国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

Company Report: China Energy Engineering (03996 HK) 中文版

公司报告：中国能源建设 (03996 HK)

Chinese version

Jun Zhu 朱俊杰
(852) 2509 7592
junjie.zhu@gtjas.com.hk

29 May 2020

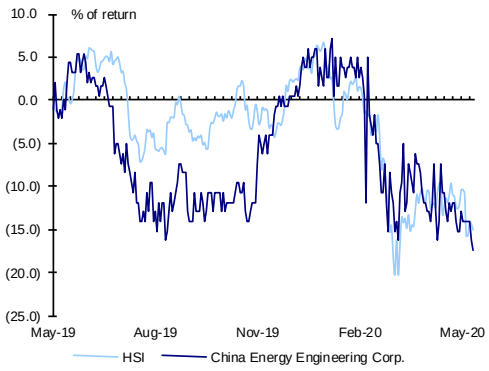
Infrastructure Investment to Stabilize Growth, "Accumulate"

基建投资稳增长，“收集”

- **Net loss of RMB300.1 mn was recorded in 1Q2020, in line with expectation.** Revenues, gross profit and operating profit of the Company in 1Q2020 decreased YoY by 22.7%/ 30.1%/ 56.3% to RMB35,851 mn/ RMB4,192mn/ RMB1,172 mn, respectively. Hit by the outbreak of COVID-19 in China, a net loss in the amount of RMB300.1 mn was recorded during the period, which is consistent with the profit warning that the Company issued in mid-April 2020. Newly signed contracts in the first quarter of 2020 reached RMB127.706 bn, up YoY by 0.7%.
- **We expect domestic infrastructure investment growth in 2020 to fall between 4% and 6%.** According to the National Bureau of Statistics of China, China FAI in the first 4 months of 2020 dropped YoY by 10.3% to RMB13,682.4 bn, narrowing from 16.1% YoY decline recorded in 1Q2020. Domestic infrastructure investment growth in the first 4 months of 2020 reached -11.8%, which was up by 7.9 ppt from the growth rate of -19.7% seen in 1Q2020 .Further, nationwide power sector investment in the first 4 months of 2020 surged YoY by 10.7% to RMB155.9 bn, with power engineering investment jumping 45.7% YoY to RMB88.9 bn. We expect domestic power sector investment in 2020 to hit RMB900 bn, implying 12.6% YoY growth.
- **We maintain "Accumulate" investment rating and TP of HK$1.00.** As the 1Q2020 operating results of the Company met expectation, we maintain our earnings forecasts unchanged. Our EPS estimates from FY20 to FY22 are RMB0.152/ RMB0.185/ RMB0.206, respectively. Our TP translates to 6.0x/ 4.9x/ 4.4x FY20-FY22 PER or 0.5x/ 0.5x/ 0.4x FY20-FY22 PBR.
- **2020 年一季度录得了人民币 300.1 百万元亏损，符合预期。**公司于期内的收入、毛利和营运利润分别同比降 22.7%、30.1%和 56.3%至人民币 358.51 亿元、人民币 41.92 亿元和人民币 11.72 亿元。受国内新冠疫情的冲击，公司于期内录得了人民币 300.1 百万元的亏损。该结果符合公司于 2020 年 4 月中发布的盈利警告。2020 年 1 季度的新签合同达人民币 1,277.06 亿元，同比增长 0.7%。
- **我们预计 2020 年本土的基建投资增长将介于 4%和 6%之间。**根据国家统计局的数据，国内于 2020 年前 4 个月的固定资产投资同比下跌 10.3%至人民币 13.6824 万亿元，较 2020 年 1 季度时录得的 16.1%的同比降幅有所收窄。本土基建投资增长于 2020 年前 4 个月为-11.8%，较 2020 年 1 季度时的-19.7%上升 7.9 个百分点。另外，全国对电力板块的投资于 2020 年前 4 个月达人民币 1,559 亿元，同比上升 10.7%。其中，电力工程投资同比大升 45.7%至人民币 889 亿元。我们预计国内对电力板块的投资将于 2020 年突破人民币 9,000 亿元，意味着将同比增长 12.6%。
- **我们维持“收集”的投资评级以及 1.00 港元的目标价。**鉴于公司期内业绩符合预期，我们维持当前的盈利预测。我们当前 2020 至 2022 年的每股盈利预测分别为人民币 0.152 元、人民币 0.185 元和人民币 0.206 元。我们的目标价相当于 6.0 倍/ 4.9 倍/ 4.4 倍 2020-2022 年市盈率或 0.5 倍/ 0.5 倍/ 0.4 倍 2020-2022 年市净率。

