

# 买入

# 业绩稳步增长，在研产品丰富

**康德莱医械(1501.HK)**

2021-04-14 星期三

目标价:	<b>40.23 港元</b>
现价:	31.75 港元
预计升幅:	26.71%

## 重要数据

日期	2021-04-14
收盘价 (港元)	31.75
总股本 (亿股)	1.66
总市值 (亿港元)	52.71
净资产 (亿元)	15.77
总资产 (亿元)	16.90
52 周高低 (港元)	73.70/27.10
每股净资产 (元)	9.50

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

康德莱 (25.82%) ;  
 宁波怀格泰益 (15.18%) ;  
 梁栋科 (5.75%)

## 相关报告

深度报告: 心内介入器械领域龙头国产品牌-20200908

## 研究部

姓名: 林兴秋  
 SFC: BLM040  
 电话: 0755-21519164  
 Email: linxq@gyzq.com.hk

### ► 20 年销售收入高速增长，毛利率稳中有升，财务状况良好：

公司 20 年总营业额实现 3.58 亿元，同比增长了 25.12%；毛利率为 65.4%，同比增长 4.5 个百分点；年内利润实现 1.17 亿元，同比增长 20.7%，净利率较 19 年减少了 1.2 个百分点至 32.5%，每股基本盈利 0.73 元。尽管受到疫情影响，介入类器械总体也实现同比 3.4% 的增长，达到 2.66 亿元，其中中国境内介入器械的销售额同比增长 8.9%。20 年的经营性现金流净流入的金额为 9571 万，截至 20 年底账面 8.7 亿人民币，财务状况较好。

### ► 研发持续推进，在研产品丰富：

20 年公司的可降解鼻窦支架处于临床实验阶段，预计 23、24 年上市，中国慢性鼻窦炎发病率在 8% 左右，全国每年接受手术治疗的患者约有 50 万例，手术渗透率较欧美国家仍有较大的提升空间，平均每个病人术后需要植入 2 个支架，目前常用的鼻窦支架全球仅有两款。公司可降解镁合金冠脉支架的研发已攻克不添加稀有金属保持高强度难题，正在对高分子抗腐蚀涂层验证，结果预计在 21 年下半年出来，目前公司正在申请全球发明专利，我国的冠脉支架市场规模预计 22 年将达到 261 亿元，可降解镁合金具有良好的生物相容性及其金属属性具有较强的支撑力，有望成为未来冠脉支架的首选。公司的 TAVR 产品已于 20 年基本完全动物实验，预计 21 年 5 月结束整个动物实验的随访，21 年的 2 月份正式启动各个分中心的临床实验入组，公司产品区别于市场上大多现已获批自膨式 TAVR 产品，属于的球扩式产品，适用于治疗返流，预计 25 年 TAVR 终端市场规模将达到 40-50 亿元，其中返流市场规模有望达到 20 亿，如果公司的产品获批，将有望抢占主动脉的 TAVR 返流市场份额。

### ► 公司产品受集采影响相对较小：

公司非主要产品球囊导管 20 年在广东省以及四川牵头组织的 6+2 的 8 省市集采当中中标，中标价下调 90% 至 210 元左右。未来较大概率集采品种指引导丝、指引导管和微导管因国产化率较低，预期以省级联盟的形式进行集采，降价幅度相对温和，终端市场下调 60-70% 不影响公司出厂价。

### ► 给予“买入”评级，目标价 40.23 港元

考虑集采和疫情不确定性的影响，我们调整了 21-23 年收入预测至 4.19、5.20、6.92 亿元，对应的 EPS 分别为 0.86、1.09、1.47 元，对应 22 年预测的 31 倍 PE，调整目标价至 40.23 港元，较现价有 26.71% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	286.46	358.43	419.18	519.59	691.86
同比增长(%)	41.07%	25.12%	16.95%	23.95%	33.15%
净利润	96.54	116.52	137.60	174.59	235.29
同比增长(%)	65.78%	20.69%	18.10%	26.88%	34.77%
净利润率(%)	33.70%	32.51%	32.83%	33.60%	34.01%
每股盈利(元)	0.79	0.73	0.86	1.09	1.47
PE@31.75HKD	36.00	36.61	31.01	24.47	18.14

