

## 燕云 DaaS 修复估值，业绩高增长可期

### 投资要点

- **事件:** 公司和北京因特睿与长春金控及长春净月达成注资协议，同意以现金注资的方式以代价 4 亿人民币及 3 亿人民币分别认购北京因特睿经扩大注册资本的约 6.45% 及 4.84%。
- **燕云 DaaS 助推新基建，智慧城市业务高增长。** 公司智慧城市业务 2020H1 实现营收 1.5 亿港元，同比增长 69.8%。燕云 DaaS 助力之下，无需源代码即可使用通用 API 实现数据连接，大大提高项目效率、缩短项目周期。预计今年项目订单可实现翻倍增长。此外，公司实行的城市 CTO 深耕模式，业务初期毛利率较低，但方案落地的成本会随着落地的速度逐步下降，业务毛利将逐步提升。
- **核心技术赋能智慧供应链业务，城市贸易智慧再升级。** 科捷依托“供应链+大数据+AIoT”战略和云服务平台，抓住疫情机会，积极拓展线上教育、医疗物资、生活电商领域，实现逆势高速增长，签约规模同比增长超 60%；另一方面，与智慧城市及底层大数据技术燕云 DaaS 的高度协同性，助力科捷在 5G 基站设备、新能源设备、电子元器件制造等领域的业务布局。科捷在“618 购物节”期间订单同比增长近 50%，预计全年将实现超 30% 的订单增长。
- **金融 IT 行业高景气，技术优势助业绩稳健增长。** 公司分布式银行核心系统 Sm@rtEnsemble 作为自主可控银行交易系统，需求或增加。神州信息利用其核心竞争力提供端到端的解决方案，将进一步拓展。2020H1 公司金融科技业务签约同比大幅增长 35.9%，我们预计未来公司三年银行 IT 业务公司将持续稳健增长。
- **估值与评级:** 公司银行 IT 业务为核心系统龙头，给予 2020 年公司银行 IT 业务 45 倍 PE，市值超 170 亿人民币，神州控股所持有股份对应市值为 69 亿元人民币，对应约 86.6 亿港元估值。长春金控及长春净月注资因特睿，核心业务旗下关键技术燕云 DaaS 或可取得长足发展，修复多项公司核心业务估值，公司多项高增长。给予 2020 年智慧供应链以及智慧城市业务 45 倍 PE，合计市值约 43.2 亿港元。新基建、信创之下，公司长期拓展空间可观，我们预计公司 2020 年加总市值超 129.8 亿港元，对应目标价为 7.76 港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 中美贸易摩擦，宏观环境不稳定风险；银行 IT 竞争加剧风险；新基建政策变化风险；神州信息账期风险等。

指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	15254.50	17727.43	21360.66	25293.20	30894.20
增长率	15.16%	16.21%	20.49%	18.41%	22.14%
归属母公司净利润(百万港元)	149.59	301.84	513.47	603.17	869.53
增长率	136.22%	101.78%	70.11%	17.47%	44.16%
每股收益 EPS	0.09	0.18	0.31	0.36	0.52
净资产收益率	1.69%	3.38%	5.43%	6.00%	7.96%
PE	72.32	35.84	21.07	17.94	12.44

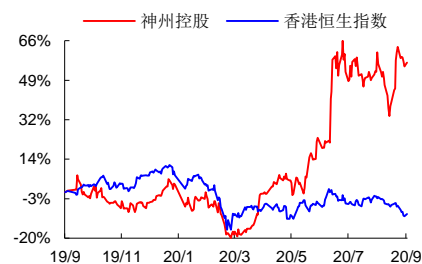
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-58351932  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

分析师: 张闻宇  
执业证号: S1250520080002  
电话: 021-58351917  
邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	3.35-6.88
3 个月平均成交量(百万)	9.19
流通股数(亿)	16.72
市值(亿)	107.85

### 相关研究

## 目 录

1 数字化解决方案的头部企业.....	1
2 燕云 DaaS 助推新基建，智慧城市业务高增长.....	3
2.1 燕云 DaaS 助力城市 CTO 深耕模式，智慧城市毛利有望提升.....	3
2.2 掌握燕云 DaaS 核心技术，万物互联创造城市数据价值.....	4
3 燕云 DaaS 赋能智慧供应链业务，城市贸易智慧再升级.....	5
4 金融 IT 行业高景气，技术优势助业绩稳健增长.....	6
5 盈利预测与估值.....	7
5.1 盈利预测.....	7
5.2 相对估值.....	7
6 风险提示.....	9

