

公司纪要

华瀚生物制药 0587 HK

整体战略布局已初步到位，静待花开绽放

- 公司将会依靠其独家药品保持传统妇科中药业务的持续稳定增长
- 我们预计其专利产品“人神经生长因子注射液”将于2015年下半年正式投产，届时可在2016财年贡献约4.6亿港币的收入
- 公司成功与六盘水市人民医院、六盘水市凉都人民医院和铜仁市人民医院展开合作；同时又与水城矿务局总医院、首钢水钢总医院等多家医院签订框架协议，正式进军下游医院产业链
- 管理层同时布局上游医院资源和下游人体胎盘/脐带血相关产品，借此二者发挥协同效应，进一步刺激公司在2016财年的整体利润

李博

(852) 2533 3700

Davidli@sbichinacapital.com

公司资料 (587 HK)

建议	未有评级
现价(港元)	1.96
目标价(港元)	-
过去12个月波动区间(港元)	1.167-2.508
市值(百万港元)	9,632.8
每日成交额(百万港元)	50.5
公众持股量(%)	59.6
数据来源: 彭博	

公司将会依靠其独家药品保持传统妇科中药业务的持续稳定增长：华瀚生物制药创立于1992年，是一家专注于研发、生产、制造和销售针对女性妇科疾病中药的领先企业。目前，公司拥有芪胶升白胶囊、妇科再造丸、止咳化痰丸、易孚和易贝五款全国独家药品，并且这些产品都在保持快速增长。我们认为公司当前传统妇科中药业务会对其未来业绩形成可持续的强有力支撑。

专利产品“人神经生长因子注射液”将于2015年下半年正式投产：目前，公司正在等待食品药品监督管理局对该产品的最终GMP生产审批和其他行政流程审批。公司预期该产品会在2015年下半年投产，2016财年目标销售量为37万支，平均售价为1000元人民币。因此该产品在2016财年会贡献大约4.6亿港元。

公司与六盘水市人民医院、凉都人民医院和铜仁市人民医院展开正式合作：华瀚在2014年9月和2015年1月分别宣布，同六盘水市人民医院，六盘水市凉都人民医院和铜仁市人民医院展开正式合作；同时华瀚又与水城矿务局总医院、首钢水钢总医院和六盘水市第二人民医院等签订框架协议，计划共同发展医院。在上游医院胎盘供应和下游人体胎盘/脐带血相关产品共通发展下，二者可以发挥协同效应。

图1. 基本财务信息

	FY06/12	FY06/13	FY06/14
收入* (百万港币)	1,312.1	1,754.4	1,860.2
收入增速 (YoY)	13.4%	33.7%	6.0%
税前利润 (百万港币)	774.2	321.1	499.1
税前利润增速 (YoY)	41.1%	-58.5%	55.4%
净利润 (百万港币)	657.2	223.0	341.3
净利润增速 (YoY)	48.8%	-66.1%	53.0%
每股盈利 (港仙)	27.30	7.43	8.65
每股分红 (港仙)	8.40	6.30	3.60
市盈率 (x)	14.7	43.2	28.2
股息收益率	4.3%	3.2%	1.8%

*未排除高开转低开影响

来源：软库中华、公司资料

传统妇科中药板块：以现有全国独家中药药品为主力，利润持续有保障

华瀚生物医药是以研发、生产、制造和销售针对女性妇科疾病中药起家的领先企业。公司创立于1992年，依靠其主打产品日舒安洗液（妇科消炎类用药），金喜素、强喜素、羚喜素（妇科肿瘤类药物）成为妇女洗液市场的领导者。公司在2004年10月收购百年老字号德昌祥，该企业拥有芪胶升白胶囊、妇科再造丸、止嗽化痰丸等多种全国独家医保产品。在最近几年，德昌祥系列产品逐渐替代华瀚原有主力产品（包括日舒安洗液、金喜素、强喜素、羚喜素），贡献了绝大部分妇科中药类收入（见图2）。

