

## 公司报告

招商證券(香港)有限公司  
証券研究部

## 城建设计 (1599 HK)

## 地铁审批加速，关注龙头

■ 市占率逐步提升的地铁设计领域龙头

■ PPP 项目仍将推进，但更多的是与其他大型央企合作，2018 年下半年开始现金流有望转正

■ 我们调整公司估值方法，从之前的市盈率估值法调整至 SOTP 估值法，给予公司轨交设计板块 10 倍 2019 年预测市盈率（参照轨交设备企业估值），公司工程板块 5 倍 2019 年预测市盈率（参照建筑央企估值）；调整后公司目标价为 4.4 港元（较之前下调 6.4%），维持买入评级

## 轨交重新成为热点，龙头值得关注

城建设计是中国轨交设计板块的龙头，2016-18 年按中标线路比例计算，市场占有率为 23%/23%/38%，市场占有率稳中有升。2018 年 8 月以来，发改委审批通过了 6 个城市的地铁规划（包括调整规划），对应新增投资额 7,142 亿元人民币。我们认为地铁是政府目前刺激基建的一个重要突破口，推进速度将比以往更快。同时我们统计，中国城市地铁的大部分规划都将会在 2020 年附近到期，我们可以预计 2019 年将是发改委审批地铁的大年。2018 年共招标地铁线路 16 条，明显低于 2016 和 2017 年的 75 条和 123 条，招标线路数量预计在 2019 年大幅回升。

## 订单充足，现金流情况有望大幅改善

根据我们的估算，公司 2018 年轨交设计板块和工程板块订单覆盖倍数为 4.3 倍和 5.7 倍，公司订单储备充足。而公司对工程板块项目的审核将更加严格，该板块长期毛利率预计将从 2018 年上半年的 8.5% 回升至 10% 左右。公司对 PPP 业务的规模也将严格控制，未来将主要与大型央企合作，所以对资金的需求将大幅减小，配合年末收款情况理想，公司 2018 年下半年的经营性现金流将大幅改善。受限于工程板块规模下降，我们下调 18/19 年公司工程板块收入 14%/13%，对应下调公司 18/19 年收入及归母净利润预测 8%/7% 和 4%/2%。

## 调整估值方式至 SOTP，仍是行业首选

我们从市盈率估值法转为使用 SOTP 估值法，力求更全面地反映公司轨交设计板块和工程板块不同的价值。基于公司轨交设计板块 10 倍 2019 年预测市盈率，与公司工程板块 5 倍 2019 年预测市盈率，分别与轨交和大型建筑央企持平，我们给与其 20% 的流动性折价，调整后公司目标价为 4.4 港元，较之前的目标价下调 6.4%。虽然我们下调公司建筑板块的盈利预测，但现金流预计改善，且我们认为公司轨交设计板块将受到市场更多的关注，在政策顺风的情况下整体市盈率估值中枢将上移。公司目前股价对应 5.1 倍 2019 年预测市盈率，处于历史低位。公司目前股息派发率维持在 27% 以上，预计 2019 年的股息率超过 4.5%，给股价提供有力支撑，我们维持买入评级。

## 盈利预测及估值

| 人民币百万元   | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E  |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业额      | 5,090 | 6,973 | 7,937 | 9,690 | 11,359 |
| 同比增长 (%) | 27.0% | 37.0% | 13.8% | 22.1% | 17.2%  |
| 净利润      | 472   | 496   | 586   | 725   | 838    |
| 同比增长 (%) | 18.7% | 5.1%  | 18.1% | 23.8% | 15.5%  |
| 每股盈利 (元) | 0.37  | 0.39  | 0.43  | 0.54  | 0.62   |
| 每股股息 (元) | 0.10  | 0.10  | 0.11  | 0.14  | 0.16   |
| 市盈率 (x)  | 7.4   | 7.1   | 6.3   | 5.1   | 4.4    |
| 市净率 (x)  | 1.1   | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.7    |
| ROE (%)  | 13.4% | 11.9% | 12.6% | 13.7% | 14.0%  |

