

首发报告



國元(香港)
GY(HK)

2017-10-19 星期四

金斯瑞生物科技 (1548.HK) 评级：强烈推荐

目标价：HK\$ 11.52
现价：HK\$ 9.60
预计升幅：20%

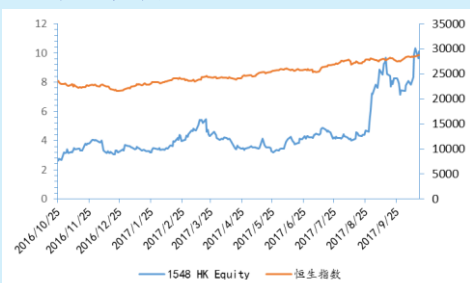
股本数据

股本(亿股) 17.28
市值(亿港元) 177
52周高/低(HK\$) 11.34/2.59
每股净值(元) 0.9
所属行业：医药

主要股东

GS CORP 占 52.54%

52周行情图 (Vs 恒生指数)



国元证券(香港)研究部

电话：(86) 755-21519168
(852) 3769 6888

基因合成龙头，肿瘤细胞疗法前景广阔

投资要点：

基因合成领域领导者：

公司主要提供生命科学领域的服务和产品，以及在生物疗法方面的研究。生命科学研究服务，在六个方面中提供全面研究服务：基因合成、寡核苷酸合成、DNA 测序、蛋白生产、肽合成及抗体开发。作为基础原材料广泛用于生命科学研究与应用；临床前药物研发服务，在三个方面中提供综合服务：抗体及蛋白工程、体外药理服务及体内药理服务。公司在基因合成方面是特别是较长的多肽链合成是国内龙头，而且在海外的市场份额远远领先于国内企业，具有很强的优势。

细胞疗法研究进展顺利，在肿瘤治疗前景广阔：

公司全资附属公司南京传奇生物科技有限公司一直专注于嵌合抗原受体 (「CAR-T」) 细胞技术免疫治疗的研究。南京传奇与中国的三级甲等医院合作，提供专有的 CAR-T 细胞技术用于治疗多发性骨髓瘤的临床研究，并取得满意结果。公司于 2017 年 6 月，南京传奇受邀在美国临床肿瘤医学会 (「ASCO」) 举办的新闻简报会发表演讲，并受邀在 ASCO 二零一七年年会上展示其最新突破性摘要，应用其自有 CAR-T 技术治疗多发性骨髓瘤的成果。

截至二零一七年九月十八日，南京传奇与中国四间三甲医院合作临床研究及应用其自有 CAR-T 技术，已治疗七十一位患有复发难治的多发性骨髓瘤的病人。四十位接受治疗的病人获跟进最少三个月，其中二十四位病人达到「完全反应」、十二位达到「极好良好部分反应」、三位达到「部分反应」，治疗效果非常明显。

首次关注并给予强烈推荐评级，目标价 11.52 港元：

预计公司 2017-2018 年销售收入分别为美元 1.38 亿元、1.68 亿元，净利润分别为美元 3204 万元、3659 万元，EPS 分别为美元 0.0185、0.0212 元。公司基因合成的龙头公司，主要亮点在于 CART 细胞疗法在肿瘤治疗领域的广阔前景。公司未来具有高成长性，给予目标价为 11.52 港元，对应 2018 年 69 倍市盈率，较目前价有 20% 的上升空间。给予强烈推荐评级。

美元百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
收入	60.10	69.99	86.71	114.73	138.82	167.98
增长率%	13.42%	16.46%	23.89%	32.31%	21.00%	21.00%
净利润	5.98	7.19	17.95	26.53	32.04	36.59
增长率%	-36.25%	20.23%	149.65%	47.80%	20.77%	14.18%
EPS	0.0035	0.0042	0.0104	0.0154	0.0185	0.0212
PE	355.71	295.85	118.51	80.18	66.39	58.14

