

2019年6月26日

声明：本报告中的所有市场数据均截止于2019年6月21日。该报告为2019年6月24日发布的英文报告

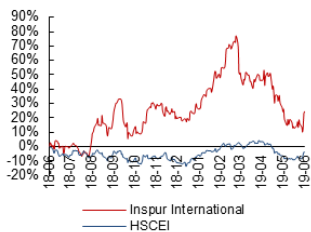
《Getting ahead in the cloud》的中文翻译版本。该中文翻译版本仅供客户的参考。如果该中文翻译版本与英文版本有任何不一致，以英文版本所述为准。客户需自行承担因依赖该中文翻译版本的内容所招致的任何风险。

## 买入 首次覆盖

市场数据：2019年6月21日

收盘价(港币)	3.49
目标价(港币)	5.00
HSCIE	10921
HSCCI	4417
52周高/低(港币)	5.13/2.57
市值(亿美元)	5.1
市值(亿港元)	39.7
流通股(百万股)	1139
汇率(美元/港币)	7.8

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

黄倩

A0230517010002

BGT702

huangqian@swsresearch.com

The clients shall have a comprehensive understanding of the disclosure and disclaimer upon the last page.

# 转云伊始

## 浪潮国际 (00596:HK)

### 财务数据及盈利预测

港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,965	2,443	2,889	3,403	4,076
同比增长率(%)	68.9	24.3	18.3	17.8	19.8
净利润(百万元)	139	324	264	279	314
同比增长率(%)	132.4	132.8	(18.4)	5.4	12.6
每股收益(元)	0.13	0.29	0.23	0.24	0.28
摊薄每股收益(元)	0.13	0.29	0.23	0.24	0.28
净资产收益率(%)	8.33	17.86	12.95	12.26	12.40
资产负债率(%)	53	44	49	54	55
股息率(%)	0.8	1.2	1.0	1.1	1.2
市盈率(倍)	26.5	12.0	14.9	14.3	12.7
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/Ebitda(倍)	10.1	8.1	10.6	9.3	7.7

注：“摊薄每股收益”是假设所有已发行可转换证券（如可转换优先股、可转换债券、股票期权和认股权证等）都已行权的情况下计算。

浪潮国际是浪潮集团的子公司，专注于企业服务业务。公司业务主要是传统 ERM 服务，从 2018 年开始着重向云转型。公司有传统 ERM、云业务、外包和物联网四个板块业务。2018 年，传统的 ERM 服务占总收入的 65%，云服务占 8%。公司无意扩大其现有的外包业务，物联网业务的硬件收入配合软件服务的发展或稳步增长。我们预测 19 年 EPS 为 0.23 元港币(同比下降 20%)，20 年 EPS 为 0.24 元港币(同比上升 4%)，21 年 EPS 为 0.28 元港币(同比上升 13%)。基于云业务 8x PS，其他业务 8x PE 的分部加总模型，我们得出目标价格为 5.0 港元。股价仍有 43% 的上涨空间，我们首次覆盖给予买入评级。

**更多 SaaS 产品即将上线。**浪潮国际的云部署已经成型，虽然比金蝶晚不少，但仍处于云快速发展的行业红利时期。对于大型企业，浪潮国际推出了部分 GS 云产品，于 2018 年 9 月发布。今年 9 月，GS 云将推出全云 SaaS 模块。该产品可与浪潮线下 GS 产品配合，形成客户定制需求的私有云、公有云或混合云。除了 GS 云之外，浪潮国际还与 ODOO 合资成立了一家公司于 2018 年 4 月推出了专为中小企业设计的 PS 云，浪潮持有合资企业 75% 的股权。对于小微企业，浪潮也有易云在线产品。

**云业务质量和扩张。**尽管 2018 年云业务里有约 70% 是私有云，但公司云业务都是基于 SaaS 商业模式搭建的。除了 GScloud 里面的实施费，剩下大部分都是可持续性的年费收入。公司预计到 2023 年整个云业务收入将达到总收入的 50%，其中大约有一半来自 GS 云，40% 以上来自 PS 云，PS 云对公司来说是一个较大的挑战，因为在公司的传统业务主要服务于大型企业，中小型客户较少。挑战也是机遇。如果 PS 云的发展如公司预期，会为公司整体的发展带来一片新的天地。

**首次覆盖给予买入评级。**我们预测 19 年 EPS 为 0.23 元港币(同比下降 20%)，20 年 EPS 为 0.24 元港币(同比上升 4%)，21 年 EPS 为 0.28 元港币(同比上升 13%)。由于云业务发展前期投入较多，因此利润会将有所下降。基于云业务 8x PS，其他业务 8x PE 的分部加总模型，我们得出目标价格为 5.0 港元，相当于 21x 19E PE、2.5x 19E PB、21x 20E PE、2.3x 20E PB。股价仍有 43% 上涨空间，我们首次覆盖给予买入评级。

## 传统 ERP 龙头上云

国企浪潮集团是中国最大的 IT 公司之一。集团业务涵盖云数据中心、云服务、智慧城市和智慧企业四大产业群组，提供 IaaS、PaaS 及 SaaS 解决方案。

目前浪潮集团旗下有三家上市公司，包括浪潮信息（000977:CH）、浪潮软件（600756:CH）和浪潮国际（00596:HK）。浪潮在中国 IT 行业地位独特，因其同时覆盖软硬件业务。浪潮信息主营硬件服务，营收大部分来自服务器和微型计算机销售。其服务器销售规模全球第三、国内第一。浪潮信息 2018 年营收同比大幅增长 84% 至 469 亿元。浪潮软件和浪潮国际主营软件服务，前者专攻政府解决方案，而后者面向企业服务市场。浪潮集团加码软件开发，尤其是在云服务相关领域（集团新的增长动能），并筹划浪潮云 IPO。