## 图 目 录

图 1: 集团产业生态.....	1
图 2: 公司 2015-2020H1 营业收入及增速.....	1
图 3: 公司 2015-2020H1 归母净利润及增速.....	1
图 4: 公司 2015-2020H1 主营业务收入结构情况.....	2
图 5: 公司 2015-2020H1 主营业务毛利润情况.....	2
图 6: 公司 2018-2020H1 主要业务毛利率及综合毛利率.....	2
图 7: 公司 2015-2020H1 费率变化.....	2
图 8: 公司主要业务及产品.....	3
图 9: 城市 CTO 战略下的全国布局.....	4
图 10: 燕云 DaaS 如何实现打破信息孤岛, 数据融合创造价值的.....	4
图 11: 公司智慧产业链发展历史 (科捷历年大事件).....	5

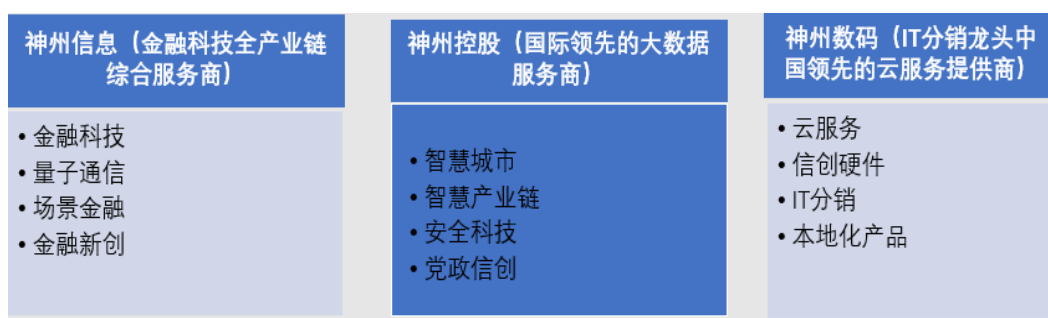
## 表 目 录

表 1: 银行业 IT 系统分类.....	6
表 2: 分业务收入.....	7
表 3: 分部估值分业务净利润.....	8
表 4: 银行 IT 可比公司估值.....	8
表 5: 物流可比公司估值.....	8
附: 财务报表.....	10

## 1 数字化解决方案的头部企业

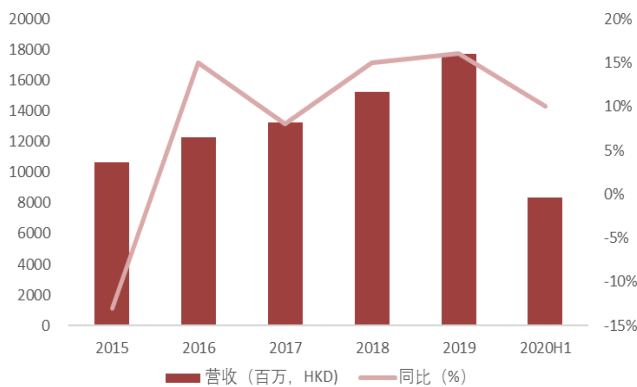
公司是中国信息化解决方案的龙头企业，自 2000 年从联想拆分并以数字中国为使命，2001 年在香港上市，积极向软件及 IT 服务转型，构建了包括神州信息和神州数码的集团生态链，主要业务包括智慧金融、智慧供应链和智慧城市。其中，以银行 IT 为主的智慧金融业务主要是旗下子公司神州信息的业务领域，具体从事金融、电信、政企行业信息化业务；智慧供应链是旗下子公司科捷物流的业务领域，业务主要面向 ICT、电商等；智慧城市业务自 2010 年发布智慧城市战略以来，已从基于信息技术广泛应用的电子政务建设的智慧城市 1.0 阶段，逐步发展到基于互联网应用的市民融合平台建设的智慧城市 2.0，再到现在的基于产、城、人综合治理的智慧城市 3.0 阶段。

图 1：集团产业生态



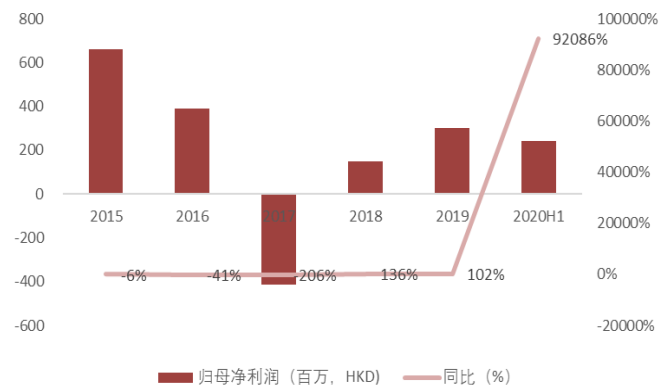
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 2：公司 2015-2020H1 营业收入及增速