资料来源：公司资料，招商證券(香港)预测

焦一丁, CFA FRM 魏芸

+86 755 8290 8475 +86 755 8373 2985

jiaoyd@cmschina.com.cn weiyun@cmschina.com.cn

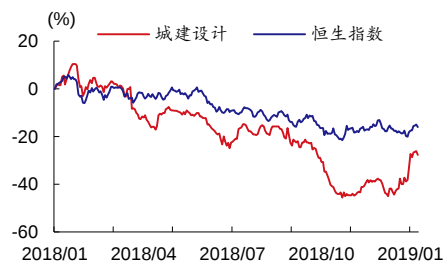
## 最新变动

下调盈利预测；下调目标价

## 买入

|                   |                |
|-------------------|----------------|
| 前次评级              | 买入             |
| 股价                | HK\$3.19       |
| 12个月目标价<br>(上涨空间) | HK\$4.4 (+38%) |
| 前次目标价:            | HK\$4.7        |

## 股价表现



资料来源：贝格数据

| %       | 1m   | 6m    | 12m    |
|---------|------|-------|--------|
| 1599 HK | 26.6 | (4.5) | (25.1) |
| 恒生指数    | 2.8  | (5.9) | (14.4) |

## 行业：建筑业

|      |       |
|------|-------|
| 恒生指数 | 26830 |
| 国企指数 | 10503 |

## 重要数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 52周股价区间 (港元) | 2.33-5.0 |
| 港股市值 (百万港元)  | 4302     |
| 日均成交量 (百万股)  | 0.57     |
| 每股净资产 (港元)   | 2.98     |

## 主要股东

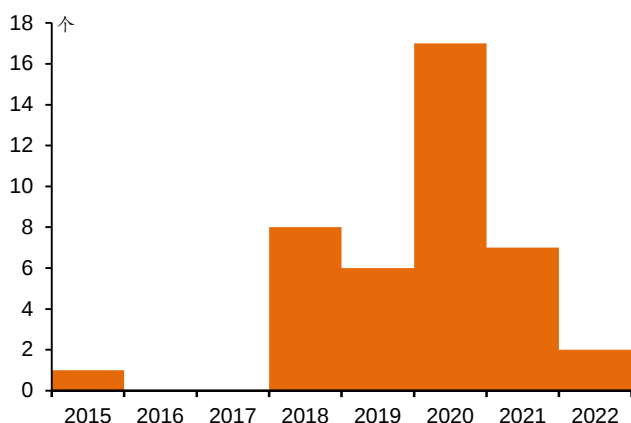
|              |        |
|--------------|--------|
| 北京城建集团有限责任公司 | 42.34% |
| 总股数 (百万股)    | 1349   |

## 相关报告

1. 城建设计 (1599 HK) - 反向路演：上半年设计新签订单持平去年，在手订单充足，2018/06/11
2. 城建设计 (1599 HK) - 业绩增长基础仍然稳固，2018/04/04

