

买入
被低估的集装箱租赁和制造龙头
中远海发 (2866.HK)

2020-11-06 星期五

投资要点

目标价: **1.36 港元**
 现价: 0.95 港元
 预计升幅: 43%

重要数据

日期	2020.11.05
收盘价 (港元)	0.95
总股本 (百万股)	11,600
总市值 (百万港元)	11,000
净资产 (百万元)	26,284
总资产 (百万元)	165,932
52 周高低 (港元)	1.01/0.67
每股净资产 (元)	2.48

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中国海运集团有限公司 (38%)

相关报告
研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

疫情导致全球集装箱短缺, 集装箱采购和租赁价格上涨

因为疫情在全球二次抬头, 导致全球的物流链条效率放缓。业界预测, 出口货箱的短缺可能会持续至明年 2 季度。根据业界信息, 最新 20 英尺干货集装箱订单价格已经达到 2500 美元, 同比增长约 40%。集装箱租赁价格与新箱价格成正比例关系, 也会随之上涨。

公司是全球第二大集装箱租赁公司, 集装箱租赁业务可比估值 60 亿港元
 公司控股子公司佛罗伦国际拥有的集装箱保有量约 365 万 TEU, 是世界第二大集装箱租赁公司。位列全球第三租箱公司的是 Textainer, 该公司拥有 350 万 TEU 集装箱, 在美国上市, 目前市值 8.1 亿美金, 约合 63 亿港元。预计未来几个季度公司集装箱的出租率和租金有望持续上升。

公司造箱短期盈利弹性大, 中长期稳健增长

目前全球有大约 5000 万 TEU 集装箱在全球流转。集装箱运输效率每下降 1%, 就会造成额外 50 万 TEU 的新箱需求。近几年, 全球每年干货集装箱新造箱量大约 380 万 TEU。短期内全球新箱需求有望保持高景气。

公司目前拥有 55 万 TEU 集装箱年产能。母公司于 2019 年以 38 亿元收购胜狮货柜 (0716.HK) 旗下的造箱资产, 未来有望将该产能注入公司, 从而使公司产能翻倍至 100 万 TEU/年, 市场占有率将跃居世界第二。

公司长期股权投资每年产生 20 亿元左右的稳定收益

截至 2020 年 6 月 30 日, 持有上市公司股权和金融企业股权账面价值达 292.79 亿元。未来, 公司长期持有的股权以银行、保险和基金为主, 预计每年可比较稳定地获得 20 亿元左右的投资收益。

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 1.36 港元

公司造箱业务处于景气上行期, 短期盈利弹性大, 中长期存在产能注入预期, 盈利能力有保障; 集装箱租赁业务受益于租金提升和出租率提高; 船舶租赁业务和投资收益未来有望提供稳定现金流; 其他产业租赁业务拓展新的增长空间。预计公司 2020-2022 年净利润为 24.6/26.7/27.1 亿元, 同比增长 44.60%/8.58%/1.61%。按照 2020 年 5.5 倍 PE 计算, 合理估值为 158 亿港元, 对应股价 1.36 港币/股, 股价有 43% 上涨空间, 给予“买入”评级。

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	164.0	142.0	166.8	157.4	159.8
同比增长(%)	0.6%	-13.4%	17.5%	-5.7%	1.6%
归母净利润	14.0	17.0	24.6	26.7	27.1
同比增长(%)	-6.7%	21.4%	44.6%	8.6%	1.6%
归母净利润率	8.5%	12.0%	14.7%	17.0%	17.0%
每股盈利 (元)	0.12	0.15	0.21	0.23	0.23
PE@0.95HKD	6.78	5.58	3.86	3.56	3.50

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目录

1. 疫情导致全球集装箱短缺，集装箱采购和租赁价格上涨.....	4
2. 公司是全球第二大集装箱租赁公司.....	5
3. 公司造箱短期难盈利弹性大，中长期稳健增长.....	6
4. 船舶融资租赁带来稳定现金流.....	8
5. 其他产业租赁打开增长空间.....	8
6. 公司长期股权投资产生稳定投资收益.....	9
7. 公司简介.....	10
7.1 航运金融服务平台.....	10
7.3 股权结构.....	11
7.3 经营业绩.....	12
8. 盈利预测与投资建议.....	13
8.1 盈利预测.....	13
8.2 行业估值及目标价.....	13
风险提示.....	14
财务报表摘要.....	15

图目录

图 1：本轮景气主要由疫情导致的货源集中于中国和集装箱运输效率降低.....	4
图 2：集装箱运输产业上下游.....	4
图 3：新集装箱出厂价格.....	5
图 4：新造 20 英尺干货集装箱长租租金.....	5
图 5：TEXTAINER 股价走势.....	6
图 6：TEXTAINER 集装箱出租率.....	6
图 7：全球集装箱保有量.....	7
图 8：全球集装箱产能.....	7
图 9：全球集装箱贸易量.....	8
图 10：全球集装箱船队规模.....	8
图 11：全球箱位比提升增加新箱需求.....	8
图 12：公司租赁资产投放分布（2020 年 6 月末）.....	9