图2. 公司妇科中药板块收入分布(百万港币)-截止2014财年（按高开计算）

	2014财年	(收入占比)	2013财年	(收入占比)	2012财年	(收入占比)	2011财年	(收入占比)
妇科再造丸	476.8	28.4%	406.1	29.4%	330.4	30.1%	222.8	26.6%
芪胶升白胶囊	665.6	39.6%	431.0	31.2%	248.4	22.6%	115.8	13.8%
止嗽化痰丸	114.0	6.8%	80.2	5.8%	58.8	5.4%	28.4	3.4%
日舒安洗液	136.9	8.1%	134.5	9.7%	112.6	10.2%	113.6	13.6%
其他自有产品	288.3	17.1%	330.4	23.9%	349.0	31.7%	356.2	42.6%
总计	1681.6	100.0%	1382.2	100.0%	1099.2	100.0%	836.8	100.0%

来源：软库中华、公司资料

- **妇科再造丸**：该产品由42味中药组成，主要功效为养血调经、补益肝肾、暖宫止痛、调节女性内分泌，为德昌祥旗舰产品之一，亦是华瀚当前全国独家产品之一。妇科再造丸已于市面销售近80年，声誉显著，尤其在中国西南部最为畅销（西南地区收入占比约为70%）。目前该产品还未进入全国医保目录，但已进入广东省基本用药目录。此产品有两种剂型（处方药剂型为胶囊，OTC剂型为丸剂），两种剂型销售比例相当。在2014财年，妇科再造丸的销售额增长率约为17.4%。我们认为在维持当前销售布局不变、下游需求稳定的需求下，该产品依旧能保持约10%-15%的增速。目前该产品不属于全国医保用药，但已进入七个省市地区的医保范围，如果该产品在未来进一步以独家身份进入全国医保目录的话，其销售额有待得到进一步提升。
- **芪胶升白胶囊**：该产品由阿胶、血人参、淫羊藿、苦参、黄芪等中药制成，有祛邪排毒、活血化瘀、气血双补之功效，主要用于提升白细胞，为癌症化疗后的辅助用药。该产品为全国独家产品，医保乙类目录。2014财年中，该产品在超过27个省份中中标，覆盖大约3500家医院，其中主要以二级医院为主。目前在全国范围内，二级医院和三级医院的数量大约分别为6500家和1600家左右，在不计一级医院的情况下（出于保守目的考虑），公司仅覆盖了大约43%的二、三级医院，因此其外延扩张潜力巨大。在2014财年，该产品销售额的增长率大约为50%，我们预期其在未来两年仍能维持较快增长。
- **止嗽化痰丸**：该产品主治清肺化痰，止嗽定喘，用于久咳，喘息不眠。其在2009年以全国独家产品身份进入全国医保目录，同时在广东省亦为基本用药，目前覆盖大约3200家医院和大约27家省份。在2014财年，止嗽化痰丸的销售额增长接近40%，占2014财年传统中医药板块收入的6.8%。
- **日舒安洗液**：该产品是华瀚于1993年推出的首项中药产品，供女性使用的中药药用洗液，该洗液可预防生殖器官细菌感染和舒缓痛处，也可用作消炎，缓解皮肤因轻微外伤引起的肿痛等不适。目前该产品为非全国医保药品。

图3. 主要妇科中药产品细分

	功效	全国医保用药	全国基药	独家性	其它
妇科再造丸(德昌祥产品)	活血调经、补益肝肾、暖宫止痛、调节内分泌	否	否(但为广东省基本用药)	全国独家	双跨品种(处方药和OTC药各占50%); 在妇科调经类产品当中销售量全国前三
芪胶升白胶囊(德昌祥产品)	癌症化疗术后辅助用药, 用来提升白细胞	是	乙类	全国独家	覆盖3500家医院左右
止咳化痰丸(德昌祥产品)	止咳化痰	是	乙类	全国独家	覆盖3300家医院左右
日舒安洗液(公司起家产品)	预防生殖器官细菌感染及舒缓疼痛	否,但在某些地区是省级医保	否	全国独家	-

来源: 软库中华、公司资料

生物药品技术板块: 预期该板块将在 2016 财年迎来业绩全面绽放

公司在 2008 年收购桂林华诺威基因药物后获得一类生物制药易孚和易孚, 自此展开生物药品技术类业务(目前华瀚拥有华诺威 65% 的股份); 随后, 公司又在 2012 年下半年正式投产人胎盘类保健品金紫肽。截止 2014 财年易孚、易贝和金紫肽共同贡献了其生物药品技术板块的全部收入。最近两年, 公司在生物药品技术板块的收入不断上升, 从 2013 财年的 496.9 百万港币上升到 2014 财年的 688.5 百万港币, 上升大约 38.6%。