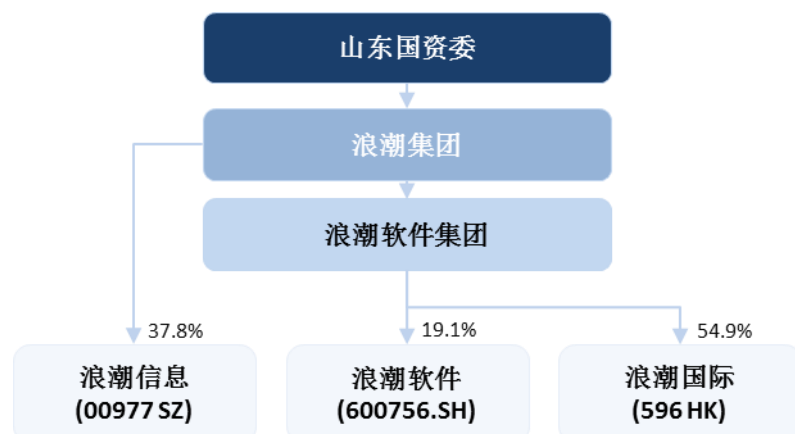
图 1：浪潮集团旗下公司

子公司	上市状态	代码	集团持股 (2018 年)	主营业务
浪潮信息	上市	000977 CH	37.80%	硬件：服务器和微型计算机
浪潮软件	上市	600756 CH	19.10%	政府解决方案：软件和系统集成
浪潮国际	上市	596 HK	54.60%	ERM（线下及云服务），面向国企和开放市场
浪潮云	筹划 IPO	n.a.	100%	云服务 IaaS
华光光电	退市	838157 CH	50.96%	激光二极管产品

资料来源：公司数据，申万宏源研究

2017 年 8 月浪潮集团增持浪潮国际股权，从 20% 以上增至 55%，收购溢价率超 30%，目前其持股比例为 55%。由于硬件销路良好且占据较大市场份额，浪潮集团有意加强软件开发业务。我们预计浪潮国际将持续获得集团在国企和政府资源方面的支持。

图 2：截至 2018 年底股权结构



资料来源：公司年报，申万宏源研究

根据 IDC 的报告，2017 年下半年浪潮国际在国内 ERP 市场位列第五，紧随甲骨文、SAP、用友和金蝶之后。赛迪集团数据显示公司连续 16 年蝉联中国大型企业

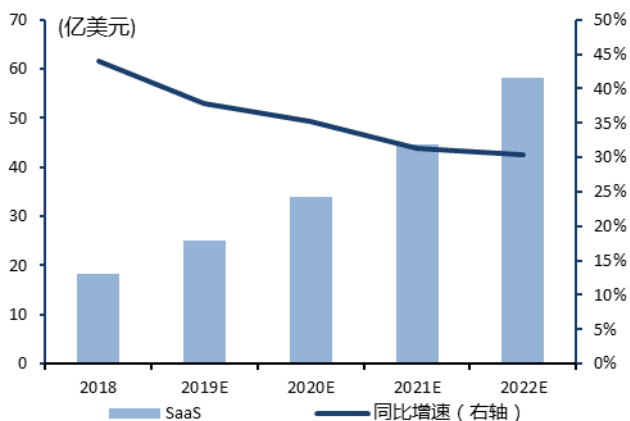
ERM 细分市场榜首，企业应用软件市场第二位。浪潮国际的客户大部分为国企央企。

近年来随着云行业的迅猛发展，云服务逐步成熟。我们发现云市场已发生质变，客户愈发活跃。由于获客成本下降，IaaS 和 SaaS 市场步入快速增长期，变现步伐加快。

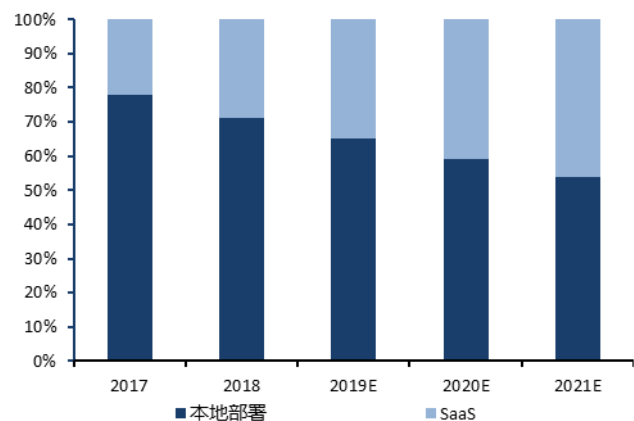
Canalys 的市场数据显示 2018 年全球云市场规模同比增长 46.5%至 800 亿美元。中国工信部数据也表明近几年中国云计算行业的年增长率达 30%。据甲子光年统计，全球科技公司首席信息官中 7.6%计划增加 SaaS 产品投入，为新增 IT 支出榜的第二大单项。IDC 关于中国公有云 SaaS 市场的报告指出 2018 年中国 SaaS 市场的增速较传统应用软件市场快八倍。

图 3：中国 SaaS 市场

图 4：中国 ERM 市场份额



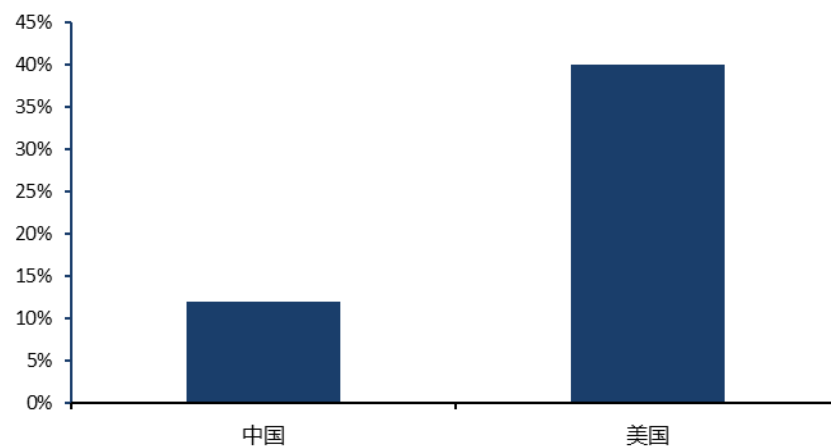
资料来源：IDC，申万宏源研究



资料来源：IDC，申万宏源研究

IaaS 公有云在国内的渗透率仅超过 10%，低于美国的 30-40%的渗透率。SaaS 在 IaaS 的基础上构建，IaaS 渗透率提高将进一步促进 SaaS 的发展。目前 SaaS 在国内呈上升趋势，随着渗透率的提高，其市场规模将逐步扩大。

