

买入

央企背景优势凸显，运营效率持续提升

华润医疗(1515.HK)

2022-05-17 星期二

投资要点

目标价：**5.55 港元**
 现价：4.15 港元
 预计升幅：33.73%

➤ **营业额高速增长，管理能力持续提升：**

21 年全年华润医疗实现医疗收入 82.72 亿元，较 20 年同比增长 24.5%，门诊人次实现 1078 万人，较 20 年同比增长 39.9%。自有医院收入占比提升至 81%，较 20 年的占比提升了 21 个百分点，除京煤医院外，其他自有医院 21 年收入较 20 年同比增长 23.5%，公司医院运营状态良好，共运营病床 12242 张，床位使用率达到 70%。21 年上市公司营业额实现 44.47 亿元，同比增长 61.7%，期间归母净利润实现 4.18 亿元，较 20 年同比增长 34.8%，每股收益 0.33 元，同比增长 32%。在诊疗业务量稳步提升的基础上，平均住院日较 20 年减少了一天，床均创收能力较 20 年同比增长超过 10%。重点专科建设方面成效显著，六大学科业务量同比增长超 15%，21 年 10 月华旗下北京市健宫医院获批转型升级为三级中西医结合医院，其专科特色进一步强化。

重要数据

日期	2022-05-16
收盘价 (港元)	4.15
总股本 (亿股)	12.97
总市值 (亿港元)	53.83
净资产 (亿元)	68.46
总资产 (亿元)	104.68
52 周高低 (港元)	3.50/11.66
每股净资产 (元)	5.28

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ **医改政策红利下央企背景优势明显，积极推进商业模式升级：**

作为三家承接国企医疗机构改革的央企之一，已具备成熟的市场化机制、规范的企业化管理、合理有效的人力资源配置以及一体化高效的组织能力。持续加大高质量学科的建设，以满足重大疾病临床需求为导向建设临床科。在医保控费环境下，华润拥有超 30 年的管理经验，可通过集团化管理全价值供应链的高效运营实现生态圈的可持续发展，旗下医院创收能力均在其管理下显著提升。通过打造区域性龙头医院进一步扩展到高质量、全周期健康服务的区域医联体，外部网络持续推进，以地级城市的三级医院、中心城市的三级和强二级国企医院为主要的并购目标，目前协同储备项目充沛。

主要股东

华润集团 (医疗) 有限公司 (35.76%) ;
 First State Investments (Hong Kong) Ltd. (5.98%) ;

➤ **与华润健康深度融合，燕化事件胜诉，政策利好 IOT 模式：**

21 年与母公司华润健康全面融合，目前内部整合的进度较好。燕化医院 IOT 协议争论于 21 年 11 月北京市高级人民法院终审判决华润医疗胜诉，侧面反映国家持续支持 IOT 模式运营，缓解市场就华润医疗 IOT 模式能否长期稳定运营的担忧。

相关报告

深度报告：国资委指定领先医改平台 - 20211004

➤ **给予“买入”评级,目标价 5.55 港元：**

公司在承接国企医院改革任务时央企优势凸显，已经具备了高效的管理能力，能够快速提升接管医院的盈利水平。我们调整了 22-24 年收入预测至 53.71、61.05、69.06 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 0.36、0.40、0.47 元人民币，对应 23 年预测的 12 倍 PE，调整目标价至 5.55 港元，较现价有 33.73% 的涨幅空间。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	2,750.65	4,447.48	5,370.77	6,105.14	6,905.89
同比增长 (%)	30.03%	61.69%	20.76%	13.67%	13.12%
净利润	310.13	417.92	451.21	510.98	600.56
同比增长 (%)	-20.66%	34.75%	7.97%	13.25%	17.53%
净利润率 (%)	11.27%	9.40%	8.40%	8.37%	8.70%
每股盈利 (元)	0.25	0.33	0.36	0.40	0.47
PE@4.15HKD	13.97	10.28	9.96	8.97	7.63