图4. 公司生物药品技术板块收入分布(百万港币)-截止2014财年(按高开计算)

	2014财年	(收入占比)	2013财年	(收入占比)	2012财年	(收入占比)	2011财年	(收入占比)
易孚及易贝	590.0	85.7%	438.6	88.3%	365.1	100.0%	310.8	100.0%
金紫肽	98.5	14.3%	58.3	11.7%	-	-	-	-
总计	688.5	100.0%	496.9	100.0%	365.1	100.0%	310.8	100.0%

来源: 软库中华、公司资料

- **易孚及易贝:** 易孚主要用于烧伤烫伤, 易贝主要用于眼部手术, 如青光眼、白内障手术后的皮肤修复, 促进眼角膜上皮细胞的再生, 可以缩短受损角膜的愈合时间。两款药物是公司全国独家产品, 皆为全国乙类医保用药, 同时进入广东省基本用药目录。在 2014 财年, 广东省单省的收入贡献就约有 5000 万人民币。这两款产品在 2014 财年的收入贡献约有 590 百万港币, 同比上升 34.5%。
- **金紫肽:** 该产品是国内首个人体胎盘类保健品, 具有抗衰老, 改善容颜等作用。该产品的出厂价为 1500 元人民币(带包装)和 1200 元(不带包装)两种, 市场零售价通常在出厂价的十倍以上。金紫肽在 2012 年下半年推出, 在 2013 财年贡献收入约 58.3 百万港币, 2014 财年贡献收入约 98.5 百万港币, 同比上升近 70%。值得注意的是当前金紫肽产品都是通过美容院线来卖, 即公司将产品出售给第三方代理商, 代理商再通过美容连锁店的渠道进行销售。公司仍处于申请直销牌照的阶段, 待成功申请到直销牌照之后, 华瀚便可以通过自己的销售渠道对该产品进行销售, 销量将会有大幅提升。
- **人神经生长因子注射液:** 神经生长因子为具有刺激细胞生长活性的细胞因子, 它可以从多种动物体中提取而出, 从人体胎盘中提取而出的称为人神经生长因子。其作用范围广泛, 适用于糖尿病导致的外周神经损伤及帕金森病、老年痴呆症、脑中风、新生儿脑瘫等神经损伤疾病。华瀚于 2006 年购买了该产品的相关专利和新药证书, 并在 2007 年设立贵州泛特尔生物技术有限公司(华瀚当前持有该公司 75% 的股权)。这款产品主要面向的对象为糖尿病患者, 其对药品的刚性需求较大、对产品价格的敏感性不高。华瀚在 2014 年 7 月获得了中国药品生物制品鉴定所的产品检验合格报告。目前, 公司在等待食品药品监督管理局进行 GMP 生产审批和其他行政流程的审批。公司预期该产品会在 2015 年下半年(即 2016 财年)投产, 当年的目标产量为 37 万支, 平均售价为 1000 元人民币, 因此该产品在 2016 财年会贡献大约 4.6 亿元港币。预期 2017 年的目标产量为 70 万支, 从而贡献大约 8.7 亿港币的收入。

图5. 公司生物药品技术板块产品细分

	功效	全国医保用药	全国基药	独家性	其它
易孚及易贝	易孚主要用于烧伤烫伤； 易贝主要用于眼部手术，如青光眼、白内障手术 是后的皮肤修复，促进眼角膜上皮细胞的再生	-	否（但为广东省基本用药）	全国独家	华诺威基因生产， 海南惠氏药业总代理
金紫肽	抗衰老，具有美容养颜功效	-	-	全国独家	全国首款人胎盘保健品

来源：软库中华、公司资料

与三家医院展开正式合作

公司在 2014 年下半年和 2015 年 1 月宣布同六盘水市人民医院（三甲医院）、六盘水市凉都人民医院（三甲医院）和铜仁市人民医院（三甲医院）签订正式合作协议，具体相应的形式如下（见图 6）。待合作展开后，华瀚生物医药将会收取医院年收入的 3.5% 作为管理费，同时会负责供应链的管理，同医院共同分享利润。类似的，华瀚同水城矿务局总医院、首钢水钢总医院和六盘水市第二人民医院等签订了框架协议，计划共同发展医院。