图 13: 公司 2020H1 租赁收入 YOY+18.8%.....	9
图 14: 公司主营业务.....	11
图 15: 公司股权结构 (截至 2019 年 12 月 31 日)	11
图 16: 公司收入占比.....	12
图 17: PB-BAND.....	14

表目录

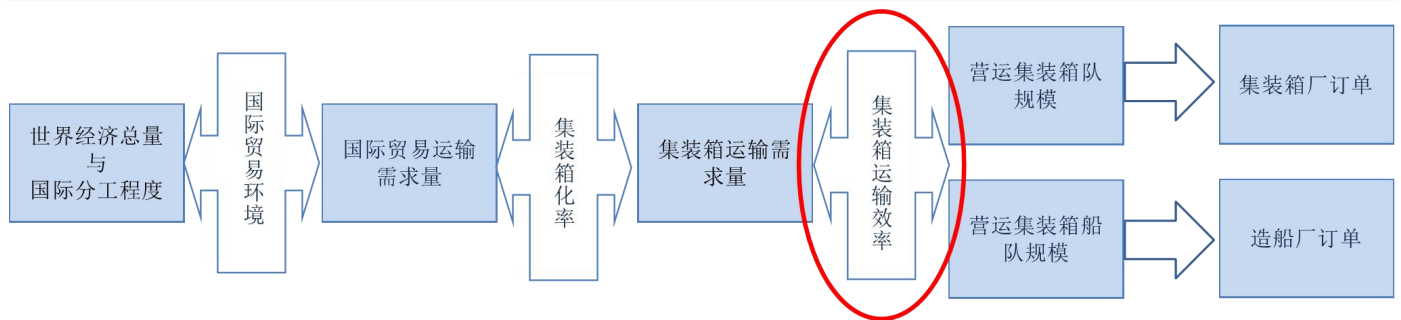
表 1: 全球主要集装箱租赁公司.....	5
表 2: 公司长期股权状况.....	9
表 3: 公司营收及利润情况.....	12
表 4: 公司营收情况-分业务.....	12
表 5: 盈利预测.....	13
表 6: 海运行业可比估值.....	14
财务报表摘要.....	15

1. 疫情导致全球集装箱短缺，集装箱采购和租赁价格上涨

因为疫情在全球二次抬头，导致全球的物流链条效率放缓。在疫情最严重的美国，大量集装箱滞留在港口、仓库和美国内地。全球最大的集运公司马士基近期表示：这种拥堵仍在不断恶化。由于劳动力短缺、卡车运输能力有限，导致集装箱在码头的流动性持续延长。

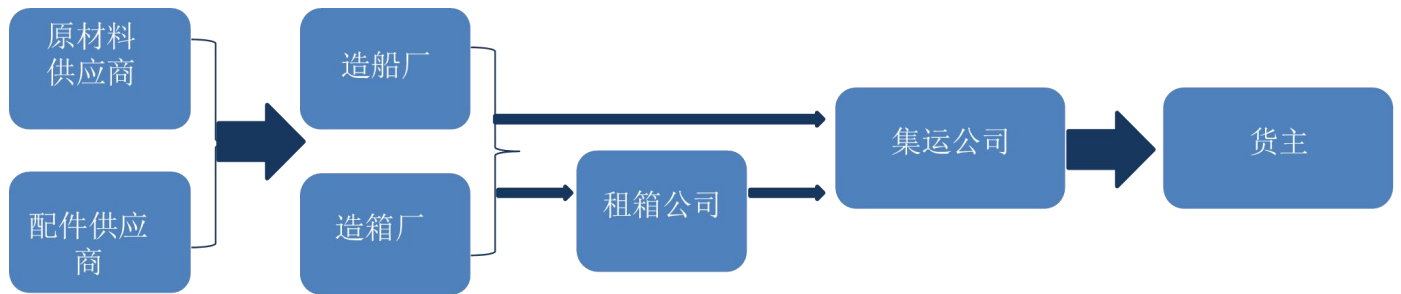
根据业界预测，直到今年2月春节之前，集装箱仍持续强劲流入美国，这也意味着出口货箱的短缺可能会持续至明年2季度。