数据来源：公司公告、国元证券经纪(香港)预测

研究部

姓名：林兴秋

SFC: BLM040

电话：0755-21519164

Email:linxq@gyqz.com.hk

報告正文

營業額高速增长，管理能力持续提升：

21 年全年，华润医疗实现医疗收入 82.72 亿元，较 20 年同比增长 24.5%，主要由于诊疗人次的增长，其中 21 年门诊业务收入实现 39.4 亿元，同比增长 23.1%，门诊人次实现 1078 万人，较 20 年同比增长 39.9%，次均费用因为医保控费同比下降了 12% 至 365 元，住院业务收入实现 41.5 亿元，同比增长 25.7%，住院人次实现 28.2 万人，同比增长 28.3%，次均费用达到 14724 元，同比 20 年减少了 2%，基本保持稳定。按收入结构来看，自有医院收入占比提升至 81%，较 20 年的占比提升了 21 个百分点，除因京煤医院列入自有医院外，其他自有医院 21 年收入额较 20 年同比增长 23.5%，公司医院运营状态良好；IOT/OT 医院占比下降至 19%，但其存量 IOT/OT 医院收入额较 20 年仍实现同比 40.6% 的增长。从医院贡献利润角度来看，21 年医院合计贡献 6.98 亿元利润，同比 20 年增长 27.1%，利润贡献率较 20 年微涨 1 个百分点，其中自有医院贡献利润占比达到 77%，利润贡献较 20 年同比增长 89.5%，存量医院利润贡献的增长已经完全弥补了燕化事件和京煤重组事件对公司的影响。除去京煤医院，其他 IOT/OT 医院利润贡献额较 20 年同比增长 28.3%，21 年末公司为了夯实资产质量，对部分医院资产进行了减值，弱化了下半年医院的利润贡献。

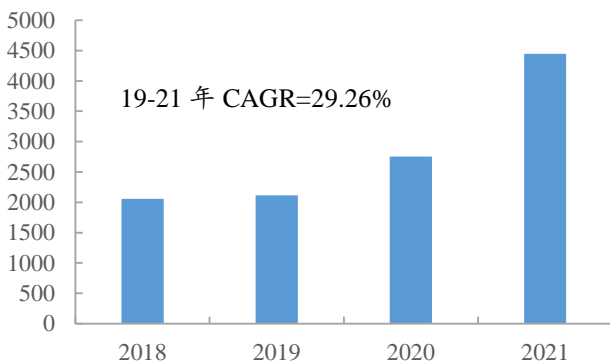
21 年上市公司营业额实现 44.47 亿元，同比增长 61.7%，营业额的高速增长一方面得益于原并表范围内医院医疗业务收入增长，另一方面得益于并表范围进一步扩大，新增的并表医院有淮北市精神（心理）卫生中心、徐矿医院、广东三九脑科医院及淮阴医院。21 年期间实现归母净利润 4.18 亿元，较 20 年同比增长 34.8%；每股收益 0.33 元，同比增长 32%。21 年手术量达到 62995 例，较 20 年同比增长 38.6%，其中三四级手术量实现 45429 例，同比增长 41.6%；操作量实现 125097 例，同比增长 53.9%。截至 21 年底，公司共有 120 家医疗机构，其中三级医院达到 6 家，二级医院达到 15 家，一级医院达到 20 家，其他医疗机构共 79 家。

医院运营管理能力持续提升得益于华润长期“五升一调一降”政策，在重点专科建设方面成效显著，六大学科业务量同比增长超 15%，徐矿新增了两个市级重点学科和 1 个市级重点专科建设单位；武钢总院新增了 2 个市级重点学科。提效率方面，在诊疗业务量稳步提升的基础上，平均住院日进一步压缩，较 20 年减少了一天，床均创收能力得到了较好的改善，较 20 年同比增长超过了 10%，京煤住院患者核磁预约时间降至 1.6 天，三九脑科首台手术患者 10 点切皮达成率升至 92.1%。保质量方面，新形成 10 项标准化管理实践、梳理编制超 500 项检查要

点。在提升患者服务方面，组织患者服务体系建设整体方案在 29 家成员医院实施，推广润心智慧服务信息系统，截至 21 年 12 月底，已在旗下 11 家医院上线应用，固定患者用户量已超过 71 万人，累计预约诊疗超 163 万人次。三级医院平均门诊满意度 85%，住院满意度达到了 95%。员工方面，稳步提升其收入，**2021 年人均薪酬水平同比增长约 6%**。收入结构方面，增加医疗服务项目和技术种类，**提高医务性收入比例**，如京煤医院 21 年医疗服务收入占比较 20 年提升了 2.1 个百分点，武钢总院提升了 3.9 个百分点，淮矿同比增加了 1.8 个百分点，重汽同比增长了 7.2 个百分点，医疗服务收入占比在 21 年有了明显的提升。为响应相关政策要求，在成本控制方面，**21 年年内医院的药品成本同比下降显著**，健宫医院同比下降 2.1 个百分点，京煤医院同比下降了 1.4 个百分点，三九脑科医院同比下降 1.2 个百分点，成员医院逐步建立全成本管理体系，成本控制初现成效，**21 年运营费用占收入比例下降 0.4%**。

