.0	600.0
淨經營性利潤率	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
淨經營性利潤 (RMB m)	13.2	34.7	66.0	66.0

由於公司尚未披露管理費結構，基於保守原則，我們尚未將本部分收入體現在我們的財務模型中

資料來源：交銀國際

- **未來潛在注入預期：**我們預期未來環球醫療將至少同兩家醫院建立合作關係，屆時為公司帶來供應鏈業務收入。2016年6月14日，環球醫療於鄭州大學第二附屬醫院（鄭大二附院）簽訂共建國際空港醫院。此次合作受到相關監管機構的重視與支持，河南省衛生和計劃生育委員會於2016年初簽發了《關於鄭州大學第二附屬醫院與環球醫療金融與技術諮詢服務有限公司合作建設有關事宜的批復》，對此次合作表示了肯定。此外，公司於2016年9月同邯鄲市第一醫院就其東部新院區舉行簽約儀式。我們預期環球醫療將於2016年內同鄭大二附院及邯鄲市第一醫院正式簽訂合作關係，其中包括同上述兩家醫院的供應鏈業務方面的合作。

**圖表 3: 鄭大二附院營運資料**

	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
全院收入 (RMB m)	945.0	992.3	1,061.7	1,136.0
供應鏈業務收入占比	58.0%	56.0%	56.0%	56.0%
供應鏈業務收入 (RMB m)	548.1	555.7	594.6	636.2
淨經營性利潤率	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
淨經營性利潤 (RMB m)	65.8	72.2	83.2	95.4

資料來源：交銀國際

**圖表 4: 邯鄲市第一醫院營運資料**

	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
全院收入 (RMB m)	1,365.0	1,433.3	1,533.6	1,640.9
供應鏈業務收入占比	58.0%	56.0%	56.0%	56.0%
供應鏈業務收入 (RMB m)	791.7	802.6	858.8	918.9
淨經營性利潤率	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
淨經營性利潤 (RMB m)	95.0	104.3	120.2	137.8

資料來源：交銀國際

- 當前環球醫療透過其醫療租賃業務同全國超過 1200 家醫院建立了合作關係，我們預期在本次同一附院的合作後，環球醫療將打開新的業務板塊及營運模式，深度挖掘其當前合作的醫院，拓展其醫院供應鏈業務。

## 估值的轉變：對標香港上市醫療服務企業

- **核心醫院對比。**在同上述三家醫院正式合作後，環球醫療將參與其中部分醫院的管理工作並展開相應的供應鏈管理類業務。我們認為，此類新業務可以對標香港醫療服務類上市公司的估值，從而有利於環球醫療整體估值的提升。

**圖表 5: 鳳凰醫療旗下部分核心醫院 (2015)**

	燕化醫院集團	門頭溝醫院	京煤醫院	健宮醫院
總收入 (RMB m)	721.6	405.2	858.0	574.5
病床總數	663	466	1742	407
單床收入 (RMB m)	1.09	0.87	0.49	1.41
供應鏈收入	249	134	275	206

資料來源：交銀國際



圖表 6: 康寧醫院旗下核心醫院 (2015)

	溫州康寧醫院
總收入 (RMB m)	236.6
病床總數	1050
單床收入 (RMB m)	0.23
供應鏈收入	63.9

資料來源：交銀國際

圖表 7: 環球醫療旗下核心醫院 (2015)

	交大一附院	邯鄲市第一醫院	鄭大二附院
總收入 (RMB m)	3300.0	1300.0	900.0
病床總數	2400	1670	2000
單床收入 (RMB m)	1.38	0.78	0.45
供應鏈收入	2013.0	793.0	522.0

資料來源：交銀國際

圖表 8: 北京健宮醫院



資料來源：交銀國際

圖表 9: 北京燕化醫院



資料來源：交銀國際

圖表 10: 北京京煤醫院



資料來源：交銀國際

圖表 11: 溫州康寧醫院



資料來源：交銀國際

圖表 12: 西安交大一附院



資料來源：交銀國際

圖表 13: 邯鄲市第一醫院



資料來源：交銀國際

- **估值對比：** 根據彭博預測，鳳凰醫療/康寧醫院在 2016 及 2017 年的市盈率分別為 33.6x/29.4x, 36.4x/27.2x。而根據我們的預測，環球醫療在 2016 及 2017 年的每股純利將達到 RMB0.55/RMB0.83, 對應 2016/2017 年的市盈率為 9.9x/6.5x。

圖表 14: 醫療服務板塊可比公司估值對比

公司名稱	代碼	市值 (HK\$ m)	—預期 EPS 增速—		—— 市盈率 ——		—— 市帳率 ——	
			FY16E (%)	FY17E (%)	FY16E (x)	FY17E (x)	FY16E (x)	FY17E (x)
鳳凰醫療	1515HK	10,922.3	15.1%	14.3%	33.6	29.4	4.8	4
康寧醫院	2120HK	2,965.4	-6.8%	33.7%	36.4	27.2	2.5	2.4
平均		6,943.9	4.2%	24.0%	35	28.3	3.65	3.2
環球醫療		10847.0	23.0%	52.3%	9.9	6.5	1.41	1.22

資料來源：彭博預測，交銀國際預測

公司在 8 月 30 日公司宣佈同交大一附院的合作前的市值約為 97.8 億港幣。按照昨日收市價 6.32 港幣計算，公司的市值為 108.5 億港幣。換句話說，上述期間 10.7 億港幣市值的增長為當前市場對其新增醫院管理類業務的估值。根據我們對其 2017 年醫院管理板塊的盈利預期，上述估值對應的醫院管理板塊 2017 年的市盈率僅為 4.1 倍。

#### ● 核心醫院簡介：

西安交通大學第一附屬醫院是國家衛生計生委委管大型綜合性三級甲等醫院，是全國首批暨陝西省首家“三級甲等醫院”、全國首批“百佳醫院”，成立於 1956 年。當前醫院開放床位 2541 張，醫療設施完善，設備先進，醫療技術和服務水準在西北地方居領先地位。醫院於 2015 年醫院門急診患者 225 萬人次、出院患者 11.09 萬人次、住院手術 3.4 萬例次。2015 年 3 月 26 日，一附院成為全國第三家突破 4000 例的腎臟移植中心，腎臟移植技術已達到國際先進、國內領先水準。另外，一附院為臨床醫學一級學科碩士點、博士點，臨床醫學一級學科博士後流動站，現有博士生導師 97 名，碩士生導師 283 名，具有水準較高的專職研究隊伍和條件較好的科研平臺。