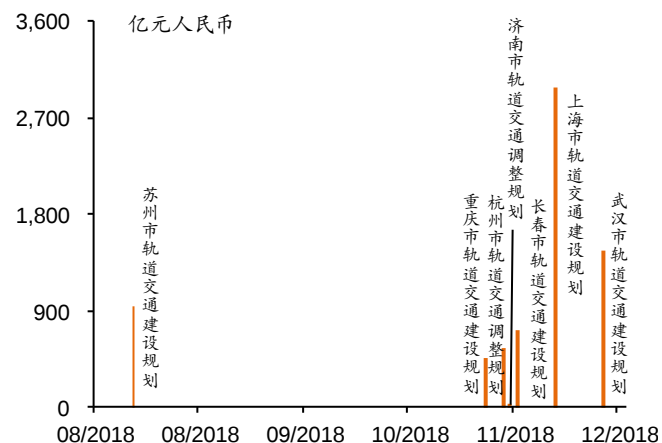
## 重点图表

图1: 我国各城市轨道交通规划现阶段到期时间统计\*



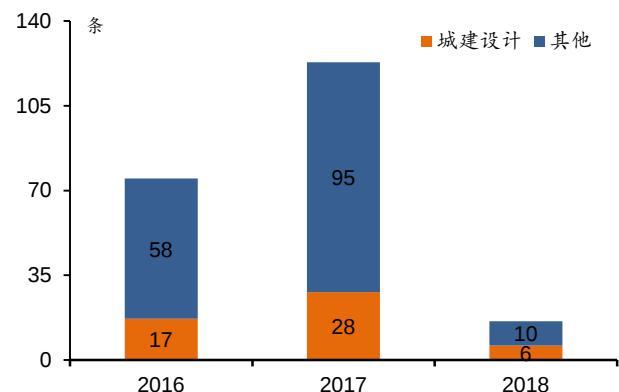
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)\*截止2017年末

图2: 2018年8月以来发改委审批地铁规划汇总



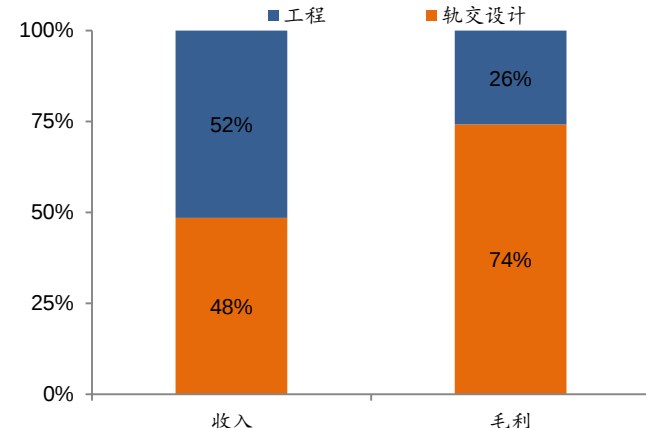
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 历年地铁招标线路及城建设计中标线路汇总



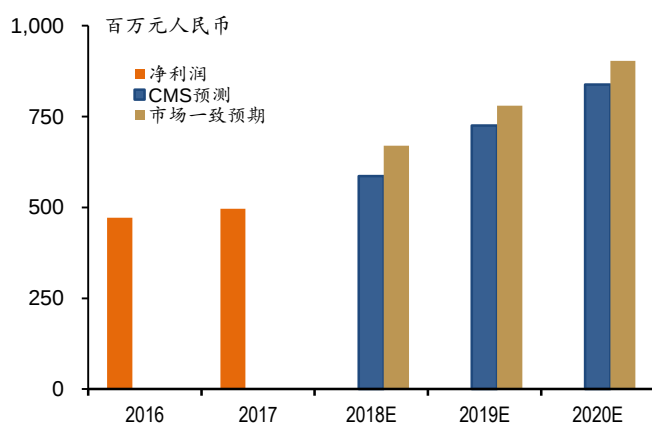
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 公司2018年预计收入及毛利占比



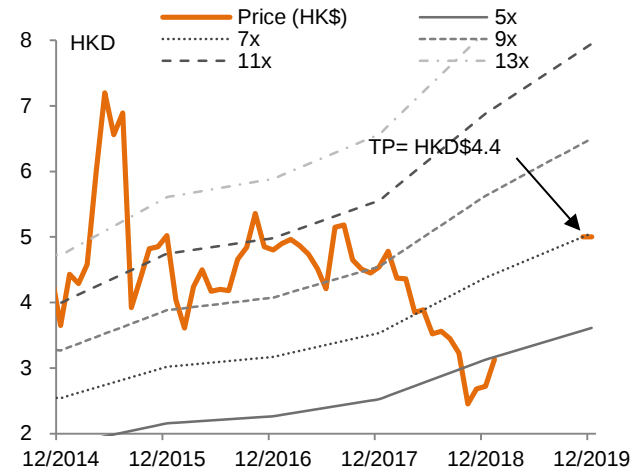
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 公司净利润增长情况与预期



资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)

图6: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)