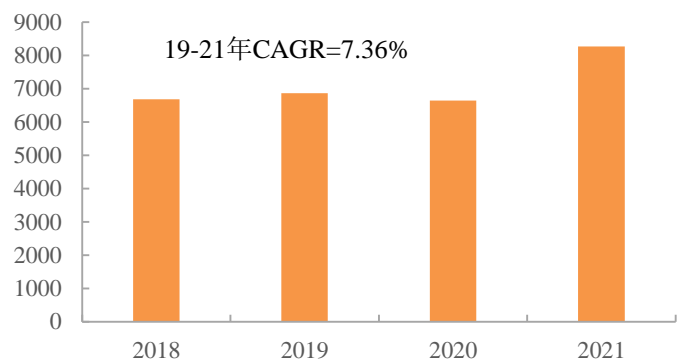
21 年 10 月华润医疗旗下北京市**健宫医院**获批转型升级为三级中西医结合医院，其位于北京，共开放 406 张床位，21 年实现医疗业务收入 7.77 亿元，同比增长 26.11%，占华润医疗总医疗业务收入的 9.4%，利润贡献达到 1.41 亿元，在华润的高效治理下，利润贡献率达到 18.1%。它从原先一家综合医院转型升级为中西医结合医院，未来将以“中西并重，以西医做强，中医做特，融合创新”为发展方向，使**健宫医院将在原先的西医比较强的水平的基础上，再增加中医的特色**，更好的吸引患者，更好的为百姓提供医疗服务，打开发展空间，为持续的增长奠定了更好的基础，同时升级代表着**健宫医院整体水平的提升及专科特色的进一步强化**。

图 1：近几年财报营收情况（百万元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 2：公司近几年医疗服务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 3：近几年财报归母净利润情况（百万元）

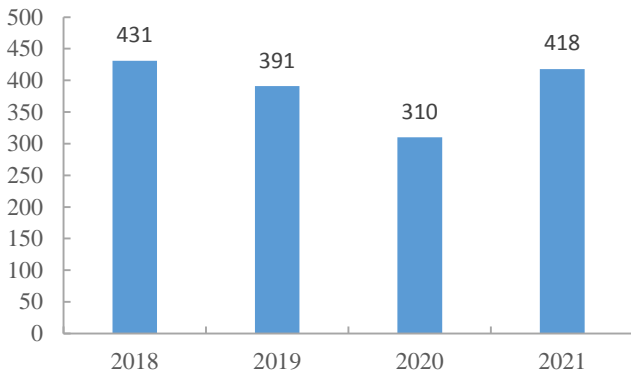
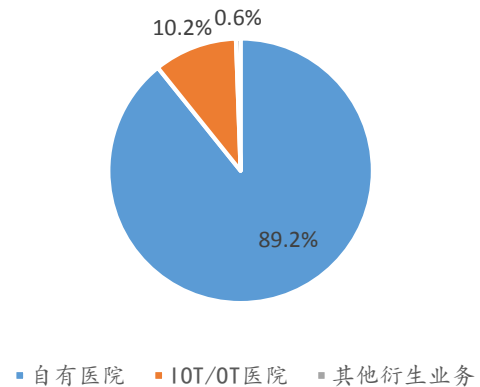