目录

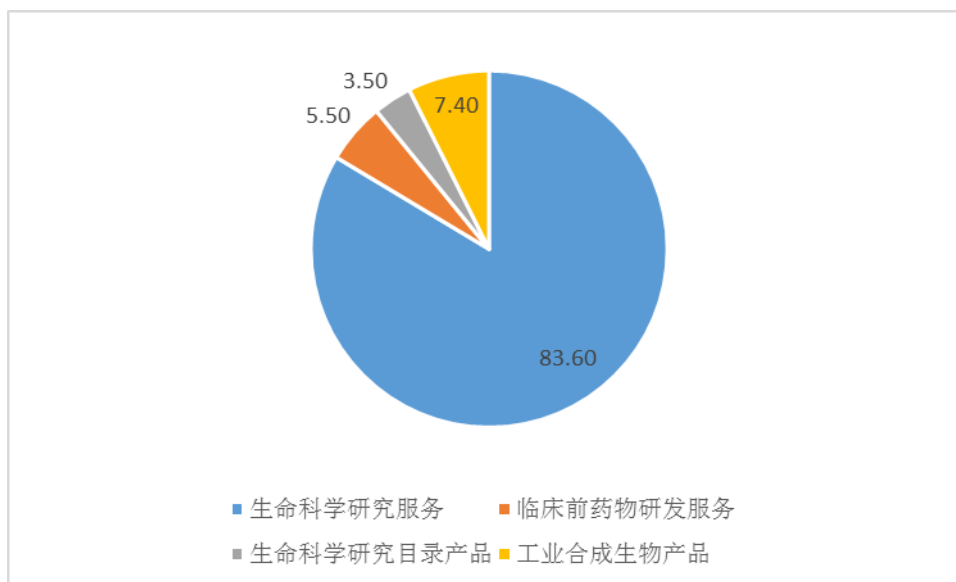
目录	2
公司概况及发展历程	3
公司服务及产品	5
管理团队分析	10
财务分析	11
盈利预测与估值	13

公司概覽及發展歷程

公司創立於2002年，是廣受認同的生命科學研究與應用的服務及產品供應商。作為基因合成領域的市場領導者，金斯瑞在合成生物學領域開發了若干服務及產品。公司在基因合成服務方面為全球最大供應商，生命科學研究與應用服務及產品全球供應商，合成生物學研究與應用服務及產品廣受認同與信任的供應商。

公司主要基地：美國新澤西、中國南京、荷蘭及日本。擁有超過5000個客戶：包括全球性製藥及生物科技公司、學院及大學、研究機構、政府機構及分銷商，遍布超過100個國家。著名的投資者：包括凱鵬華盈、堡航集團、華潤集團及貝祥投資集團。

圖 1、公司產品收入構成



數據來源：公司資料，國元香港

图 2、公司重要发展历程



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

公司的服务产品

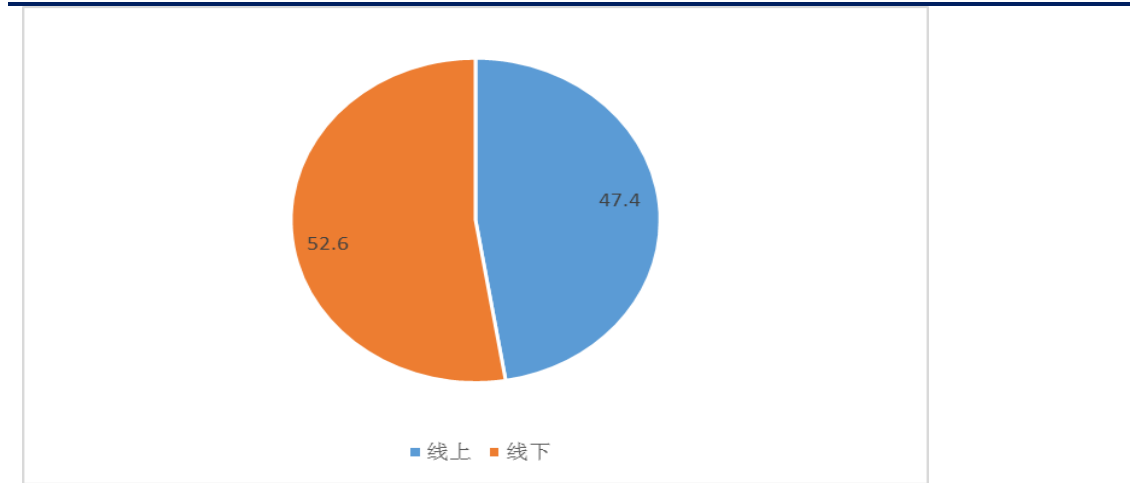
公司主要提供生命科学领域的服务和产品，以及在生物疗法方面的研究。服务方面，第一是生命科学研究服务，在六个方面中提供全面研究服务：基因合成、寡核苷酸合成、DNA 测序、蛋白生产、肽合成及抗体开发。作为基础原材料广泛用于生命科学研究与应用；第二是临床前药物研发服务，在三个方面中提供综合服务：抗体及蛋白工程、体外药理服务及体内药理服务。应用于疾病研究及药物发现过程。在产品方面，包括生命科学研究目录产品以及合成生物产品。

公司在研究方面实力突出，细胞生物疗法，已在治疗多发性骨髓瘤免疫疗法研发上取得积极进展。其他生物技术研发，作为合作方参加合成酵母基因组 2.0 项目 (Project Sc2.0)，并在《科学》杂志上发表研究成果。

生命科学服务

包括基因合成、蛋白生产、抗体开发、多肽合成这几方面。2017 年中期生命科学研究服务收益约为 53.0 百万美元，增幅为 19.6%。毛利约为 37.6 百万美元，较二零一六年同期的约 30.8 百万美元增长 22.1%。毛利率由去年同期的 69.5% 变为本期的 70.9%，维持在稳定水平。本集团进一步透过在线及线下营销活动推广本集团产品及服务或品牌，有效提升本集团吸纳新客户的能力。目前线上的订单占比为 47.4%。