图7: 盈利预测更新

| 收入 (百万元人民币)    | 新盈利预测和假设 |        |        | 原始预测和假设 |        | 变动幅度  |       |
|----------------|----------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|
|                | 2018E    | 2019E  | 2020E  | 2018E   | 2019E  | 2018E | 2019E |
| 设计             | 3,849    | 4,800  | 5,549  | 3,865   | 4,798  | 0%    | 0%    |
| 工程             | 4,088    | 4,890  | 5,811  | 4,750   | 5,610  | -14%  | -13%  |
| 合计             | 7,937    | 9,690  | 11,359 | 8,615   | 10,408 | -8%   | -7%   |
| 毛利率            |          |        |        |         |        |       |       |
| 设计             | 31%      | 31%    | 31%    | 31%     | 31%    | 0ppt  | 0ppt  |
| 工程             | 10%      | 10%    | 10%    | 11%     | 11%    | -1ppt | -1ppt |
| 合计             | 20%      | 20%    | 20%    | 20%     | 20%    | 0ppt  | 0ppt  |
| 利润表假设 (百万元人民币) |          |        |        |         |        |       |       |
| 营业收入           | 7,937    | 9,690  | 11,359 | 8,615   | 10,408 | -8%   | -7%   |
| 营业成本           | -6,354   | -7,737 | -9,086 | -6,914  | -8,335 | -8%   | -7%   |
| 毛利             | 1,583    | 1,953  | 2,273  | 1,701   | 2,073  | -7%   | -6%   |
| 其他收入及收益        | 278      | 310    | 341    | 276     | 312    | 1%    | -1%   |
| 销售费用           | -110     | -134   | -157   | -119    | -144   | -8%   | -7%   |
| 管理费用           | -696     | -849   | -995   | -755    | -926   | -8%   | -8%   |
| 其他开支           | -159     | -194   | -227   | -172    | -208   | -8%   | -7%   |
| 财务费用           | -177     | -194   | -204   | -177    | -194   | 0%    | 0%    |
| 应占联/合营损益       | 2        | 2      | 2      | 2       | 2      | 4%    | 4%    |
| 除税前溢利          | 722      | 894    | 1,032  | 756     | 915    | -5%   | -2%   |
| 所得税            | -115     | -142   | -164   | -120    | -145   | -4%   | -2%   |
| 净利润            | 607      | 752    | 868    | 636     | 769    | -5%   | -2%   |
| 归属母公司净利润       | 586      | 725    | 838    | 613     | 742    | -4%   | -2%   |
| 少数股东净利润        | 21       | 26     | 30     | 22      | 27     | -3%   | -3%   |
| 每股收益 (元)       | 0.43     | 0.54   | 0.62   | 0.45    | 0.55   | -4%   | -2%   |