图 1：本轮景气主要由疫情导致的货源集中于中国和集装箱运输效率降低



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

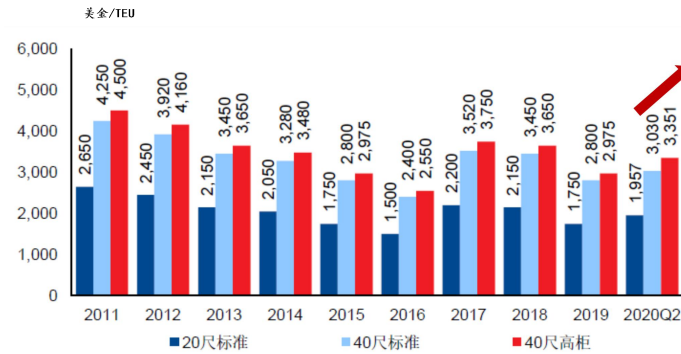
图 2：集装箱运输产业上下游



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

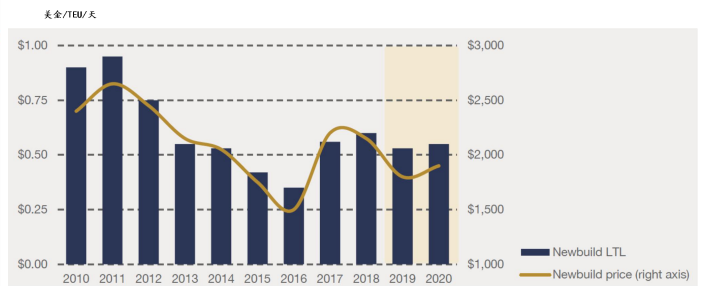
集装箱短缺造成船公司不得不在中国当地采购新箱，造成新造集装箱箱价和集装箱租赁价格同步上涨。根据业界信息，最新 20 英尺干货集装箱订单价格已经达到 2500 美元,同比增长约 40%。集装箱租赁价格与新箱价格成正比例关系，也会随之上涨。

图 3：新集装箱出厂价格



资料来源：Clarkson,Drewry、国元证券经纪（香港）整理

图 4：新造 20 英尺干货集装箱长租租金



资料来源：Drewry、国元证券经纪（香港）整理

2. 公司是全球第二大集装箱租赁公司

截至 2020 年 6 月 30 日，公司控股子公司佛罗伦国际拥有的集装箱保有量约 365 万 TEU，是世界第二大集装箱租赁公司。

表 1：全球主要集装箱租赁公司

End-2018	Teu	%	Unit	%	CEU	%	Cost (\$m)	%
Triton	6,127,000	28.0	3,687,500	26.4	7,217,000	26.3	12,630	26.3
Florens	3,800,000	17.4	2,444,000	17.5	3,606,500	13.2	6,312	13.2
Textainer	3,405,000	15.6	2,243,500	16.0	3,663,500	13.4	6,412	13.4
Seaco	2,305,000	10.5	1,485,500	10.6	3,809,000	13.9	6,666	13.9
CAI	1,530,000	7.0	962,000	6.9	1,584,000	5.8	2,772	5.8
Beacon	1,495,000	6.8	905,500	6.5	1,743,500	6.4	3,052	6.4
SeaCube	1,157,000	5.3	727,000	5.2	1,888,000	6.9	3,304	6.9
Touax	460,000	2.1	349,500	2.5	427,000	1.6	747	1.6
Blue Sky	378,000	1.7	258,500	1.8	350,500	1.3	614	1.3
UES	313,000	1.4	195,500	1.4	277,500	1.0	486	1.0
Other	900,000	4.1	728,500	5.2	2,830,500	10.3	4,954	10.3
Total	21,870,000	100.0	13,987,000	100.0	27,397,000	100.0	47,945	100.0

资料来源：Drewry、国元证券经纪（香港）整理

位列全球第三租箱公司的是 Textainer，该公司拥有 350 万 TEU 集装箱，在美国上市，代码 TGH.N。2020 年 2 季度，该公司集装箱出租率在 95% 以上，市场预期其出租率和租金有望持续提升，故该公司近期股价持续攀升，目前市值 8.1 亿美元，约合 63 亿港元。Textainer 的估值对佛罗伦有参考意义。

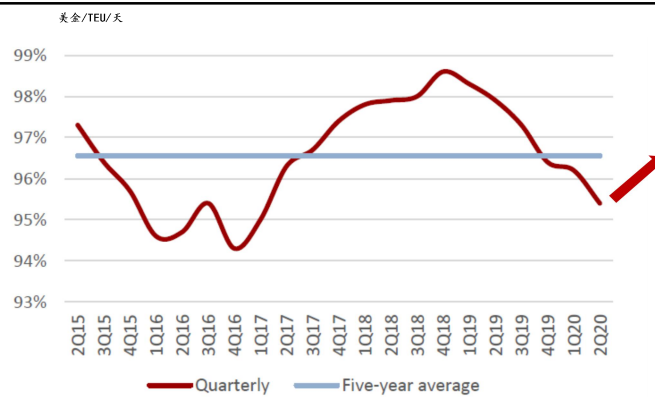
图 5: Textainer 股价走势



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

2020 年上半年, 公司的集装箱租赁收入同比上升 10%, 已经体现出公司充分把握住了欧美航线回流箱短缺的市场机会。预计未来几个季度公司集装箱租赁业务的收入和利润将持续上升。

图 6: Textainer 集装箱出租率

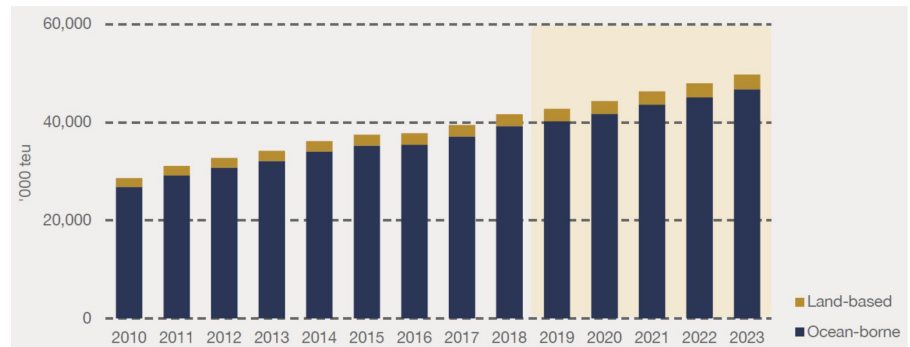


资料来源: Textainer、国元证券经纪(香港)整理

3. 公司造箱短期盈利弹性大, 中长期稳健增长

目前全球有大约 5000 万 TEU 集装箱在全球流转。集装箱运输效率每下降 1%, 就会造成额外 50 万 TEU 的新箱需求。近几年, 全球每年干货集装箱新造箱量大约 380 万 TEU。按此推算, 短期内全球对新造集装箱的热度有望持续至明年中期。