图 3：公司线上订单占比 (%)



数据来源：国元香港，公司资料

图 4：生命科学服务的种类

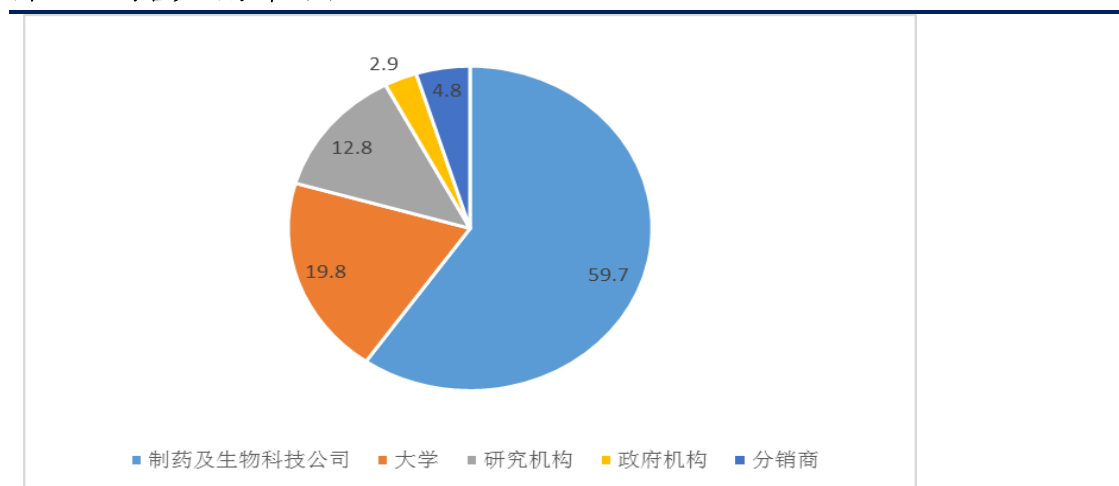
主要服务	应用	样品图片
基因合成	合成的基因产品用于对合成生物学、生命科学研究及生物医药研发的基因功能研究及蛋白生产	
蛋白生产	生产的蛋白用于蛋白功能研究，例如体内及体外生化及免疫学研究，并用作抗体开发的抗原	
抗体开发	开发的抗体用于免疫学试验及检测、临床前抗体药物先导药物的研发	
多肽合成	合成的多肽用于蛋白结构研究、蛋白-蛋白相互作用研究，并用作抗体开发的抗原	

数据来源：国元香港，公司资料

公司合成的基因产品用于对合成生物学、生命科学研究及生物医药研发的基因功能研究及蛋白生产。公司在基因合成方面是特别是较长的多肽链合成是国内龙头，而且在

海外的市场份额远远领先于国内企业，具有很强的优势。客户非常稳定。供应全球超过100个国家的5000多用户，包括制药及生物技术公司、学院及大学、研究机构、政府机构及分销商。

图6：公司客户的分布（%）



数据来源：国元香港，公司资料

生命科学研究目录产品

2017年中期生命科学研究目录产品收益约为3.5百万美元，增幅为29.6%。毛利约为2.3百万美元，较二零一六年同期的约1.7百万美元增长35.3%。毛利率自去年同期的64.7%变为本期的66.3%。公司推出数百款第二抗体，令其抗体组合更多元化。本集团大幅扩展磁珠产品规模，降低生产成本，并进一步改善产品批次的一致性。

临床前药物研发服务

2017年中期临床前药物研发服务收益为2.2百万美元，较二零一六年同期的4.8百万美元减少54.2%。毛利约为1.5百万美元，较二零一六年同期的约3.2百万美元减少53.1%。毛利率自去年同期的66.2%上升至本期的67.6%。收益及毛利下跌主要是由于(i)本分部提供的若干服务因本集团发展策略的变化而并入生命科学研究服务分部；(ii)于报告期间，本分部转为集中于新抗体发现，并仅就履行二零一六年收到并确认的订单提供服务。