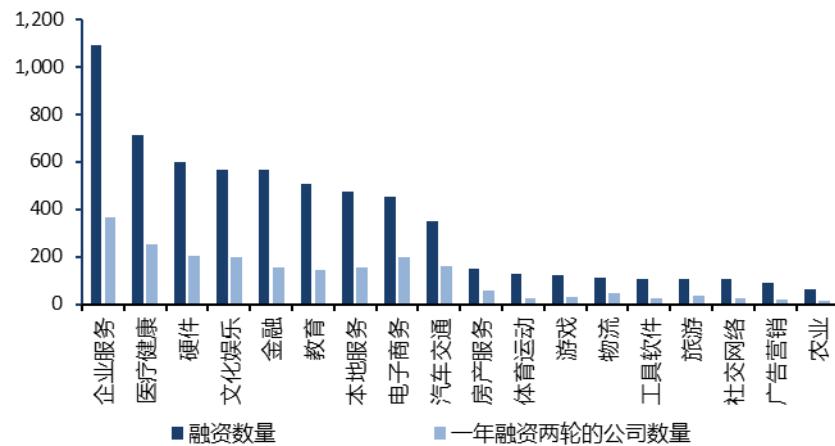
图 5：IaaS 渗透率



资料来源：AWS，申万宏源研究

近年来企业服务业务在一级市场吸引了大量投资。2018 年企业服务领域投资事件为 1,087 起，其中大部分与 SaaS 业务相关，超过了其他所有市场的投资数量。

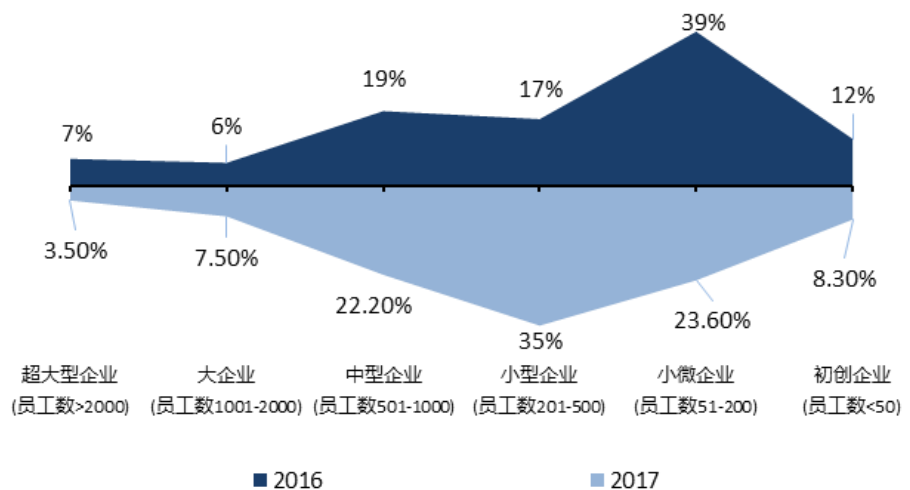
图 6:2018 年资本聚焦企业服务领域



资料来源：IT 桔子，申万宏源研究

云市场从小型企业向大企业普及，系因大企业最初担忧数据安全和数据传输速度。云服务的诞生降低了中小企业上云门槛，因此其接受度较快。最新数据显示企业级 SaaS 服务在大企业中快速扩张。2016 年使用 SaaS 的存量用户和未来一年打算采购 SaaS 的潜在用户的峰值出现在员工数为 51-200 人的小微企业，而 2017 年存量用户和潜在用户的峰值转移至中小企业（员工数介于 201-500 人及 501-1,000 人），合计占总数的 57.2%。

图 7：ERM 在国内各个规模企业间的渗透率

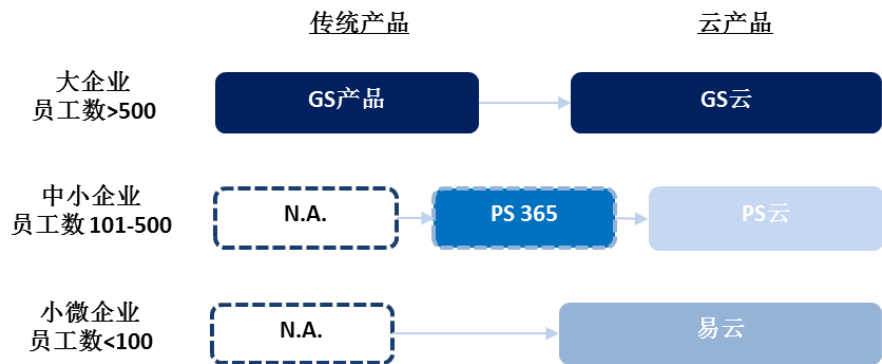


资料来源：IT 桔子，申万宏源研究

我们认为市场远未饱和。金蝶在国内中小企业中市场份额领先，2018 年末其金蝶云·星空的客户数量达到 9,500 家，而国内尚待开发的中小企业仍有数百万家。云业务在大企业中的普及刚刚起步，大部分大型企业一开始选择私有云或由子公司采用单一云模块。

浪潮国际的云业务布局落后于金蝶。对于大型企业，浪潮国际推出了部分 GS 云产品，于 2018 年 9 月发布。今年 9 月，GS 云将推出全云 SaaS 模块。该产品可与浪潮线下 GS 产品配合，形成客户定制需求的私有云、公有云或混合云。除了 GS 云之外，浪潮国际还与 ODOO 合资成立了一家公司于 2018 年 4 月推出了专为中小企业设计的 PS 云，浪潮持有合资企业 75% 的股权。对于小微企业，浪潮国际也有易云在线产品。