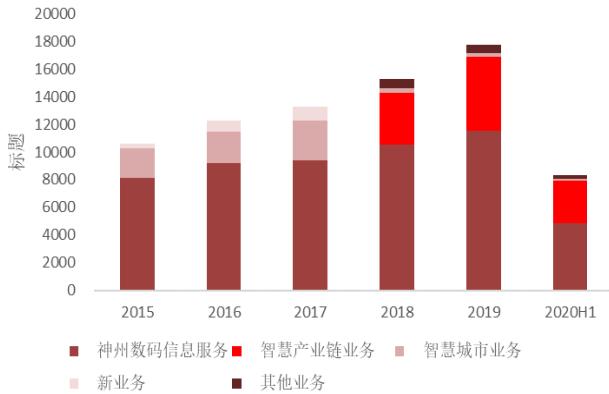
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2015-2020H1 归母净利润及增速

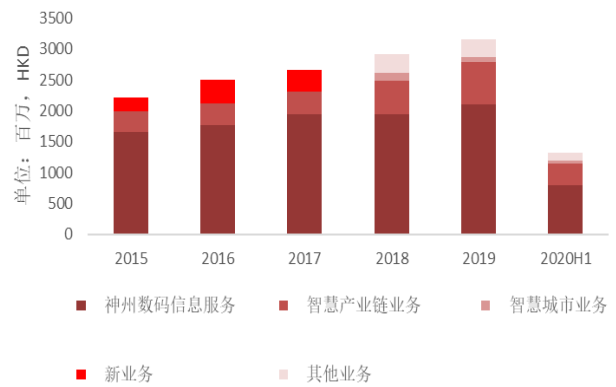


数据来源：wind，西南证券整理

从公司历史业绩来看，公司业绩稳健。在 2015 年-2019 年，公司营收保持 13.6% 年增长率，2019 年全年公司实现营收 177.3 亿港元，2020 年 H1 实现营收 83.5 亿港元。从利润方面来看，公司 2015-2019 年实现归母净利润分别为 6.6 亿港元、3.9 亿港元、-4.1 亿港元、1.5 亿港元和 3 亿港元。公司前期在研发方面的投入在近年已到达收获期，2020H1 实现归母净利润 2.4 亿港元，同比增长 921 倍。

**图 4：公司 2015-2020H1 主营业务收入结构情况**


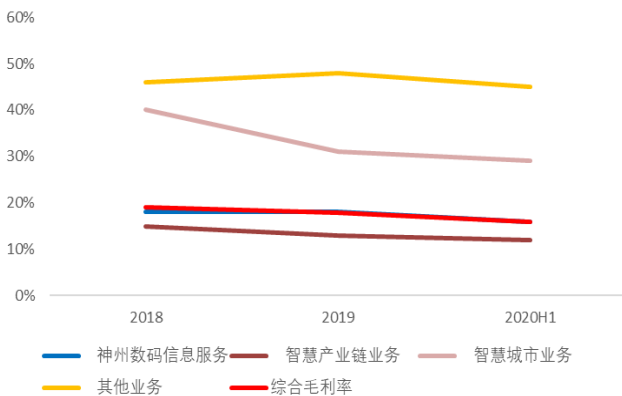
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：公司 2015-2020H1 主营业务毛利润情况**


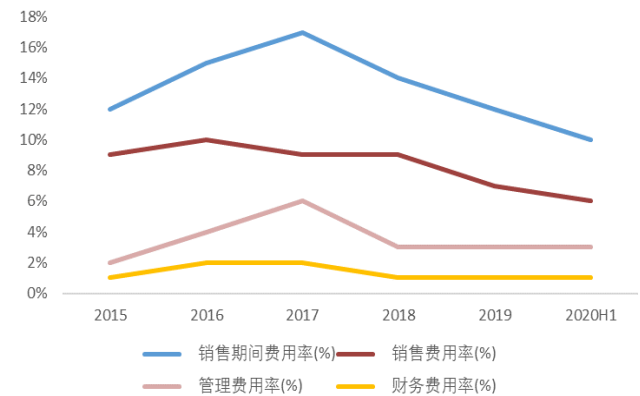
数据来源：公司公告，西南证券整理

分业务来看，来自子公司神州信息的收入、利润占比正逐年下降。2018H1 神州信息收入占比达 72%，而 2020 年 H1 收入占比已下降至 58%；由原利润贡献接近 98%下降至约 28%。本体业务盈利能力逐年增强，利润贡献由 2018H1 的 2%提升到 2020H1 的 72%。前期对智慧产业链业务的布局已进入收获期，业绩呈现出双位数的高速增长，收入从 18 年 H1 的 16 亿港元增长到 19 年的 H1 的 23 亿港元再到今年上半年的超越 30 亿港元。增速分别是 44%和 32%。利润从 18 年 H1 仅刚刚持平略有亏损的情况增长到 2020 年 H1 7800 万港币。