工业合成生物

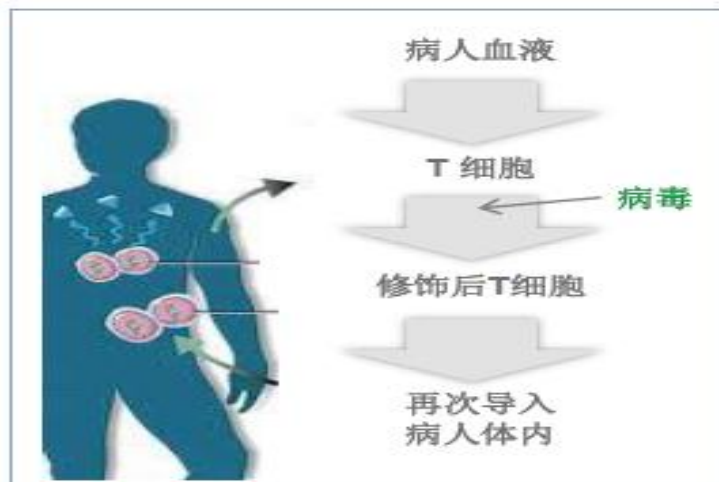
2017年中期工业合成生物产品收益增加235.7%至4.7百万美元。毛利约为1.5百万美元，较二零一六年同期的约0.2百万美元增长650.0%。毛利率自去年同期的14.4%

变为本期的 32.5%。已研发一系列新产品，包括葡萄糖氧化酶、真菌淀粉酶、葡萄糖异构酶、植酸酶及酸性淀粉酶。葡萄糖氧化酶已成功进入高端烘焙市场。

CART 细胞疗法前景广阔

公司全资附属公司南京传奇生物科技有限公司一直专注于嵌合抗原受体(CAR-T)细胞技术免疫治疗的研究。南京传奇与中国的三级甲等医院合作，提供专有的CAR-T细胞技术用于治疗多发性骨髓瘤的临床研究，并取得满意结果。CAR-T细胞技术在临床癌症治疗方面具有巨大潜力，而令人满意的临床研究结果进一步推动我们把握临床研究服务市场增长机会的计划，继续我们在癌症免疫治疗方面的研发，日后亦会涉足CAR-T细胞治疗的发展及应用。公司研发实力突出，体现在对人才的重视，公司1592名员工中，博士有104人，硕士354人。

图 8、CART 技术

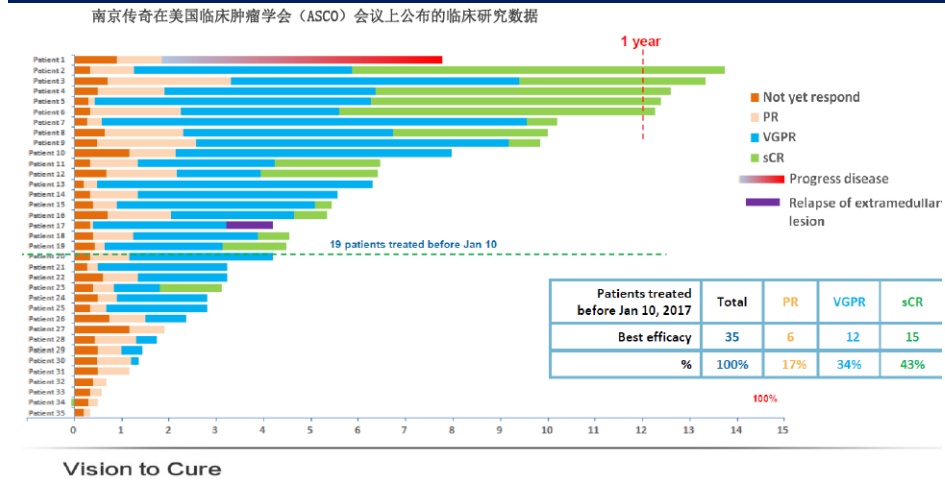


数据来源：公司资料，国元香港

公司的CAR-T细胞技术进展顺利

公司于2017年6月，南京传奇受邀在美国临床肿瘤医学会 (「ASCO」) 举办的新闻简报会发表演讲，并受邀在ASCO二零一七年年会上展示其最新突破性摘要，应用其自有CAR-T技术治疗多发性骨髓瘤的成果。此外，南京传奇亦就研究与发展的最新进展接受主要国际媒体采访。ASCO为医生及肿瘤学专业人士关爱癌症患者的世界领先专业机构。充分说明公司的CART技术得到国际同行的认可。

图 9、子公司南京传奇的临床数据



数据来源：公司资料，国元香港

截至二零一七年九月十八日，南京传奇与中国四间三甲医院合作临床研究及应用其自有CAR-T技术，已治疗七十一位患有复发难治的多发性骨髓瘤的病人。四十位接受治疗的病人获跟进最少三个月，其中二十四位病人达到「完全反应」、十二位达到「极好良好部分反应」、三位达到「部分反应」，而一位未获报告反应，乃由于相关病人退出临床研究。在所有接受治疗的病人中，六十六位病人曾经历不同程度的细胞因子释放综合症。

多发性骨髓瘤是发病率仅次于非霍奇金淋巴瘤的第二大血液肿瘤，目前化学药物没有很好的治疗效果，公司的细胞疗法目前对该疾病有较好的效果，未来的应用前景非常广阔，其治疗效果得到国际同行的认可。