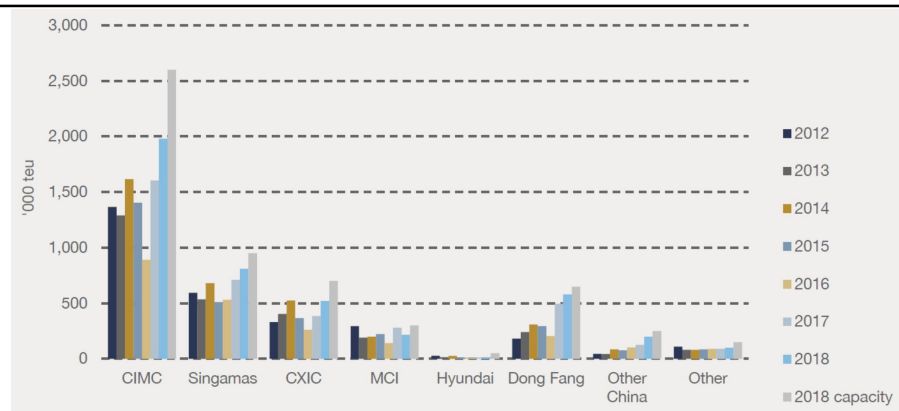
图 7：全球集装箱保有量



资料来源：Drewry、国元证券经纪（香港）整理

公司目前拥有 55 万 TEU 集装箱年产能。公司所属的中国远洋海运集团有限公司（中远海运集团）已于 2019 年以 38 亿元收购胜狮货柜（0716.HK）旗下的造箱资产，并委托给公司下属的上海寰宇物流装备有限公司进行管理，未来有望将该产能注入公司。

图 8：全球集装箱产能

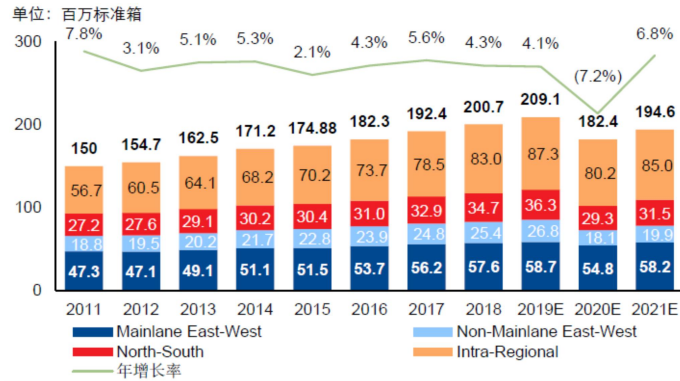


资料来源：Drewry、国元证券经纪（香港）整理

若该产能注入后，公司将拥有 100 万 TEU/年的产能，市场占有率将跃居世界第二，达到 35%左右，并一举弥补产能不足、关键区位布局缺失、冷箱产品空白等诸多短板。