图6. 医院合作方案

	模式	收入来源	备注
六盘水市人民医院 (已签订正式协议)	TIOT协议（受托-投资-经营-移交） 汉方负责该医院的药品，设备，耗材， 试剂类供应链，并分享对应的68%的利润	1、管理费（按医院收入的3.5%计算） 2、供应链利润分成（汉方分68%） 3、医疗增值服务的收入（分配比例待确定， 预期为68%）	1、受托经营期限为20年 2、六盘水市人民医院为三甲医院，拥有1132 个床位 3、六盘水市人民医院在最近财政年度的收入 为4.5亿人民币
铜仁市人民医院 (已签订正式协议)	1、负责铜仁市医的医院信息化工作 2、双方合作共建相关科室，按比例分享利润（具体比例有待确认） 3、共同组织开采胎盘及脐带组织干细胞的储存 4、铜仁市医的供应链业务由汉方负责	1、管理费（按医院收入的3.5%计算） 2、供应链利润分成（比例待确定） 3、科室管理利润分成	1、受托经营期限为20年 2、铜仁市医为三甲医院，拥有1136个床位 3、铜仁市医在最近财政年度的收入为4.6亿人 民币
六盘水市凉都人民医院 (已签订正式协议)	1、汉方同六盘水市人民政府共建凉都人民医院 2、汉方同六盘水市人民医院分别出资68%和32%	-	1、建成后凉都人民医院为独立企业法人 2、该医院为三甲医院，注册资本2亿人民币， 大概需要30个月建设期
水城矿务局总医院 首钢水钢总医院 六盘水市第二人民医院 六盘水市妇幼保健医院	签订战略合作协议	-	-

来源：软库中华、公司资料

当前，国家相关部门禁止对胎盘进行买卖，因此这在源头上便限制了以胎盘为原材料的各种药品的加工和生产。在华瀚模式下，公司通过控制上游医院，游说产妇将其生产后的胎盘捐赠给医院，从而获得大量上游资源。因此从上游控制方面而言，华瀚便领先于潜在竞争对手。其上下游产业链结合、独家生产能力（人神经生长因子注射液）与胎盘资源大规模供应的经营模式赋予了其它竞争公司难以超越的优势。

2015 财年盈利预测及其假设*

主要核心药品的盈利预测：在 2014 财年，公司的主要产品日舒安洗液、芪胶升白胶囊、止嗽化痰丸、妇科再造丸、易孚易贝产品和金紫胎分别录得 1.8%、54.4%、42.1%、17.4%、34.5%和 69.0%的增长。出于保守考虑，我们假设上述产品在 2015 财年的增长速度分别为 1.5%、20.0%、30.0%、12.0%、20.0%和 40.0% (见图 7)。在以上核心假设条件下，我们预测其妇科中药板块和生物技术药品板块的收入在 2015 财年总额将会达到 2768.5 百万港币。

图7. 主要产品增长预测*

	FY06/14	FY06/15E
日舒安洗液	1.8%	1.5%
芪胶升白胶囊	54.4%	20.0%
止嗽化痰丸	42.1%	30.0%
妇科再造丸	17.4%	12.0%
易孚+易贝	34.5%	20.0%
金紫胎	69.0%	40.0%

*经调整，已经排除高开转低开后的影响

来源：软库中华、公司资料

医院板块的盈利预测：结合当前医院业务的发展和出于保守目的考虑，我们排除当前仅签订 MOU 协议医院的收入贡献，假定只有签订正式合作协议的医院 (这里仅指六盘水市人民医院和铜仁市人民医院，因建设周期较长，暂不考虑凉都人民医院收入贡献) 会对公司带来医院板块的收入贡献。因此，在 2015 财年，华瀚可以从两家医院收取接近 4000 万港币的管理费；此外，由于六盘水市人民医院和铜仁市人民医分别在 2014 年 12 月和 2015 年 1 月展开供应链合作，预计华瀚可以在 2015 财年实现半年的供应链利润；另外，在与铜陵医院的合作当中，华瀚还另外会有共建科室利润分成。结合管理层指导，我们预期在 2015 年，铜仁市人民医院的科室利润分成将会达到约 1700 万港币。(见图 8)

图8. 医院板块经营性利润预测 (2015财年)