图 10、多发性骨髓瘤的发病率



数据来源：公司资料，国元香港

管理团队分析

公司共同创办人、主席、执行董事兼行政总裁，章方良博士，彼于二零一五年五月二十一日获委任为董事及于二零一五年八月二十四日获重新委任为执行董事。彼主要负责本集团的发展、定位及策略规划。章博士于生物技术行业累积近20年经验。于加盟本集团前，彼自一九九五年至二零零二年于Schering-Plough工作，担任博士深造资深研究员兼助理总科学家。章博士于Schering-Plough进行博士深造研究时于肿瘤生物部工作。章博士为抗癌药物法尼基转移酶抑制剂(farnesyl transferase inhibitor)的主要团队成员之一。于章博士完成博士深造研究后，彼获聘用加入Schering-Plough的中枢神经系统及心血管系统部门。彼成为集中研究G-蛋白偶联受体的项目主导人之一，并就一项价值十亿美元的药物带领一组科学家研发药物标靶。因应此项研发，章博士于二零零一年于Schering-Plough赢得总裁大奖(Presidential Award)。自二零零二年至今，章博士担任本集团的首席执行官，参与各式各样的主要生物技术研究项目，并为该等生物技术研究项目提供指引及方向。章博士亦于二零一零年获封为「国家千人计划特聘专家」，并于二零一一年获颁发「江苏省高层次创新创业人才引进计划奖」。章博士于一九八四年七月于中国成都地质学院（现称成都理工大学）获得工程学学士学位，并于一九八七年七月于中国南京大学获得理学硕士学位。彼亦于一九九五年九月于美国杜克大学(Duke University)获得博士学位。

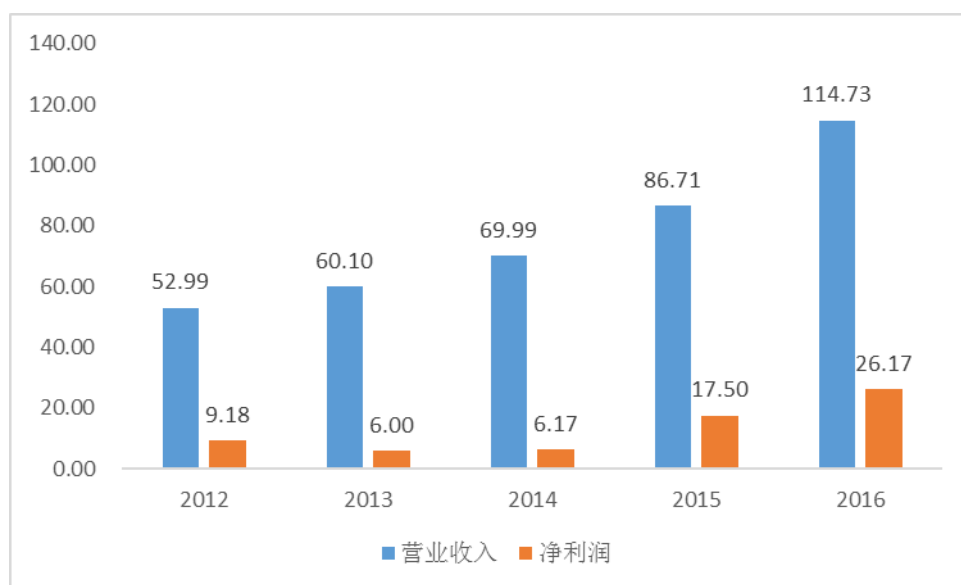
孟建革先生，于二零一五年八月二十四日获委任为本公司执行董事，主要负责本公司的财务事宜。彼于二零一零年四月加盟本集团时获委任为本集团财务副总裁。孟先生于财务及会计方面有20多年经验。加入本集团前，自一九九零年七月至一九九七年十月，孟先生任职于中交广洲航道局有限公司。自一九九九年一月至二零零零年五月，孟先生任职于广东惠而浦家电集团担任全国财务经理。自二零零零年五月至二零零四年七月，孟先生任职于先灵葆雅中国公司(Schering-Plough China)担任分公司财务经理以及总办事处会计及信息科技经理。自二零零四年九月至二零零七年十二月，孟先生任职于圣戈班颗粒及粉末分部(Saint-Gobain Grains and Powder Division)担任亚洲财务总监。自二零零八年三月至二零一零年三月，孟先生为Quay Magnesium的首席财务官。孟先生于一九九零年七月毕业于中国长沙交通学院（现称长沙理工大学），持有工程学学士学位。