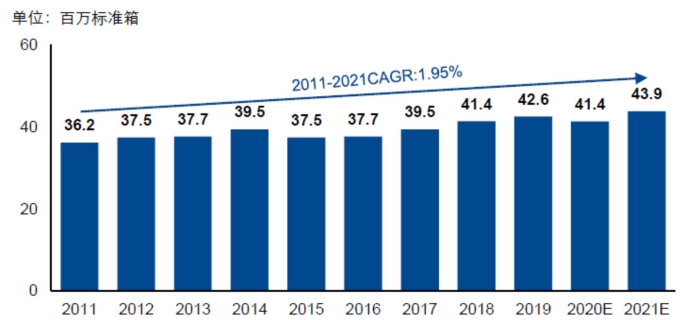
从长期看，全球集装箱运输的货量有望保持稳健增长，从而对新箱产生稳健增长的需求。

图 9：全球集装箱贸易量



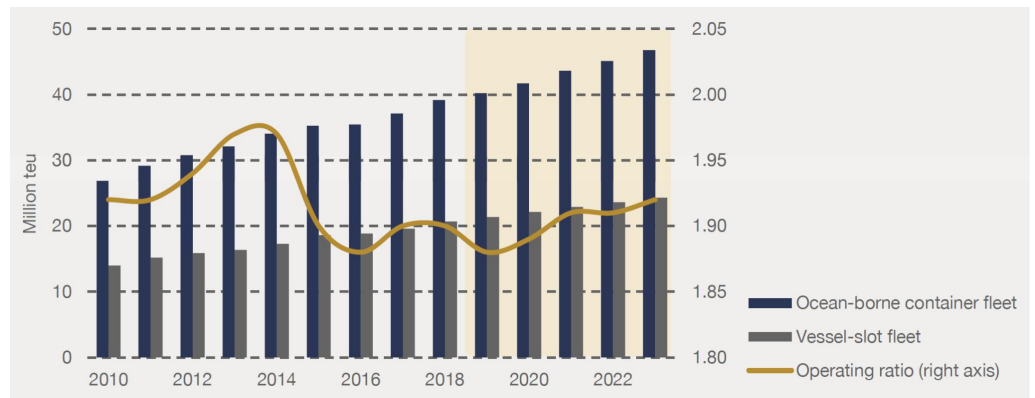
资料来源：Drewry、国元证券经纪（香港）整理

图 10：全球集装箱船队规模



资料来源：Drewry、国元证券经纪（香港）整理

图 11：全球箱位比提升增加新箱需求



资料来源：Clarkson、Drewry、国元证券经纪（香港）整理

4. 船舶融资租赁带来稳定现金流

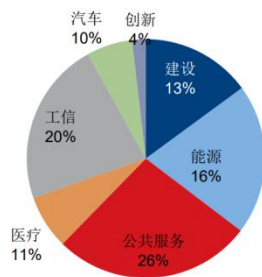
截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有集装箱船舶总数 82 条，合计运力约 59.8 万 TEU，平均船龄 11.8 年，其中自有船舶 74 条合计运力 58.1 万 TEU；另公司拥有 4 条散货船合计运力 25.6 万载重吨，平均船龄 4.1 年。

公司与 2020 年 10 月 30 日与中远海控的全资子公司中远海运集运订立《租船总协议》，将自有的 74 条集装箱船资产以光租方式租赁给中远海控的全资子公司中远海运集运及其下属子公司。本次交易的金额总计为 4,618,343,445 美元。初步测算，该项租赁可以为公司在未来 13 年每年提供 3 亿美元左右的租金收入。

5. 其他产业租赁打开增长空间

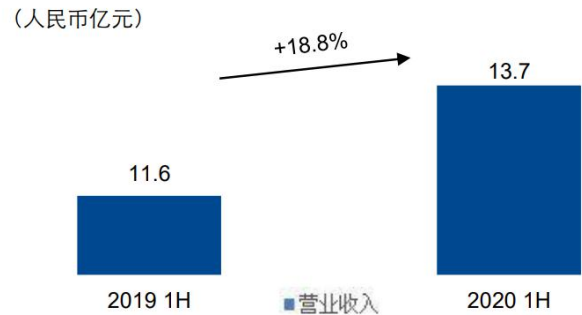
考虑到公共服务、医疗、新能源、智能制造、汽车金融行业企业普遍信用较好，交易对手风险较低，公司重点选择医疗、教育、新能源、智能制造、汽车金融等具有发展潜力的行业，在巩固现有业务优势基础上，积极开拓新业务领域，着力开展管理提升。建设专业化市场团队，系统运作专业融资租赁市场。

图 12: 公司租赁资产投放分布 (2020 年 6 月末)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 13: 公司 2020H1 租赁收入 yoy+18.8%



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

公司以中小客户和中小项目为主要目标, 利用现有业务基础、经验及资金推动产融结合, 力争成为融资租赁行业的领军企业。在实业领域, 支持以客户为导向的发展需求, 提供金融租赁增值服务, 为其打造一条龙服务, 建立专业化、对外统一的融资租赁业务平台。

截至 2020 年 6 月 30 日, 公司其他产业融资租赁资产余额约 374 亿元。

6. 公司长期股权投资产生稳定投资收益

截至 2020 年 6 月 30 日, 持有上市公司股权和金融企业股权账面值达 292.79 亿元。

表 2: 公司长期股权投资状况

被投资单位	期初余额	本期增减变动								期末余额	减值准备期末余额	
		追加投资	减少投资	权益法下确认的投资损益	其他综合收益调整	其他权益变动	宣告发放现金股利或利润	计提减值准备	其他			
一、合营企业												
远海明华资产管理有限公司	48,299,447.61			544,567.95	-20,970.00						48,823,045.56	
远海信达投资管理(天津)有限公司	3,183,812.07			843,646.15							4,027,458.22	
中国国际船舶管理有限公司	3,305,328.91			98,211.65			3,363,470.59				40,069.97	
上海海盛上寿融资租赁有限公司	134,037,985.97			-1,155,928.62							132,882,057.35	
小计	188,826,574.56			330,497.13	-20,970.00		3,363,470.59				185,772,631.10	
二、联营企业												
中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司	8,537,370,201.31			-87,009,639.00	-31,457,681.96	-12,394,302.94	97,634,019.46				8,308,874,557.95	
中国光大银行股份有限公司	4,393,120,725.48			231,691,113.25	399,910.00		154,935,973.25				4,470,275,775.48	
昆仑银行股份有限公司	1,319,726,875.50			68,450,309.14	-6,902,510.95		26,922,303.13				1,354,352,370.56	61,764,840.40
兴业基金管理有限公司	316,505,809.43			23,132,389.23			10,000,000.00				329,638,198.66	
上海人寿保险股份有限公司	988,071,616.96			1,276,204.82	22,981,082.88	9,091,150.95					1,021,420,055.61	
渤海银行股份有限公司	8,587,463,105.80			673,101,231.00	-22,253,803.10	-2,734,000.00					9,235,576,533.70	
海峡能源有限	64,685,479.50			554,336.26	-2,916,770.44						62,323,045.32	