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图8: 同业比较

| 公司      | 代码      | 招商证券<br>评级 | 股价<br>(港元) | 招商证券<br>目标价<br>(港元) | 上涨<br>空间 | 市值<br>(百万美元) | EV/EBITDA (x) |       | 市净率 (x) |       | 市盈率 (x) |       | PEG (x) |       | ROE (%) |       | CAGR 2018e-20e |        | 净负债<br>比率 |
|---------|---------|------------|------------|---------------------|----------|--------------|---------------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|----------------|--------|-----------|
|         |         |            |            |                     |          |              | 2018e         | 2019e | 2018e   | 2019e | 2018e   | 2019e | 2018e   | 2019e | 2018e   | 2019e | EPS            | EBITDA |           |
| 大型基建    |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 中国交建    | 1800.HK | 买入         | 7.8        | 10.3                | 31.3%    | 23,790       | 11.0          | 9.2   | 0.5     | 0.4   | 5.5     | 4.8   | 0.3     | 0.3   | 9.7%    | 10.2% | 15.9%          | 20.3%  | 55.6%     |
| 中国中铁    | 0390.HK | 中性         | 7.5        | 7.3                 | -3.1%    | 23,493       | 6.7           | 6.2   | 0.8     | 0.8   | 7.6     | 6.8   | 0.9     | 0.8   | 11.2%   | 11.1% | 8.7%           | 6.9%   | 5.4%      |
| 中国铁建    | 1186.HK | 中性         | 11.4       | 12.6                | 10.6%    | 21,503       | 6.2           | 5.5   | 0.7     | 0.7   | 6.4     | 5.5   | 0.6     | 0.5   | 11.6%   | 12.0% | 11.2%          | 11.8%  | 净现金       |
| 中国能建    | 3996.HK | 中性         | 0.9        | 1.8                 | 101.1%   | 3,368        | 4.7           | 4.2   | 0.4     | 0.4   | 3.9     | 3.5   | 0.3     | 0.3   | 11.7%   | 12.3% | 11.3%          | 9.8%   | 6.0%      |
| 行业平均    |         |            |            |                     |          | 18,039       | 7.1           | 6.3   | 0.6     | 0.6   | 5.9     | 5.1   | 0.5     | 0.5   | 11.1%   | 11.4% | 11.8%          | 12.2%  | 22.3%     |
| 中型基建    |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 中建国际    | 3311.HK | 买入         | 7.0        | 11.4                | 63.2%    | 4,513        | 6.1           | 5.1   | 0.8     | 0.7   | 6.0     | 5.0   | 0.3     | 0.3   | 13.7%   | 14.6% | 18.2%          | 16.8%  | 5.5%      |
| 中机工程    | 1829.HK | 中性         | 3.8        | 4.3                 | 13.1%    | 2,015        | -2.8          | -2.1  | 0.7     | 0.7   | 5.4     | 4.2   | 0.3     | 0.2   | 13.8%   | 15.7% | 18.4%          | 22.5%  | 净现金       |
| 行业平均    |         |            |            |                     |          | 3,264        | 1.6           | 1.5   | 0.8     | 0.7   | 5.7     | 4.6   | 0.3     | 0.3   | 13.8%   | 15.1% | 18.3%          | 19.7%  | 5.5%      |
| 铁路设备    |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 中国通号    | 3969.HK | 买入         | 5.9        | 6.7                 | 12.1%    | 6,646        | 7.6           | 6.5   | 1.6     | 1.4   | 12.3    | 10.5  | 0.7     | 0.6   | 13.7%   | 14.5% | 16.8%          | 16.0%  | 净现金       |
| 城建设计    | 1599.HK | 买入         | 3.2        | 4.4                 | 37.9%    | 549          | 4.3           | 3.5   | 0.8     | 0.7   | 6.3     | 5.1   | 0.3     | 0.3   | 12.6%   | 13.7% | 19.6%          | 18.1%  | 净现金       |
| 中国中车    | 1766.HK | 中性         | 7.9        | 6.8                 | -13.6%   | 37,061       | 10.0          | 8.8   | 1.3     | 1.2   | 16.2    | 13.5  | 1.3     | 1.1   | 7.9%    | 8.8%  | 12.6%          | 8.9%   | 净现金       |
| 时代电气    | 3898.HK | 中性         | 45.7       | 40.5                | -11.4%   | 6,849        | 11.0          | 10.7  | 2.3     | 2.0   | 16.2    | 15.7  | 2.3     | 2.2   | 14.1%   | 13.0% | 7.1%           | 6.6%   | 净现金       |
| 铁建装备    | 1786.HK | 中性         | 1.6        | 2.0                 | 25.3%    | 314          | 0.7           | 0.6   | 0.4     | 0.4   | 8.8     | 7.1   | 0.6     | 0.5   | 4.3%    | 5.1%  | 13.6%          | 11.3%  | 净现金       |