王焯女士，為本公司共同創辦人、執行董事兼首席運營官。彼於二零一五年五月二十一日獲委任為董事及於二零一五年八月二十四日獲重新委任為執行董事，主要負責本集團的策略及整體營運管理。王女士目前為本公司所有附屬公司（GS日本、百斯杰香港、傳奇香港及中國附屬公司除外），即百斯杰開曼、百斯杰BVI、百斯杰美國、傳奇開曼、傳奇BVI、GS BVI、GS香港、GS國際及GS美國的董事。於最後可行日期及GS開曼轉讓予徐波先生前，王女士亦為GS開曼的董事。王女士亦為薪酬委員會的成員。彼自二零零二年八月加入GS Corp，並擔任銷售客戶經理直至二零零五年一月為止。於本集團，彼自二零零五年二月至二零零九年八月任職銷售及營銷總監、自二零零九年九月至二零一一年八月任職營運副總裁，以及自二零一一年九月至二零一四年三月任職營運執行副總裁。彼自二零一四年四月一直擔任GS Corp 首席運營官。加入本集團前，彼自一九九三年七月至二零零零年七月擔任深圳市福田区環境保護監測站環境監察工程師。王女士於一九九零年七月及一九九三年八月分別於中國武漢大學獲得微生物學理學士學位及理學碩士學位。彼亦於二零零三年十二月於美國橋港大學(BridgeportUniversity)獲得計算機科學理學碩士學位。彼於二零一四年八月於中國中歐國際工商學院獲得高級管理人員工商管理碩士學位。

財務分析

公司產品有競爭力，利潤快速增長，收入穩步增長，從2012年的5299萬美元，增長到2016年的1.15億美元，淨利潤從2012年的918萬美元，增長到2016年的2617萬美元。

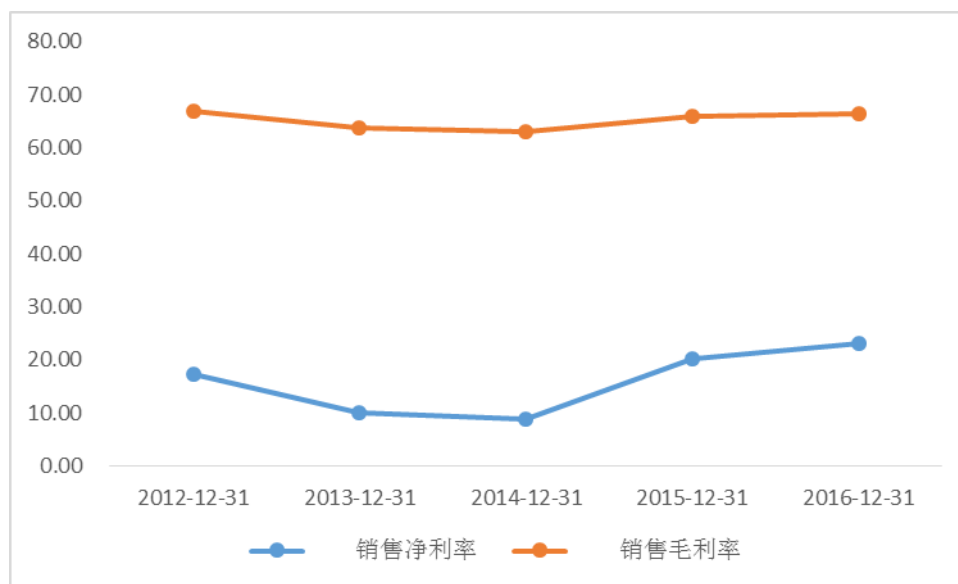
圖 11、公司營業收入及淨利潤（單位：美元百萬元）



數據來源：公司資料，國元香港

公司的产品梯队优化，毛利率保持较高的水平，毛利率2012年的66.89%，2016年为66.44%。净利率出现了明显的上升，从2012年的17.33%到2016年的23.11%。特别是毛利率较高说明了公司产品的竞争力强。