被投资单位	期初余额	本期增减变动								期末余额	减值准备期末余额
		追加投资	减少投资	权益法下确认的投资损益	其他综合收益调整	其他权益变动	宣告发放现金股利或利润	计提减值准备	其他		
公司											
河南远海中原物流产业发展基金管理有限公司	6,532,087.14			907,618.34							7,439,705.48
澄瑞电力科技(上海)有限公司	5,395,338.90			-331,553.19		1,092,221.09					6,156,006.80
中企大象金融信息服务有限公司	18,898,208.37			4,166,809.12							23,065,017.49
上海中远海运小额贷款有限公司	91,535,545.68			542,032.83							92,077,578.51
中远海运集团财务有限责任公司	1,336,082,371.59	748,288,000.00		106,691,899.01	2,957,940.73		78,634,313.25				2,115,385,898.08
小计	25,665,387,365.66	748,288,000.00		1,023,172,750.81	-37,191,832.84	-4,944,930.90	368,126,609.09				27,026,584,743.64
合计	25,854,213,940.22	748,288,000.00		1,023,503,247.94	-37,212,802.84	-4,944,930.90	371,490,079.68				27,212,357,374.74

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

2020年上半年，公司实现投资业务收益8.6亿元，较去年同期下降53.5%，收益下降主要是由于本集团所持联营公司投资收益下降所致上半年投资收益下降，主要原因是疫情导致相关公司收益下降，但预计下半年能够恢复到正常水平。

公司计划出售中集大部分股权。交易对方将向中远海发间接全资子公司长誉投资及中远工业收购其所持有中集集团的350,000,000股A股股份和295,010,617股H股股份。本次交易完成后，公司将继续持有中集集团168,606,212股股份，占中集集团总股本的4.69%。

未来，公司长期持有的股权以银行、保险和基金为主，预计每年可比较稳定地获得20亿元左右的投资收益。

7. 公司简介

7.1 航运金融服务平台

中远海运发展股份有限公司是中国远洋海运集团有限公司所属专门从事供应链综合金融服务的公司，成立于1997年，总部设在上海，是一家在香港、上海两地上市的公司。

公司致力于以航运金融为依托，发挥航运物流产业优势，服务于上下游产业链；打造以航运及相关产业租赁、集装箱制造、投资及服务业务为核心的产业集群；以市场化机制、差异化优势、国际化视野，建立产融结合、融融结合、多种业务协同发展的“一站式”航运金融服务平台。

公司船舶租赁业务船队运力规模和集装箱租赁业务箱队规模都位居世界前列，截至2020年6月30日，公司集装箱船队规模达86艘，总运力达58.16万TEU，6.4万吨级散货船4艘、液化天然气船、重吊船、油化船等各类型船舶90余艘；集装箱保有量约为365万TEU；其他产业租赁方面，本公司致力于发展医疗、教

育、新能源、建设和工业装备等多个领域的融资租赁业务。集装箱制造业务方面，公司下属上海寰宇物流装备有限公司年产能达 55 万 TEU。

图 14：公司主营业务



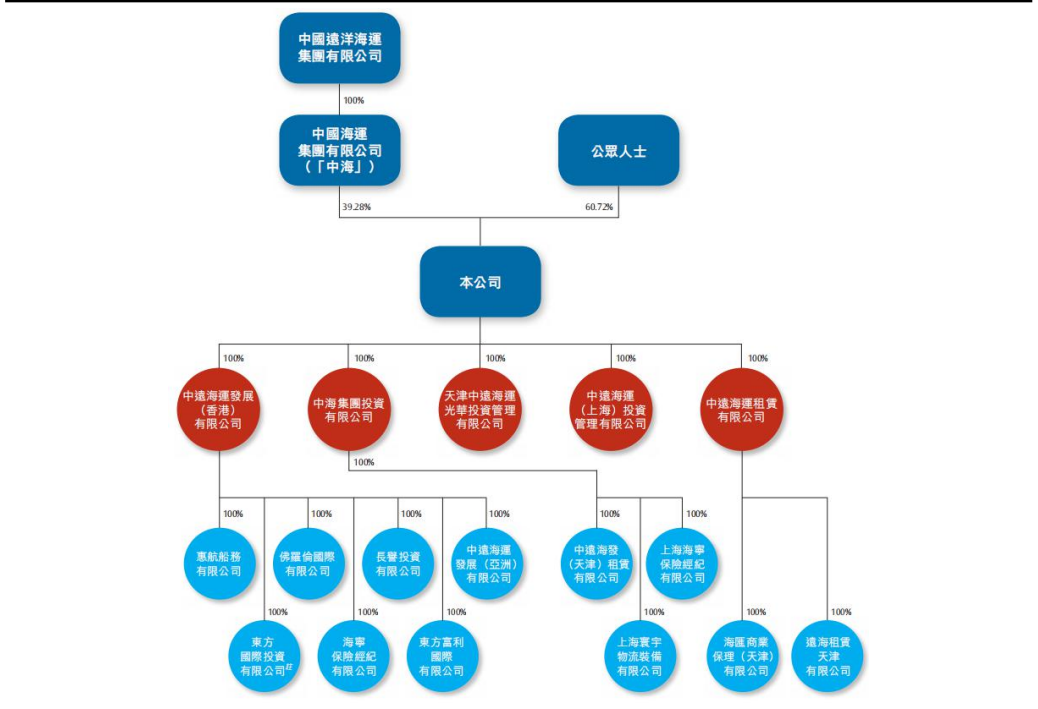
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司还致力于发展投资及供应链金融服务业务，充分利用航运业的产业经验、金融服务业的既有资源促进产融结合，优化商业模式，取得航运金融业务的协同发展。