图 4：21 年财报收入构成



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

医改政策红利下央企背景优势明显，积极推进商业模式升级：

17 年国务院就推出了关于国企医疗机构剥离，只有三家央企，中国通用集团、华润集团、国药集团来承接所有的国企医疗机构。国企医疗机构改革给华润提供了窗口期，国务院在去年对于医疗体制改革工作报告中显示，在高质量发展过程中还是鼓励社会资本办医，**特别强调鼓励国企办医**。在国务院颁布了公立医院高质量发展的十四五的规划等政策支持**国企医院与政府办医疗机构享同等待遇**下，华润医疗抓住政策机遇，将顺应重点学科发展的思路，**加大高质量学科的建设，以满足重大疾病临床需求为导向建设临床专科**，聚焦培育如神经、骨科、肿瘤等优势学科技术能力，通过建设华润优势学科进一步培育区域知名学科品牌，完善人才梯队建设和储备，培育学科领军人才。通过并购获取外部有学术能力的潜在标的，**适机打造具有华润核心优势专科标杆区域型医院**，进一步打磨专科医院运营模式，**形成可复制、有效的运营管理标准，逐步扩张至全国，形成具有一定规模和影响力的连锁专科医院集团**。

十三五期间，居民的可支配收入增长近 50%，医疗支付能力能力显著提升。**十四五公共服务规划中明确提到为满足公民多样化、个性化、高品质服务需求**，一些完全由市场供给、居民付费享有的综合服务，可以作为公共服务体系有益补充。**未来医疗服务发展多元化趋势成型**，人们对医疗服务新技术、高品质要求更为迫切，促使华润需要以核心医疗技术提升为主线，通过建设区域领先的优势学科，提供更优质的患者服务，**通过增值服务打造全周期、差异化健康服务，形成华润医疗的医疗服务品牌**，吸引更多的患者就医，**通过集团化管理和全价值供应链的高效运营，实现生态圈的可持续发展**。

在医保控费的大背景下，**DRG/DIP 付费模式被陆续实施**，迫使医院必须提供更为专业、有效、且更经济的服务，即使集采减少了部分医疗耗材、药品的费用，但是

也对医院的运营管理和内部考核提出了很高的要求。华润作为三家以健康为主业的央企，承接任务是显然的，华润集团在产业孵化和资本运营上有丰富的经验和良好的市场口碑，依托华润集团雄厚的综合实力，公司积极参与中国医疗体制改革，在医院及健康产业的投资、运营管理方面做出了探索与实践，拥有超30年管理经验，北京建宫医院在收购的20年间收入实现了近20倍的增长，年利润贡献超过1.4亿元；北京京煤集团总医院11年开始以IOT形式合作，10年间收入增长近4倍，19年利润贡献超2亿，三四级手术量、介入操作量、内镜操作量年均两位数复合增长，实现了医院高质量发展；广东三九脑科医院改革后紧紧抓住学科建设，现拥有国内先进、华南地区领先水平的癫痫诊疗中心、神经外科、心理行为科、神经康复科等一批极具专业特色的优势学科群。

“十四五战略”大力发展大健康业务，随着老龄化的加速，刚需和消费升级的双驱动，医疗服务延伸至康养，行业发展趋势明显，华润健康以医疗和康养为主体是十四五业务发展的重点，也是华润大健康整体产业协同的重点。医院是大健康产业的学术高地和主要销售终端，对华润集团其他大健康业务可以起到引领和促进作用，能够形成多业务板块之间的有效协同效应。

国家在20年推动了互联网医疗、自动化医疗在新的行业中鼓励和支持的方向，**互联网医疗或将改变医疗服务的流量入口和效率技术**，华润医疗互联网医院的构建主要还是以提升内部服务为目标，突破地域限制，增强信息流通能力，提升管理效率，优化患者服务体验，目前已经11家旗下医院实现了互联网型的患者服务体系，线上的服务达到了162万人次。

华润医疗作为国企医院改革承接者，**顺承华润红色央企背景，文化理念高度契合，已具备成熟的市场化机制、规范的企业化管理、合理有效的人力资源配置、以及一体化高效的组织能力**。其专注于医院改革逾三十年，经验丰富，有稳固深厚的业务基本盘，学科建设、患者服务及运营管理能力不断完善，医院综合竞争力持续提高，致力于建设区域领先的医院群，围绕学科建设、规模扩张，打造业务规模、省/市级学科数量、品牌价值、运营效率区域领先龙头综合医院，如武钢总医院、淮矿总医院。通过打造区域性龙头医院来进一步扩展到区域医联体，**致力于打造学科各具特色、区域协同能力强，能够为当地居民提供高质量、全周期健康服务的区域医联体**，如北京门头沟和安徽淮北。不断完善管控体系，总部平台将组织规模、贡献度及重要度分级、分类管理，作为旗下医疗机构的“战略指挥部”，负责规划旗下各类医疗服务业务的区域及专科布局，同时为业务模式的选择提供方向和建议，整合集团资源，创造协同价值。下属医院按照“以大带小、同业集中”精简整合，整合规模小、能力弱的单位，就近交给区域龙头医院进行管理，对接总部平台职能条线，负责区域内的策略调整与协调，促进区域内医生人才、药耗供应链、后勤服务