Rating:	**Accumulate** Maintained
评级：	**收集** (维持)
6-18m TP 目标价:	**HK$1.00**
Revised from 原目标价:	HK$1.00
Share price 股价:	HK$0.740

Stock performance
股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	(3.9)	(14.9)	(20.4)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	2.0	(3.5)	(4.9)
Avg. Share price(HK$) 平均股价（港元）	0.78	0.80	0.84

Source:Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结 12/31	Turnover 收入 (RMB m)	Net Profit 股东净利 (RMB m)	EPS 每股净利 (RMB)	EPS 每股净利变动 (Δ %)	PER 市盈率 (x)	BPS 每股净资产 (RMB)	PBR 市净率 (x)	DPS 每股股息 (RMB)	Yield 股息率 (%)	ROE 净资产收益率 (%)
2018A	224,034	4,571	0.153	(13.0)	4.2	1.687	0.4	0.031	4.8	9.2
2019A	247,291	5,072	0.170	11.1	3.9	1.837	0.4	0.031	4.7	9.6
2020F	242,207	4,561	0.152	(10.6)	4.4	1.889	0.4	0.030	4.5	8.2
2021F	264,593	5,541	0.185	21.7	3.6	1.972	0.3	0.037	5.5	9.6
2022F	295,631	6,171	0.206	11.4	3.3	2.068	0.3	0.041	6.1	10.2

Shares in issue (m) 总股数 (m)	30,020.4	Major shareholder 大股东	Energy China Group 62.6%
Market cap. (HK$ m) 市值 (HK$ m)	22,215.1	Free float(%) 自由流通比率(%)	23.2
3 month average vol. 3 个月平均成交股数('000)	659.2	FY20 Net gearing (%) FY20 净负债/股东资金 (%)	96.4
52 Weeks high/low (HK$) 52 周高/低 (HK$)	0.990 / 0.740	FY20 EV / EBITDA (x) FY20 企业值 /EBITDA(x)	7.0

Source:the Company, Guotai Junan International.

2020 年一季度录得了人民币 300.1 百万元亏损，符合公司于 2020 年 4 月中发布的盈利警告。公司于期内的收入、毛利和营运利润分别同比降 22.7%、30.1%和 56.3%至人民币 358.51 亿元、人民币 41.92 亿元和人民币 11.72 亿元。公司于期内录得了人民币 300.1 百万元的亏损。该结果符合公司于 2020 年 4 月中发布的盈利警告。2020 年一季度综合毛利率同比下跌 1.2 个百分点至 11.7%，而 EBITDA 利润率则同比下跌 1.9 个百分点至 5.6%。季度业绩公告中未就 2020 年一季度运营提供更多细节（分部信息未提供）。2020 年一季度净亏损的原因主要是由于公司有一部分子公司/联营公司位于受疫情影响最严重的地区，公司的相关业务受到疫情管控的影响，导致项目进度延迟。第一季度通常是中国能源建设等工程公司的淡季，占公司全年收入的约 15%。随着国内于 2020 年 4 月复工复产，我们预计国内工程项目的建设进度将从 2020 年第二季度起加快，以追赶延迟的项目进度。此外，为了提振 2020 年的国内经济增长，我们预计中国将加快对本土基建项目的投资。鉴于公司在国内特高压电网市场保持着最高的市场份额，我们预计公司于 2020 年将受益于中国政府即将出台的新基建投资计划。此外，随着本土市场的信贷环境放松以及中国政府于 2020 年稳增长和稳就业的急迫需求，我们相信公司将受益于这些优惠政策以及本土基建投资于 2020 年的预期激增。