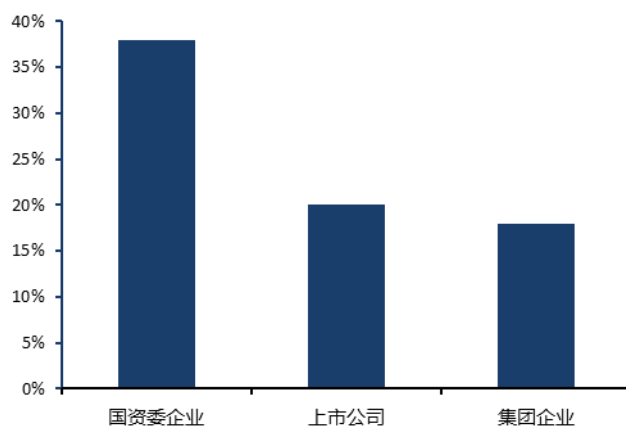
图 8：浪潮产品布局



资料来源：公司数据，申万宏源研究

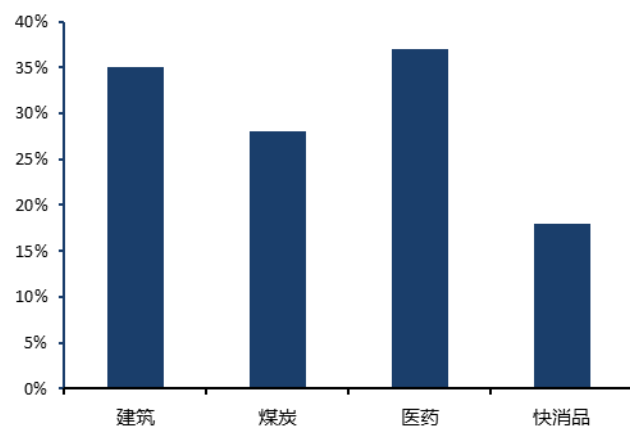
从线下 ERM 收入分析，GS 产品占总收入的 90% 以上。PS 365 是由传统转向云业务的过渡产品。目前 GS 传统用户数量逾 290 家，主要客户的单价约为 500 万元。公司客户中国企占比较高。去年，浪潮国际通过收购浪潮天元在电信行业实现扩张，还中标了其他通信龙头的项目。

图 9：客户分类及占比



资料来源：公司数据，申万宏源研究

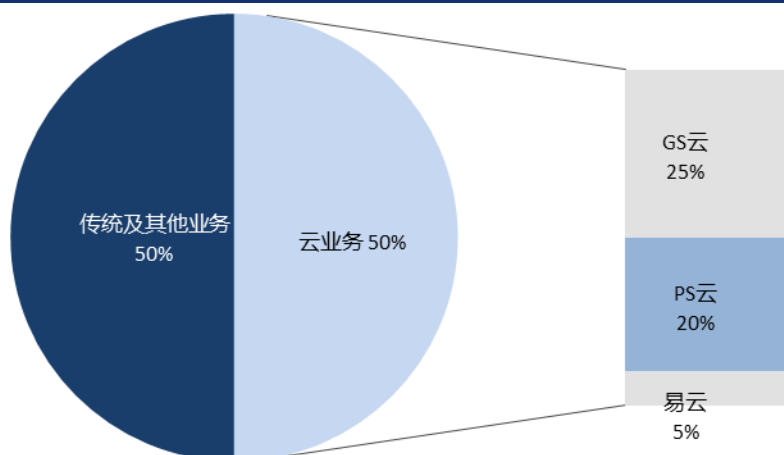
图 10：客户所处行业及占比



资料来源：公司数据，申万宏源研究

公司管理层预计到 2023 年整个云业务收入将达到总收入的 50%，其中大约有一半来自 GS 云，40% 以上来自 PS 云，PS 云对公司来说是一个较大的挑战，因为公司的传统业务主要服务于大型企业，中小型客户较少。

图 11：五年营收结构目标



资料来源：公司数据，申万宏源研究

## GS 云

2018 年浪潮国际 70% 的云业务收入来自 GS 云，落后于金蝶 2018 年 8 月发布的金蝶云-苍穹。浪潮国际 2018 年 9 月推出 GS 云，并计划在今年 9 月发布全云 SaaS 模块。选择 SaaS 模块还是传统 ERP 系统，或是两者混合产品取决于客户需求。

图 12：GS 云平台

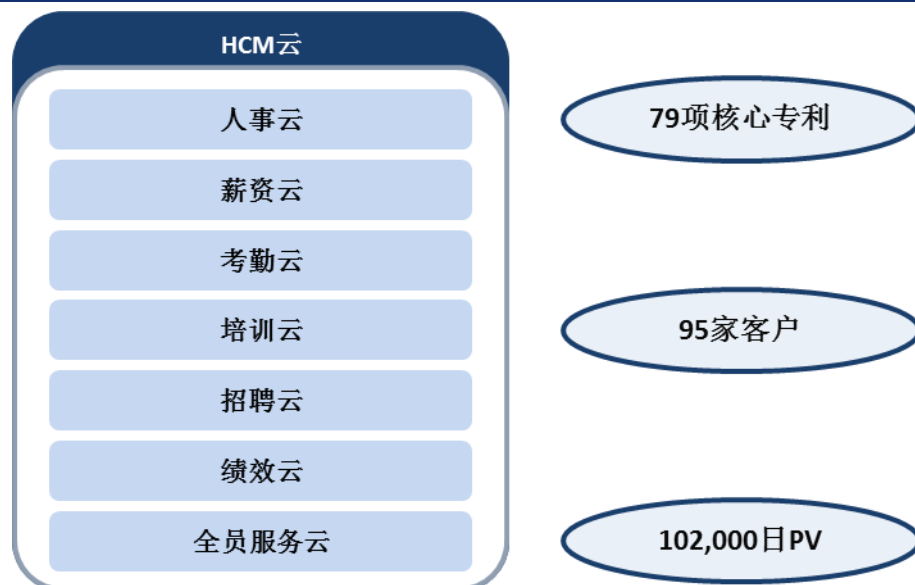


资料来源：公司数据，申万宏源研究

面向大公司的 SaaS 产品中包含多个功能模块，例如人力云（HCM 云）、差旅云、销售云、税务云、OA 云、采购云等。这些增值模块可与现有 ERP 系统共存，兼容财务共享、司库与资金、人力资源共享、供应链、智能制造和数字营销领域的