| 行业平均    |         |            |            |                     |          | 10,284       | 6.7           | 6.0   | 1.3     | 1.2   | 11.9    | 10.4  | 1.1     | 0.9   | 10.5%   | 11.0% | 13.9%          | 12.2%  | n.a.      |
| 工程机械    |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 中联重科    | 1157.HK | 买入         | 3.0        | 5.3                 | 76.7%    | 4,010        | 14.4          | 12.9  | 0.5     | 0.5   | 11.8    | 9.3   | 0.5     | 0.4   | 4.4%    | 5.4%  | 23.7%          | 10.4%  | 53.6%     |
| 中国龙工    | 3339.HK | 买入         | 2.2        | 3.9                 | 79.1%    | 1,201        | 3.8           | 3.6   | 0.9     | 0.8   | 5.7     | 5.1   | 0.6     | 0.6   | 15.5%   | 15.3% | 9.1%           | 5.6%   | 17.8%     |
| 行业平均    |         |            |            |                     |          | 2,605        | 9.1           | 8.3   | 0.7     | 0.6   | 8.8     | 7.2   | 0.6     | 0.5   | 10.0%   | 10.4% | 16.4%          | 8.0%   | 35.7%     |
| 矿山及港口设备 |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 三一国际    | 0631.HK | 买入         | 2.4        | 4.7                 | 97.9%    | 915          | 5.4           | 4.0   | 0.9     | 0.8   | 9.2     | 6.3   | 0.3     | 0.2   | 9.6%    | 12.4% | 30.8%          | 25.3%  | 净现金       |
| 钢铁      |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 鞍钢股份    | 0347.HK | 中性         | 5.6        | 7.1                 | 27.6%    | 5,457        | 3.6           | 3.9   | 0.6     | 0.6   | 4.4     | 4.7   | -2.1    | -2.2  | 14.0%   | 11.9% | -2.1%          | -2.1%  | 33.3%     |
| 马鞍山钢铁   | 0323.HK | 中性         | 3.6        | 3.7                 | 5.1%     | 3,941        | 3.3           | 3.6   | 0.8     | 0.7   | 3.7     | 4.4   | -0.8    | -0.9  | 22.0%   | 17.0% | -4.9%          | -1.5%  | 22.4%     |
| 行业平均    |         |            |            |                     |          | 4,699        | 3.5           | 3.7   | 0.7     | 0.6   | 4.0     | 4.5   | -1.4    | -1.6  | 18.0%   | 14.4% | -3.5%          | -1.8%  | 27.8%     |
| 水泥      |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 海螺水泥    | 0914.HK | 中性         | 38.9       | 43.0                | 10.5%    | 24,412       | 3.4           | 3.6   | 1.6     | 1.4   | 6.5     | 7.0   | -2.5    | -2.7  | 25.4%   | 21.2% | -2.6%          | -2.4%  | 净现金       |
| 中国建材    | 3323.HK | 中性         | 5.7        | 6.7                 | 17.1%    | 6,151        | 4.5           | 4.4   | 0.7     | 0.6   | 4.2     | 3.9   | 0.8     | 0.7   | 14.8%   | 13.8% | 5.4%           | 3.5%   | 166.7%    |
| 行业平均    |         |            |            |                     |          | 15,282       | 4.0           | 4.0   | 1.2     | 1.0   | 5.3     | 5.5   | -0.9    | -1.0  | 20.1%   | 17.5% | 1.4%           | 0.5%   | 166.7%    |
| 航空      |         |            |            |                     |          |              |               |       |         |       |         |       |         |       |         |       |                |        |           |
| 中国国航    | 0753.HK | 买入         | 7.2        | 8.5                 | 18.2%    | 16,071       | 7.3           | 6.0   | 1.0     | 0.9   | 14.1    | 9.6   | 0.4     | 0.3   | 7.0%    | 9.5%  | 35.8%          | 18.2%  | 45.6%     |
| 中国东方航空  | 0670.HK | 买入         | 4.6        | 5.5                 | 20.9%    | 10,022       | 4.8           | 4.0   | 1.0     | 0.9   | 13.7    | 7.5   | 0.3     | 0.1   | 7.1%    | 11.5% | 50.5%          | 17.5%  | 94.3%     |
| 中国南方航空  | 1055.HK | 中性         | 5.3        | 6.4                 | 21.0%    | 11,692       | 5.4           | 4.5   | 0.8     | 0.8   | 8.8     | 6.3   | 0.3     | 0.2   | 9.6%    | 12.0% | 25.9%          | 14.1%  | 60.4%     |
| 行业平均    |         |            |            |                     |          | 12,595       | 5.8           | 4.8   | 0.9     | 0.8   | 12.2    | 7.8   | 0.3     | 0.2   | 7.9%    | 11.0% | 37.4%          | 16.6%  | 66.8%     |