	管理费利润	科室利润分成	供应链利润*
六盘水市人民医院	19.7	-	9.2
铜仁市人民医院	20.1	17.3	9.4

*基于 68% 的股权投资

来源：软库中华、公司资料

在以上核心假设条件下，我们保守估计公司在 2015 财年的收入约为 2922.6 百万港币，毛利约为 2045.8 百万港币，纯利为约为 560 百万港币，对应的每股收益率为 11.4 港仙/股，相应 2015 财年的市盈率为 17.2 倍。此外，就 2014 年数据而言，华瀚生物制药的市盈率为 28.2 倍，近似于行业平均市盈率 (见图 9)。但如果单考虑公司经营性利润 (即排除一次性支出)，其在 2014 年对应的市盈率为 20.9 倍，则低于行业平均。

(注*：以上盈利预测是基于我们现有的假设条件，我们会在华瀚公布 2015 财年上半年财报之后进行进一步调整和详细预测)

图9. 可比公司

公司	代码	市值 (百万港币)	三个月平均成交 额 (百万港币)	2014市盈率 (x)	市净率 (x)	股东利润 (百万人民币)	股权回报率 (%)	资产回报率 (%)	股息率 (%)	净负债/总权益
华瀚生物制药	587 HK	9,632.8	50.5	28.2	1.8	341.3	7.0	6.2	1.5	(49.6)
康臣药业	1681 HK	6,060.0	4.9	22.1	3.9	152.9	19.0	14.5	0.0	(71.7)
绿叶制药	2186 HK	29,922.9	73.3	39.5	2.0	310.5	19.2	10.2	0.0	21.9
同仁堂科技	1666 HK	13,012.8	15.9	22.7	1.5	390.1	15.4	8.8	1.5	(54.2)
中国中药	570 HK	11,351.9	41.0	23.8	3.1	250.4	13.7	8.1	0.0	31.6
白云山	874 HK	48,997.6	94.7	24.1	4.0	980.0	15.5	8.3	-	(18.4)
华熙生物科技	963 HK	3,997.5	5.6	19.8	4.9	94.4	18.8	13.3	0.2	(37.2)
石药集团	1093 HK	39,997.3	109.4	30.6	5.4	972.8	14.9	8.5	1.2	5.6
四环医药	460 HK	53,997.4	162.0	24.8	5.0	1,303.0	18.9	15.3	1.0	(29.1)
康哲医药	867 HK	33,999.6	94.4	31.9	7.6	102.8	22.3	18.4	1.1	(19.5)
国药控股	1099 HK	79,415.6	176.6	20.8	2.7	2,250.0	12.0	2.4	1.1	75.0
平均*		32075.26	77.79	26.02	4.01	680.69	16.97	10.78	0.68	(9.6)

*该处平均值不包括华瀚生物制药

来源：软库中华、公司资料

公司背景

华瀚生物制药是一家专注于研发、生产、制造和销售针对女性妇科疾病中药的领先企业。公司创立于 1992 年，依靠其主打产品日舒安洗液（妇科消炎类用药）成为妇女洗液市场的领导者；公司于 2002 年上市，上市之后，管理层将华瀚定位于生产妇科用药及美容品的企业。公司在 2004 年收购美即品牌，并成功令美即控股于在 2010 年在香港上市。随后几年，公司大力拓张其中药业务：在 2004 年 10 月收购百年老字号德昌祥。该企业拥有芪胶升白胶囊、妇科再造丸、止咳化痰丸等多种全国独家医保产品。在最近几年，这些产品逐渐替代其原有主力产品，贡献了绝大部分妇科中药类收入。

当前，公司业务可主要分为四个板块，即：以妇科药品为主的传统中药板块（在 2014 财年中，该板块贡献约 66.7% 的收入），生物药品技术板块（在 2014 财年中，该板块贡献约 27.3% 的收入），贸易业务板块（在 2014 财年中，该板块贡献约 6.0% 的收入）以及医院业务板块（此类为新业务，在 2015 财年展开）（见图 10）。在其妇科药品传统中药板块当中，其主打药品日舒安洗液、芪胶升白胶囊、妇科再造丸和止咳化痰丸贡献绝大部分收入（在 2014 财年约 82.9%）。这些药品主要都为全国独家医保用药，我们认为这部分产品在未来两年会维持 15% 左右的稳定增长。