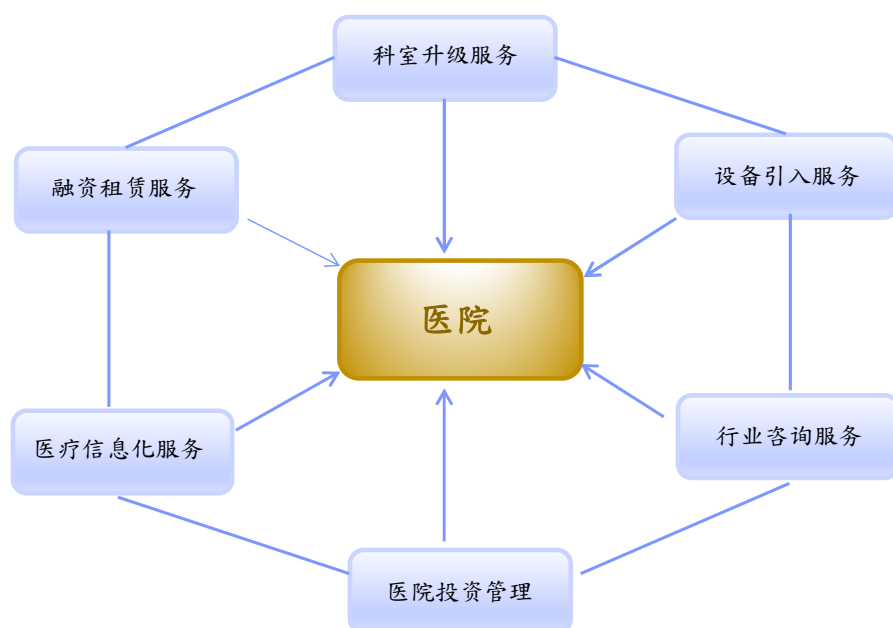
**邯鄲市第一醫院**是河北省地市級醫院首家通過新標準審查的三家醫院，始建於1950年，是一所集醫療、教學、科研、預防、保健和康復為一體的大型現代化醫院。是河北醫科大學教學醫院以及多家醫學院校的非隸屬關係的附屬醫院和教學醫院，衛生部腦卒中篩查與防治基地醫院。醫院設5個院區，職工2730人，高級職稱461人，中級職稱588人，博士、碩士研究生330人，編制床位1670張，設置53個臨床科室，25個醫技科室，其中心內科、神經內科等省、市重點學科、專科20個。醫院對接301醫院、天津泰達心血管醫院，開通河北省首條空中救援通道，為北京999航空醫療救援分中心。醫院年門急診100萬餘人，年收入近10億元，年住院病人5.3萬人次，年手術量1.8萬餘例，治癒率96%。2015年2月成立邯鄲市第一醫院醫療集團，成為河北省首家地市級以上公立醫院改革試點單位。

**鄭州大學第二附屬醫院**創建於1952年，是一所學科設置齊全、技術力量雄厚、醫療設備先進的三級甲等綜合醫院，是河南省醫保、河南省新農村合作醫療、河南省大病救助、河南省直幹部保健及鄭州市醫保等定點醫療機構。醫院有三個院區，開放床位2000張，職工2200餘人，有享受國務院特殊津貼專家、河南省優秀專家10餘名。消化內科、心血管外科、胸外科被評為河南省重點學科及特色專科。是國家全科醫生臨床培養基地、國家衛計委臨床藥理實驗研究基地。是河南省最早的博士生培養點和博士後流動站。

## 我們對公司未來的轉型持積極樂觀態度

- **大股東的優勢地位：**公司大股東為中國通用技術集團(占37.7%的總股份)，是中國最大的技術裝備引進服務商，由中央直接管理。同鳳凰醫療、康寧醫院以及和美醫療相比，公司天然具有國企屬性，在資源整合，尤其是在獲取公立醫院資源方面具有民營企業無法比擬的優勢。
- **更多的醫院合作預期：**公司當前透過其醫療租賃類業務同全國超過1200家醫院建立了良好的合作關係。我們認為公司將在未來以“一附院合作”為模式，深度挖掘同公立醫院的潛在合作機遇，為上市公司注入更多合作資源。此外，我們還預期環球醫療同鄭大二附院及邯鄲市第一醫院的正式合作將於今年年內正式展開。屆時，為公司盈利的增長帶來更多動力。
- **整合效應：**傳統業務與醫院管理業務相互融合，相輔相成，為公司日後轉型成為綜合醫療服務商奠定基礎。融資租賃服務、科室升級服務、行業諮詢、醫療資訊化等服務能同醫院管理服務相輔相成，相互促進。在此模式下，公司將轉型成為綜合醫療服務商。

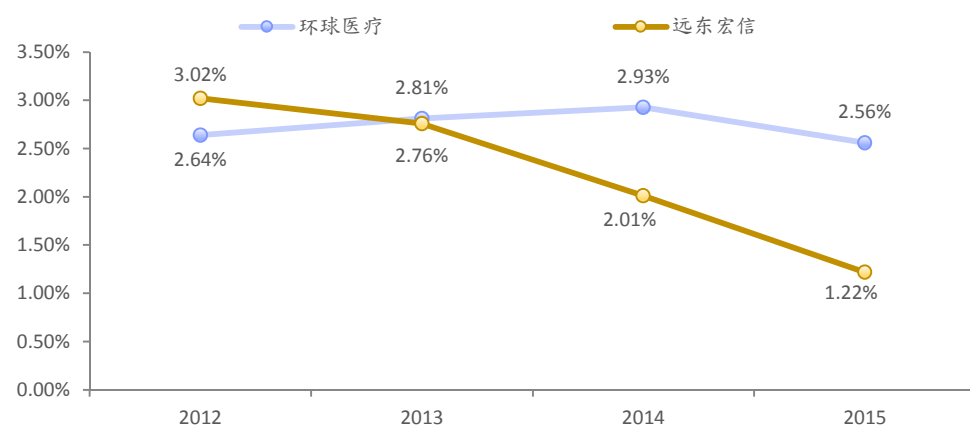
圖表 15: 公司對醫院客戶全方位服務模式



資料來源：公司，交銀國際

- \* 公司在融資成本方面具備優勢 環球醫療依靠其大股東優勢地位及優秀的管理能力在融資成本及費用管控方面享有較大優勢（見圖 16）。我們認為該優勢可以幫助環球醫療發展醫療供應鏈業務，助力新業務的拓張。

圖表 16: 環球醫療與遠東宏信淨利差對比



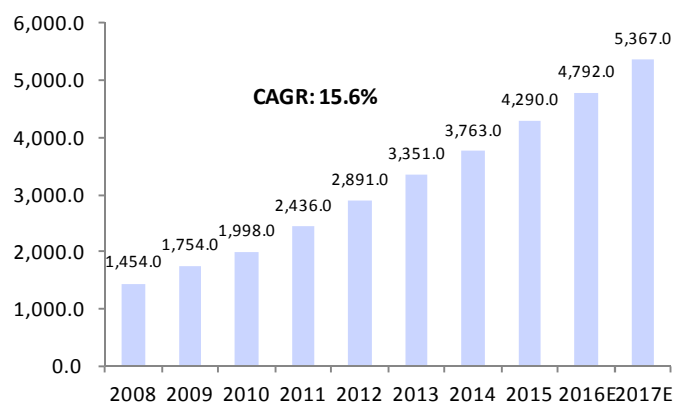
資料來源：公司，交銀國際

- \* 醫院管理類業務（包括供應鏈管理）可以為融資租賃等業務帶來機遇 在環球醫療與公立醫院建立管理合作關係後，可以面對更多的融資租賃、科室升級、行業諮詢等服務。如：本次國際陸港醫院。
- \* 融資租賃等業務可以為醫院管理類業務帶來新的視窗 公司將會對現有合作醫院進行整理和挖掘，借助融資租賃業務爭取更多的醫院管理業務。

