



**BEA securities**  
東亞證券

East Asia Securities Company Limited

東亞證券有限公司

香港德輔道中10號東亞銀行大廈9樓

證券買賣: 3608 8000 研究部: 3608 8096 傳真: 3608 6113

分析員: Carmen Wong

2013年10月28日

**【新股研究】**

**普華和順集團公司 (01358)**

獨家全球協調人、獨家賬簿管理人、獨家牽頭經辦人及獨家保薦人 : 摩根士丹利

<p>全球發售股份數目: * <u>400,000,000</u> 股 (佔擴大後股本 25.00%)</p> <p>香港發售股數: 40,000,000 股 (10%) 國際配售股數: 360,000,000 股 (90%) 超額配股權: 60,000,000 股</p> <p>* 全部 400,000,000 股均為新股</p>	<p><b>普華和順集團公司 (“普華和順” 或 “集團”) 業務概覽:</b></p> <p>普華和順是一間專注於中國醫療器械行業的醫療器械公司。截至最後實際可行日期，於骨科植入物分部，集團是唯一兩家提供完整產品組合（包括創傷、脊柱、髖關節及膝關節植入物）的主要國內公司之一。另一方面，高端輸液器主要包括精密過濾輸液器、避光輸液器及非 PVC 輸液器。與傳統輸液器比較，該等輸液器具備額外的功能或安全特性。</p> <p>集團主要透過遍佈中國的分銷商銷售其產品，而分銷商則在其指定的區域向醫院轉售該等產品。其骨科植入物分銷網絡主要覆蓋二、三線城市的二級醫院，而輸液器分銷網絡則主要覆蓋中國一、二線城市的三級醫院。</p> <p>目前，普華和順合共擁有六間生產廠房，包括位於天津、安陽（河南省）和深圳（廣東省）的三間生產骨科植入物產品的廠房，以及位於豐台（北京）、石景山（北京）和徐州（江蘇省）的三間生產輸液器的廠房。</p>
<p>發售價: 每股 2.60 港元 - 3.38 港元 市值: 41.60 億 - 54.08 億港元 備考 2012 年歷史市盈率 (以全面攤薄基準計算): 33.0 倍 - 42.8 倍 備考經調整有形資產淨值: 每股 0.89 港元 - 1.08 港元 僱員數目: 1,481 (截至 2013 年 6 月 30 日)</p>	
<p>香港公開發售日期: 2013 年 10 月 28 日 - 2013 年 10 月 31 日 中午 收款銀行: 中國銀行 (香港) 香港證券登記處: 卓佳證券登記有限公司 上市日期: 2013 年 11 月 8 日</p>	

本報告僅作參考資料之用，本公司(東亞證券有限公司)並不會就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容，均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據本公司認為可靠的資料而編製，惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。於本報告編製之時，本公司並未持有本報告內提及公司之任何權益，惟東亞銀行集團之其他成員則可能不時持有本報告內提及公司之權益。

是次全球發售完成後股東架構 (假設未行使超額配股權)：

Cross Mark Limited – 由集團非執行董事張月娥女士之母親 Yufeng Liu 女士全資擁有	34.19%
WP X Asia Medical Devices Holdings Limited – 由一間紐約有限公司 Warburg Pincus LLC 管理的私人股權基金 Warburg Pincus Private Equity X, L.P. 及 Warburg Pincus X Partners, L.P. 全資擁有	20.45%
Right Faith Holdings Limited – 由首次公開發售前投資者及獨立第三方陳國泰先生全資擁有	14.52%
Sparkle Wealthy Limited – 由首次公開發售前投資者及獨立第三方李毅先生全資擁有	5.84%
公眾股東	25.00%
	100.00%

□ 所得款項用途：

是次全球發售所得淨額估計為 11.183 億港元 (假設發售價中位數每股 2.99 港元及未行使超額配股權)

	(百萬港元)
用於擴展其產能及投資於新產品的研發	559.2
用於實施其擴張計劃，包括作出收購及策略聯盟	335.5
用於擴展其分銷網絡及銷售及營銷團隊	111.8
用作額外的營運資金及其他一般企業用途	111.8

□ 財務資產概覽：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止 6 個月	
	2010	2011	2012	2012	2013
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
收入	60,816	175,267	331,541	145,773	218,750
毛利	44,187	109,117	218,847	91,252	147,390
溢利	<b>14,332</b>	<b>49,346</b>	<b>100,183</b>	<b>44,569</b>	<b>60,240</b>
毛利率	72.7%	62.3%	66.0%	62.6%	67.4%
純利率	23.6%	28.2%	30.2%	30.6%	27.5%
	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>30/06/2012</b>	<b>30/06/2013</b>
淨負債比率	淨現金	淨現金	淨現金	未提供	淨現金

□ 按產品性質的收入明細分析：

(人民幣千元)	截至十二月三十一日止年度						截至六月三十日止 6 個月			
	2010		2011		2012		2012		2013	
骨科植入物										
創傷產品	44,457	73.1%	56,261	32.1%	70,178	21.2%	31,886	21.9%	51,027	23.3%
脊柱產品	13,229	21.8%	15,374	8.8%	20,867	6.3%	11,100	7.6%	11,475	5.2%
關節產品	--	--	--	--	--	--	--	--	5,789	2.6%
其他	3,100	5.1%	3,744	2.1%	6,522	2.0%	2,582	1.8%	3,402	1.6%
小計	60,786	100.0%	75,379	43.0%	97,567	29.4%	45,568	31.3%	71,693	32.8%
輸液器										
精密過濾輸液器	--	--	95,702	54.6%	221,059	66.7%	95,720	65.7%	137,528	62.9%
非 PVC 輸液器	--	--	--	--	2,915	0.9%	583	0.4%	4,070	1.9%
其他	--	--	4,186	2.4%	10,000	3.0%	3,902	2.7%	5,459	2.5%
小計	--	--	99,888	57.0%	233,974	70.6%	100,205	68.7%	147,057	67.2%
總計	<b>60,786</b>	<b>100.0%</b>	<b>175,267</b>	<b>100.0%</b>	<b>331,541</b>	<b>100.0%</b>	<b>145,773</b>	<b>100.0%</b>	<b>218,750</b>	<b>100.0%</b>

□ 同業比較：

名稱	股票號碼	市值 (百萬港元)	毛利率	2012 市盈率
銘源醫療發展	00233	798	68.3%	虧損
金衛醫療科技	00801	2,181	69.8%	14.9x
微創醫療	00853	7,551	83.6%	26.3x
山東威高	01066	30,663	57.3%	25.8x
平均值		10,298	69.8%	22.3x
<b>普華和順</b>	<b>01358</b>	<b>4,784*</b>	<b>66.0%</b>	<b>37.9x*</b>

資源來源：彭博

(\*)：根據發售價中位數每股 2.99 港元

□ 優勢與發展機遇：

- ✓ 隨著人口老化以及對健康意識不斷提高，中國的骨科植入物及高級輸液器市場預期將持續快速增長。根據 F&S 報告，於 2012 至 2017 年期間，中國的骨科植入物及高級輸液器的複合年增長率預期分別達到 18.1% 及 24.5%，相對於 2008 至 2012 年間複合年增長率的 18.2% 及 23.2%。
- ✓ 普華和順擁有強勁的研發能力。於其短期產品線中，集團現擁有五款新型創傷產品及七款新型脊柱產品，該等產品預期皆於 2014 年上半年前推出市場。至於高級輸液器，目前集團擁有一款已註冊並進入測試階段的新產品以及七款進入後臨床試驗階段的新產品，而該等產品預期將於 2014 年推出市場。
- ✓ 普華和順將尋求戰略收購作未來業務擴充。集團除了著眼於可補充其現有產品組合及推動業務增長的產品及技術外，集團亦會在現有業務範圍外，考慮一些具足夠吸引增長前景及盈利能力的醫療器械產品及技術。

□ 劣勢與風險：

- × 中國骨科植入物市場及輸液器市場競爭異常激烈，並預期競爭將會加劇。其大部分產品線均面對中國境內生產商及跨國企業的直接競爭。部分跨國企業競爭對手已透過收購中國國內的生產商提升其市場地位。倘集團未能如其競爭對手一般快速有效地開發有競爭力的產品以及獲得監管部門的批文或許可，其產品銷售或將有所下降。
- × 其絕大部分收入需依靠其分銷商。於 2010、2011、2012 年及截至 2012 年及 2013 年 6 月 30 日止六個月，其五大分銷商分別約佔普華和順的總收入的 16.3%、54.5%、51.4%、61.1% 及 25.6%。此外，集團亦一般不會與其分銷商訂立長期協議。倘其任何主要分銷商大幅降低其提供予集團的訂單規模或數量，或完全終止其與集團的業務關係，普華和順的業績將受到不利影響。
- × 以普華和順的招股價中位數計算，其 2012 年歷史市盈率為 37.9 倍，而其同業平均值為 22.3 倍。考慮到其相對較低的毛利率以及較小的公司規模，普華和順的估值並不吸引。

投資建議：中性

## 重要披露 / 分析員聲明 / 免責聲明

本報告為東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）之全資附屬機構 – 東亞證券有限公司（「東亞證券」）所編制。

主要負責本報告內容（不論全部或部分）之每一位元分析員申明 (i) 本報告內容準確反映其對本報告所提及的公司或證券所持的個人觀點；及 (ii) 其所得報酬與本報告所提及的意見或觀點並不構成任何直接或間接之關係。

本報告僅作參考資料之用，本公司無意就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容，均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據東亞證券認為可靠的資料而編制，惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。而本報告所載之資料及意見，乃反映本報告在發表之日有關分析員的見解，本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。本報告所提及的意見，並未考慮讀者之任何特定投資目標、財務狀況及任何特定需要，投資者須獨立思考，不應依賴本報告而作出其投資決定。投資涉及風險，投資者應小心作出投資決定。如有需要，並應向其他專業顧問尋求獨立的法律或財務意見。東亞證券有限公司及/或東亞銀行集團不會就任何人士因使用本報告或其內容而招致的任何直接或間接損失而負上任何責任。

于本報告編制之時，東亞證券並未持有本報告所提及的公司之任何權益，而東亞銀行與集團內之其他聯屬/聯營公司及/或有聯繫人士，則可能不時持有本報告提及的公司權益。東亞銀行及其聯屬/聯營公司、有關的董事及/或員工均可能就本報告所提及的股份持倉、及/或就該等股份作出交易，及/或為該等公司提供/尋求提供經紀、投資銀行及其它銀行服務。

東亞銀行及/或其聯屬/聯營公司可能就本報告所提及之股份實益持有 1%或以上之任何普通股權益；並可能於過去 12 個月及/或未來 3 個月內，因向本報告所提及的公司提供投資銀行服務而向該公司 / 該等公司收取相關的報酬。

本報告並不擬向屬於任何司法管轄區的市民或居民，或其所在的任何人士或機構派發或供其使用，以致該等派發、刊載、提供或使用違反當地適用之法律或規例。