图10. 公司收入结构（2011财年至2014财年）



来源：软库中华、公司资料

公司的生物药品技术板块主要围绕包括人体胎盘、脐带血、干细胞等产品进行布局。公司在 2006 年 9 月从南京军事医学研究所买入获独家知识产权的专利产品-人神经生长因子，主要用于治疗由糖尿病引发的外周神经损伤。该药品于 2014 年 7 月通过产品标准复核和产品标准检验（技术已经达标），目前在等待食品药品监督管理局进行 GMP 生产审批和其他行政流程审批。公司预期会在 2015 年下半年（2016 财年）开始正式生产人神经生长因子注射液，并完成 37 万支的产量。此外，公司在 2008 年收购华诺威基因药业，获得两款全国独家医保产品易孚和易贝。除此以外，在该板块中还有美容养颜类高端产品金紫肽。在 2014 财年，易孚、易贝和金紫肽贡献了绝大部分生物技术板块类收入。公司在 2014 年下半年和 2015 同六盘水市人民医院（三甲医院）、六盘水市凉都人民医院（三甲医院）和铜仁市人民医院（三甲医院）签订正式合作协议。待合作展开后，华瀚生物制药将会收取医院年收入的 3.5% 作为管理费，同时会负责供应链的管理，同医院共同分享利润。类似的，华瀚同六盘水凉都人民医院、水城矿务局医院、首钢水钢总医院和六盘水市第二人民医院等签订了框架协议，计划共同发展医院。

图11. 每股信息

	FY06/12	FY06/13	FY06/14
每股盈利 (港仙)			
- 基本	27.30	7.43	8.65
- 摊薄	27.29	7.36	8.62
每股股利收益 (港仙)	8.40	6.30	3.60
每股净资产 (港元)	1.70	1.49	1.33

来源: 软库中华、公司资料

图12. 指标分析

	FY06/12	FY06/13	FY06/14
增长率 (按年计算)			
收入	13.4%	33.7%	6.0%
税前溢利	41.1%	-58.5%	55.4%
净利润	48.8%	-66.1%	53.0%
利率			
毛利率	65.2%	77.9%	72.1%
税前利润率	59.0%	18.3%	26.8%
净利率	50.1%	12.7%	18.3%
其它比例			
平均资产回报率	14.9%	4.7%	6.6%
平均股权回报率	16.1%	5.1%	7.2%
派息率	30.8%	84.8%	41.6%
估值指标			
市盈率 (x)	14.1	41.6	27.2
市净率 (x)	2.3	2.0	1.7
股息收益率	4.4%	3.3%	1.9%

来源: 软库中华、公司资料

图13. 利润表 (港元百万)

	FY06/12	FY06/13	FY06/14
收入	1,312.1	1,754.4	1,860.2
销售成本	(456.3)	(387.0)	(518.1)
毛利	855.9	1,367.4	1,342.1
其它收入	13.5	13.6	24.9
销售及分销开支	(365.3)	(879.8)	(643.6)
行政开支	(84.6)	(120.6)	(118.3)
以股份为基础支付的款项	(52.4)	(28.1)	(83.7)
其它	0.0	(47.5)	(20.3)
出售可供出售投资的收益	-	19.6	-
视作出售于联营公司权益之收益	125.3	-	-
出售联营公司权益的收益	257.1	-	-
分占联营公司溢利	27.7	(1.6)	(0.2)
融资成本	(3.0)	(2.0)	(1.7)
除税前溢利	774.2	321.1	499.1
所得税开支	(79.3)	(97.8)	(145.0)
年度溢利	695.0	223.3	354.2
股东收益	657.2	223.0	341.3

来源: 软库中华、公司资料

图14. 资产负债表 (港元百万)

	FY06/12	FY06/13	FY06/14
固定资产			
物业、厂房及设备	322.3	361.6	472.0
预付土地租赁款项	29.7	29.7	29.0
无形资产	192.7	164.2	123.1
递延开支	97.1	51.5	51.7
商誉	110.3	110.3	110.3
于合营企业之投资	-	-	18.9
于一间联营公司之投资	179.1	374.7	370.6
可出售资产	270.5	-	-
按金	436.3	467.1	959.3
递延税资产	4.8	43.9	34.2
固定资产总额	1,642.6	1,603.0	2,169.0
流动资产			
存货	42.5	41.4	43.2
贸易应收账款	442.7	659.9	917.0
预付款项、按金及其它	174.6	43.6	17.3
可收回税款	6.6	6.8	5.5
现金及现金等价物	2,095.3	2,799.4	2,725.3
流动资产总额	2,761.8	3,551.2	3,708.4
流动负债			
贸易应付款项	(41.6)	(51.9)	(59.5)
其它贸易应付款	(104.5)	(139.8)	(121.3)
融资租赁承担	(0.1)	(0.1)	(0.0)
计息银行贷款	(31.7)	(25.1)	(37.8)
应付税款	(54.8)	(125.9)	(173.5)
流动负债总额	(232.6)	(342.8)	(392.1)
非流动负债			
融资租赁承担	(0.1)	(0.0)	-
递延税负债	(60.0)	(55.9)	(48.9)
递延收入	(22.0)	(17.6)	(12.6)
非流动负债总额	(82.1)	(73.5)	(61.5)
净资产	4,089.7	4,737.9	5,423.7
权益			
已发行股本	241.0	317.0	408.4
储备	3,665.4	4,229.8	4,812.4
非控股权益	183.2	191.0	202.9
权益总额	4,089.7	4,737.9	5,423.7