## 我們為什麼看好公立醫院服務標的？

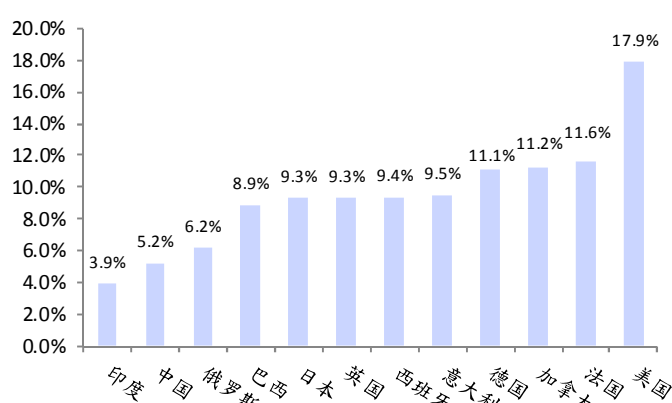
- 中國為全球最大的醫療服務市場之一，其醫療行業總開支增長迅速，預期將從2008年的14,540億人民幣上升至2017年的53,670億人民幣。但以醫療總開支/GDP收入占比計算，中國仍處於較落後的地位。

圖表 17: 中國醫療行業總開支 (2008-2017)



資料來源：Frost & Sullivan 報告

圖表 18: 各國醫療總開支占國內生產總值百分比



資料來源：Frost & Sullivan 報告

- 當前，在中國公共醫療保險制度下共有三種醫療保險計畫：（1）城鎮職工醫保，為主要覆蓋城鎮職工及退休人員的強制計畫；（2）城鎮居民醫保，為主要針對城市居民的自願計畫；（3）新型農村合作醫保，其為主要針對農村人口的自願計畫。當前，上述兩類城市保險計畫已覆蓋城市戶籍總人口的95%，而新型農村合作保險計畫已覆蓋98%的農村人口。由於以上三類政府醫療保險計畫的引入和擴展需要當地政府提供大量的財力支援，所以當前絕大多數醫療報銷政策僅適用於公立醫院。

換言之，在中國當前醫療體制下，公立醫院及醫療報銷體系天然地將社會資本同醫院產業隔離開來，使後者不能自由介入。另外，由於中國醫師不具備獨立行醫資格，絕大多數僅能在其所屬的公立醫院公開行醫，因此這也極大的限制了醫院產業的開放程度。但環球醫療通過其探索出的獨特經營模式成功打入醫院產業，未來有望對該模式進行深入踐行，從而分享行業增長。

- 當前，公立醫院改革尚處於初期階段，那些經營困難、營運效率低下、缺乏資金周轉但尚具備增長潛質之醫院的改革欲望迫切，當地政府支持力度也較大。（見圖 19）。

圖表 19: 鼓勵社會資本與公立醫院的合作權 (2015)

時間	發佈政策
2015年3月	《全國醫療衛生服務體系規劃綱要（2015-2020）》
2015年3月	《北京市人民政府關於創新重點領域投融資機制鼓勵社會投資的實施意見》
2015年5月	《關於城市公立醫院綜合改革試點的指導意見》
2015年5月	《關於2015年深化經濟體制改革重點工作意見》
2015年6月	《關於促進社會辦醫加快發展若干政策措施》
2015年9月	《關於推進分級診療制度建設的指導意見》
2015年9月	《關於深化國有企業改革的指導意見》
2015年9月	《關於在公共服務領域推廣政府和社會資本合作模式指導意見》

資料來源：交銀國際

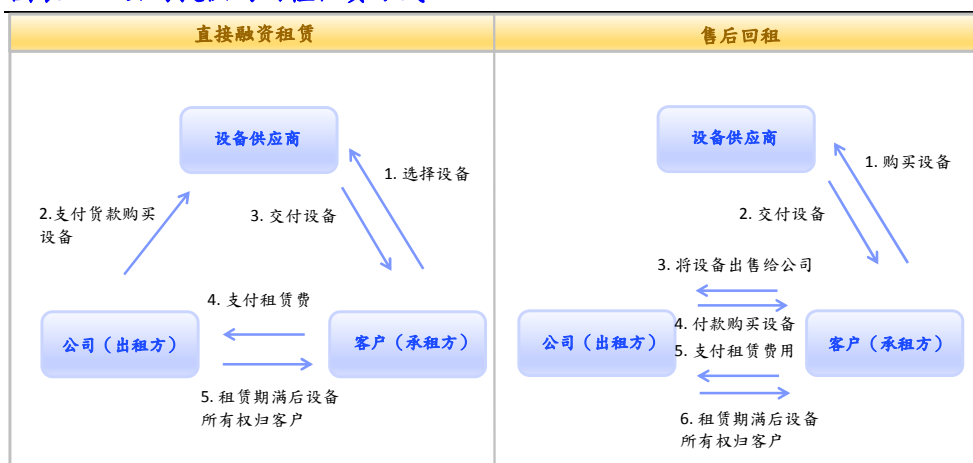


- 我們認為，在當前醫療體系改革中，醫院所處的位置最為關鍵且其改革符合多方利益。首先，為緩解三級醫院就診擁擠的問題，政府一直都致力構建全面醫療體系，但由於受到資金的制約，政府便希望借助社會資本擴大基層醫療機構的數量。這便意味著未來縣級及縣級以下醫療機構這部分市場將極有可能逐步放開給社會資本，一個新的市場將會形成；其次，醫院自身為了增加效率、提升醫護人員收入水準及收入陽光化，其本身也有改革的動機；另外，醫藥行業的許多其它改革也會與“醫院改革”這一命題相互關聯，相互促進。例如：醫院改革與處方藥電子化、下游物流配送相聯繫，提供供應鏈服務的社會資本更有動機促進處方藥的大流通。以上變革有一個共同的特點：亟需一個有成功管理醫院經驗、往期記錄優秀的醫療服務企業（而且以央企極佳）扮演這一醫療改革先行者的角色。我們認為，作為醫院改革的先驅，環球醫療已經具備了相應特徵，有望分享改革紅利。