7.3 股权结构

公司间接控股股东为中国远洋海运集团，持股比例为 39.28%。

图 15：公司股权结构（截至 2019 年 12 月 31 日）



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

7.3 经营业绩

公司 2020H1 实现收入 78.07 亿元，较去年同期年增长 14.24%。归属母公司股东净利润为 8.55 亿元，较去年同期下降 5.46%。每股基本盈利为 0.0595 元。

表 3：公司营收及利润情况

	2020年1-6月	2019年1-6月	变动
	人民币千元	人民币千元	(%)
收益	7,806,600	6,833,526	14.24%
毛利	1,955,367	1,395,029	40.17%
税前利润	954,014	987,167	-3.36%
本期净利润	855,018	904,362	-5.46%
其中：归属母公司股东	855,018	904,362	-5.46%
母公司普通股持有人应占每股盈利(人民币元)	0.0595	0.0700	-15.00%

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

其中，航运及相关产业租赁业务实现收入 5748 百万元，同比增长 9.64%；集装箱制造业务 2426 百万元，同比下降 0.46%；投资及服务收入 28 百万元，同比上升 16.95%。

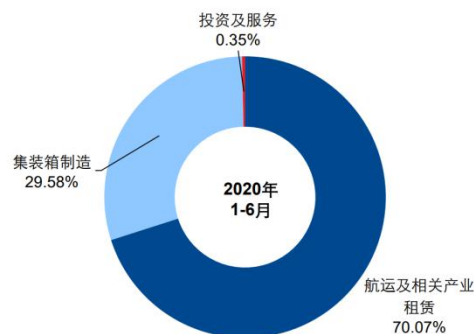
表 4：公司营收情况-分业务

人民币千元	航运及相关产业租赁	集装箱制造	投资及服务	抵消数	总计
2020年1-6月	5,748,995	2,426,441	28,699	-397,535	7,806,600
2019年1-6月	5,243,507	2,437,749	24,540	-872,270	6,833,526
变动	9.64%	-0.46%	16.95%	-54.43%	14.24%

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

从业务占收入比例来看，航运及相关产业租赁占比 70.07%，集装箱制造为 29.58%，投资及服务占比为 0.35%。

图 16：公司收入占比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

8. 盈利预测与投资建议

8.1 盈利预测

根据公司各主营业务进行分部预测收入。

- 租赁业务：其中 1) 船舶业务，预计 2020-2022 年收入分别为 51.4/23.8/23.8 亿元；2) 其他产业租赁业务，预计 2020-2022 年收入分别为 27.5/31.6/36.4 亿元；3) 集装箱租赁业务，预计 2020-2022 年收入分别为 40.1/42.7/43.2 亿元。
- 集装箱制造业务：预测 2020-2022 年收入分别 47.9/59.2/56.2 亿元。

综上，预测公司 2020-2022 年录得营业收入 118.9/98.1/103.6 亿元，同比增长 17.50%/-5.79%/1.55%。

预计 2020-2022 年投资收益分别为 19.0/20.9/23.0 亿元；净利润为 24.6/26.7/27.1 亿元，同比增长 44.60%/8.58%/1.61%。

表 5：盈利预测（1 位小数）

单位：亿元	2020E	2021E	2022E
营业收入	166.8	157.4	159.8
租赁业务收入	118.9	98.1	103.6
船舶收入	51.4	23.8	23.8
其他产业租赁收入	27.5	31.6	36.4
集装箱租赁收入	40.1	42.7	43.4
集装箱制造收入	47.9	59.2	56.2
营业收入 YOY	17.50%	-5.69%	1.55%
投资收益	19.0	20.9	23.0
净利润	24.6	26.7	27.1
净利润 YOY	44.60%	8.58%	1.61%

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理及预测

8.2 行业估值及目标价

我们认为公司造箱业务处于景气上行期，短期盈利弹性大，中长期存在产能注入预期，盈利能力有保障；集装箱租赁业务受益与租金提升和出租率提高；船舶租赁业务和投资收益未来有望提供稳定现金流；其他产业租赁业务不断拓展新的增长空间。公司营业收入和净利润有望在中长期稳定提升，预计 2020-2022 年净利润为 24.6/26.7/27.1 亿元，同比增长 44.60%/8.58%/1.61%。按照 2020 年 5.5 倍 PE 计算，合理估值为 158 亿港元，对应股价 1.36 港币/股，对应当前估值有 43% 上涨空间，给予“买入”评级。