核心 ERP 系统。所有模块中，GS 云的 HCM 云竞争力最强（订阅数最多），占 GS 云收入的三分之一。

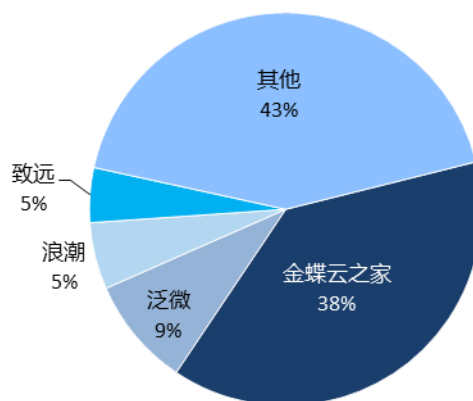
图 13 : HRM 云



资料来源：公司数据，申万宏源研究

OA 云的订阅数排名第二，2018 年下半年在国内 SaaS OA 市场位居第三，市场份额为 5.5%（IDC 数据）。GS 云中的其他关键模块为采购云和差旅云。

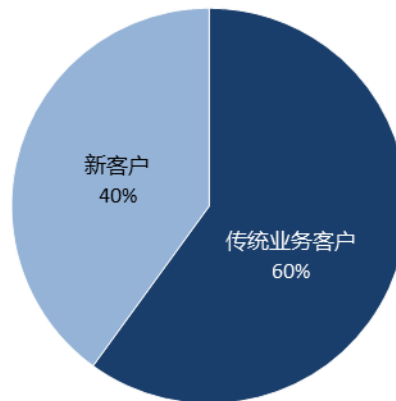
图 14:2018 年下半年中国 SaaS OA 市场份额



资料来源：IDC

GS 云的变现模式和其他云业务一样，包含实施费和持续收取的年费。2018 年 GS 云单个公司的平均价格约为 80 万元，其中约 35%为持续性收入，与行业整体水平大体一致。GS 云客户数超过 290 家，约 60%为新客户，40%为老客户。新客户基本都是国企。

图 15 : 客户结构



资料来源：公司数据，申万宏源研究

我们看好 GS 云的发展。基于大企业的升级要求，部分模块将逐步迁移至云平台实施。因此，GS 云的发展可能拖累 GS 传统业务的增量收入，我们预计未来三年 GS 传统业务或将收缩。

## PS 云和易云

2018 年 4 月浪潮国际与 Odoo 合作，在国内设立合资公司，致力于发展中小企业 SaaS 服务业务。浪潮国际持有合资公司 75% 股权。根据合作协议，合资公司为中小企业提供 SaaS 服务。合资公司推出了开源 ERP 产品 - PS 云，涵盖一系列应用，包括研发、产业链整合、智能制造、财务分享、人力管理、数字营销等，旨在创建满足中小企业 SaaS 需求的一站式解决方案，打造新的 SaaS 服务引擎。

Odoo 是欧洲知名的中小企业软件供应商，拥有成熟的云 ERP 和 SaaS 产品。Odoo 在欧洲 ERP 软件市场份额高居首位。在 950 个合作伙伴的助力下，Odoo 为全球 370 多万软件用户提供完善的企业管理解决方案。Odoo 正式发布了 100 多个标准功能模块，开源社区 Open Object Community 另推出约 2,000 个模块。其软件与 SAP 功能相似度达 70%，但代码比 SAP 少 40%。Odoo 的优势在于企业可以自行构建理想的系统，或使用 Odoo 的底层框架。

开源代码的另一大优势在于开放，不受用户数量的限制。Odoo 的主要模块包括销售、采购、库存、财务、生产、项目管理、客户关系管理 (CRM)、POS、人力资源和车辆管理等。APP 市场中已经包含 5,000 余个模块，可搭配符合企业特定要求的定制化开源软件，并与现有系统集成，为企业提供一体化的解决方案。

Odoo 在中国独立运营了 7-8 年，但名声不显，系因 Odoo 不了解国内市场的运营方式。与浪潮国际合作赋予 Odoo 本土化资源，拓展商业关系，有助于 Odoo 在国内扩张。Odoo 成熟的平台也帮助浪潮国际掌握 PaaS 技术，缩小与金蝶的差距。两家公司签署了三年合作协议，若浪潮国际达成三年预期目标，其将成为 Odoo 在华的唯一合作伙伴，目前公司管理层对合作进展充满信心。



PS 云复制了 Odoo PaaS 的模式，包含 56 个标准应用，800 个业务组件和行业模块，12,000 个第三方插件。会计和销售类模块最受欢迎。浪潮国际的 PS 云 PaaS 平台作为首个开源 ERM 平台，在中国受到业内瞩目，吸引了众多程序员和社区开发各自的模块和功能。第三方插件、模块或应用构成的生态系统规模越庞大，PS 云在业内的影响力也将日益增加。

图 16：PS 云包含 56 个标准应用，800 个业务组件和行业模块，12,000 个第三方插件



资料来源：公司数据，申万宏源研究

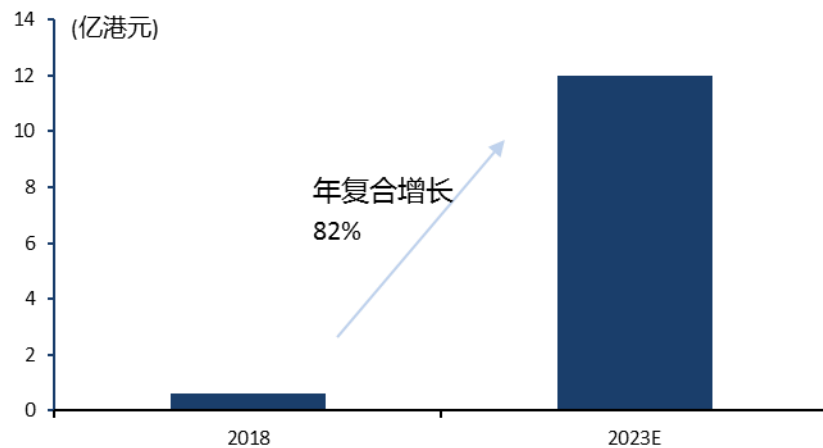
PS 云 SaaS 的价格比竞争对手更贵，但凭借灵活性、安全性和销售分销渠道，不断扩大市场份额。开源产品在灵活的开发环境下享有天然优势，公开的 Python 代码亦确保数据的安全性。