从成本方面来看，公司 2015-2019 销售期间费用率分别为 12%、15%、17%、14%和 12%。费率波动系公司不断扩大业务规模、加大研发投入所致。综合毛利率在 17%上下波动，2020H1 毛利率为 15.9%。

**图 6：公司 2018-2020H1 主要业务毛利率及综合毛利率**


数据来源：wind，西南证券整理

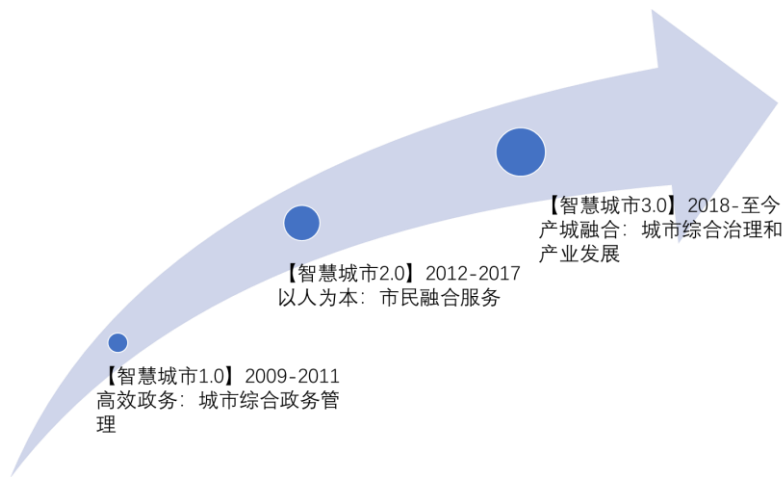
**图 7：公司 2015-2020H1 费率变化**


数据来源：wind，西南证券整理

## 2 燕云 DaaS 助推新基建，智慧城市业务高增长

公司自 2010 年推出智慧城市业务以来，从已进入以数据共享、全态势感知以及产城人结合为核心思想的 3.0 阶段。智慧城市主要业务包括大数据解决方案、智慧城市物联网解决方案和智慧场景应用解决方案。公司利用子公司因特睿与北京大学合作研发的燕云 DaaS 打破城市遗留系统实现数据互通，为城市新基建打造夯实的数据基础底层。2019 年公司智慧城市业务实现营收 2.4 亿港元，2020H1 实现营收 1.5 亿港元，同比增长 69.8%，预计随着燕云 DaaS 推动智慧城市项目逐步落地，智慧城市业务的增速及毛利会有进一步的提升。

图 8：公司主要业务及产品



数据来源：公司年报，西南证券整理

### 2.1 燕云 DaaS 助力城市 CTO 深耕模式，智慧城市毛利有望提升

智慧城市业务的核心在于大数据。在燕云 DaaS 助力之下，公司的智慧城市业务实行的是城市 CTO 深耕模式，即公司选取代表性的城市进行项目开发，项目提供研发场景，公司在进行项目产出的同时进行研发。因此在项目初期，智慧城市业务毛利率较低。随着项目的不断推进，研发成果逐步落地，公司可实现将成果本地化叠加渠道化之后快速复制到别的省市。方案落地的成本会随着落地的速度逐步下降，毛利也逐步提升。在城市 CTO 战略之下，目前公司已有 1600 个项目在 150 多个城市落地实践，和 50 多个省市签署战略合作协议，市民服务平台在 40 多个城市建成运营，参与 10 多项智慧城市国家标准制定，拥有 500 多项知识产权。