图 17: PB-Band



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 6: 海运行业可比估值

代码	收盘价(当地货币) 2020/11/5	市值(亿) (当地货币)	净利润(亿)			EPS			PE			PB			
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
1138.HK	中远海能	3.0	291.3	0.0	29.4	21.3	-	-	-	31.2	4.2	5.8	0.46	-	-
1308.HK	海丰国际	13.6	364.6	2.2	2.4	3.0	0.1	0.1	0.1	21.3	19.5	15.9	4.63	4.44	4.03
1919.HK	中远海控	5.9	971.2	50.3	37.2	40.8	0.4	-	-	9.6	16.7	15.2	1.82	1.51	1.34
2039.HK	中集集团	12.5	499.4	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	26.0	-	-	1.02	-	-
601919.SH	中远海控	7.3	837.7	47.2	45.9	58.2	0.4	0.3	0.4	13.4	19.5	15.4	2.53	2.21	1.91
000039.SZ	中集集团	13.6	430.8	21.1	18.0	24.5	0.6	0.8	1.0	31.8	27.2	20.0	1.25	1.29	1.23
601866.SH	中远海发	2.3	215.7	19.3	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	15.6	-	-	1.12	-	-
	平均						0.3	0.3	0.4	21.3	17.4	14.5	1.83	2.36	2.13
2866.HK	中远海发	0.95	250.1	17.0	24.6	26.7	0.1	0.2	0.2	5.6	3.9	3.6	0.39	0.35	0.32

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

风险提示

1. 全球国际贸易衰退;
2. 空箱回流中国的速度超过预期;
3. 公允价值变动;
4. 汇率波动超预期。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
	单位:亿元										
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	164	142	167	157	160	盈利能力 (%)					
营业成本	136	119	131	122	124	毛利率	14.1%	17.1%	16.9%	21.5%	22.6%
毛利	28	24	36	36	36	净利率	9.2%	8.5%	12.0%	14.7%	17.0%
投资收益	23	23	19	21	23	ROE	8.9%	7.7%	7.0%	9.1%	9.2%
除税前溢利	28	24	26	30	32	偿债能力 (%)					
所得税	4	2	2	3	5	流动比率	0.76	0.55	0.55	0.58	0.59
净利润	14	17	25	27	27	速动比率	0.31	0.19	#REF!	0.22	0.27
EPS (元)	0.12	0.15	0.21	0.23	0.23	资产负债率	87.9%	86.9%	83.3%	81.9%	80.6%
资产负债表						现金流量表					
	单位:亿元						单位:亿元				
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
流动资产合计	302	298	321	319	339	净利润	14	17	25	27	27
存货	10	9	9	10	10	加: 折旧与摊销	32	32	31	32	32
应收账款及其他应收款项	23	27	28	28	27	营运资本变动	-10	15	29	23	14
交易性金融资产	0	5	7	8	9	其他非现金调整	28	20	20	23	21
其他短期投资	107	155	157	132	137	经营活动产生的现金流量净额	64	84	105	105	95
其他流动资产	10	6	8	7	8	出售固定资产收到的现金	5	2	7	7	5
货币资金	152	96	113	135	148	减: 资本性支出	44	29	36	33	35
非流动资产合计	1,076	1,147	1,174	1,186	1,181	投资减少	76	2	84	88	93
固定资产-物业, 厂房及设备	565	568	564	559	548	减: 投资增加	140	86	161	141	132
无形资产	0	0	0	0	0	其他投资活动产生的现金	-75	7	-22	-22	-28
商誉	0	0	0	0	0	投资活动产生的现金流量净额	-178	-104	-127	-100	-97
权益性投资	238	259	259	259	262	筹资活动产生的现金流量净额	32	-37	38	16	13
可供出售投资	0	0	0	0	0	现金及现金等价物净增加额	-82	-57	16	20	10
其他长期投资	268	310	341	358	362	期初现金及现金等价物余额	232	152	96	113	135
土地使用权	1	3	3	3	3	期末现金及现金等价物余额	152	96	113	135	148
总资产	1,378	1,445	1,494	1,505	1,520	每股资料 (元)					
流动负债合计	549	543	550	542	545	每股收益	0.12	0.15	0.21	0.23	0.23
应付账款及票据	17	26	18	17	17	每股经营现金	0.55	0.73	0.91	0.91	0.82
应交税费	2	2	2	2	2	每股净资产	1.55	2.11	2.33	2.52	2.68
交易性金融负债	0	0	1	0	0	估值比率 (倍)					
短期借贷及长期借贷当期到期部分	503	473	488	481	484	PE	6.78	5.58	3.86	3.56	3.50
非流动负债合计	649	660	674	671	664	PB	0.52	0.39	0.35	0.32	0.30
其他非流动负债	28	29	29	29	29						
长期借款	621	631	646	642	635						
总负债	1,198	1,203	1,224	1,213	1,209						
股本	117	116	118	121	123						
其他综合性收益	-31	-28	-30	-29	-29						
储备	95	156	173	192	211						
股东权益合计 (不含少数股东权益)	181	244	262	284	305						
负债及权益合计	181	244	262	284	305						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17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>