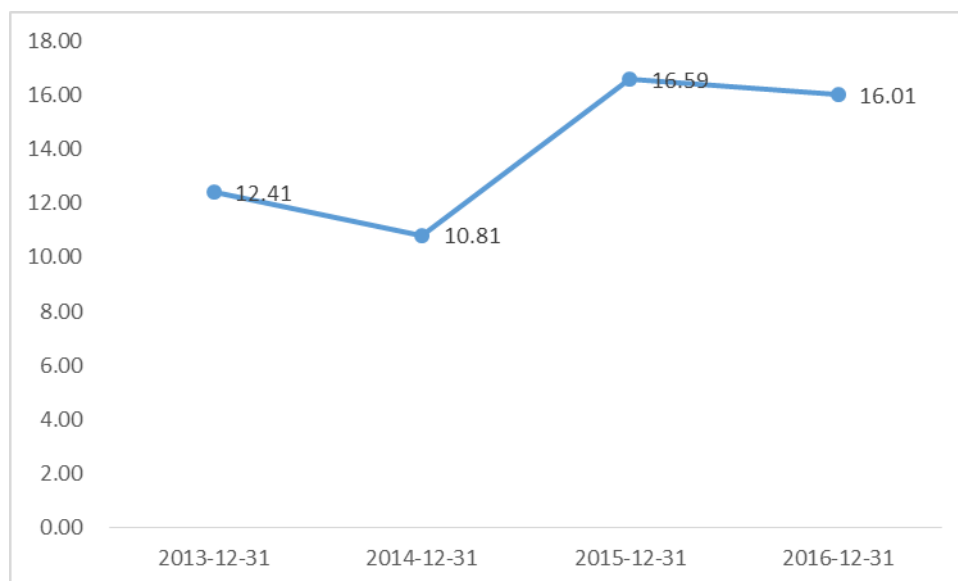
图 12、公司毛利率及净利率%



数据来源：公司资料，国元香港

公司净资产收益率从2013年的12.41%，逐步提升，2016年为16.01%。公司作为基因合成的龙头公司，盈利能力不断提高。

图 13、公司净资产收益率及总资产报酬率%



数据来源：公司资料，国元香港

盈利预测与估值

预计公司 2017-2018 年销售收入分别为美元 1.38 亿元、1.68 亿元，净利润分别为美元 3204 万元、3659 万元，EPS 分别为美元 0.0185、0.0212 元。公司基因合成的龙头公司，主要亮点在于 CART 细胞疗法在肿瘤治疗领域的广阔前景。公司未来具有高成长性，给予目标价为 11.52 港元，对应 2018 年 69 倍市盈率，较目前价有 20% 的上升空间。给予强烈推荐评级。

表 1、行业相关公司估值

代码	公司名称	股价	市值				EPS				PE			
			(亿)	2014A	2015A	2016A	2017E	2014A	2015A	2016A	2017E			
1177 hk equity	中生制药	7.11	527.01	0.204	0.248	0.273	0.290	22.96	28.67	26.04	24.52			
1530 hk equity	三生制药	9.53	241.95	0.230	0.281	0.344	0.414	41.43	33.93	27.67	23.03			
8138 hk equity	同仁堂国药	10.86	90.91	0.350	0.423	0.523	0.598	30.80	25.67	20.76	18.16			
1666 hk equity	同仁堂科技	11.42	146.27	0.416	0.491	0.572	0.605	22.28	23.25	19.96	18.89			
874 hk equity	白云山	21.50	488.99	1.069	1.164	1.127	1.125	20.30	18.47	19.08	19.12			
1093 hk equity	石药集团	12.46	754.33	0.215	0.284	0.352	0.453	31.86	43.87	35.40	27.51			
2186 hk equity	绿叶制药	4.51	149.78	0.234	0.282	0.307	0.371	39.56	15.99	14.67	12.15			
1066 hk equity	山东威高	6.30	282.01	0.277	0.309	0.327	0.368	20.88	20.41	19.26	17.14			
570 hk equity	中国中药	4.29	190.11	0.188	0.208	0.249	0.304	21.80	20.62	17.26	14.11			
867 hk equity	康哲药业	13.64	339.26	0.501	0.484	0.615	0.774	23.70	28.16	22.18	17.61			
1302 hk equity	先健科技	1.74	75.24	-0.023	0.022	0.027	0.032		79.22	65.45	53.76			
853 hk equity	微创医疗	6.36	91.86	-0.329	-0.023	0.101	0.226	24.95		62.67	28.09			
1513 hk equity	丽珠集团	44.50	294.12	1.547	1.396	1.678	1.999	21.79	31.87	26.51	22.27			
	平均	12.54	280.03	0.38	0.45	0.53	0.61	27.08	32.00	29.38	23.48			

资料来源：国元证券（香港），彭博

損益表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 实际	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测
收入	53.0	60.1	70.0	86.7	114.7	138.8	168.0
销售成本	17.6	21.9	25.9	29.6	38.5	46.2	55.5
毛利	35.4	38.3	44.1	57.1	76.2	92.6	112.5
其他收入	1.6	1.2	1.5	12.4	7.8	9.0	9.0
分销开支	(10.3)	(12.8)	(15.5)	(17.6)	(20.9)	(24.8)	(29.6)
行政费用	(15.0)	(16.9)	(21.5)	(28.5)	(30.4)	(38.0)	(47.5)
经营盈利	11.3	7.9	8.2	23.0	32.5	38.7	44.4
财务开支	(0.2)	(0.3)	(0.4)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
应占联营公司利润							
其他开支	(0.4)	(1.9)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0
税前盈利	11.3	7.5	8.9	23.4	32.5	38.7	44.4
所得税	(1.9)	(1.5)	(1.7)	(5.5)	(6.0)	(6.7)	(7.8)
少数股东应占利润	0.0	0.0	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	0.0	0.0
净利润	9.4	6.0	7.2	18.0	26.5	32.0	36.6
折旧及摊销	3.8	4.6	4.9	5.0	5.4	6.1	6.9
EBITDA	15.1	12.5	13.1	28.0	37.9	44.8	51.3
增长							
总收入 (%)		13.4%	16.5%	23.9%	32.3%	21.0%	21.0%
EBITDA (%)		-17.0%	5.1%	113.2%	35.4%	18.3%	14.4%
净利润 (%)		-36.2%	20.2%	149.7%	47.8%	20.8%	14.2%