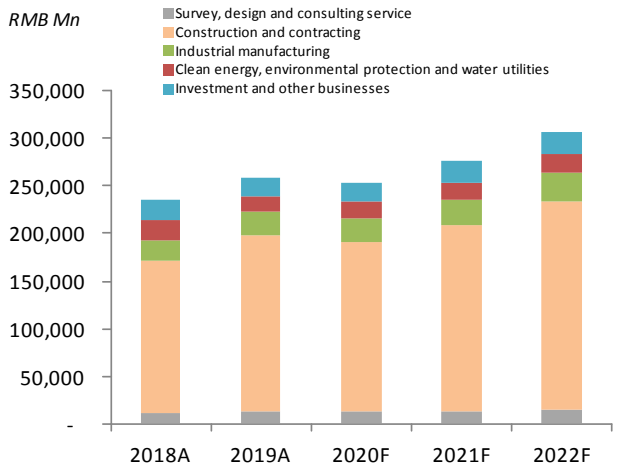
2020 年一季度的新签合同达人民币 1,277.06 亿元，同比增长 0.7%。在新签合同总额中，本土新签合同额达到人民币 599.36 亿元，占新签合同总额的 46.9%，较去年同期同比下跌 7.0%。而海外新签合同额则达到人民币 677.70 亿元，占新签合同额的 53.1%，相当于同比增长 8.5%。2020 年一季度电力工程业务新签合同同比上升 8.6%至人民币 900.35 亿元且贡献了 70.5%的新签合同总额，而非电力工程业务新签合同则同比下降 14.3%至人民币 376.71 亿元且占到 29.5%的新签合同额。2020 年一季度的新签合同总额占到公司 2020 年新签合同目标的 24.1%。2020 年一季度的新签合同总额保持稳定，这主要是由于期内海外新签合同激增，即使在 2020 年一季度大部分时间新冠疫情致国内经济基本停滞的背景下。同时，2020 年一季度本土新签订单同比下跌 7.0%，好于预期。为稳定经济增长，中国将于 2020 年加大对基建项目的投资，我们预计本土新增订单将在 2020 年余下季度里录得同比增长。截至 2019 年底，公司的在手订单达人民币 12,078 亿元，较 2018 年末时增 12.6%。强劲的在手订单确保了公司未来的增长，而鉴于中国经济下行压力加大，我们预计其项目建设进度将在 2020 年余下季度里大幅加快以提振增长。

我们预计 2020 年本土的基建投资增长将介于 4%和 6%之间。根据国家统计局的数据，国内于 2020 年前 4 个月的固定资产投资同比下跌 10.3%至人民币 13.6824 万亿元，较 2020 年一季度时录得的 16.1%的同比降幅有所收窄。就 4 月单月而言，固定资产投资增速为+0.8%，较 3 月录得的-9.5%环比提升 10.3 个百分点。自四月复工复产以来复苏迹象已经开始显现。本土基建投资增长于 2020 年前 4 个月为-11.8%，较 2020 年一季度时的-19.7%上升 7.9 个百分点。4 月投资增速反弹主要因为该月复工复产，我们预计投资增速将于 2020 年 5 月及 2020 年余下几个月继续加快。自国内新冠疫情爆发以来，中国政府推出了一系列政策来促进国内的固定资产投资，包括 1）降息和降准，2）加快发行地方专项债及加大发行额度，及 3）推出新基建投资计划（此计划的 7 个重点投资领域为：5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网）。4 月 30 日，中国证监会及发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，旨在将国内存量基建资产证券化，并将证券化所得资金用于新基建项目的再投资。据估计国内基建总资产超过人民币 110 万亿元。此外，根据最近发布的 2020 政府工作报告，2020 年计划发行人民币 3.75 万亿元的地方政府专项债，相当于较 2019 年同比增加人民币 1.6 万亿元，这些专项债中能被用作基建项目资金的占比将会提高。基于中国政府最近推出的优惠货币政策和财政政策，2020 年基建投资强劲增长的基础得到增强。为了稳定国内经济增长和就业，我们预计 2020 年本土的基建投资增长将介于 4%和 6%之间，高于 2019 年录得的 3.8%增速。