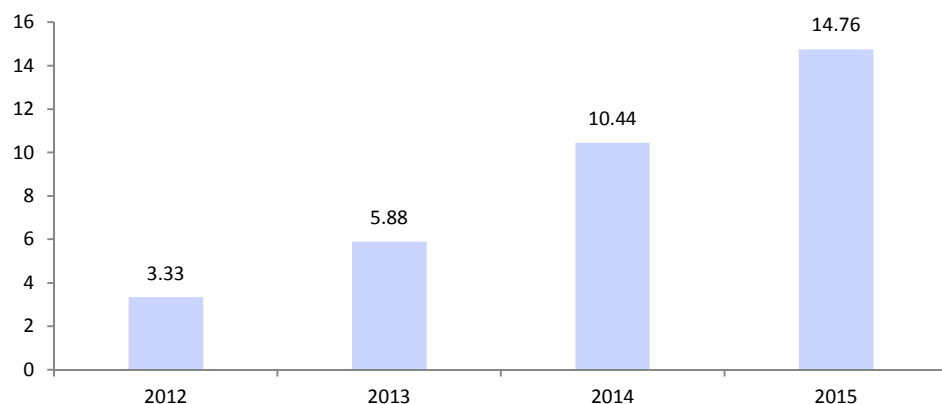
## 轉型前主營業務

- **設備租賃服務**：該項服務是公司目前收入占比最大的業務領域，主要是針對醫療機構的設備融資租賃業務，包括直接融資租賃和售後回租兩種模式。其中，直接融資租賃業務是將從供應商出購入的設備租賃於客戶，定期收取租金的業務。公司 2014 年底採用直接融資租賃的項目 286 個；售後回租是客戶將自己購買的設備出售給公司以取得款項，再定期支付租賃費用換取設備使用權。14 年底公司共擁有該類型項目 713 個。

圖表 20: 公司提供的兩種租賃方式

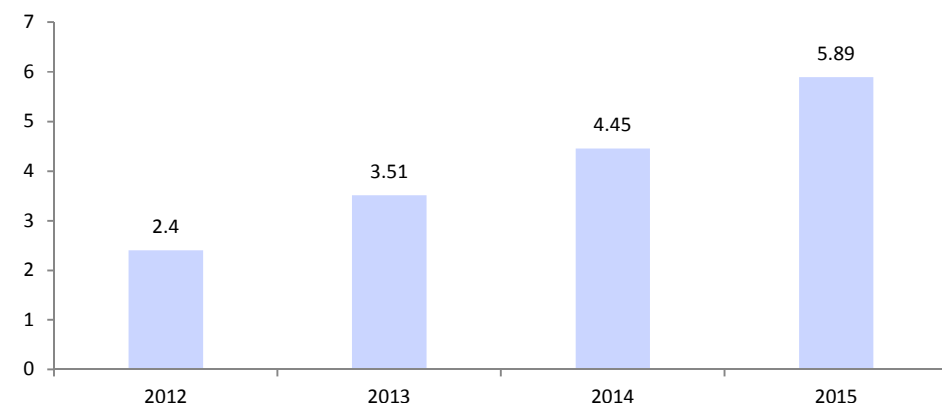


資料來源：公司，交銀國際

**圖表 21: 融資租賃類服務收入 (億人民幣)**

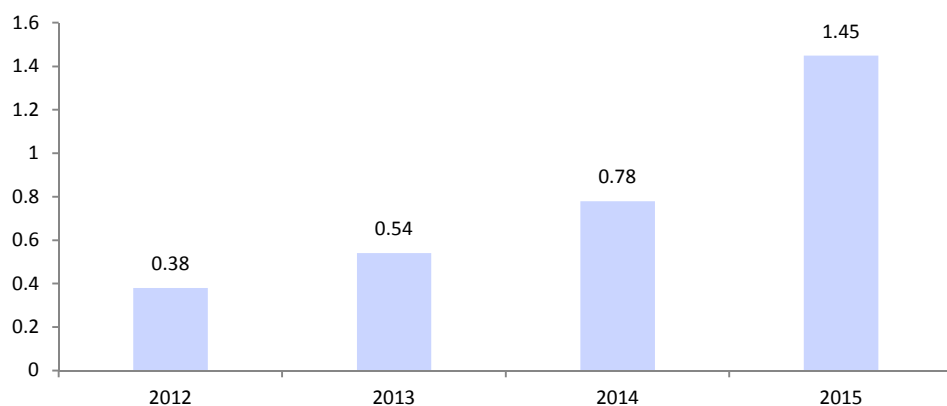
資料來源：公司，交銀國際

- 諮詢類服務**：該項服務包括行業、設備及融資諮詢服務，是公司綜合醫療服務的重要部分。15年公司為客戶提供了229項諮詢服務，數量同比增長13.4%，單筆合同平均費用257萬元，同比增長16.8%。公司依靠廣泛的客戶基礎和專業的醫療資源，未來有望帶動諮詢服務量價齊升。

**圖表 22: 諮詢類服務收入 (億人民幣)**

資料來源：公司，交銀國際

- 科室升級**：該服務也是公司重點業務之一。公司依靠豐富資源和多方面管道，綜合了科室升級諮詢、醫療設備引入及經營租賃服務，為客戶提升整體診療實力及運營效率，從而創造更多價值。15年公司科室升級客戶數量由55家上升至105家，覆蓋省份由22個上升至25個。公司立足心血管類科室升級管理經驗，將業務模式擴展到腫瘤、婦產、心血管等亟待升級的重大疾病和疑難病症學科領域。

**圖表 23: 科室升級服務收入 (億人民幣)**

資料來源：公司，交銀國際

## 財務模型及估值

### ● 核心假設：

#### 對其現有醫療租賃業務的假設：

- \* 公司未來三年生息資產將保持 15%-20% 的增長速度；
- \* 未來三年淨息差將會分別維持在 3.9%-4% 的水準；
- \* 未來三年的銷售分銷成本將占傳統業務收入的 10% 左右；

**圖表 24: 醫療租賃業務相關假設**

	FY16E	FY17E	FY18E
生息資產增長速度	15%	15%	20%
淨息差	4.00%	3.95%	3.90%
銷售分銷成本/傳統業務收入	10%	10%	10%

資料來源：交銀國際

#### 對其醫院管理 (包括供應鏈管理) 業務的假設：

- \* 交大一附院、邯鄲市第一醫院、鄭大二附院以及即將成立的國際陸港醫院的供應鏈收入將占全院總收入的 50%-60%；
- \* 同交大一附院的供應鏈合作將於今年正式展開，預計此類收入能夠在 2016 年並表 1 個月，並自 2017 年起全面並表；同邯鄲市第一醫院及鄭大二附院的合作將於明年正式展開，自 2017 年起全面並表；我們同時預期國際陸港醫院將於 2019 年下半年正式建成，屆時貢獻供應鏈業務收入及利潤；
- \* 考慮到供應鏈業務在初始階段的整合以及處於保守考慮，我們預期交大一附院、邯鄲市第一醫院以及鄭大二附院在未來三年的淨經營性利潤率將分別為 12%、13% 及 14%；
- \* 由於公司尚未公佈國際陸港醫院特許建設及經營費的電腦構，出於保守考慮，我們尚未將這部分潛在盈利貢獻計入我們財務模型；