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

## 報告正文

**20 年銷售收入高速增长，毛利率穩中有升，財務狀況良好：**

公司 20 年總營業額實現 3.58 億元，與 19 年同期相比增長了 25.12%，主要得益於新冠疫情影響下，口罩業務貢獻了 7.04 千萬元收入，佔總收入的 19.64%，剔除口罩業務，公司整體營收依然錄得正增長，介入類醫療器械 20 年錄得 2.66 億元，同比增長 3.4%；公司綜合毛利率實現 65.4%，較 19 年 60.9% 增長了 4.5 個百分點，剔除高毛利率 80% 左右的口罩業務，公司毛利率達到 61.6%，較 19 年 60.9% 增長了 0.7 個百分點，公司收入佔比達到 74% 的介入類產品毛利率達到 65.5%，較 19 年 65.2% 毛利率穩定略升。由於研發費用 20 年開支達到 6.46 千萬元，與 19 年同比增長 110%，導致公司淨利率較 19 年減少了 1.2 個百分點至 32.5%，20 年公司年內利潤實現 1.17 億元，較 19 年同期增長 20.7%；每股基本盈利 0.73 元，較 19 年減少 0.06 分。

**收入增長按地域拆分**，20 年在中國境內收入實現了同比 8.9% 的增長；美國地區收入出現了 0.2% 的小幅下滑，實現 1.42 千萬元收入；歐洲和其他國家受疫情影響較為嚴重，收入分別實現 3.89 千萬元和 5.84 千萬元，佔到收入的 10.86% 和 16.41%，分別同比下降 10% 和 5.6%。

**現金流方面**，公司 20 年的經營性現金流淨流入的金額為 9571 萬，截至到 20 年 12 月 31 日，賬面現金有 8.7 個億人民幣。**資本開支方面**，公司 20 年共計支出 1.65 億元，較 19 年同比增長了 50.5%，主要用於上海研發中心的土地的購置以及珠海子公司廠房基礎設施的建設及升級。**預計 21 年資本支出將為 4.29 億元**，大多集中在上海、珠海、山東產能擴建以及上海的員工宿舍的二期工程建設投入上，其中 3.5 億主要用於物業廠房的建設及設備的購置；2200 萬元用於在山東日照購買 74 畝左右的土地使用權用以購置全資子公司山東瑛泰；500 萬元用於購置無形資產；剩餘 5000 萬元用於去年公司公告的兩隻基金（瑛泰和瑞信）作為 LP 的二期出資。

圖 1：公司 16-20 年收入情況（百萬元）

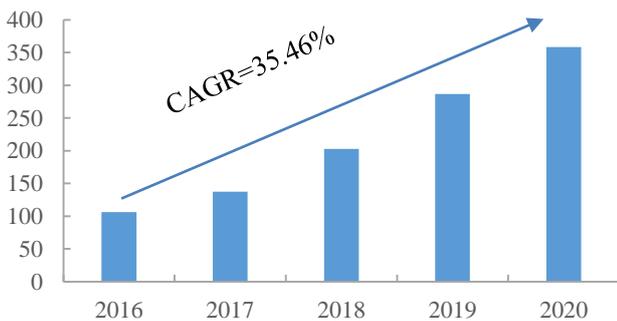
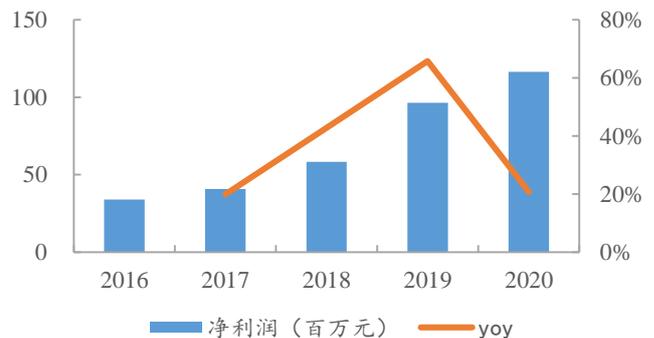