全国对电力板块的投资于 2020 年前 4 个月同比上升 10.7%至人民币 1,559 亿元，期内电源工程投资则大升 45.7%。2020 年前 4 个月，全国新增发电装机容量达 20.09 吉瓦，同比下降 14.0%。根据中国电力企业联合会（中电联），2020 年前 4 个月火电/ 水电/ 核电/ 风电/ 太阳能分别同比新增了 10.78 吉瓦/ 1.14 吉瓦/ 0 吉瓦/ 3.55 吉瓦/ 4.56 吉瓦。期内火电和水电新增装机分别同比上升 4.0%和 54.1%，但风电和太阳能新增装机分别同比下滑 35.5%和 17.1%。国内于 2020 年前 4 个月无新增核电装机。国内对电力板块的投资将于 2020 年前 4 个月同比上升 10.7%至人民币 1,559 亿元。其中，电源工程投资于期内达到了人民币 889 亿元，同比大升 45.7%。火电 /水电 /核电 /风电电源工程投资分别于期内录得了同比-12.7%/-15.2%/-17.5%/+222.6%的投资增长。因风电场运营商急于在并网时限前完成投产而引起风电抢装潮，国内对风电的投资继续超过所有其它电源。可再生能源于前 4 个月贡献了国内约 90%的电源工程投资，其余则由火电贡献。此外，全国于 2020 年前 4 个月的电网投资达到人民币 670 亿元，同比减少 16.6%。我们预计对可再生能源电源的投资将于 2020 年剩余季度加速，而对火电的投资预计将稳定在约 30 吉瓦。我们预计国内对电力板块的投资将于 2020 年突破人民币 9,000 亿元，同比上升 12.6%。2020 年前 4 个月全国电力板块投资数据符合我们预测。具体而言，我们预计 2020 年国内电源工程投资将不低于人民币 3,500 亿元（同比增 11.5%），而电网投资将不低于人民币 5,500 亿元（同比增 13.3%）。电力板块投资将于 2020 年下半年加速以提振年内的国内经济增长。我们看好中国能源建设等基建建设和工程巨头，主要考虑到在新冠疫情带来经济下行压力以及中美紧张局势升级预计将于 2020 年给中国出口增添进一步压力的情况下，中国将很快宣布新基建投资计划。

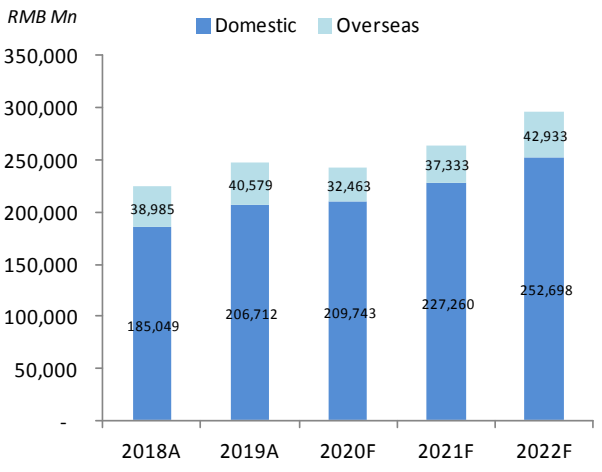
我们维持“收集”的投资评级以及 1.00 港元的目标价。继 2020 年一季度遭受运营亏损后，我们预计公司的本土收入将从 2020 年第 2 季度起提速，主要考虑到中国政府当前的优惠政策。鉴于 2020 年一季度运营业绩符合我们预期，我们维持当前的盈利预测不变。我们当前 2020 至 2022 年的每股盈利预测分别为人民币 0.152 元、人民币 0.185 元和人民币 0.206 元。鉴于中国经济 2020 年的下行压力加大将令本土市场开启更多的基建投资机会以提振年内的本土经济增长，我们相信公司将因此受益。我们预计公司将受益于国内基建项目的投资加快以及未来几年间国内对可再生能源及特高压电网投资的上升。综上所述，我们维持“收集”的投资评级以及 1.00 港元的目标价。我们的目标价相当于 6.0 倍/ 4.9 倍/ 4.4 倍 2020-2022 年市盈率或 0.5 倍/ 0.5 倍/ 0.4 倍 2020-2022 年市净率。