圖表 25: 交大一附院營運資料

	FY15	FY16E	FY17E	FY18E
全院收入 (RMB m)	3,300.0	3,465.0	3,638.3	3,892.9
供應鏈業務收入占比	61.0%	58.0%	56.0%	56.0%
供應鏈業務收入 (RMB m)	2,013.0	2,009.7	2,037.4	2,180.0
淨經營性利潤率		12.0%	13.0%	14.0%
淨經營性利潤 (RMB m)		241.2	264.9	305.2
考慮並表後的收入		167.5	2,037.4	2,180.0
<b>考慮並表後的利潤</b>		<b>20.1</b>	<b>264.9</b>	<b>305.2</b>

資料來源：交銀國際

此外，我們預期國際陸港醫院將於 2019 年竣工，達到成熟階段後將會運營 1000 張床位，且單床收入達到 100 萬人民幣/年。以下是我們對國際陸港醫院核心經營資料的預測。

圖表 26: 國際陸港醫院營運資料

	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
單床收入 (RMB m)	0.4	0.7	1.0	1.0
總床數	500.0	750	1000	1000
總收入 (RMB m)	200.0	525.0	1,000.0	1,000.0
供應鏈收入 (RMB m)	120.0	315.0	600.0	600.0
淨經營性利潤率	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
淨經營性利潤 (RMB m)	13.2	34.7	66.0	66.0
考慮並表後的收入	60.0	315.0	600.0	600.0
<b>考慮並表後的利潤</b>	<b>6.6</b>	<b>34.7</b>	<b>66.0</b>	<b>66.0</b>

由於公司尚未披露管理費結構，基於保守原則，我們尚未將本部分收入體現在我們的財務模型中

資料來源：交銀國際

我們同時預期鄭大二附院及邯鄲市第一醫院的供應鏈業務將於 2017 年全面並表。以下是我們對上述兩家醫院的核心經營資料的預測。

圖表 27: 鄭大二附院營運資料

	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
全院收入 (RMB m)	945.0	992.3	1,061.7	1,136.0
供應鏈業務收入占比	58.0%	56.0%	56.0%	56.0%
供應鏈業務收入 (RMB m)	548.1	555.7	594.6	636.2
淨經營性利潤率	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
淨經營性利潤 (RMB m)	65.8	72.2	83.2	95.4
考慮並表後的收入		555.7	594.6	636.2
<b>考慮並表後的利潤</b>		<b>72.2</b>	<b>83.2</b>	<b>95.4</b>

資料來源：交銀國際

圖表 28: 邯鄲市第一醫院營運資料

	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
全院收入 (RMB m)	1,365.0	1,433.3	1,533.6	1,640.9
供應鏈業務收入占比	58.0%	56.0%	56.0%	56.0%
供應鏈業務收入 (RMB m)	791.7	802.6	858.8	918.9
淨經營性利潤率	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
淨經營性利潤 (RMB m)	95.0	104.3	120.2	137.8
考慮並表後的收入		802.6	858.8	918.9
<b>考慮並表後的利潤</b>		<b>104.3</b>	<b>120.2</b>	<b>137.8</b>

資料來源：交銀國際

### ● 估值 - DDM 模型：

- \* 在公司現有經營模式下其股東分紅較為穩定，我們認為採用股利折現法更能估算出公司的真實價值。下表為我們所做的 DDM 模型假設及其結果：

**圖表 29: DDM 模型假設**

權益/總資產	22.2%
負債/總資產	77.8%
無風險溢價	2.0%
市場溢價	4.6%
貝塔係數	1.18
權益成本	7.5%
永續增長	1%

資料來源：交銀國際預測

**圖表 30: DDM 模型結果**

	FY12/16E	FY12/17E	FY12/18E	FY12/19E	FY12/20E	FY12/21E	FY12/22E	FY12/23E	FY12/24E
每年分紅 (百萬 人民幣)	265.8	381.6	458.7	537.2	625.9	734.8	859.1	1,004.6	1,174.8
折現因數	0.96	0.90	0.84	0.78	0.72	0.67	0.63	0.58	0.54
折現後的現金流 (百萬 人民幣)	256.4	342.5	383.1	417.4	452.5	494.2	537.7	585.0	636.5
合計：折現後的現金流 (百萬 人民幣)	4,798.5								
剩餘殘值	10,810.7								
市值 (百萬 人民幣)	15,609.2								
<b>市值 (百萬 港幣)</b>	<b>18,262.7</b>								
股份數量 (百萬)	1,716.3								
<b>股票價值 (人民幣)</b>	<b>10.64</b>								

資料來源：交銀國際預測

### ● 估值 - 分部估值模型：

- \* **傳統租賃業務** 我們預期公司的傳統業務在 2016 年貢獻的收入/利潤分別為 RMB2846.2m/RMB926.2m，在 2017 年貢獻的收入/利潤為 RMB3552.3m/RMB1114.1m。參考可比公司在 2017 年 8.3x 的平均市盈率，我們認為公司傳統租賃類業務在 2017 年的市盈率應為 8.3x，對應 108.2 億港幣市值。

**圖表 31: 傳統租賃業務可比公司估值對比**

公司名稱	代碼	市值 (HK\$ m)	— 預期 EPS 增速 —		— 市盈率 —		— 市帳率 —	
			FY16E (%)	FY17E (%)	FY16E (x)	FY17E (x)	FY16E (x)	FY17E (x)
遠東宏信	3360 HK	28838.4	5.0%	20.6%	8.6	7.1	1.02	0.92
中國飛機租賃	1848 HK	6698.0	44.7%	17.5%	10.9	9.3	2.3	2
中租控股	5871.TW	15170.7	0.3%	5.0%	9.01	8.6	1.48	1.37
<b>平均</b>			<b>16.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>9.5</b>	<b>8.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>
<b>環球醫療</b>		<b>10847.0</b>	<b>23.0%</b>	<b>52.3%</b>	<b>9.9</b>	<b>6.5</b>	<b>1.41</b>	<b>1.22</b>

資料來源：彭博預測，交銀國際預測

- \* **醫院管理類業務** 我們預期公司的醫院管理類業務在 2016 年貢獻的收入/利潤分別為 RMB167.5m/RMB6.6m，在 2017 年貢獻的收入/利潤為 RMB3395.7m/RMB224.8m。參考可比公司在 2017 年 28.3x 的平均市盈率，

我們認為公司這部分新業務在2017年的市盈率應為28.3x，對應約74.4億港幣市值。

**圖表 32: 傳統租賃業務可比公司估值對比**

公司名稱	代碼	市值 (HK\$m)	—預期 EPS 增速—		— 市盈率 —		— 市帳率 —	
			FY16E (%)	FY17E (%)	FY16E (x)	FY17E (x)	FY16E (x)	FY17E (x)
鳳凰醫療	1515 HK	10,922.3	15.1%	14.3%	33.6	29.4	4.8	4
康寧醫院	2120 HK	2,965.4	-6.8%	33.7%	36.4	27.2	2.5	2.4
<b>平均</b>		<b>6,943.9</b>	<b>4.2%</b>	<b>24.0%</b>	<b>35</b>	<b>28.3</b>	<b>3.65</b>	<b>3.2</b>
<b>環球醫療</b>		<b>10847.0</b>	<b>23.0%</b>	<b>52.3%</b>	<b>9.9</b>	<b>6.5</b>	<b>1.41</b>	<b>1.22</b>

資料來源：彭博預測，交銀國際預測

- \* 綜上，考慮到(i) 大股東的優勢地位；(ii) 更多的醫院合作預期；(iii) 公司整合效應；以及(iv) 公司在融資方面的優勢，我們通過DDM模型以及分佈估值模型認為公司兩部分業務合計後對應的合理市值應為182.6億港幣，對應股價為10.64港幣，存在68.4%上升空間。



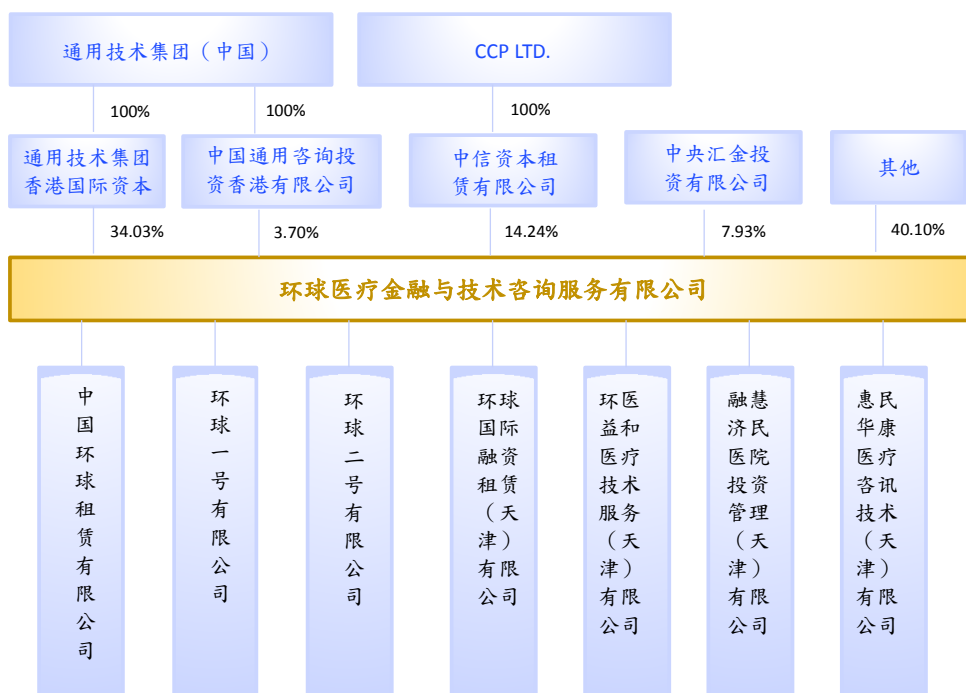
## 關於環球醫療

公司全稱為環球醫療金融與技術諮詢服務有限公司，是中國最大的綜合醫療服務供應商。主營業務面向醫療機構提供融資租賃、諮詢和科室升級等服務。公司第一大股東為通用技術集團香港資本有限公司，持股比例 34.03%。

公司第一大股東通用技術集團是中國中央政府直接管理的 53 家國有骨幹企業之一，是中國最大的先進技術裝備引進服務商、最大的輕工產品和醫藥保健品進出口商。公司實際控制人為國務院國有資產監督管理委員會。

公司與通用技術集團下屬的若干主要從事國際貿易業務的海外公司網路訂有戰略合作安排，協助其在全球設備引入方面的工作。其中，通用技術集團子公司香港資本是公司 13 及 14 年最大供應商。

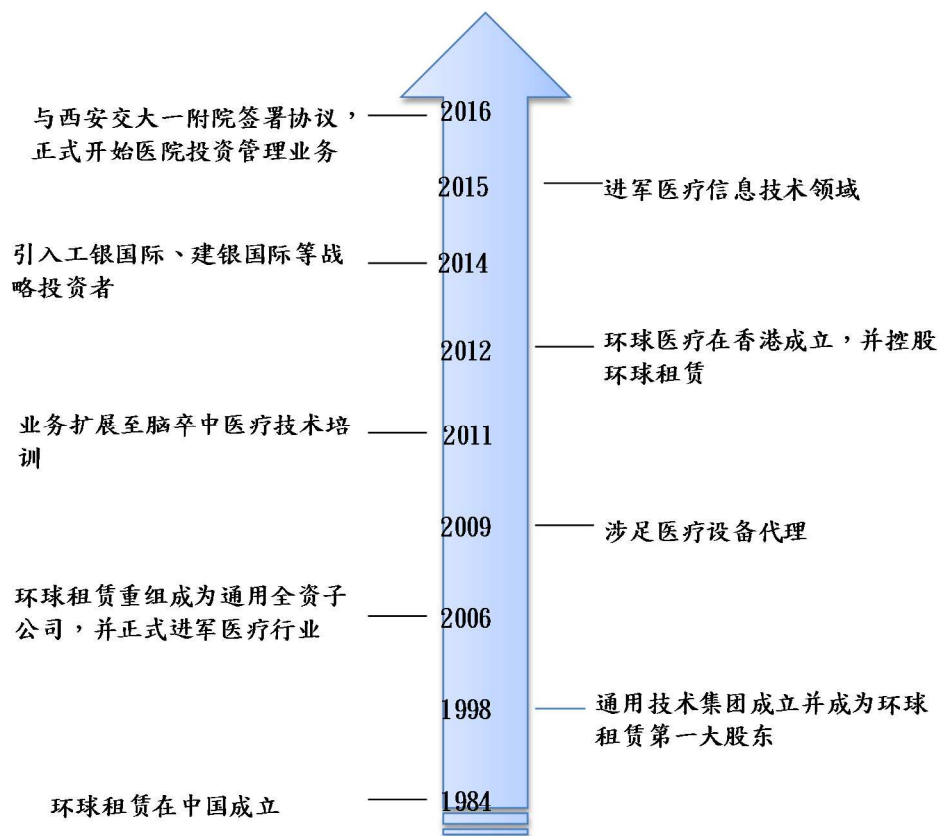
圖表 33: 公司股權結構 (2015)



資料來源：公司，交銀國際

公司於 1984 年在中國註冊成立首家運營附屬公司中國環球租賃有限公司，開展租賃業務。2006 年公司完成企業架構及業務營運改革。改革完成後，環球租賃成為通用技術集團的全資附屬公司，並開始專注於中國醫療行業。2012 年環球醫療在香港註冊成功，成為通用技術集團控股的混合所有制企業，並引入中信資本、工銀國際、建銀國際等戰略投資人。2015 年公司開始從事醫院投資管理，並於 7 月 8 日在港交所掛牌上市。

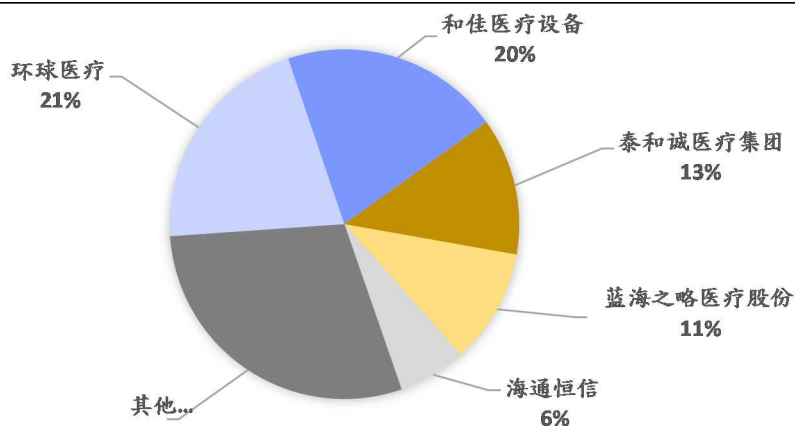
圖表 34: 公司發展歷史



資料來源：公司，交銀國際

公司擁有豐富的醫療資源平臺和醫療設備管道，是目前中國前 10 大融資租賃公司中對於醫療領域業務集中度最高的公司。2014 年醫療行業綜合服務市場份額占比超過 20%。目前與公司展開作的國內外知名醫療專家已達 200 多名，包括 45 名國家級委員。同時，還與 13 家國際知名醫院管理及諮詢服務公司，11 家歐美知名醫院，6 家醫院建築設計公司和 4 家國際醫師協會建立了合作關係。

圖表 35: 醫療行業綜合服務市場份額



資料來源：公司，交銀國際

公司亦擁有廣泛的客戶基礎，服務醫院客戶數量已超過 1200 家，遍佈全國 30 個省份，並在重點省份建立辦事處，區域性醫療資源網路正逐步形成。醫療設備管道方面，公司是全球 6 家醫療設備公司 19 種醫療設備在中國的獨家總代理，產品涵蓋產自德國、義大利及奧地利等多個國家共 194 個醫療設備產品型號。

公司在醫療行業服務形式和內容豐富多樣。目前業務圍繞醫院客戶，覆蓋醫療金融服務，諮詢業務和醫院投資管理等領域。業務之間形成協同效應，為客戶帶來全方位需求解決方案。

### 圖表 36: 強弱機危分析

強:	弱:
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 專注醫療領域，強大的專家、設備管道和客戶基礎</li> <li>- 大股東提供較低的融資成本</li> <li>- 新增醫院管理業務，帶來增量收入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 融資租賃業務占比較高，受資金成本和匯率影響較大</li> <li>- 投資者對公司估值轉變需要一定接受時間</li> </ul>
機:	危:
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 國家分級診療機制推動基層醫療機構建設迎來高速成長期</li> <li>- 政策鼓勵民營資本參與醫療產業建設為公司涉足醫院管理提供充足條件</li> <li>- 強大的客戶數量和深度合作經歷可能為公司持續帶來醫院合作契機</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 租賃業務存在一定壞賬風險</li> <li>- 合作醫院業績不達預期</li> </ul>

資料來源：交銀國際

## 風險提示

- IPO 前投資者及基石投資者可能會在未來退出
- 同醫院的合作落空，未達預期
- 租賃業務存在壞賬風險
- 由於公司的醫療服務類業務仍在初期，尚未被市場所認可，投資者對公司估值的轉變或許需要較長時間



## 公司背景

環球醫療金融與技術諮詢服務有限公司為中國最大的綜合醫療服務商，面向醫療機構提供融資租賃、諮詢和科室升級和醫院管理等服務。

### 環球醫療 (2666.HK): 財務報表

#### 損益表 (RMB m)

年結 12月 31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	1,552.7	2,193.4	3,013.6	6,948.0	7,996.7
銷售成本	(619.6)	(884.9)	(1,256.0)	(4,428.8)	(4,974.7)
毛利	933.1	1,308.5	1,757.6	2,519.1	3,022.0
其他收入及收益	15.4	58.8	60.2	68.6	74.1
銷售及分銷成本	(126.3)	(213.9)	(284.6)	(355.2)	(436.3)
醫院業務融資成本	-	-	(6.0)	(24.0)	(42.0)
行政開支	(190.6)	(246.5)	(271.1)	(298.3)	(328.1)
其它開支	(20.5)	(6.6)	(7.0)	(7.4)	(7.9)
除稅前盈利	611.1	900.3	1,249.1	1,902.8	2,281.8
所得稅支出	(154.4)	(241.7)	(312.3)	(475.7)	(570.4)
年內溢利	456.6	658.5	936.8	1,427.1	1,711.3
- 歸屬股東	456.6	658.5	932.8	1,338.8	1,609.6

#### 資產負債簡表 (RMB m)

年結 12月 31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
物業廠房設備	90.1	89.6	108.6	111.4	113.9
貸款及應收款項	11,471.3	15,397.5	20,588.4	23,676.7	28,412.0
其它	64.0	207.7	147.0	159.6	180.3
<b>非流動資產合計</b>	<b>11,625.4</b>	<b>15,694.8</b>	<b>20,844.1</b>	<b>23,947.6</b>	<b>28,706.3</b>
貸款及應收款項	4,168.0	5,919.5	6,807.4	8,168.9	9,802.6
受限制存款	100.5	139.7	279.3	335.2	402.2
現金及現金等價物	453.6	1,865.7	1,597.3	3,117.9	4,057.7
其它	37.9	38.3	51.9	33.7	42.3
<b>流動資產合計</b>	<b>4,759.9</b>	<b>7,963.1</b>	<b>8,735.9</b>	<b>11,655.6</b>	<b>14,304.9</b>
應付貿易款項及應付票據	956.4	94.8	284.3	170.6	204.7
其它應付款項及應計費用	325.7	356.7	481.6	577.9	693.5
計息銀行及其他融資	4,118.2	7,634.6	10,306.7	12,368.0	14,841.6
其它	12.1	65.2	68.5	54.8	43.8
<b>流動負債合計</b>	<b>5,412.4</b>	<b>8,151.3</b>	<b>11,141.1</b>	<b>13,171.3</b>	<b>15,783.6</b>
計息銀行及其它融資	7,290.1	7,823.8	9,988.5	12,586.2	15,703.5
其它應付款項及應計費用	1,232.6	1,736.7	1,823.5	2,188.2	2,625.9
其它	22.7	64.9	74.7	59.7	47.8
<b>非流動負債合計</b>	<b>8,545.4</b>	<b>9,625.4</b>	<b>11,886.7</b>	<b>14,834.2</b>	<b>18,377.1</b>
<b>淨資產</b>	<b>2,427.5</b>	<b>5,881.2</b>	<b>6,552.2</b>	<b>7,597.7</b>	<b>8,850.3</b>
<b>權益</b>	<b>2,427.5</b>	<b>5,881.2</b>	<b>6,552.2</b>	<b>7,597.7</b>	<b>8,850.3</b>