来源：软库中华、公司资料

图15. 现金流量表 (港元百万)

	FY06/12	FY06/13	FY06/14
经营性现金流			
除税前溢利	774.2	321.1	499.1
就以下各项调整:			
银行利息收入	(8.6)	(8.6)	(19.8)
融资成本	3.0	2.0	1.7
折旧	19.1	18.1	19.5
无形资产摊销	33.8	33.2	33.2
预付土地租赁款摊销	0.8	0.7	0.8
分占一间联营公司亏损	(27.7)	1.6	0.2
可供出售投资的收益	(257.1)	-	-
视作出售附属公司权益的收益	(125.3)	-	-
以股份为基础支付之款项	52.4	28.1	83.7
存货减少	(14.4)	2.4	(1.7)
贸易应收款增多	121.3	(201.0)	(252.9)
预付款项、按金及其它应收款的减少	129.9	113.3	25.6
贸易应付账款增加	8.9	8.9	7.5
其他应付款项及应计费用的增加	(26.9)	32.4	(19.0)
其它	(1.1)	21.9	13.7
经营业务产生的现金流	682.4	374.1	391.7
已付利得税	(85.8)	(74.9)	(94.1)
经营现金流净额	596.6	299.1	297.5
投资业务所得现金流			
已收利息	8.6	8.6	19.8
出售物业、厂房及设备项目的所得款项	449.5	-	-
出售预付租赁款项所得	79.8	-	-
出售可供出售投资所得款项	-	290.0	-
收购机器及设备项目已付定金	(2.5)	(11.9)	(306.1)
收购厂房及机器已付定金	-	-	(192.7)
收购土地所支付的按金	(244.4)	-	-
添置递延开支	(37.6)	-	-
通过收购一间附属公司所产生的现金流	(11.8)	(24.5)	(141.2)
向一间联营公司注资	(12.0)	-	-
向联营公司垫款	(167.7)	(192.1)	(10.0)
其他	(10.8)	3.5	4.5
投资业务所得现金流净额	51.2	73.6	(625.6)
融资活动所得现金流			
发行股份所得款项	28.0	430.9	438.4
薪酬银行借款	31.7	24.7	37.9
偿还银行借款	(32.9)	(32.0)	(25.3)
已付股息	(68.3)	(208.1)	(201.0)
其他	(3.6)	(2.0)	(1.8)
融资活动所得现金流净额	(45.1)	213.5	248.2
现金及现金等值项目增加额	602.7	586.2	(79.9)
年初之现金及现金等值项目	1,456.6	2,095.3	2,799.4
外币汇率变动之影响净额	36.1	117.9	5.8
年终之现金及现金等值项目	2,095.4	2,799.4	2,725.3

来源: 软库中华、公司资料



软库中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com and multex.com

SBI研究评级

软库中华金融的股票评级：

- 强烈建议购入 ： 未来3个月绝对增长超过50%
- 建议购入 ： 未来6个月绝对增长超过10%
- 建议持有 ： 未来6个月绝对回报在-10%至+10%
- 建议售出 ： 未来6个月绝对下降超过10%

投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融正在或将要和本报告中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

分析员声明：本报告中给出之观点准确反应了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中资讯已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是(除非特别注明)报告发布日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不得为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1) 在本报告中提到公司(或其投资)中任职，或购买或售出其股票；(2) 和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3) 在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告资讯或者依据此资讯行动(包括进行交易)。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发(全文或部分)给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多资讯，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。