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测、基于2019年1月15日收盘价

## 财务预测表

## 资产负债表

| 人民币百万元         | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产合计</b> | <b>3,294</b>  | <b>4,983</b>  | <b>5,658</b>  | <b>6,348</b>  | <b>6,882</b>  |
| 固定资产           | 356           | 436           | 513           | 637           | 790           |
| 无形资产           | 8             | 6             | 9             | 11            | 13            |
| 贸易应收账款         | 14            | 33            | 40            | 44            | 52            |
| 其他应收           | 2,760         | 4,240         | 4,752         | 5,235         | 5,535         |
| 其他             | 155           | 267           | 344           | 420           | 493           |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>7,709</b>  | <b>9,359</b>  | <b>10,422</b> | <b>11,977</b> | <b>13,373</b> |
| 货币资金           | 2,566         | 3,382         | 3,631         | 4,196         | 4,305         |
| 贸易应收账款及票据      | 1,851         | 2,357         | 2,804         | 3,137         | 3,657         |
| 其他应收           | 3,170         | 3,519         | 3,875         | 4,508         | 5,253         |
| 存货             | 67            | 80            | 87            | 107           | 125           |
| 其他             | 55            | 21            | 24            | 29            | 35            |
| <b>资产合计</b>    | <b>11,003</b> | <b>14,342</b> | <b>16,080</b> | <b>18,325</b> | <b>20,256</b> |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>5,614</b>  | <b>6,722</b>  | <b>7,176</b>  | <b>8,339</b>  | <b>9,282</b>  |
| 短期借款           | 80            | 230           | 288           | 316           | 332           |
| 应付账款及应付票据      | 2,005         | 2,678         | 2,778         | 3,198         | 3,521         |
| 应付合约客户款项       | 1,651         | 1,532         | 1,587         | 1,744         | 1,818         |
| 其他             | 1,878         | 2,282         | 2,523         | 3,081         | 3,611         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>1,872</b>  | <b>3,437</b>  | <b>4,238</b>  | <b>4,710</b>  | <b>5,004</b>  |
| 长期借款           | 1,798         | 3,077         | 3,847         | 4,231         | 4,443         |
| 其他             | 73            | 359           | 392           | 478           | 561           |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>3,517</b>  | <b>4,183</b>  | <b>4,665</b>  | <b>5,277</b>  | <b>5,970</b>  |
| 母公司股东权益        | 3,294         | 3,921         | 4,372         | 4,945         | 5,595         |
| 股本             | 1,273         | 1,349         | 1,349         | 1,349         | 1,349         |
| 储备             | 2,022         | 2,572         | 3,024         | 3,597         | 4,246         |
| 少数股东权益         | 223           | 263           | 293           | 331           | 375           |
| <b>负债与权益合计</b> | <b>11,003</b> | <b>14,342</b> | <b>16,080</b> | <b>18,325</b> | <b>20,256</b> |

## 现金流量表

| 人民币百万元         | 2016          | 2017         | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
|----------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 除税前溢利          | 567           | 609          | 722         | 894         | 1,032       |
| 折旧与摊销          | 48            | 44           | 62          | 94          | 102         |
| 财务费用           | 59            | 141          | 177         | 194         | 204         |
| 营运资金变动         | -1,623        | -382         | -970        | -273        | -610        |
| 其他             | -195          | -179         | -320        | -358        | -394        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-1,144</b> | <b>234</b>   | <b>-330</b> | <b>551</b>  | <b>335</b>  |
| 资本支出           | -39           | -122         | -178        | -212        | -257        |
| 其他             | 148           | -733         | -356        | 41          | 39          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>109</b>    | <b>-855</b>  | <b>-534</b> | <b>-171</b> | <b>-218</b> |
| 借款增加           | 1,468         | 1,509        | 827         | 413         | 227         |
| 分配股利           | -107          | -127         | -134        | -152        | -189        |
| 其他             | 81            | 68           | 30          | 38          | 44          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,442</b>  | <b>1,450</b> | <b>723</b>  | <b>300</b>  | <b>82</b>   |