图 9：城市 CTO 战略下的全国布局

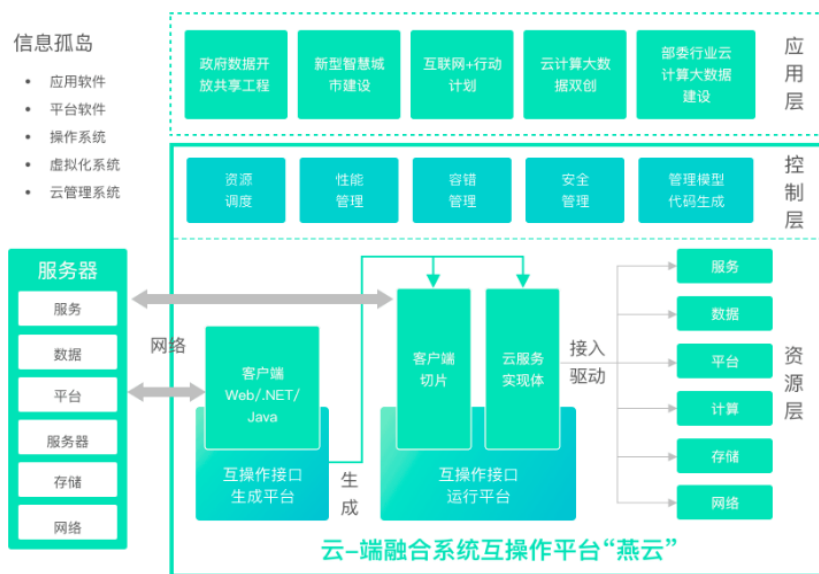


数据来源：公司年报，西南证券整理

## 2.2 掌握燕云 DaaS 核心技术，万物互联创造城市数据价值

燕云 DaaS 具有无障碍、低成本、高效率 and 零风险的特点。对于陈旧的数据也能用通用的 API 整合,从而实现无需多部门对接、无需源码就能把数据连接起来,实现打破信息孤岛。燕云 DaaS 的无障碍特征把沟通成本、开发成本降到最低。效率也大幅提升,项目交付时间大大缩短。此外,燕云 DaaS 在数据读写方面能做到与源系统完全一致,保证数据安全,源系统所要承担的风险大幅减小、趋近为零。公司实行的城市 CTO 深耕模式是基于燕云 DaaS 大数据技术支持,以项目研发支部实现城市智能感知、智能交互、智能决策,最终实现物与物、物与人、人与人的互联、互通、互动,增强城市获取信息、反馈以及随时服务能力。即是实现万物互联,以数据融合为驱动数据价值。

图 10：燕云 DaaS 如何实现打破信息孤岛，数据融合创造价值的

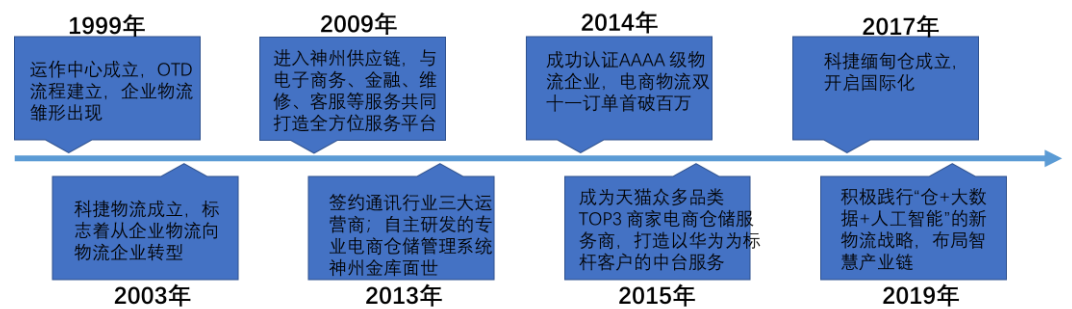


数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3 燕云 DaaS 赋能智慧供应链业务，城市贸易智慧再升级

智慧供应链业务是神州控股旗下全资子公司科捷物流主要承担。新基建之下，智慧供应链业务战略延伸至生产端，向优势行业及现有优质客户的上下游全产业链拓展，实现产品全生命周期管理。打通物流、商流、信息流、资金流，四流合一的端到端一站式供应链服务，持续赋能城市贸易。科捷物流业务包括 B2B 服务、B2C 服务、电商综合服务、大数据服务、进出口服务、和海外服务六大类。

图 11：公司智慧产业链发展历史（科捷历年大事件）



数据来源：公司官网，西南证券整理

智慧供应链业务的持续升级主要来自于公司对 Kingkoo 大数据及云计算方面技术的持续优化。智慧供应链与智慧城市业务及底层的燕云 DaaS 技术有高度协同效应。公司将持续整合在燕云 DaaS 技术支持之下的在智慧城市中积累的城市的的数据、政务的数据以及在智慧产业链积累的供应链、物流、商品、工业的数据，使数据本身产生价值的同时为优化算法提供了更多的可能。预计公司未来将通过核心平台的建设包括数据中台、算法中台以及解决连接问题的燕云 DaaS，持续拓展智慧业务。

燕云 DaaS 技术的不断发展成熟，公司算法能力进一步提升，使智慧供应链业务降本增效功效不断优化。例如，为客户定制一站式供应链服务包括“进出口-运输-仓储-配送-售后服务”软件的方案时，在仓储-配送环节，大数据及算法平台将把订单物体体积、数量与配送盒相匹配，设计出最低成本包装方案。能够帮商家选出最合适订单的包箱选择的算法即为降本增效。公司在为华为荣耀（Honor）定制实施的神州金库 OMS 方案中，可在库房不支持一物多编码的情况下，支持多编码的先进先出；支持多店铺库存分开管理；支持以销定采，根据销售单自动创建采购单以及多规则合并进项发票；支持多平台的对账。