资产负债表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 实际	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测
现金	31.2	32.4	86.6	1,353.7	136.5	163.7	190.7
其他短期投资	0.3	4.1	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	1.7	1.4	1.4	10.2	3.0	41.8	40.8
存货	1.2	1.4	1.8	2.0	4.2	3.1	2.2
其他流动资产	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
流动资产	34.8	39.5	92.6	1,366.0	143.9	208.8	234.0
固定资产	38.6	38.3	37.5	37.7	43.7	45.1	46.4
贷款	6.9	7.0	11.1	11.3	18.4	94.6	90.9
非流动资产	45.5	45.3	48.6	49.1	62.1	139.6	137.3
总资产	80.3	84.7	141.2	1,415.1	206.0	348.5	371.3
流动负债	30.3	29.9	29.2	30.9	39.2	38.6	38.3
应付帐款	1.9	1.9	2.9	2.4	4.4	4.4	4.4
短期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	28.4	28.0	26.3	28.5	34.9	34.2	33.9
非流动负债	1.2	1.4	1.5	1.9	2.8	80.0	80.0
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	1.2	1.4	1.5	1.9	2.8	80.0	80.0
总负债	31.4	31.3	30.6	32.8	42.0	118.6	118.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	6.4	0.0	0.0
股东权益	48.8	53.5	110.5	1,382.3	164.0	229.8	253.0

财务分析

百万美元, 财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 实际	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测
盈利能力							
毛利率 (%)	66.9%	63.6%	63.0%	65.8%	66.4%	66.7%	67.0%
EBITDA 利率 (%)	28.4%	20.8%	18.8%	32.3%	33.0%	32.3%	30.5%
净利率 (%)	17.7%	10.0%	10.3%	20.7%	23.1%	23.1%	21.8%
ROE	19.2%	11.2%	6.5%	1.3%	16.2%	13.9%	14.5%
ROA	11.7%	7.1%	5.1%	1.3%	12.9%	9.2%	9.9%
营运表现							
SGA/收入 (%)	28.3%	28.1%	30.6%	32.9%	26.5%	27.4%	28.3%
实际税率 (%)	17.0%	20.4%	18.8%	23.4%	18.4%	17.3%	17.6%
股息支付率(%含优先股)	1.8%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	(12.9)	(22.1)	(22.4)	(23.5)	(29.7)	(28.9)	(17.5)
应付账款天数	(39.5)	(30.9)	(40.4)	(29.7)	(41.2)	(34.7)	(29.2)
应收账款天数	11.8	8.4	7.0	42.7	9.5	110.0	88.7
财务状况							
净负债/总资产负债率	0.4	0.4	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3
收入/总资产	0.66	0.71	0.50	0.06	0.56	0.40	0.45
总资产/股本	1.64	1.59	1.28	1.02	1.26	1.52	1.47

现金流量表

百万美元, 财务年度截至

	12年 实际	13年 实际	14年 实际	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测
净利润	9.4	6.0	7.2	18.0	26.5	32.0	36.6
折旧与摊销	3.8	4.6	4.9	5.0	5.4	6.1	6.9
营运资本变动	(4.9)	0.2	(0.2)	(9.8)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
其他非现金调整	1.1	1.2	1.3	6.9	2.2	0.3	0.0
营运现金流	9.4	12.0	13.2	20.1	33.6	37.9	43.0
资本开支	(9.6)	(8.5)	(11.5)	(7.4)	(9.0)	(10.1)	(15.3)
其他投资活动	2.3	(2.4)	2.4	3.3	0.7	0.7	0.7
投资活动现金流	(7.3)	(10.9)	(9.1)	(4.1)	(8.3)	(9.4)	(14.6)
负债变化	0.1	2.3	(7.4)	0.0	(1.2)	(1.3)	(1.4)
股本变化	0.0	0.0	0.0	73.4	9.7	0.0	0.0
股息	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	(0.0)	0.0	7.8	(8.2)	0.0	(0.0)	(0.0)
融资活动现金流	(0.1)	2.0	0.4	65.2	8.5	(1.3)	(1.4)
汇率变动影响	0.0	(2.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金变化	2.0	1.1	4.5	81.2	33.8	27.3	26.9
期初持有现金	16.8	18.8	19.8	24.4	105.5	139.3	166.6
期末持有现金	18.8	19.8	24.4	105.5	139.3	166.6	193.5

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任何責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在进行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行庄家活動。

國元證券(香港)有限公司

公司地址：香港干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓

公司電郵：cs@gyzq.com.hk 公司主機：+852-37696888

公司傳真：+852-37696999 服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>