## 利润表

| 人民币百万元   | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 5,090  | 6,973  | 7,937  | 9,690  | 11,359 |
| 营业成本     | -3,987 | -5,629 | -6,354 | -7,737 | -9,086 |
| 毛利       | 1,103  | 1,343  | 1,583  | 1,953  | 2,273  |
| 其他收入及收益  | 172    | 271    | 278    | 310    | 341    |
| 销售费用     | -74    | -97    | -110   | -134   | -157   |
| 管理费用     | -530   | -611   | -696   | -849   | -995   |
| 其他开支     | -47    | -159   | -159   | -194   | -227   |
| 财务费用     | -59    | -141   | -177   | -194   | -204   |
| 应占联/合营损益 | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      |
| 除税前溢利    | 567    | 609    | 722    | 894    | 1,032  |
| 所得税      | -88    | -97    | -115   | -142   | -164   |
| 净利润      | 479    | 512    | 607    | 752    | 868    |
| 归属母公司净利润 | 472    | 496    | 586    | 725    | 838    |
| 少数股东净利润  | 7      | 16     | 21     | 26     | 30     |
| 每股收益(元)  | 0.37   | 0.39   | 0.43   | 0.54   | 0.62   |

## 主要财务比率

|                | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 27.0% | 37.0% | 13.8% | 22.1% | 17.2% |
| 毛利润            | 32.3% | 21.8% | 17.8% | 23.4% | 16.4% |
| 净利润            | 18.7% | 5.1%  | 18.1% | 23.8% | 15.5% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 21.7% | 19.3% | 19.9% | 20.2% | 20.0% |
| 净利率            | 9.3%  | 7.1%  | 7.4%  | 7.5%  | 7.4%  |
| ROE            | 13.4% | 11.9% | 12.6% | 13.7% | 14.0% |
| ROA            | 4.3%  | 3.5%  | 3.6%  | 4.0%  | 4.1%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 68.0% | 70.8% | 71.0% | 71.2% | 70.5% |
| 净负债比率          | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 流动比率           | 1.37  | 1.39  | 1.45  | 1.44  | 1.44  |
| 速动比率           | 1.36  | 1.38  | 1.44  | 1.42  | 1.43  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.54  | 0.55  | 0.52  | 0.56  | 0.59  |
| 存货周转率          | 68.64 | 76.75 | 76.13 | 79.81 | 78.48 |
| 应收账款周转率        | 1.31  | 1.62  | 1.70  | 1.83  | 1.87  |
| 应付账款周转率        | 1.23  | 1.43  | 1.48  | 1.66  | 1.77  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.37  | 0.39  | 0.43  | 0.54  | 0.62  |
| 每股经营现金         | -0.90 | 0.18  | -0.24 | 0.41  | 0.25  |
| 每股净资产          | 2.59  | 3.08  | 3.24  | 3.67  | 4.15  |
| 每股股利           | 0.10  | 0.10  | 0.11  | 0.14  | 0.16  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 7.41  | 7.06  | 6.33  | 5.11  | 4.42  |
| P/B            | 1.06  | 0.89  | 0.85  | 0.75  | 0.66  |

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义                   |
|--------|----------------------|
| 推荐     | 预期行业整体表现在未来12个月优于市场  |
| 中性     | 预期行业整体表现在未来12个月与市场一致 |
| 回避     | 预期行业整体表现在未来12个月逊于市场  |

| 公司投资评级 | 定义                     |
|--------|------------------------|
| 买入     | 预期股价在未来12个月上升10%以上     |
| 中性     | 预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内 |
| 卖出     | 预期股价在未来12个月下跌10%以上     |

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828