此外，公司对海外市场也积极布局。在“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的合作倡议之下，公司积极开拓沿线国家的业务合作，帮助中国企业走出国门，进入日益增长的全球市场。为中国或当地企业在“一带一路”沿线国家提供专业的国际贸易、电子商务、仓储运输、清关服务等综合供应链解决方案。预计未来三年内，公司海外市场将稳健增长。



## 4 金融 IT 行业高景气，技术优势助业绩稳健增长

公司子公司神州信息公司为银行业信息化产业龙头，在银行核心系统市占率位居第一，业务包括核心应用系统、云计算系统、数据智能系统、智能网点系统、移动互联系统等。从营收来看，公司业务规模处于行业前端，神州信息 2019 年营收 115 亿港元，同比增长 9.3%。

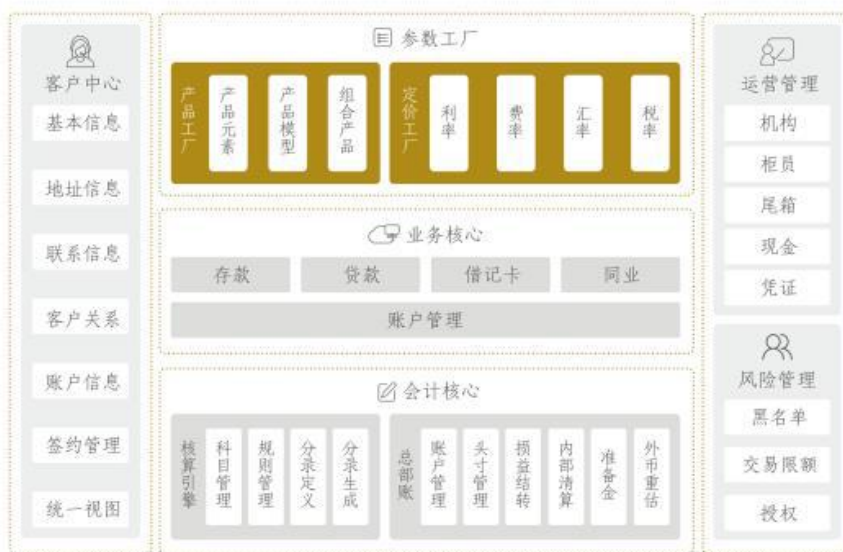
表 1：银行业 IT 系统分类

银行业 IT 系统分类			
业务类解决方案	核心业务系统	信贷系统	清算系统
渠道类解决方案	渠道管理	柜台系统	银行卡系统、手机银行
管理类相关解决方	企业资源管理	商业智能	风险管理

数据来源：IDC，西南证券整理

在信创及银行分布式核心系统改革推动之下，公司于 16 年发布的分布式银行核心系统 Sm@rtEnsemble，是银行新一代最重要的交易系统，也是银行安全可控的关键。系统可实现功能包括客户中心、业务核心（存款业务、贷款业务等）、会计核心、营运管理以及风险管理等独立的业务服务模块。神州信息利用其核心竞争力提供端到端的解决方案，将进一步拓展。2020H1 公司金融科技业务签约同比大幅增长 35.9%，我们预计未来公司三年银行 IT 业务公司将持续稳健增长。

图 12：分布式银行核心业务系统 Sm@rtEnsemble



数据来源：公司官网，西南证券整理

此外，神州信息在 2014 年合并中农信达，切入农村信息化领域以来，持续在金融、农业、税务等行业深耕。公司凭借对金融、农业与税务场景的深刻理解，通过金融与自身基石业务的融合，促进中小微企业和“三农”领域金融服务的创新，智慧农业业务的不断发展为公司发展助力。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 燕云 DaaS 估值修复之下, 大大提升了智慧城市及智慧供应链的项目周期、效率。公司目前在智慧供应链业务中已覆盖 104 座城市, 拥有 231 个仓库, 财富 500 强客户超 50 家。公司与菜鸟驿站的 B2C 物流在快速消费品和食品行业排名第一, 在美容及母婴服饰排名前三。公司与完美日记、舒华及天马微电子等企业达成了最新签约。订单量在“618 购物节”期间增涨近 50%。我们预计今年公司订单量增量超 30%, 未来公司三年的订单增量年复合增速超 20%。