等区域层面协调要求较高的职能发挥。同时不断扩大在区域内的竞争优势，扩展存量医院空间布局。

华润持续推进医院网络外延扩张，**以地级城市的三级医院、中心城市的三级和强二级国企医院为主要的并购目标**。对于已经有布局的区域，华润医疗致力于继续深挖省内及周边地方的国企及国企医院项目，还没有布局的区域，将借助华润集团在央企及各省市政府关系，拓展新的区域医疗集团投资并购机会。目前协同储备项目有辽宁省健康产业集团项目，其有 9665 张床位数，年收入在 31.7 亿元，4 个三甲医院和 31 个医疗机构；江西能源医疗机构改革项目有 2450 张床位数，年收入在 7.1 亿元，1 个三甲医院和 5 个医疗机构。

与华润健康深度融合，燕化事件胜诉，政策利好 IOT 模式：

21 年期间与母公司华润健康全面融合，深化统一一个方向，形成一个组织，打造一支团队，塑造一种文化理念的方针，在管控架构上革新，人才建设上不断完善，目前内部整合的进度较好，区域龙头医院带动区域发展，把管理平台合并为一，资产情况也逐步的往资本化方向走。

燕化医院 IOT 协议争论也在 21 年期间有了进展，19 年 1 月燕化医院要求单方面终止 IOT 协议，19 年 12 月一审胜诉，**21 年 11 月北京市高级人民法院终审判决华润医疗胜诉**。IOT 运用的是“投资-营运-移交”的医院托管模式，华润医疗的门头沟区医院率先在公立医院试行 IOT 模式进行改革，取得了较好的效果。第一，绕开了公立医院改革“产权问题”最大的障碍，有效避免医院产权纠纷，在不改变医院产权的前提下取得经营管理权，将落脚点放在的医院经营管理体制和医疗物资链管理上，长期可视为将国有资本从部分医疗服务性领域中撤出的过渡性措施；第二，投入更少资金获得管理和运营医院的权利，由于被托管医院基本都是医保定点医院，同时有原本的医疗资源为基础，相对于新建医院培育期短且风险小，托管方的前期资本投入少，在有效控制扩展风险和投资风险的基础上可实现最大限度地扩张医院网络；第三，引入社会资本可以帮助处理医院不良债权问题，更新医院设备等硬件设施，缓解当地政府的财政压力；第四，解决了收益分配问题；第五，在医院运营专业化管理上能力较好，凡是纳入到华润管理体系的 IOT 医院在运营效率、经营业绩大多得到了较好的改善，这个模式也使华润医疗在国际资本市场拥有较好的竞争力。燕化医院当年的事件给华润医疗带来了一定的负面影响，没有产权的绑定，增加了 IOT 模式是否可以长期稳定运营的不确定性因素，大环境下两票制的实行压缩供应链的收益水平、非营利性医院不得变相分红等等存在限制了 IOT 医院运营效率改善的可能，资本市场对于国家政策是否

能继续利好 IOT 模式产生了质疑。终审判决的胜诉从侧面反映了国家对于 IOT 模式还是继续支持看好。

维持“买入”评级，目标价 5.55 港元：

公司在承接国企医院改革任务时央企优势凸显，已经具备了高效的管理能力，能够快速提升接管医院的盈利水平。我们调整了 22-24 年收入预测至 53.71、61.05、69.06 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 0.36、0.40、0.47 元人民币，对应 23 年预测的 12 倍 PE，调整目标价至 5.55 港元，较现价有 33.73% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