圖 2：公司歸母淨利潤及增速



資料來源：公司公告、國元證券經紀(香港)整理

資料來源：公司公告、國元證券經紀(香港)整理

图 3：20 年收入构成及占比情况

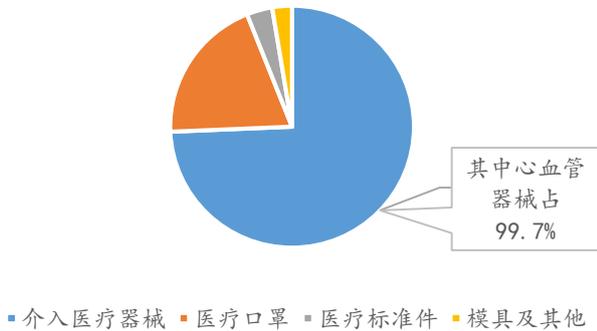
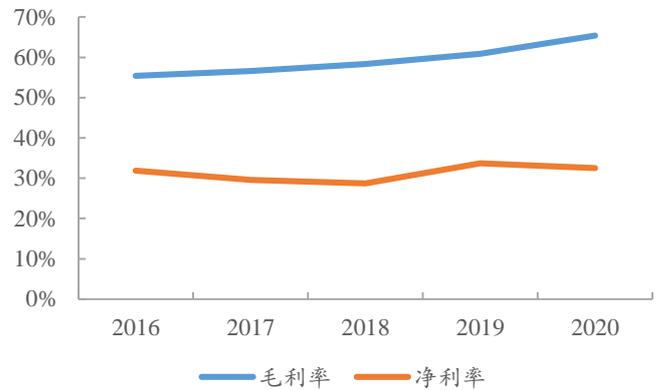


图 4：公司 16-20 年净利率和毛利率的情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

### 研发持续推进，在研产品丰富：

20 年可降解鼻窦支架处于临床实验阶段，TAVR 基本结束动物实验的阶段，除此外 9 项产品属于型式检测的阶段。公司 20 年共有 7 项产品获得了国内的产品注册证，其中有 3 项三类的医疗器械注册证获批，4 项二类产品获得了上海市药监局颁发的二类医疗器械证书；在欧盟 CE 认证方面，公司取得 1 个一类的口罩认证，5 个三类的 CE 认证；在 FDA 产品认证方面，公司取得两项新产品的 FDA 认证。截至 20 年底，公司共计拥有 35 项国内的产品注册证书，40 项欧盟的 CE 证书以及 12 项美国 FDA 的证书，预计在 2021 年会有 5 个产品新进入临床试验阶段，有望 8 个产品能在中国境内获批，4 个产品取得 FDA 认证。

**可降解鼻窦支架：**用于慢性鼻窦炎术后防止粘连，促进组织愈合。支架具有较长的降解时间、较高的药物负载并具有长期的治疗效果。对于治疗慢性鼻窦炎病情较重患者，一般会通过功能性内窥镜鼻窦手术（FESS）进行治疗，国内开展很多年，手术标准及技术均很成熟，术后病人仍需继续接受药物治疗。慢性鼻窦炎发病率较高，病因复杂，常伴有过敏因素等，复发率极高，造成复发最主要的原因围绕着术后药物治疗。可降解鼻窦支架能够降低复发率，减少第二次手术的概率。中国慢性鼻窦炎发病率 8% 左右，全国每年接受手术治疗的患者约有 50 万例，平均每个病人术后可能需要植入 2 个支架，在全世界范围内常用的鼻窦支架目前只有两款，一款是浦易生物的产品，另一款是美国 intersect ENT 公司旗下的产品，浦易的全降解鼻窦药物支架系统的市场价格在 7000 元左右，市场规模较大。美国和欧洲每年的 FESS 手术量超过 100 万次，其中有超过 30% 的患者，在手术后可能因为疤痕生成和复发性炎症等造成鼻窦开口堵塞，因此需要再次手术，相比之下，需求渗透率有进一步的提升空间。康德莱器械目前可降解鼻窦支架处于临床试验阶段，预计 23、24 年上市。

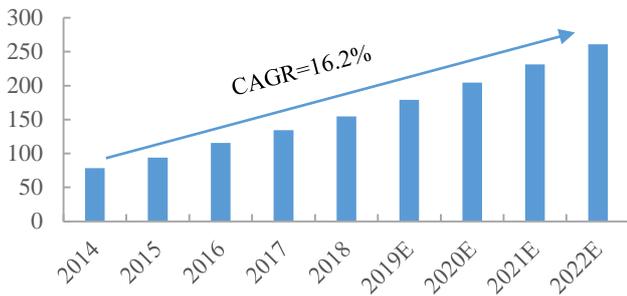
**可降解镁合金冠脉支架：**心脏介入手术中常用的医疗器械，被称为第五代镁合金支架和第五代可降解支架，冠脉支架经历了几代发展，从最早被使用的裸金属支架，到传统的药物洗脱支架（DES），到新一代药物洗脱支架，到生物可降解支架，再到最新的镁合金可降解心脏支架。不可降解金属支架意味着机体内异物的永久残留，不但影响血管的正常舒缩性，也加速了后期再狭窄和动脉粥样硬化的发生，生物可降解支架有效解决了上述问题，即扩张血管直至血管重塑完成后支架降解，被机体完全吸收生物，目前市面上主要为生物聚合物可吸收支架和生物金属可降解支架，聚合物支撑力不足，且其降解会引起较重的局部炎症反应，**金属可降解支架较聚合物可吸收支架具有更好的强度和延展性**，金属的选取上主要围绕着镁基、锌基和铁基，市面上对于锌基的研究较少，铁基需要解决体内降解产生铁锈的问题，镁基合金生物可降解支架具有良好的生物金属特性，同时镁是人体必需的微量元素，还是人体内多种酶反应的活化因子，既能调节血管舒缩功能，还能抑制支架内血栓的生成，**可降解镁合金具有良好的生物相容性及较强的支撑力，同时可有效减少血管内膜增生、再狭窄、晚期血栓等问题，被誉为"革命性的金属生物材料"**。18年香港就引入镁合金可降解心脏支架，**镁合金心脏支架的出现既能有效解决冠脉狭窄，又能避免外科手术带来的身体创伤**。做好镁合金生物支架也需要解决两大难题，**第一点是纯镁强度不够，第二是降解周期太快，在不经任何处理的时候一般28天就可以在体内被完全降解结束**，为了维持强度问题，大多产品会选择在镁里添加其他元素，比较流行的是添加**稀土**，稀土对人体影响较小，但并不是完全无害，一定程度上会对人脑产生负面影响，康德莱医械花了一年多的时间，**冶炼出在没有加稀土情况下的强度已经超过了市面上加稀土强度的镁合金**，目前公司正在攻克降解速度难题，第一个阶段的冶炼和表面处理已经得到较好的解决，对高分子抗腐蚀涂层验证需要更长的周期，结果一旦被验证公司就会启动动物实验，**镁合金验证结果预计会在21年下半年出来，公司也正在申请全球发明专利**。随着PCI手术需求的快速释放，冠脉支架市场高速增长，**预计22年我国的冠脉支架市场规模将达到261亿元**，14-22年期间年复合增长率达到16.2%，目前我国前四提供冠脉支架的公司提供的可降解支架主要有微创医疗的Firehawk（钴铬合金支架平台、PLA可降解药物涂层载体）、乐普医疗的NeoVas（左旋聚乳酸支架平台、外消旋聚乳酸PDLLA可降解涂层）、吉威医疗的Excel（316L不锈钢支架平台、聚乳酸可降解药物涂层）和Excrossal（；钴铬合金支架平台、聚乳酸可降解药物涂层）、赛诺医疗的BuMA（316L不锈钢支架平台；PLGA聚乳酸-乙醇酸可降解药物涂层）。

表 1：冠脉支架发展历史

名称	基本介绍及优缺点
裸金属支架 (BMS)	金属材料拥有与血管较好的相容性，可以在刚畅通的病变部位提供长期物理支持从而防止病变血管再次发生狭窄，但其单一的结构只能提供物理支持，无法干预病变血管的炎症过程，因此植入患者在 3-5 年后较易再次病变，需要再次血运重建。
传统药物洗脱支架 (DES)	解决 BMS 植入后无法避免血管再次病变的问题，增加了有机高分子涂层，在涂层上载有能调控局部炎症反应和细胞增殖的药物，但是传统 DES 在植入 5-10 年后，支架内较易被新形成的血栓堵塞。
新一代药物洗脱支架	基于传统 DES，在涂层药物采用调控效果更好、过敏反应更少的新药，搭载药物的涂层可降解，从而在两方面避免了植入后期血栓形成，但短期效果不如传统 DES，适合身体较好的患者。
生物可降解支架	完全由可降解材料构成，在治疗后短期内可为血管提供有力支持，而当血管已经良好重塑之后，便直接在体内降解为水和二氧化碳
镁合金可降解心脏支架 (BRS)	以镁合金制造，具有金属支架的承托力，在植入后可保血管呈圆形，保持血流畅通，可大幅度降低再狭窄率，比植入金属心脏支架低 20%-60%，再狭窄几率仅 4%

资料来源：唯安医疗、国元证券经纪(香港)整理

图 5：我国心脏支架行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：CIFF、华经产业研究院、国元证券经纪(香港)整理

表 2：我国冠脉支架市场竞争情况

排名	公司名称	2015	2016	2017	2018
1	微创医疗	23.75%	23.50%	23.31%	23.52%
2	乐普医疗	20.35%	20.33%	20.25%	21.02%
3	吉威医疗	16.60%	15.50%	15.50%	15.65%
4	赛诺医疗	8.99%	10.35%	10.35%	11.23%
前四合计		69.69%	69.68%	70.08%	71.42%

资料来源：米内网、前瞻产业研究院、国元证券经纪(香港)整理

**TAVR 产品：**适用于治疗主动脉瓣狭窄患者，TAVR 介入手术属于微创手术，伤口小，恢复快，风险低，尤其适合高龄 75 岁以上高龄老人。根据弗若斯特沙利文数据显示，中国每年需要进行瓣膜手术的患者超过 390 万人，预计 25 年达 440 万人，19 年中国仅约 2400 例 TAVR 手术，治疗的人数仅满足合资格患者群体的 0.3%，TAVR 手术在国内远未满足。市场上现已经获批的 TAVR 产品大多是自膨式，康德莱医械在研的是球扩式的 TAVR 产品，同时也是双适应症的产品，同是双适应症的仅有杰成医疗的唯一一款国产经心尖介入的膨胀瓣膜 TAVR 产品，公司的产品是经股的，目前也仅有公司一家在做，产品优势明显。目前经股的 TAVR 都只能做狭窄，做不了返流，作为市面上较多的自膨式 TAVR 也曾被华西医院的陈茂主任公开表示过不建议治疗返流，而根据中山医院对于 65 岁以下的患者统计，狭窄和返流所占市场的比例起码达到 3:2，随着 TAVR 手术高速放量，预计 25 年 TAVR 终端市场规模将达到 40-50 亿元，其中返流市场规模有望达到 20 亿，如果公司的产品获批，将有望抢占主动脉的 TAVR 返流这块市场份额。公司的 TAVR 产品已于 20 年基本

完全动物实验，预计 21 年 5 月结束整个动物实验的随访，21 年的 2 月份正式启动各个分中心的临床实验入组。

表 3：15-30 年中国眼科用药市场规模及预测（亿美元）

中国上市/在研 TAVR 产品	公司及上市时间	
自膨胀式	第一代	已上市：启明医疗（2017）、微创心通（2019）
		未上市：沛嘉医疗（2021E）、蓝帆医疗（2023E）
	第二代（可回收）	已上市：启明医疗（2020）
		未上市：微创心通（2021E）、沛嘉医疗（2023E）、乐普医疗（2024E）
球囊辅助扩张式	爱德华（2020）	

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 6：中国 TAVR 手术数目数据及预测（千宗）

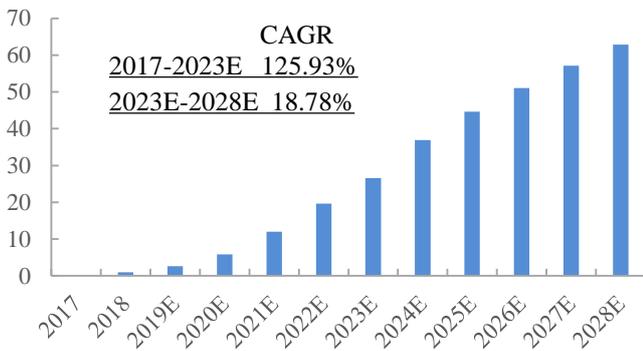
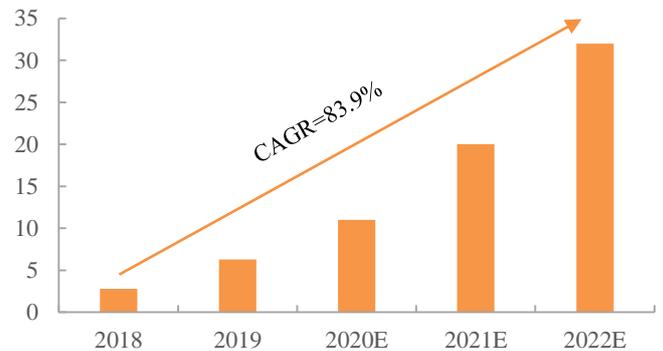


图 7：中国 TAVR 终端市场规模及预测（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：华经产业研究院，国元证券经纪（香港）整理

**公司产品受集采影响相对较小：**

关于集采，公司球囊导管产品 20 年在广东省以及四川牵头组织的 6+2 的 8 省市集采当中中标，球囊导管中标价格同比下降了 90% 以上，中标价格在 210 元，但不是公司主要的战略方向。公司在研的西罗莫司的药球产品属于集采品种，但是公司这款产品获批还有一段时间。

对于未来的集采预期，有较高可能会从在介入类产品中价格较高的导丝导管类开始，如指引导丝、指引导管和微导管，但这些产品与目前已经全国层面集采的支架和球囊相比国产化率仍较低，所以未来如果纳入集采，有一定可能不是从国家层面去进行集采，可能会以省级联盟的形式去进行，价格降低幅度方面，因为这些产品的国产市场发展还不够成熟，所以大概率不会像支架和球囊降级力度那么大，公司预期终端市场降 60-70%，以此并不会影响公司的出厂价。

**維持“買入”評級，目標價 40.23 港元：**

考慮集采和疫情不確定性的影響，我們調整了 21-23 年收入預測至 4.19、5.20、6.92 億元，對應的 EPS 分別為 0.86、1.09、1.47 元，對應 22 年預測的 31 倍 PE，調整目標價至 40.23 港元，較現價有 26.71% 的漲幅空間，維持“買入”評級。

**風險提示：**

國外疫情反復影響海外銷售；

集采不確定性帶來潛在風險；

研發不及預期

**損益表**

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	203.06	286.46	358.43	419.18	519.59	691.86
銷售成本	-84.66	-112.02	-124.01	-155.10	-187.05	-249.07
<b>毛利</b>	118.40	174.44	234.42	264.08	332.54	442.79
其他收入	0.00	4.03	0.00	0.00	0.00	0.00
分銷開支	-17.60	-23.96	-21.48	-35.63	-44.17	-58.81
行政費用	-20.50	-34.18	-35.97	-42.04	-52.12	-69.39
<b>經營盈利</b>	58.31	89.60	112.43	116.05	159.56	230.98
財務開支	2.34	8.13	24.01	24.01	24.01	24.01
應占聯營公司利潤						
其他開支	1.35	5.77	-15.43	5.77	5.77	5.77
<b>稅前盈利</b>	66.47	111.92	137.09	161.91	205.42	276.84
所得稅	-8.24	-15.38	-20.57	-24.30	-30.83	-41.55
少數股東應占利潤	-0.22	-3.08	-4.84	-4.84	-4.84	-4.84
其他全面收入	0	0	0	0	0	0
<b>淨利潤</b>	58.24	96.54	116.52	137.60	174.59	235.29
折舊及攤銷	10.94	18.64	21.96	26.36	31.63	37.95
<b>EBITDA</b>	69.25	108.24	134.39	142.40	191.19	268.94
<b>增長</b>						
總收入(%)	47.62%	41.07%	25.12%	16.95%	23.95%	33.15%
EBITDA(%)	31.64%	56.30%	24.16%	5.96%	34.26%	40.67%
淨利潤(%)	42.85%	65.78%	20.69%	18.10%	26.88%	34.77%

**資產負債表**

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
現金	298.16	1036.78	870.13	1340.28	1679.21	2070.92
其他短期投資	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
應收賬款	7.09	14.94	31.15	30.97	32.63	36.93
存貨	39.02	43.42	55.21	38.74	28.81	23.02
其他流動資產	3.37	7.12	20.18	22.20	24.42	26.86
<b>流動資產</b>	347.63	1123.66	1048.12	1505.06	1839.40	2233.55
固定資產	59.54	114.57	199.25	205.23	211.38	217.73
商譽及無形資產	58.60	15.27	108.52	112.86	117.38	122.07
土地使用權	10.00	35.25	0.00	22.62	11.31	16.97
其他非流動資產	6.27	9.83	17.74	17.92	18.10	18.28
<b>非流動資產</b>	134.41	174.92	374.57	358.63	358.17	375.04
<b>總資產</b>	482.04	1298.58	1422.68	1863.69	2197.57	2608.59
<b>流動負債</b>	42.73	59.20	88.31	87.80	88.07	88.89
應付帳款及票據	11.05	16.43	15.86	16.02	16.18	16.34
短期銀行貸款	0	0	0	0	0	0
其他短期負債	30.43	36.54	64.28	65.57	66.88	68.21
<b>非流動負債</b>	58.00	5.09	6.72	5.09	5.09	6.09
長期銀行貸款	0	0	0	0	0	0
其他負債	58.00	5.09	6.72	5.09	5.09	6.09
<b>總負債</b>	100.73	64.29	95.04	92.89	93.16	94.98
少數股東權益	9.29	17.91	22.00	17.91	17.91	18.91
<b>股東權益</b>	381.31	1234.29	1327.65	1770.80	2104.41	2513.61

**財務分析**

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>						
毛利率(%)	58.31%	60.90%	65.40%	63.00%	64.00%	64.00%
EBITDA 利率(%)	34.10%	37.78%	37.49%	33.97%	36.80%	38.87%
淨利率(%)	28.68%	33.70%	32.51%	32.83%	33.60%	34.01%
ROE	15.27%	7.82%	8.78%	7.77%	8.30%	9.36%
ROA	12.08%	7.43%	8.19%	7.38%	7.94%	9.02%
<b>營運表現</b>						
SG&A/收入(%)	10.10%	11.93%	10.03%	10.03%	10.03%	10.03%
實際稅率(%)	12.39%	13.74%	15.01%	15.01%	15.01%	15.01%
股息支付率(%含優先股)	114.43%	55.29%	54.98%	55.86%	52.84%	47.05%
庫存周轉天數	147.62	134.30	145.15	110.55	65.91	37.98
應付賬款天數	47.62	53.53	46.68	37.70	31.57	23.95
應收賬款天數	12.74	19.03	31.72	26.96	22.92	19.48
<b>財務狀況</b>						
資產負債率	20.90%	4.95%	6.68%	4.98%	4.24%	3.64%
收入/總資產	0.42	0.22	0.25	0.22	0.24	0.27
總資產/股本	1.26	1.05	1.07	1.05	1.04	1.04

**現金流量表**

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>淨利潤</b>	58.24	96.54	116.52	137.60	174.59	235.29
折舊與攤銷	10.94	18.64	21.96	26.36	31.63	37.95
營運資本變動	1.56	-4.53	-40.54	-5.99	-6.89	-7.93
其他非現金調整	-4.25	-18.57	-2.23	-0.27	-0.03	0.00
<b>營運現金流</b>	66.49	92.08	95.71	157.70	199.29	265.31
資本開支	-35.16	-109.82	-165.30	-429.00	-171.98	-175.42
其他投資活動	-4.43	-3.96	372.39	379.97	387.70	396.60
<b>投資活動現金流</b>	-39.58	-113.77	207.09	-49.03	215.73	221.18
負債變化	-0.96	-1.88	-2.10	-2.35	-2.64	-2.95
股本變化	180.00	803.15	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	66.64	53.38	64.06	76.87	92.24	110.69
其他融資活動	9.50	6.30	6.36	6.43	6.49	6.56
<b>融資活動現金流</b>	121.90	754.19	-59.80	-72.80	-88.39	-107.09
匯率變動影響	2.66	6.12	12.31	12.31	12.31	12.31
<b>現金變化</b>						
期初持有現金	146.70	298.16	1036.78	1292.10	1340.28	1679.21
期末持有現金	298.16	1036.78	1292.10	1340.28	1679.21	2070.92

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>