我们认为浪潮国际的差异化策略在中小企业 ERP 市场可取得成功。截至 2018 年末，PS 云的中小企业客户数量逾 300 家，平均售价约为 8 万元。分销是 PS 云的主要销售推广模式。去年推出的第一代 PS 云所含的模块大多基于标准的 SaaS 平台开发。2019 年后期公司计划推出新款定制化的 PaaS 产品。

易云在线面向员工数不到 100 人的小微企业。产品模块均为标准化设计，侧重会计云和购销存管理。易云已积累了 4 万多家客户，平均售价为 700-800 元。

我们认为 PS 云是浪潮国际云业务转型的关键领域。浪潮国际与大企业关系紧密，将客户从 GS 传统产品迁移至云端并非难事，但云业务的增量动能依赖 PS 云，公司需获得更多中小企业客户。我们认为 PS 云能否实现增长目标是未来浪潮国际最重要的业绩衡量指标。公司 2023 年云业务收入占比 50% 的目标意味着 2018-23 年 PS 云收入需年复合增长 82%。

图 17 : PS 云收入



资料来源：公司数据，申万宏源研究

尽管浪潮国际的 PS 云产品线不如金蝶云或用友云成熟，但其提供开源 PaaS 平台以及多种 SaaS 应用。我们认为开源 ERP 系统的灵活性足以满足大部分企业的需求。同时，公司与地方政府的良好关系有助于其扩大销售渠道。

2017 年浪潮在中国政府云服务市场的占有率居首，达到 18.7%。浪潮集团入选 14 个省级和 13 个市级企业上云服务推荐名单。阿里巴巴、腾讯和华为均与政府合作推动云转型，加剧市场竞争。但浪潮集团 CEO 对公司的政府云业务十分乐观，他认为关键因素并非编程或技术水平，而在于了解政府需求，并在实施过程中切实解决问题，这是浪潮的强项，公司在过去 30 多年与政府和国企的合作中积累了丰富的经验。

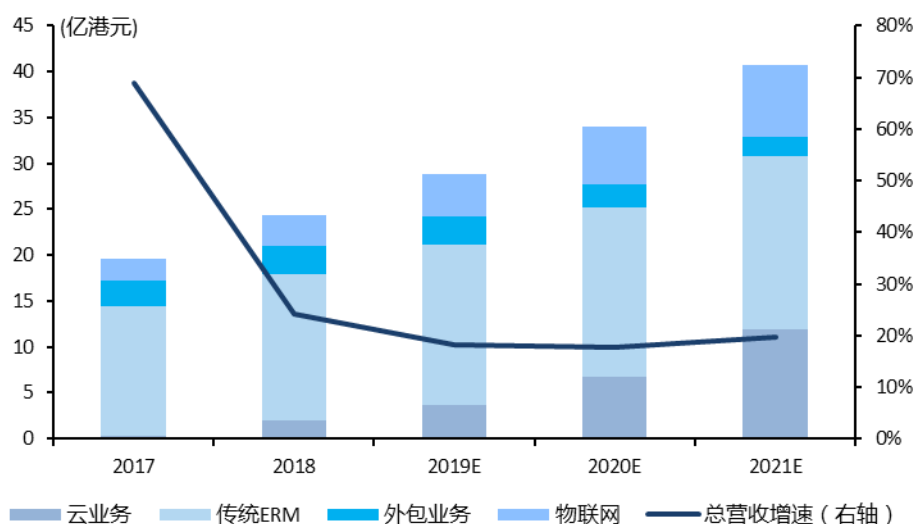
除补贴外，PS 云客户仍需支付 70% 的费用。公司倾向于有支付能力的客户，而非一味向小企业提供免费产品以获取补贴。然而，一旦补贴取消，公司现金流可能面临一定压力。

浪潮国际除了传统 ERM 服务和云业务，还提供软件外包和物联网解决方案。外包业务于 2008 年收购，目前 40% 的订单来自微软，50% 来自国内市场。公司无意扩大外包业务，并计划未来将该业务转变为企业大数据服务。物联网解决方案业务主要面向农业和通信行业，从事硬件销售以满足需要软硬件整套解决方案的客户需求。物联网板块毛利率稳定在 10% 左右。

## 盈利展望与估值

我们预计 2019 年云业务同比增长 90%，传统 ERM 业务同比增长 10%，硬件销售有望带动物联网业务小幅增长，而外包业务或将有所下滑。2019-21 年总营收预计达 29 亿港元（同比增长 18%）、34 亿港元（同比增长 18%）和 41 亿港元（同比增长 20%）。