假设 2: 受益于新基建行业高速发展, 中国正在 500 多个城市开展智慧城市建设, 配备传感器、摄像头及其他设备, 对城市交通、污染、公共卫生、安全等各方面数据进行处理分析, 智慧城市订单量预计有翻倍增长。此外, 未来三年, 智慧城市项目开始更快速落地、复制, 业务毛利率预计提升 6 个百分点。

假设 3: 公司已覆盖超过 800 个银行客户, 自主创新市场占有率 60% 以上, 累计农业用户超 70 万。受益于银行核心系统改造以及智慧农业高速发展, 公司金融 IT 信息业务订单增长预计超 15%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入

单位: 百万港元		2019A	2020E	2021E	2022E
神州信息	收入	11504.00	13229.60	15610.93	18889.22
	增速	9.33%	15.00%	18.00%	21.00%
智慧供应链	收入	5374.00	7147.42	8576.90	10721.13
	增速	42.28%	33.00%	20.00%	25.00%
智慧城市	收入	243.00	364.50	473.85	639.70
	增速	-24.30%	50.00%	30.00%	35.00%
其他业务	收入	607.00	619.14	631.52	644.15
	增速	-4.26%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	收入	17727.43	21360.66	25293.20	30894.20
	增速	16.21%	20.49%	18.41%	22.14%

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 5.2 相对估值

我们采用分部估值法估算公司的银行 IT 业务和智慧城市、智慧产业链业务。各业务费用参考公司 2020H1 各项业务占比估算神州信息的银行 IT 业务占比为 58%, 智慧城市业务占比 2%, 智慧产业链业务占比为 37%。TO B 端业务费率约低于公司期间费用率可得出各项业务净利润预测如下表:

**表 3：分部估值分业务净利润**

单位：百万港元		2019A	2020E	2021E	2022E
神州信息	收入	11504	13230	15611	18889
	毛利	2102	2421	2857	3456
	费用	1585	2042	2398	2869
	净利润	517	379	459	587
智慧供应链	收入	5374	7147	8577	10721
	毛利	690	929	1158	1554
	费用	648	835	981	1174
	净利润	42	94	177	380
智慧城市	收入	243	365	474	640
	毛利	75	121	175	256
	费用	92	119	140	167
	净利润	-17	2	35	89

数据来源：公司公告，西南证券

**银行 IT：**
**表 4：银行 IT 可比公司估值**

股票代码	证券简称	股价	市值	PE		
				2019A	2020E	2021E
300674.SZ	宇信科技	42.28 元	174 亿元	38.44	46.47	35.39
300348.SZ	长亮科技	24.31 元	175 亿元	73.08	79.60	58.86
300465.SZ	高伟达	16.98 元	76 亿元	33.71	40.71	29.04

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.09.24）

**物流业务&智慧城市：**
**表 5：物流可比公司估值**

股票代码	证券简称	股价	市值	PE		
				2019A	2020E	2021E
600233.SH	圆通速递	14.24 元	450 亿元	21.56	20.95	18.87
002468.SZ	申通快递	16.05 元	246 亿元	21.20	27.25	20.01
002352.SZ	顺丰控股	76.55 元	3487 亿元	28.32	47.66	39.22

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.09.24）

我们选取 A 股市场银行 IT 业务，并筛选净利润与公司相当的作为公司的可比公司。给予 2020 年公司银行 IT 业务 45 倍 PE，神州信息市值超 170 亿港元，神州控股所持有股份对应市值为 69 亿元人民币，对应约 86.6 亿港元估值。

电商红利之下，渠道分销以及库存管理需求旺盛，公司智慧供应链业务受益于此，业务有望高速增长。公司智慧城市业务尚在初期，体量虽还较小，但发展迅猛，与智慧供应链业务有高度协同性。长春金控及长春净月对智慧城市的实际承运公司因特睿现金注资，进一步

催化智慧城市业务以及燕云 DaaS 业务重估，我们给予 2020 年智慧供应链以及智慧城市业务 45 倍 PE，合计市值约 43.2 亿港元。

公司银行 IT 业务为核心系统龙头，燕云 DaaS 修复公司多项高增长核心业务，新基建、信创之下，公司长期拓展空间可观，我们预计公司 2020 年加总市值超 129.8 亿港元，对应目标价为 7.76 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6 风险提示