营利性医院政策收紧；

医保控费影响；

疫情影响

财务报表摘要
损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	2750.7	4447.5	5370.8	6105.1	6905.9
销售成本	2114.1	3513.9	4178.5	4731.5	5338.3
毛利	636.5	933.6	1192.3	1373.7	1567.6
其他收入	18.0	37.5	27.8	32.6	30.2
分销开支	(14.6)	(16.8)	(21.5)	(25.6)	(29.0)
行政费用	(323.4)	(471.4)	(590.8)	(671.6)	(759.6)
经营盈利	308.9	383.3	538.1	637.3	735.3
财务开支	60.4	61.2	59.9	58.5	(20.5)
应占联营公司利润					
研发及其他	(7.7)	(99.6)	(69.7)	(71.8)	(73.9)
税前盈利	418.2	270.5	527.8	677.5	794.4
所得税	(97.9)	155.4	(68.6)	(158.5)	(185.9)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	310.1	417.9	451.2	511.0	600.6
折旧及摊销	113.4	182.9	186.5	190.3	194.1
EBITDA	422.2	566.2	724.6	827.6	929.3
增长					
总收入 (%)	30.0%	61.7%	20.8%	13.7%	13.1%
EBITDA (%)	-27.2%	34.1%	28.0%	14.2%	12.3%
净利润 (%)	-20.7%	34.8%	8.0%	13.2%	17.5%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	2701.4	2324.1	2559.8	2772.0	3072.3
其他短期投资	270.2	311.0	348.4	390.2	437.0
应收账款	996.0	1072.3	1100.6	1063.5	1022.5
存货	142.0	185.1	134.1	91.5	62.1
其他流动资产	37.3	32.2	35.4	38.9	42.8
流动资产	4146.9	3924.6	4178.3	4356.0	4636.7
固定资产	805.1	1754.6	1807.2	1861.5	1917.3
贷款	4011.2	4788.4	4982.3	5184.7	5395.9
非流动资产	4816.3	6543.0	6789.5	7046.1	7313.2
总资产	8963.2	10467.6	10967.8	11402.1	11949.9
流动负债	2207.2	3443.7	3553.2	3669.8	3796.7
应付帐款	564.1	947.7	957.2	966.8	976.4
短期银行贷款	684.3	1665.9	1765.9	1871.8	1984.1
其他短期负债	958.8	830.1	830.2	831.2	836.2
非流动负债	415.6	177.4	84.0	85.0	86.0
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	415.6	177.4	84.0	85.0	86.0
总负债	2622.7	3621.2	3637.2	3754.8	3882.7
少数股东权益	235.0	395.7	263.7	264.7	265.7
股东权益	6340.5	6846.4	7330.6	7647.4	8067.2

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	23.1%	21.0%	22.2%	22.5%	22.7%
EBITDA 利率 (%)	15.4%	12.7%	13.5%	13.6%	13.5%
净利率 (%)	11.3%	9.4%	8.4%	8.4%	8.7%
ROE	4.9%	6.1%	6.2%	6.7%	7.4%
ROA	3.5%	4.0%	4.1%	4.5%	5.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	11.8%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
实际税率 (%)	23.4%	-57.5%	13.0%	23.4%	23.4%
股息支付率 (%含优先股)	37.1%	21.8%	24.2%	25.7%	26.2%
库存周转天数	(17.6)	(17.0)	(13.9)	(8.7)	(5.2)
应付账款天数	(97.4)	(98.4)	(83.6)	(74.6)	(66.8)
应收账款天数	132.2	88.0	74.8	63.6	54.0
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
总资产/股本	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	310.1	417.9	451.2	511.0	600.6
折旧与摊销	113.4	182.9	186.5	190.3	194.1
营运资本变动	299.4	149.2	150.7	152.2	153.7
其他非现金调整	(79.2)	(39.5)	(4.7)	(0.6)	(0.1)
营运现金流	643.7	710.4	783.7	852.8	948.2
资本开支	(217.5)	(198.4)	(202.4)	(206.5)	(210.6)
其他投资活动	277.9	(1737.6)	(723.1)	(289.2)	289.9
投资活动现金流	60.4	(1936.0)	(925.5)	(495.7)	79.3
负债变化	131.1	966.7	516.8	16.5	(539.4)
股本变化	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(115.1)	(91.1)	(109.3)	(131.1)	(157.4)
其他融资活动	(23.8)	(29.7)	(30.0)	(30.3)	(30.6)
融资活动现金流	(7.4)	846.0	377.6	(144.9)	(727.3)
汇率变动影响	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
现金变化	696.7	(379.7)	235.7	212.2	300.3
期初持有现金	2004.7	2701.4	2321.7	2557.5	2769.7
期末持有现金	2701.4	2321.7	2557.5	2769.7	3070.0

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>