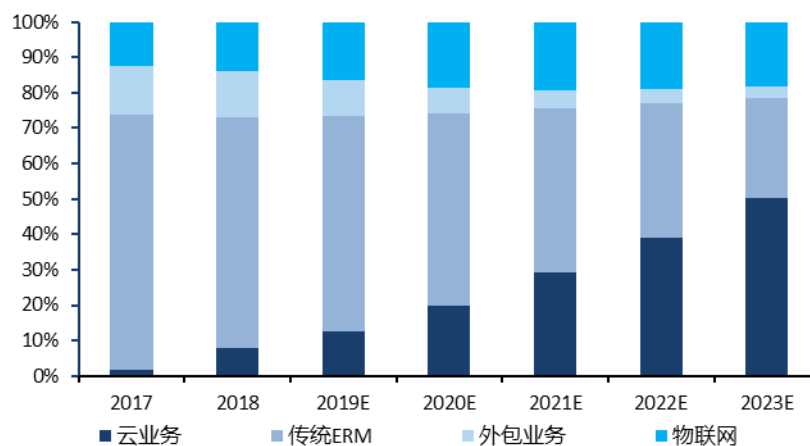
图 18 : 营收预估



资料来源：公司年报，申万宏源研究

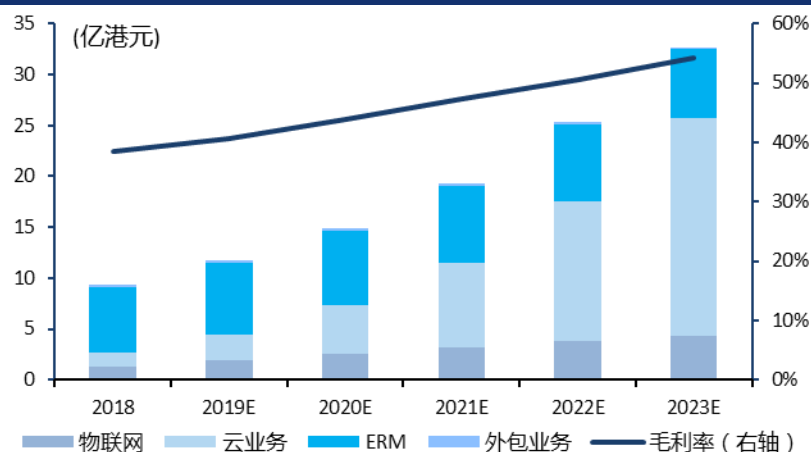
管理层制定了 2023 年云业务收入占比从 2018 年的 8% 升至 50% 的高目标。云业务毛利率为四大板块之首，在 70% 左右，销售成本主要为 IaaS 费用，其次为传统 ERM 业务（毛利润约 45%），物联网和外包业务的毛利率分别约 10%/11%。随着产品结构向云业务倾斜，综合毛利率将逐步从 2018 年的 38% 升至 2019 年的 39% 和 2023 年的 50%。

图 19 : 营收结构预估



资料来源：公司年报，申万宏源研究

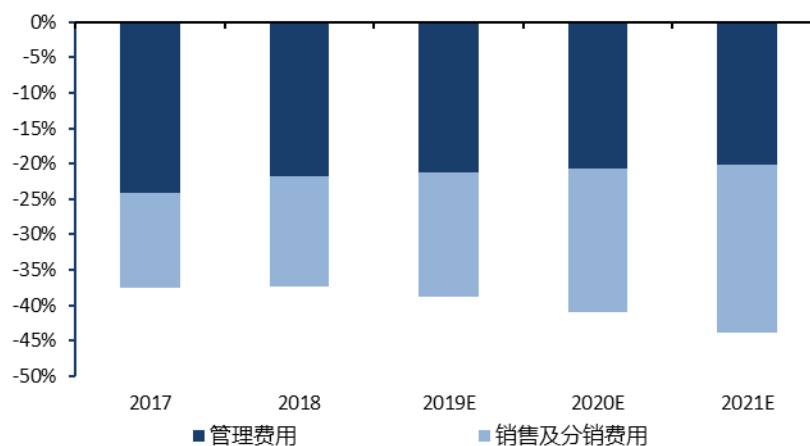
图 20：毛利润和毛利率



资料来源：公司年报，申万宏源研究

管理费用和销售及分销费用为浪潮国际的两大费用开支。研发费用计入管理费用，由于云业务发展需要持续的研发投入，我们预计管理费用产生的经营杠杆有限。受云业务销售佣金提高的影响，销售及分销费用可能攀升。

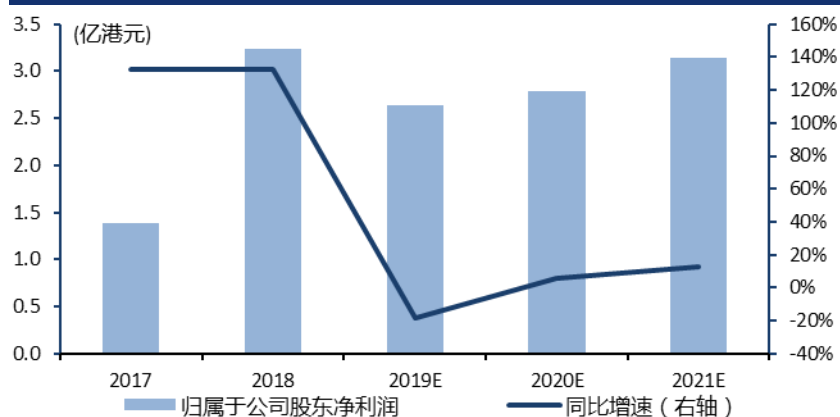
图 21：主要营业费用占营收比重



资料来源：公司年报，申万宏源研究

我们预计 2019-21 年调整后净利润为 2.64 亿港元（同比下滑 18%，系因 2019 年应占联营公司利润大幅下滑）、2.79 亿港元（同比增长 5%）和 3.14 亿港元（同比增长 13%）。为了全力发展云业务，公司利润或增长缓慢。

图 22：净利润预估



资料来源：公司年报，申万宏源研究

鉴于公司正向云业务转型，我们认为分部加总估值法更合适。基于云业务 8x PS，其他业务 8x PE 的分部加总模型，我们得出目标价格为 5.0 港元，相当于 21x 19E PE、2.5x 19E PB、21x 20E PE、2.3x 20E PB。

图 23：估值

2019E	基准 (百万港元)	倍数	估值 (百万港元)	持股比例	浪潮估值	每股价值 (港元)
传统业务	369	8	2955	100%	2955	2.6
云业务	367	8	29.7	90%	2643	2.3
目标价						5.0

资料来源：申万宏源研究

我们将浪潮国际的估值与金蝶（00268 HK）和用友（600588 CH）等其他中资 TMT 软件股相比较。金蝶云业务估值超过 12x PS，传统业务估值为 10x PE，而用友作为 A 股享有更高估值溢价。我们认为浪潮国际较金蝶折价 20% 较为合理，因为前者是云 ERP 领域的后进者，但由于基数低，业务增速更高。

图 24：同业比较

代码	公司	交易货币	市值 (十亿)	毛利率	19E PE	20E PE	19E P/S	20E P/S
00268 HK	金蝶	港元	26.5	81.7	49.6	40.5	3.9	3.6
600588 CH	用友	人民币	55.4	61.8	64.5	50.1	7.6	7
CRM US	SALESFORCE	美元	111.9	74	65.6	42.6	6.7	5.9
WDAY US	WORKDAY	美元	43.4	70.5	114.1	86.3	16.9	14.4
ZM US	ZOOM	美元	19.5	81.5	12650	852.8	37.9	41.8
02013 HK	微盟集团	港元	8.85	59.8	51.6	26.7	8.7	6.6
08083 HK	中国有赞	港元	7.66	21.5	n.a.	n.a.	1.6	1.79
<b>平均</b>				<b>64.4</b>	<b>2165.9</b>	<b>183.2</b>	<b>11.9</b>	<b>11.6</b>
<b>00596 HK</b>	<b>浪潮国际</b>	<b>港元</b>	<b>3.64</b>	<b>38</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

目标价隐含 43% 的上涨空间，我们首次给予浪潮国际买入评级。

## 附录

## 合并损益表

百万港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,965	2,443	2,889	3,403	4,076
营业成本	-1,268	-1,504	-1,763	-2,009	-2,290
毛利	697	939	1,126	1,394	1,786
其他收入	172	190	200	210	220
管理费用	-265	-382	-507	-688	-963
销售费用	-473	-530	-613	-681	-734
调整后 EBITDA	230	435	326	364	423
调整后 EBIT	189	377	326	364	423
财务成本	-5	-14	-30	-52	-71
税前利润	184	363	296	312	351
所得税	-23	-19	-15	-16	-18
少数股东损益	22	20	17	18	20
调整后归属公司股东净利润	139	324	264	279	314

资料来源：申万宏源研究

## 合并现金流量表

百万港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	161	344	281	296	334
加：折旧及摊销	38	56	0	0	0
财务费用	5	14	0	0	0
投资损失	-4	-5	0	0	0
营运资本变动	-92	-2	-10	-35	-64
其他	-31	-147	0	0	0
经营活动现金流	77	260	271	261	270
资本开支	-7	-54	-100	-100	-100
其它投资现金流	453	7	0	0	0
投资活动现金流	446	-47	-100	-100	-100
股权融资	82	0	0	0	0
负债净变化	0	-24	-511	-400	-640
支付股利、利息	-69	-29	-46	-40	-42
其它融资现金流	-129	-624	1,000	1,000	1,000
融资活动现金流	-116	-676	443	560	318
净现金流	407	-463	614	721	488

资料来源：申万宏源研究

## 合并资产负债表

百万港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,140	1,816	2,555	3,420	4,095
银行存款及现金	1,391	865	1,479	2,201	2,689
应收账款及其他应收款	414	358	423	498	597
存货	13	16	16	16	16
其他流动资产	322	577	636	704	793
长期投资	864	1,223	1,223	1,223	1,223
物业、厂房及设备	734	505	605	705	805
无形资产及其他资产	124	137	137	137	137
资产总计	3,861	3,682	4,520	5,485	6,261
流动负债	1,840	1,318	1,921	2,629	3,113
短期借款	24	511	1,000	1,600	1,960
应付账款及其他应付款	743	663	777	885	1,009
其他流动负债	1,073	144	144	144	144
非流动负债	218	311	311	311	311
负债合计	2,058	1,629	2,232	2,940	3,424
少数股东权益	-98	-1	16	33	53
股东权益	1,901	2,054	2,273	2,512	2,784
股本	10	11	11	11	11
储备	1,892	2,043	2,261	2,501	2,773
归属于公司股东权益	1,901	2,054	2,273	2,512	2,784
负债和股东权益合计	3,861	3,682	4,520	5,485	6,261

资料来源：申万宏源研究

## 关键财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (港元)</b>					
每股收益	0.13	0.29	0.23	0.24	0.28
摊薄每股收益	0.13	0.29	0.23	0.24	0.28
每股经营现金流	0.07	0.23	0.24	0.23	0.24
每股红利	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04
每股净资产	1.78	1.84	1.99	2.20	2.44
<b>关键运营指标 (%)</b>					
ROIC	8.47	16.28	10.59	9.30	8.98
ROE	8.33	17.86	12.95	12.26	12.40
毛利率	35.47	38.43	38.96	40.98	43.82
Ebitda margin	11.70	17.81	11.29	10.69	10.37
Ebit margin	9.64	15.43	11.29	10.69	10.37
收入同比增长率	68.95	24.30	18.28	17.79	19.77
利润同比增长率	132.42	132.78	(18.38)	5.41	12.65
资产负债率	53.30	44.24	49.37	53.60	54.68
净资产周转率	1.09	1.19	1.26	1.34	1.44
总资产周转率	0.51	0.66	0.64	0.62	0.65
有效税率	12.63	5.14	5.00	5.00	5.00
股息率	0.77	1.17	1.00	1.05	1.18
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	26.54	12.00	14.91	14.27	12.67
P/B	1.96	1.90	1.75	1.58	1.43
EV/Sale	1.18	1.45	1.20	0.99	0.80
EV/Ebitda	10.13	8.12	10.62	9.28	7.69

资料来源：申万宏源研究

## Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

### Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

### Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of ShenwanHongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The affiliates of the Company may hold or trade the investment targets mentioned in this report in accordance with the law, and may also provide or seek to provide investment banking services for these targets.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) for the relevant disclosure materials or log into [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) for the analysts' qualifications' the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

### Introduction of Share Investment Rating

#### Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

#### Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.



## Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of ShenwanHongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report. The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish. Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments. The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary. Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment. Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

## Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of ShenwanHongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.