#### 現金流量表 (RMB m)

年結 12月 31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
除稅前溢利	611.1	900.3	1,249.1	1,902.8	2,281.8
借貸成本	597.0	864.2	1,037.0	1,244.4	1,493.3
其它	112.3	51.5	5.7	7.2	7.4
<b>營運資金變動前經營現金流</b>	<b>1,320.3</b>	<b>1,815.9</b>	<b>2,291.8</b>	<b>3,154.5</b>	<b>3,782.5</b>
貸款及應收款項增加	(6,175.8)	(5,764.4)	(6,078.8)	(4,449.7)	(6,369.1)
應付貿易款項及應付票據增加	613.4	(753.2)	189.5	(113.7)	34.1
其它應付款項及應計費用增加	690.0	540.2	211.7	461.0	553.2
應付關聯方款項增加	104.5	(108.4)	(103.7)	(124.4)	(149.3)
其它	297.2	(2.4)	71.2	0.1	(31.2)
除息稅前經營活動所用之現金流	(3,150.3)	(4,272.3)	(3,418.3)	(1,072.3)	(2,179.8)
已付借款成本	(795.6)	(868.5)	(933.3)	(1,120.0)	(1,343.9)
其它	(164.8)	(180.1)	(330.8)	(491.6)	(583.7)
<b>經營活動現金淨額</b>	<b>(4,110.7)</b>	<b>(5,320.9)</b>	<b>(4,682.3)</b>	<b>(2,683.8)</b>	<b>(4,107.4)</b>
可供出售投資的利息收入	-	0.9	(6.5)	(7.1)	(7.9)
購置物業、廠房、設備及其它長期資產之已付現金	-	(44.0)	(25.0)	(10.0)	(10.0)
其它	(0.7)	(28.9)	0.0	0.0	0.0
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(72.0)</b>	<b>(31.5)</b>	<b>(17.1)</b>	<b>(17.9)</b>
收到借款之現金	6,206.2	13,585.6	4,836.9	4,659.0	5,590.9
支付受限制存款	(100.5)	(117.0)	(125.6)	(55.9)	(67.0)
已付股息	(77.9)	(8.3)	(265.8)	(381.6)	(458.7)
其它	(1,779.8)	(6,792.3)	0.0	0.0	0.0
<b>融資活動所用現金淨額</b>	<b>4,247.9</b>	<b>6,668.1</b>	<b>4,445.4</b>	<b>4,221.6</b>	<b>5,065.1</b>
年內現金及其等價物增加淨額	136.4	1,275.2	(268.4)	1,520.7	939.8
年初現金及現金等價物	319.0	453.6	1,865.7	1,597.3	3,117.9
匯率變動	(1.9)	136.9	-	-	-
<b>年終現金及現金等價物</b>	<b>453.6</b>	<b>1,865.7</b>	<b>1,597.3</b>	<b>3,117.9</b>	<b>4,057.7</b>

#### 財務比率

年結 12月 31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>增長率</b>					
收入	58.2%	41.3%	37.4%	130.6%	15.1%
毛利	47.4%	40.2%	34.3%	43.3%	20.0%
股東純利	46.0%	44.2%	41.6%	43.5%	20.2%
毛利率	60.1%	59.7%	58.3%	36.3%	37.8%
淨利率	29.4%	30.0%	31.0%	19.3%	20.1%
流動比率	87.9%	97.7%	78.4%	88.5%	90.6%
資產回報率	2.8%	2.8%	3.2%	3.8%	3.7%
權益回報率	18.8%	11.2%	14.2%	17.6%	18.2%

資料來源：公司、交銀國際預測

## 交銀國際

 上環皇后大道中 181 號新紀元廣場低座 17 樓 1701 室

總機: +852 2297 9888

傳真: +852 2766 3183

www.bocomgroup.com

## 評級定義

## 公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

## 行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

## 研究團隊

## 研究部主管

鄭子豐 CFA, CPA, CA	(852) 3766 1818	raymond.cheng	@bocomgroup.com
------------------	-----------------	---------------	-----------------

## 銀行/網路新金融

李珊珊 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8058	lishanshan
萬麗 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8051	wanli
韓嘉楠	(86) 10 8800 9788 - 8055	hannah.han

## 消費

王惟穎 CFA	(852) 3766 1808	summer.wang
---------	-----------------	-------------

## 環保服務

鄭民康	(852) 3766 1810	wallace.cheng
-----	-----------------	---------------

## 文旅博彩

劉雅瀚 CFA, FRM	(852) 3766 1807	alfred.lau
--------------	-----------------	------------

## 醫藥生物

李博	(852) 3766 1811	david.li
----	-----------------	----------

## 保險及證券

李珊珊 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8058	lishanshan
萬麗 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8051	wanli
張兩瑞	(852) 3766 1850	yufan.zhang

## 互聯網

馬原 PhD	(86) 10 8800 9788 - 8039	yuan.ma
谷馨瑜 CPA	(86) 10 8800 9788 - 8045	conniegu
孫夢琪	(86) 10 8800 9788 - 8048	mengqi.sun

## 建材及工業(中盤)

陳慶	(852) 3766 1805	angus.chan
----	-----------------	------------

## 研究部主管/策略

洪灝 CFA	(852) 3766 1802	hao.hong	@bocomgroup.com
--------	-----------------	----------	-----------------

## 策略

周志陽	(852) 3766 1823	anna.zhou
譚萍	(852) 3766 1825	karen.tan

## 油氣/燃氣

劉旭彤	(852) 3766 1806	xutong.liu
-----	-----------------	------------

## 房地產

劉雅瀚 CFA, FRM	(852) 3766 1807	alfred.lau
謝聯聰 CFA, FRM	(852) 3766 1815	philip.tse
過璐璐	(852) 3766 1830	luella.guo

## 新能源

孫勝權	(86) 21 6065 3606	louis.sun
-----	-------------------	-----------

## 科技

嚴司政	(852) 3766 1803	christopher.yim
-----	-----------------	-----------------

## 交通運輸及工業

鄭碧海 CFA	(852) 3766 1809	geoffrey.cheng
周雲飛	(852) 3766 1816	fay.zhou

## 汽車

陳慶	(852) 3766 1805	angus.chan
----	-----------------	------------

## 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

## 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、中國華融資產管理股份有限公司、中國國際金融股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、綠景(中國)地產投資有限公司、中國建設銀行股份有限公司、新昌營造集團有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、光大證券股份有限公司、中國首控集團有限公司、佳源國際控股有限公司、瀘州市興瀘水務(集團)有限公司和中國郵政儲蓄銀行股份有限公司有投資銀行業務關係。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

## 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。**