中美贸易摩擦，宏观环境不稳定风险；银行 IT 竞争加剧风险；新基建政策变化风险；神州信息账期风险等。

**附：财务报表**

资产负债表 (百万港元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万港元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2005.66	2136.07	2529.32	3089.42	营业额	17727.43	21360.66	25293.20	30894.20
应收账款	5362.49	7238.64	8571.29	10469.35	销售成本	14572.65	17605.39	20812.70	25330.72
预付款项、按金及其他应收款项	1553.82	2273.21	2691.72	3287.78	其他费用	810.71	1068.03	1188.78	1452.03
其他应收款	0.00	227.39	269.25	328.88	销售费用	1315.40	1698.17	1998.16	2471.54
存货	1873.57	2231.85	2638.44	3211.20	管理费用	527.78	726.26	961.14	1081.30
其他流动资产	2021.28	2264.56	2681.47	3275.26	财务费用	227.51	219.61	212.49	210.82
<b>流动资产总计</b>	<b>12816.82</b>	<b>16371.72</b>	<b>19381.50</b>	<b>23661.88</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3335.98	3335.98	3335.98	3335.98	投资收益	-79.67	0.00	0.00	0.00
固定资产	1027.56	866.58	705.59	544.61	公允价值变动损益	32.53	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>226.25</b>	<b>43.20</b>	<b>119.93</b>	<b>347.80</b>
无形资产	391.42	326.18	260.95	195.71	其他非经营损益	320.45	396.07	396.07	396.07
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>税前利润</b>	<b>546.70</b>	<b>439.27</b>	<b>516.00</b>	<b>743.87</b>
其他非流动资产	7979.32	7368.33	6757.34	6146.36	所得税	96.52	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>12734.28</b>	<b>11897.07</b>	<b>11059.86</b>	<b>10222.65</b>	税后利润	450.18	439.27	516.00	743.87
<b>资产总计</b>	<b>25551.10</b>	<b>28268.79</b>	<b>30441.36</b>	<b>33884.53</b>	归属于非控股期股东利润	148.33	-74.21	-87.17	-125.66
短期借款	3468.96	3335.95	3183.90	3335.83	归属于母公司股东利润	301.84	513.47	603.17	869.53
应付账款	3832.79	4855.11	5739.61	6985.56	EBITDA	774.21	1496.08	1565.70	1791.90
其他流动负债	3612.23	5001.34	5925.46	7226.88	NOPLAT	324.70	262.80	332.42	558.62
<b>流动负债合计</b>	<b>10913.98</b>	<b>13192.40</b>	<b>14848.97</b>	<b>17548.27</b>	EPS(元)	0.18	0.31	0.36	0.52
长期借款	1625.74	1625.74	1625.74	1625.74					
其他非流动负债	447.91	447.91	447.91	447.91	<b>主要财务比率</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>2073.65</b>	<b>2073.65</b>	<b>2073.65</b>	<b>2073.65</b>	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12987.63</b>	<b>15266.06</b>	<b>16922.62</b>	<b>19621.92</b>	营收额增长率	0.16	0.20	0.18	0.22
股本	167.10	167.10	167.10	167.10	EBIT 增长率	0.56	-0.15	0.11	0.31
储备	8769.33	8769.33	8769.33	8769.33	EBITDA 增长率	0.11	0.93	0.05	0.14
留存收益	0.00	513.47	1116.64	1986.18	税后利润增长率	1.04	-0.02	0.17	0.44
归属于母公司股东权益	8936.42	9449.89	10053.06	10922.60	<b>盈利能力</b>				
归属于非控股期股东权益	3627.05	3552.84	3465.67	3340.01	毛利率	0.18	0.18	0.18	0.18
<b>权益合计</b>	<b>12563.47</b>	<b>13002.74</b>	<b>13518.74</b>	<b>14262.61</b>	净利率	0.03	0.02	0.02	0.02
<b>负债和权益合计</b>	<b>25551.10</b>	<b>28268.79</b>	<b>30441.36</b>	<b>33884.53</b>	ROE	0.03	0.05	0.06	0.08
					ROA	0.01	0.02	0.02	0.03
					ROIC	0.02	0.02	0.02	0.03
<b>现金流量表 (百万港元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>估值倍数</b>				
税后经营利润	225.12	43.20	119.93	347.80	P/E	35.84	21.07	17.94	12.44
折旧与摊销	0.00	837.21	837.21	837.21	P/S	0.61	0.51	0.43	0.35
财务费用	227.51	219.61	212.49	210.82	P/B	1.21	1.14	1.08	0.99
其他经营资金	-452.62	-1013.06	-807.91	-1172.92	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营性现金净流量</b>	<b>0.00</b>	<b>86.95</b>	<b>361.73</b>	<b>222.92</b>	EV/EBIT	12.36	14.56	12.84	9.83
投资性现金净流量	0.00	396.07	396.07	396.07	EV/EBITDA	12.36	6.41	5.98	5.24
筹资性现金净流量	0.00	-352.62	-364.54	-58.89	EV/NOPLAT	29.47	36.51	28.15	16.80
<b>现金流量净额</b>	<b>0.00</b>	<b>130.41</b>	<b>393.25</b>	<b>560.10</b>					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn	
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn