

推荐

中国领先 IT 服务商 转型布局企业云

浪潮国际 (596.HK)

2018-06-12 星期二

#### 股本数据

总股本(亿): 9.52  
市值(亿): 28.87  
52周高/低 (HK\$): 3.19/1.54  
所属行业: TMT

#### 主要股东

浪潮海外投资有限公司 (30.28%)  
浪潮云投有限公司 (20.30%)  
王予昆 (6.96%)

#### 52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



#### 国元国际研究部

电话: (852) 3769 6888  
(86) 755-2151 9182  
Email: licr@gyzq.com.hk

## 投资要点

### 抓住市场发展新机遇，布局企业云领域：

集团紧抓“企业上云”机遇，浪潮ERP云化升级为浪潮企业云，以互联、共享、智能理念为引领，提供包括领域云、行业云、小微企业云的全方位云服务。2017年5月浪潮国际在北京正式发布新一代企业云平台GS 7.0，产品基于混合云的模式，实现广泛连接，为客户打通商业网络。公司未来继续以云服务全面布局模式为主攻方向，2017年公司“人力云”(HCM)签约了中国铁建、广东粤财、广州塔、中国能源建设、兰州市轨道交通、山东能源临沂矿业集团、中电建路桥集团等大型企业客户，注册用户数超80万，最高单日PV超过127万。在中型企业市场，于11月发布浪潮PS365 Cloud；而在小微企业市场，则发布浪潮云会计及云进销存。目前云业务占公司整体收入比重约2.6%，但是业务发展非常迅速，同比增速高达84.3%。随着公司将战略重心转移到云ERP业务上，未来云ERP收入占比将会快速提升，预计5年内收入占比将会提升至20%以上。

### 管理软件业务收入保持稳定增长：

公司2017年来自管理软件销售的收入同比增长25.64%至港币10.4亿元，占收入比重提升至79%；软件外包业务收入同比下降17.3%。预计未来公司的主要增长动力还是来自于管理软件销售，从目前公司在手订单情况来看，2017年签约合同金额同比增长49%，预计2018年管理软件收入增速能够保持20%以上，为公司提供稳定的收入及现金流。使得公司有更多资源投入到云ERP业务中，继续向云计算SaaS产品和服务供货商转型，满足客户在云环境下的IT规划、企业应用集成等业务需求，打造浪潮在“云ERP”市场的领军品牌。

### 有潜力成为云ERP领域领军企业，首次覆盖评级推荐：

考虑到公司核心客户资源优势，我们预计该公司在未来几年收入保持稳定增长，云服务收入大幅提升。截至2017年底公司银行存款达到13.5亿，账上现金充足。有潜力成为云ERP领域领军企业，首次覆盖给予目标价3.5，对应2018年23倍PE，有15%上升空间，评级推荐。

### 关键财务指标预测 (未对浪潮天元进行并表)

截至12月31日财政年度	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
总营收 (百万港元)	972	1,163	1,318	1,621	1,962
变动	-42.8%	19.7%	13.3%	23.0%	21.0%
净利润 (百万港元)	-24	61	110	142	166
变动	N/A	N/A	80.88%	30.05%	16.24%
净利润率	-2.49%	5.21%	8.31%	8.79%	8.44%
每股盈利 (港元)	-0.03	0.06	0.12	0.15	0.17
基于股价的市盈率 (倍)	-120.5	48.1	26.6	20.5	17.6

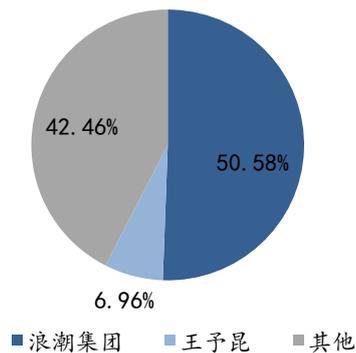
资料来源：公司年报、国元国际预测

## 中国领先 IT 服务商

浪潮国际有限公司，2004 年 4 月在香港联交所创业板上市，2008 年 8 月 29 日转至香港主板。截止目前，已全面实现主营业务由贸易向管理软件开发的转型，并且开始布局企业云领域。在未来几年的时间内，公司将加大对企业 SaaS 及云服务的投资力度，进一步提升公司在这些领域的地位。

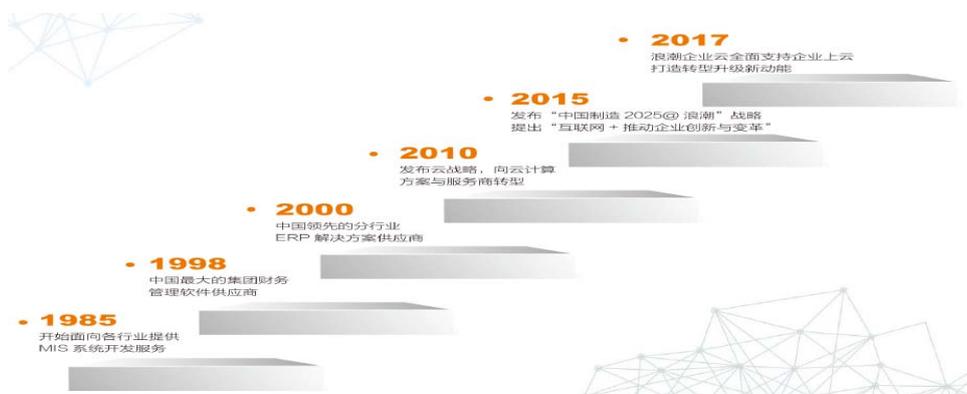
浪潮集团是中国领先的云计算、大数据服务商，旗下拥有浪潮信息、浪潮软件、浪潮国际、华光光电四家上市公司，业务涵盖云数据中心、云服务大数据、智慧城市、智慧企业四大产业群组，形成了涵盖 IaaS、PaaS、SaaS 三个层面的整体解决方案服务能力。综合实力位列 2015 年中国电子信息产业百强第 11 位、中国 IT 企业前两位、中国自主品牌软件厂商第一位。浪潮国际（0596.HK）作为浪潮旗下的上市子公司之一，主要业务包括管理软件及相关服务和软件外包业务，其中管理软件及相关服务又包括云服务业务和软件及数据服务。

图表 1、浪潮国际股东结构



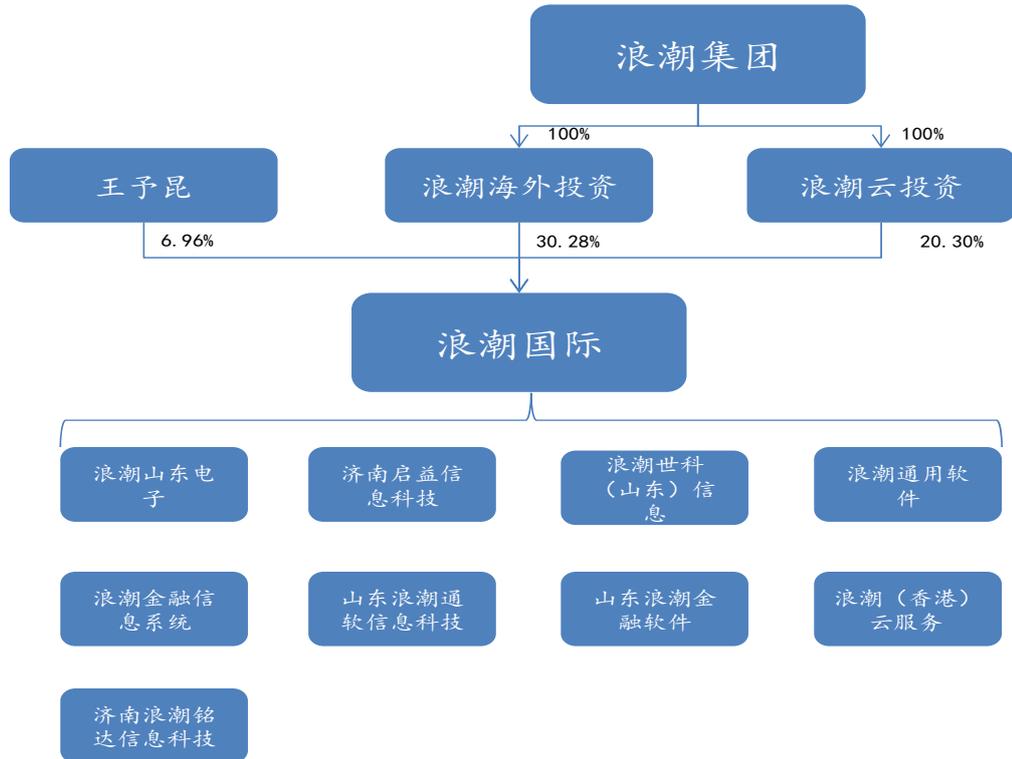
数据来源：公司年报，国元国际

图表 2、公司发展历程



数据来源：公司资料，国元国际

图表 3、公司架构



数据来源：公司资料，国元国际

## 管理层团队

王兴山先生, 53 岁, 为公司董事会主席, 执行董事, 首席执行官, 王先生于中国 IT 行业 (特别是软件与 IT 服务行业) 的运营和管理有着超过 20 年的经验, 多项成果获国家或省专项奖励, 当选为二零零二年度中国软件产业十大领军人物之一, 亦为中国软件协会常务理事, 中国制造业信息化常务副理事长, 国家 863 计划评审专家, 华中科技大学、山东大学兼职教授。

靳小州先生, 56 岁, 执行董事, 有 30 多年的 I.T. 行业从业经验, 主管风险投资、设计规划、管理开发方面的工作。从 2005 年靳先生加入集团, 他将公司由传统 I.T. 服务外包转型进入到云计算大数据服务等新领域。

李文光先生, 49 岁, 执行董事, 总裁, 首席营运官, 拥有逾十五年的业务管理经验, 于公司主要负责营运总监。

## 公司业务简介

公司有两个主营业务：

1、软件销售及相关服务，包括销售企业 ERP 产品及云服务；

传统产业面临改造升级，新技术、新产业、新业态、新模式不断出现。以云计算为代表的 IT 技术成为实现新旧动能转换的重要驱动力。2017 年公司紧抓企业上云机遇，目前推出 GS7 平台及财务云、人力云、采购云、大数据分析云等浪潮云 ERP 系列产品。以互联、共享、智慧理念为引领，加速企业数字化转型。

2、软件开发外包业务，承担全球 500 强及优秀 IT 企业的系统应用研发、嵌入式系统开发等业务。

2017 年因主要客户业务的市场策略调整，导致公司外包业务收入同比下降，外包业务面临业务转型和拓展新的客户双重困难。公司将继续业务转型，增加服务形式、创新服务内容、拓展服务范围，扩大新型外包业务比例，推动软件外包业务向产品、平台、云与大数据全面转型。力求完成外包服务模式从传统模式，向基于云计算的 IT 服务模式转变。

图表 4、2015 年-2017 年公司收入结构（亿港元）



数据来源：公司财报，国元国际

图表 5、公司的软件销售及相关服务

业务简介	
通信行业	面向电信网络和运营管理的各种 IT 支撑系统，为电信客户企业客户提供咨询、产品研发、系统集成、IT 服务等一系列、全方位的解决方案；包括电信网络运营支撑系统（OSS）、电信管理支撑系统（MSS）和电信运营外包服务等。
企业（ERP）	与用友软件、金蝶软件（HK. 0268）并列为国内三大 ERP 软件供应商，在多个领域市场占有率第一。未来几年中，在继续保持高端市场占有率领先地位的基础上，向中、小企业客户扩张，今后几年的增长将远超过同行业平均增长速度。

数据来源：公司财报，国元国际

公司的云 ERP 产品能够为任意规模的企业，利用多年来耕耘云 ERP 市场的经验，顺应企业数字化转型需求强劲的增长趋势，全面贯彻落实“以数据为核心”的战略，利用云计算、大数据、物联网、人工智能等新技术，以浪潮企业云作为企业转型升级的新动能，

旨在助力客户打造智能型企业，向云服务、数据服务转型，力求成为中国企业管理软件与云服务的领导厂商。

图表 6、浪潮云 ERP 覆盖大中小企业



数据来源：公司财报，国元国际

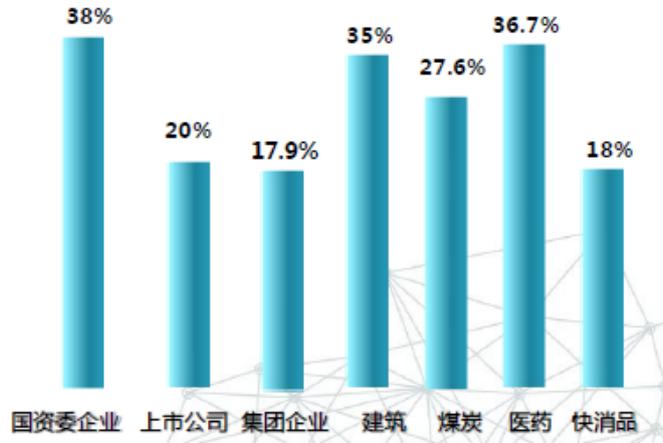
图表 7、主要平台及产品简介

主要平台及产品简介	
浪潮 GS7 平台	管理会计与新一代信息技术深度融合，涵盖财务云、人力云、采购云、供应链云、营销云、分析云、协同云，助力大型集团企业创新管理模式，加速企业数字化转型
财务共享云	网上报账、预算管理、集成商旅管理、电子发票、税务管理、电子影像、资金管理等财务管理内容，结合财务共享五级成熟度模型，为不同集团企业量身打造适合企业自身的财务共享云
浪潮人力云 HCM Cloud	对内连接 HR 专员、高管、部门经理、员工、候选人，对外连接招聘网站、移动设备、地图等，提供自助服务云、招聘云、考勤云、绩效云、共享服务云等服务，打造以外部体验为导向、移动互联为基础、共享服务为支撑的人力云
浪潮采购云 iGO Cloud	电子寻源云、专业市场云、电子超市云、增值服务云，能够提供交易撮合、供应协作、供应商关系管理、供应链金融等 9 类共享服务
浪潮云 +	企业云生态的统一入口，可以集成线上线下、不同供应商的企业移动应用，提供协同、审批、报销、人力、分析等移动功能，帮助企业在云服务时代，打破时空壁垒，提升协同效率
PS365	租用服务替代传统软件销售，为中小企业提供财务、供应链、生产制造等信息化的云应用软件。按需部署、按需服务，降低信息化应用门槛，开启中小企业云 ERP 之路
云会计、 云进销存	颠覆了传统软件的模式，推动小微企业与互联网连接。真正实现了免安装、免维护、免升级，随时随地有网就能办公的功能。专业便捷，高效智能，提升小微企业业务管理水平。
PS Cloud	是一款为中小企业搭建的应用平台，具有开放、共享、敏捷等特性，涵盖协同研发、产业链协同、智能制造、财务共享、人力资源管理、数字营销等多种应用场景，为中小企业提供一站式解决方案。

来源：公司资料、国元国际

公司智慧粮食解决方案市场占有率第一，建筑、制药、装备制造等行业应用市场覆盖率领先。企业服务公司广泛，包括国资委企业、上市公司、集团企业、建筑、煤炭、医药、快消品等公司。其中服务过国资委 38% 企业，占比较高。

图表 8、企业服务公司行业广泛



数据来源：公司财报，国元国际

图表 9、企业服务各行业众多公司

		中央企业客户 国资委企业38% 中国500强26%			

数据来源：公司财报，国元国际

## 云计算行业规模

所谓云，就是使用互联网来接入存储或者运行在远程服务器端的应用、数据、或者服务。它的基本原理是：将计算能力部署在云计算中心大量的分布式计算机上。企业不需要自建服务器，当需要取用时，通过网络连接到云计算中心，根据自身需求访问计算机和存储系统。

任何一个使用基于互联网的方法来计算、存储和开发的公司，技术上都可以称之为从事云的公司。根据公司提供的服务分层，按由下到上的顺序为：

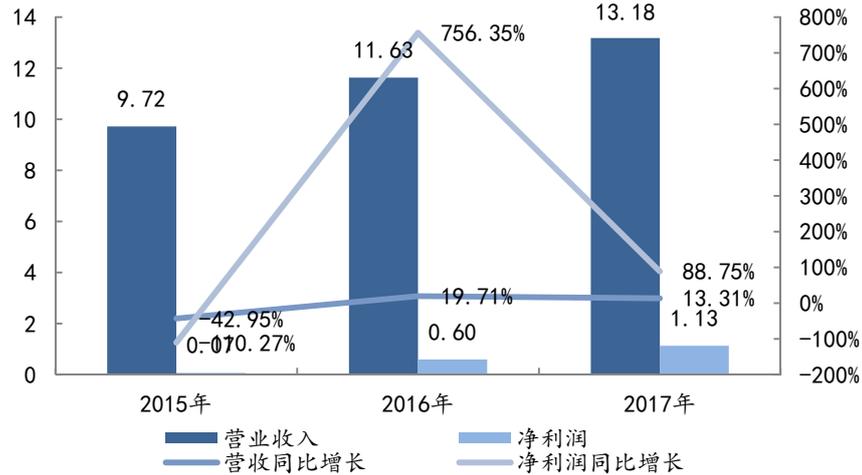
- 1、IaaS（基础设施即服务 Infrastructure as a Service），典型如 Amazon Web Service（AWS）、阿里云、腾讯云。
- 2、PaaS（平台即服务 Platform as a Service） 面向软件开发者，提供基础开发平台和运行平台。如谷歌 AppEngine。



## 财务分析

2017 年公司收入 13.18 亿港元增长 13.3%，净利润 1.13 亿港元增长 88.75%。2017 年年终每股派息 0.03 港元，其中来自管理软件及服务收入大幅度增长，为 10.4 亿港元，占营业总收入的 79%。同比增长 25.64%。公司的一系列转型终于取得成果，持续经营业务利润大幅增长。2017 年报显示，总资产 30.57 亿港元，流动资产 18.14 亿港元，流动负债 9.17 亿港元，银行存款 13.5 亿港币，无借款，财务状况稳健。

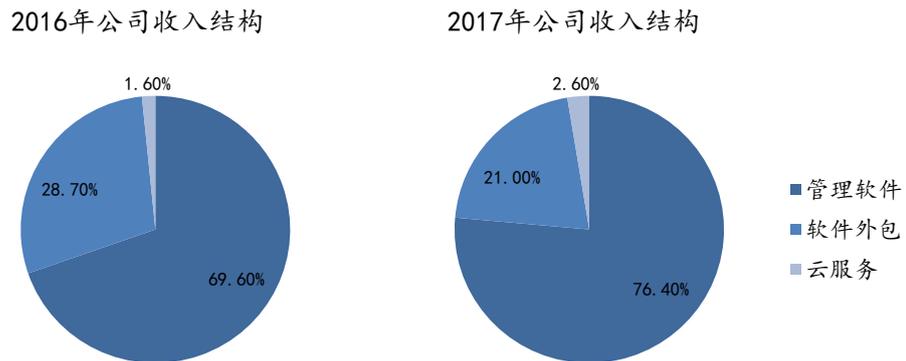
图表 12、公司收入及利润（亿港元）



数据来源：公司资料，国元国际

从收入结构来看，销售管理软件及服务占公司收入比重最大，达到 63.3%。该业务同比增长 25%，主要是由于公司 2017 年新增客户所带动。

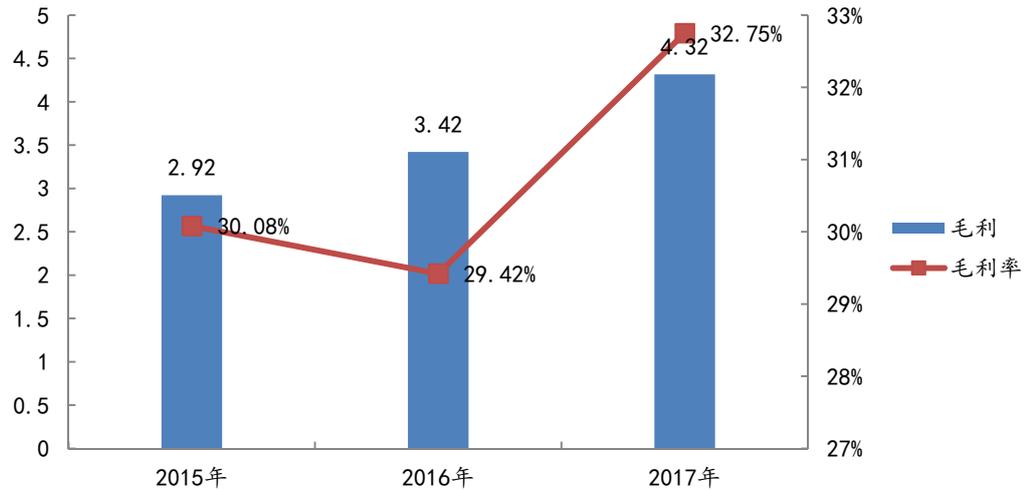
图表 13、公司收入结构变化



数据来源：公司资料，国元国际

2017 年公司经营业务毛利润 4.32 亿港元，同比增长 26.16%，毛利率 32.75%，毛利率同比增加的主要原因为产品标准化程度提高，管理软件业务毛利率增加所致。

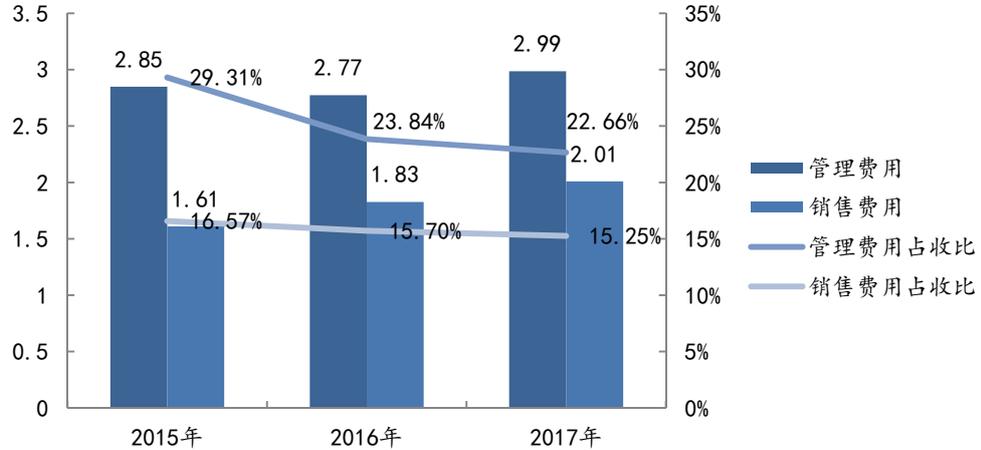
图表 14、公司毛利及毛利率（亿港元）



数据来源：公司资料，国元国际

公司分销成本及行政费用近几年有效管控，2017年分销成本及行政费用共4.9亿港元，同比增加8.6%，主要是由于销售人员的增加所致。

图表 15、公司行政费用、及销售分销成本（亿港元）



数据来源：公司资料，国元国际

图表 16：资本结构分析

	2015年	2016年	2017年
<b>资本结构</b>			
资产负债率	32.49	34.74	31.91
权益乘数	1.48	1.53	1.47
流动资产/总资产	56.32	58.39	59.35
非流动资产/总资产	43.68	41.61	40.65
归属母公司股东的权益/全部投入资本	117.42	96.09	122.06

流动负债/负债合计	94.29	94.06	94.07
非流动负债/负债合计	5.71	5.94	5.93

#### 偿债能力

流动比率	1.84	1.79	1.98
速动比率	1.84	1.78	1.96
货币资金/流动负债	1.39	0.98	1.47
营业利润/流动负债	-0.19	-0.10	-0.03
营业利润/负债合计	-0.18	-0.09	-0.03
经营活动产生的现金流量净额/流动负债	0.09	0.15	
经营活动产生的现金流量净额/负债合计	0.08	0.14	
经营活动产生的现金流量净额/净债务	-0.06	-0.16	
归属母公司股东的权益/负债合计	2.08	1.88	2.13

来源：公司资料、国元国际

## 公司业务近期发展情况

公司 2017 年顺应企业数字化转型需求强劲的增长趋势，利用云计算、大数据、物联网、人工智能等新技术，以浪潮企业云作为企业转型升级的新动能，旨在助力客户打造智能型企业，向云服务、数据服务转型，力求成为中国企业管理软件与云服务的领导厂商。

### 一：企业管理软件相关业务

#### 1、云服务业务

**紧抓企业上云机遇**，浪潮 ERP 云化升级为浪潮企业云，2017 在北京发布 GS7.0，推出财务云、人力云、采购云、大数据分析云等浪潮云 ERP 系列产品，以互联、共享、智慧理念为引领，为企业构建智慧大脑，加速企业数字化转型。在中型企业市场，于 2017 年 11 月发布浪潮 PS365 Cloud。2018 年 4 月与 Odoo 设立合资公司，并于 4 月 25 日，在浪潮云 ERP 生态伙伴大会上，浪潮与 Odoo 合资研发的第一款基于微服务架构的开源 ERP 产品 -- PS Cloud 正式发布。在小微企业市场，发布浪潮云会计及云进销存。2017 年公司已全面覆盖大中小微企业市场，以高质量云引擎赋能浪潮伙伴和企业，构建云时代的核心竞争力。

**人力云的应用场景产品体验提升**，持续优化人事系统、薪酬系统等多个应用场景体验，定位于为大中型企业提供专业人力资源云服务解决方案。2017 年公司正式发布云考勤、云招聘产品，核心架构能力领先于对手，加快市场推广，2017 年签约中国铁建、广东粤财、广州塔、中国能源建设、兰州市轨道交通、山东能源临沂矿业集团、中电建路桥集团等典型客户，注册用户数超 80 万，最高日 PV 超 127 万。

**采购云(iGo)实现采购模式全覆盖**，已成为建筑行业的电子采购第一品牌，2017 年已成功签约中国电子科技集团、江苏金陵科技集团、山东联盟化工、浙江伟星实业、鲁班（北京）电子商务科技有限公司等典型客户。公司正式发布云+智慧化企业协同平台，包含移动门户、数字化工作平台、数字化协同平台、智能助理和移动开放平

台五大功能，帮助企业塑造全新工作方式。以公有云模式提供移动应用服务，作为员工协同与移动应用统一入口，集成GS、PS及第三方业务应用，融合基于自然语言的对话式平台等智能化功能，获得市场好评，已在中国国际工程咨询有限公司、上海飞机设计研究院、承德热力集团等典型客户正式上线，注册用户数过10万，日PV超过55万。

云会计注册用户已超过40万，产品自2016年底上线以来，凭着简单、移动、智慧特点，随时随地办公，帮助小微企业大大提升工作效率，节省至少60%的重复性工作。2018年1月，由工信部中小企业发展促进中心举办的第六届中国中小企业服务大会上，浪潮云会计在线成功入选2017中国中小企业首先服务商。

## 2、软件及数据服务业务

管理软件继续保持大幅度增长，签约合同金额同比增长49%。2017年4月26日，浪潮在上海国家会计学院隆重举办主题为新财务大共享的集团企业财务共享高峰论坛，进一步提出新财务大共享的理念。于2017年10月23日，浪潮与西安欧亚学院联合建设的全国首家高校财务共享体验中心正式发布，共同推动管理会计在高校教学的研究与实践。于2017年11月11日，浪潮又在上海与上海国家会计学院、ICAEW、CGMA、ACCA、IMA等联合主办大数据与管理会计创新论坛。本次论坛上，浪潮与上海国家会计学院、ICAEW面向全球联合发布《大数据在中国企业管理中的应用实践与启示》报告，帮助企业挖掘数据价值。

紧抓粮食行业信息化升级新机遇，提供基于物联网的智慧粮食整体解决方案和产品，面向各级粮食主管部门和大、中、小、微不同规模的粮库提供服务。智慧粮食解决方案。2017年再次签约中国储备粮管理集团公司、国家粮食局、山东省粮食局以及河南安徽、湖南等省份粮食行业信息化重大项目。公司在粮食信息化领域，市场占有率继续保持第一。

## 二：软件外包业务

外包业务面临业务转型和拓展新的客户双重困难。公司通过继续挖掘微软、古河电工、移动卓望等客户的业务布局核心，2017年成功签约海尔等新的客户，承接新的业务，切实推进了与古河电工在云计算方面的合作，配合其全球统一化项目，为其项目在国内、亚太及全球的推进打下良好基础。

## 三：重组通信行业软件业务——浪潮天元

浪潮天元通信信息系统有限公司（前称浪潮通信信息系统有限公司）经营范围包括提供计算机信息系统及通信技术开发、生产、销售、集成、培训、技术咨询等。是浪潮集团内唯一的通信行业解决方案提供商，为通信运营商提供全方位的综合业务服务、网络运维、运营管理等支撑系统。根据购买协议浪潮国际将同意向控股股东浪潮海外购买其子公司Popular Vision的全部已发行股本，总代价约为人民币7.7亿元，购买方式有两种 a. 由浪潮国际按发行价每股代价股份2.65港元向大股东配售1.4亿股股份（约占已发行股份15%）及承担股东4.6亿元贷款的方式支付； b. 浪

浪潮国际支付的现金人民币 7546 万元及配发 4638 万股股份（约占已发行股份 5%）的方式支付。同时公司还将收购小股东 25% 的天元股权，公司将合并持有 76% 天元股份。浪潮天元承诺 2018 年及 2019 年的净利润分别不低于 7200 万及 8640 万，并表后对公司整体收入及利润将有较大提升。预计重组成功后，浪潮天元 2018 年将为公司贡献 4 亿元及 7200 万以上收入及利润增长。

#### 四：浪潮与 Odoo 成立合资公司 共同开拓中小企业 SaaS 市场

4 月浪潮国际与 Odoo 共同披露战略合作，双方将在中国成立合资公司，重点发展中小企业 SaaS 服务业务。根据合作协议，合资公司面向中小企业提供 SaaS 服务。合资公司将依托双方在技术和市场方面的多重优势，推出基于微服务架构的开源 ERP 产品—PS Cloud。PS Cloud 将提供涵盖协同研发、产业链协同、智能制造、财务共享、人力资源管理、数字营销等多个应用，为中小企业提供一站式解决方案，全力打造中小企业 SaaS 服务新引擎。

此次合资公司的成立，是浪潮推动云计算战略 3.0 落地，打造平台生态型企业的重要举措，将进一步促进浪潮发展 SaaS 服务，加快国际化步伐。在中国大力推动数字经济、共享经济的环境下，企业上云的需求进一步被激发，浪潮将在面向大中小微企业提供整体云 ERP 解决方案的基础之上，通过搭建云平台，发展云伙伴，构建生态体系，不断开拓企业市场，全面助力企业上云，构建智慧企业大脑，加速数字化转型。

Odoo——是欧洲中小企业软件市场知名厂商，拥有成熟的云 ERP 产品和 SaaS 理念，是欧洲应用最广泛、市场占有率最高的 ERP 软件；拥有 950 个合作商，以销售与 CRM，为世界超过 370 万的软件用户提供完整企业管理解决方案。Odoo 官方发布的标准功能模块有 100 多个，由开源社区 Open Object Community 提供的功能模块近 2000 个。该款软件与 SAP 功能相似度达 70%，但整体代码比 SAP 少 40%。Odoo 的优势就是企业能像搭乐高积木一样建构自己期望的系统，仅利用 Odoo 自身的底层框架，也能构建出适合各种用途的系统，纯 B/S 架构。而该社区提供的功能都是免费的，并且不受限于源代码，也不受于用户数的限制。Odoo 的主要模块包括：销售、采购、库存、财务、生产、项目管理、CRM、POS、人力资源、车辆管理、午餐管理等等。APP 市场中已经包含 5000 余个模块，可随意搭配符合自己企业的定制化开源软件，并可与已有系统集成，可以为企业提供一体化的解决方案系统。

## 公司竞争优势

### 管理软件大幅度增长

签约合同金额同比增长 49%；

管理软件收入同比增长 25.64%，领先竞争对手；

智慧粮物联网解决方案市场占有率国内第一；

集团型客户信息化需求增长强劲，国企重组引致市场机会大；

## 云服务全面布局

在大型企业市场，于6月发布浪潮GS 7  
在中型企业市场，于11月发布浪潮PS365 Cloud；  
在小微企业市场，发布浪潮云会计及云进销存；

## 财力充足

银行存款13.5亿港币，无借款；  
投资物业增长潜力大；

## 潜在风险

- 1、云ERP业务增速不达预期
- 2、核心客户流失
- 3、激烈竞争使成本费用大幅提升
- 4、并购事项没有得到小股东通过

# 盈利预测

## 财务报表摘要

### 损益表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>972</b>	<b>1,163</b>	<b>1,318</b>	<b>1,621</b>	<b>1,962</b>
成本	(679.4)	(821.0)	(886.3)	(1,084.5)	(1,292.6)
<b>毛利</b>	<b>292</b>	<b>342</b>	<b>432</b>	<b>537</b>	<b>669</b>
销售费用	(161)	(183)	(201)	(212)	(257)
行政费用	(285)	(277)	(299)	(344)	(416)
物业公允价值变动	0	21	18	0	0
其他收益	98	156	136	143	150
联营公司损益	44	29	41	42	46
<b>除税前溢利</b>	<b>(12)</b>	<b>88</b>	<b>127</b>	<b>165</b>	<b>192</b>
所得税	(12)	(27)	(18)	(23)	(27)
<b>净利润</b>	<b>(24)</b>	<b>61</b>	<b>110</b>	<b>142</b>	<b>166</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-42.8%	19.7%	13.3%	23.0%	21.0%
净利润 (%)	N/A	N/A	80.9%	30.0%	16.2%

### 资产负债表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
固定资产	505.8	312.9	323.3	355.7	391.2
预付租金	35.6	32.4	34.0	34.0	34.0
投资性房地产	269.3	506.6	567.9	567.9	567.9
可供出售投资	21.5	20.1	21.6	21.6	21.6
于联营公司之权益	127.7	102.9	150.1	150.1	150.1
于合营公司之权益	166.0	131.2	145.6	145.6	145.6
<b>固定资产合计</b>	<b>1,125.8</b>	<b>1,106.1</b>	<b>1,242.5</b>	<b>1,274.9</b>	<b>1,310.4</b>
存货	1.9	8.3	12.6	15.4	18.4
应收账款及应收票据	116.2	160.8	159.2	195.8	237.0
预付租金	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
预付款项及其它应收款	51.1	78.8	73.7	77.4	81.3
委托贷款	0.0	326.9	0.0	0.0	0.0
其他应收款	171.1	105.0	202.8	222.7	244.9
已抵押银行存款	15.0	18.4	14.1	14.1	14.1
货币资金	1,095.2	853.0	1,350.8	1,517.6	1,703.1
<b>流动资产合计</b>	<b>1,451.4</b>	<b>1,552.1</b>	<b>1,814.1</b>	<b>2,043.9</b>	<b>2,299.7</b>
应付账款及应付票据	134.2	96.2	114.6	140.2	167.1
按金及其他应付款	470.2	479.9	439.6	457.2	475.5
其他应付款	162.5	230.1	272.8	327.0	384.0
递延政府补贴收入	12.1	49.8	70.3	85.0	102.9
应交税费	10.4	12.9	20.2	26.2	30.5
<b>流动负债合计</b>	<b>789.4</b>	<b>868.7</b>	<b>917.5</b>	<b>1,035.8</b>	<b>1,160.0</b>
递延收入	28.1	12.5	5.7	7.0	8.5
递延税项负债	19.8	42.4	52.2	52.2	52.2
<b>股东权益合计</b>	<b>1739.9</b>	<b>1734.6</b>	<b>2081.3</b>	<b>2223.8</b>	<b>2389.4</b>

### 财务分析

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	30.1%	29.4%	32.8%	33.1%	34.1%
EBITDA 率 (%)	-1.3%	7.5%	9.6%	10.2%	9.8%
净利率 (%)	-2.5%	5.2%	8.3%	8.8%	8.4%
ROE	-1.4%	3.5%	5.3%	6.4%	6.9%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	45.9%	39.5%	37.9%	34.3%	34.3%
实际税率 (%)	N/A	-31.0%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
应收账款天数	423	393	415	409	405
应付账款天数	157	143	157	155	153
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.83	0.89	0.87	0.92	0.96
收入/总资产	0.38	0.44	0.43	0.49	0.54
总资产/权益	1.48	1.53	1.47	1.49	1.51

### 现金流量表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>(24.0)</b>	<b>60.6</b>	<b>109.6</b>	<b>142.5</b>	<b>165.6</b>
所得税调整	23.5	27.2	17.6	22.8	26.5
非现金调整	(61.4)	(60.5)	(24.7)	(1.7)	(2.4)
资本变动	152.1	116.0	(93.4)	49.2	49.8
已付所得税	(22.7)	(10.2)	(4.3)	(5.6)	(6.5)
<b>营运现金流</b>	<b>67.5</b>	<b>133.0</b>	<b>4.7</b>	<b>207.3</b>	<b>233.0</b>
物业及设备变动	(248.5)	(18.1)	(1.0)	(1.2)	(1.5)
向附属公司贷款	(657.5)	(677.6)	0.0	0.0	0.0
附属公司还款	794.4	346.3	341.6	0.0	0.0
其他投资活动	161.5	65.9	24.3	(39.3)	(46.0)
<b>投资活动现金流</b>	<b>49.9</b>	<b>(283.5)</b>	<b>364.9</b>	<b>(40.5)</b>	<b>(47.4)</b>
向同系公司垫款	43.1	(5.8)	(15.4)	0.0	0.0
其他融资及投资	(27.0)	(27.0)	62.1	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>16.0</b>	<b>(32.8)</b>	<b>46.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>现金变化</b>	<b>133.4</b>	<b>(183.3)</b>	<b>416.3</b>	<b>166.8</b>	<b>185.6</b>
期初持有现金	1,016.0	1,095.2	853.0	1,350.8	1,517.6
汇兑变化	(54.2)	(58.9)	81.5	0.0	0.0
<b>期末持有现金</b>	<b>1,095.2</b>	<b>853.0</b>	<b>1,350.8</b>	<b>1,517.6</b>	<b>1,703.1</b>

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级：

<b>强烈推荐</b>	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
<b>推荐</b>	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
<b>中性</b>	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
<b>卖出</b>	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
<b>强烈卖出</b>	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

### 免责声明：

此刊物仅供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

#### 规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

### 国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 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>