图-1：公司的历史及预测收入构成



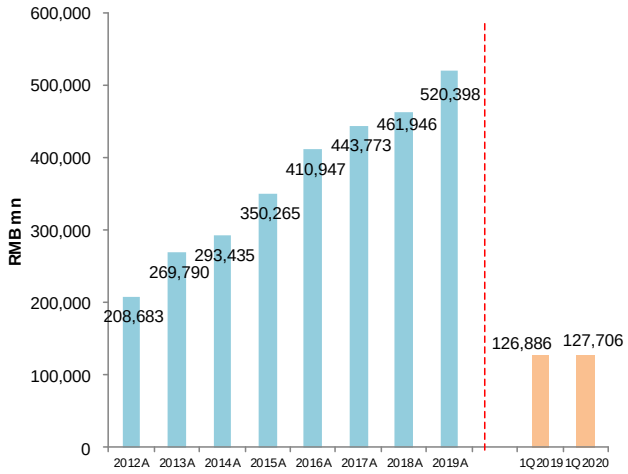
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-2：公司按地区划分的收入构成



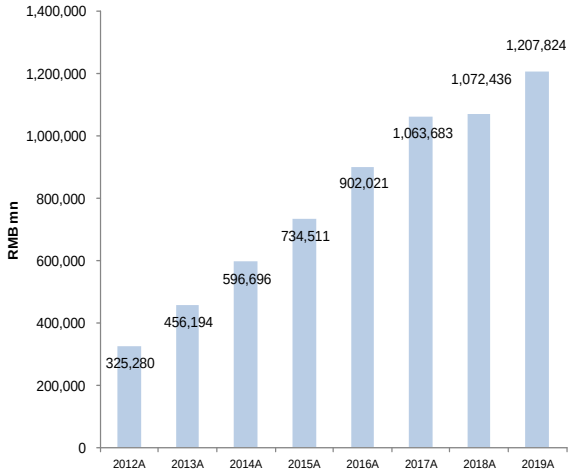
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-3：公司的历史新增订单



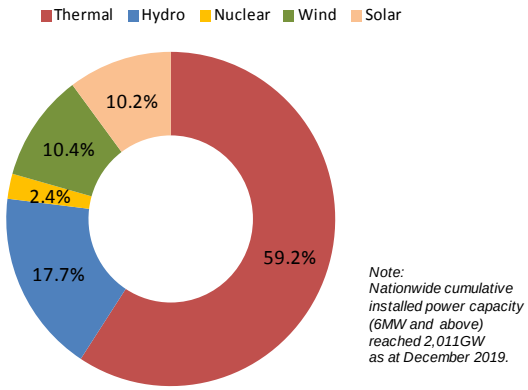
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-4：公司的历史在手订单



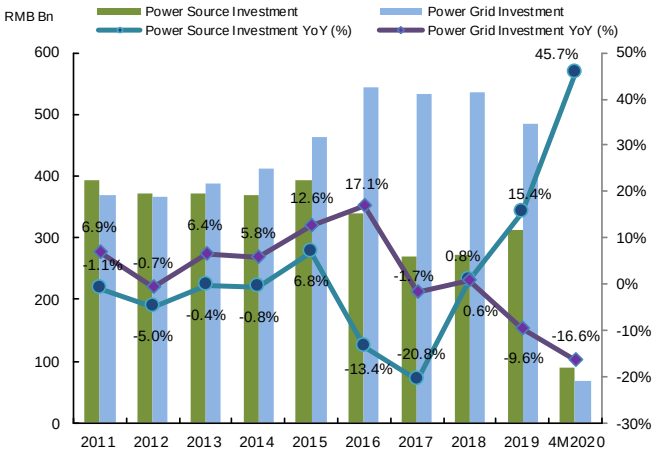
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-5：2019 年 12 月底的中国电力机构



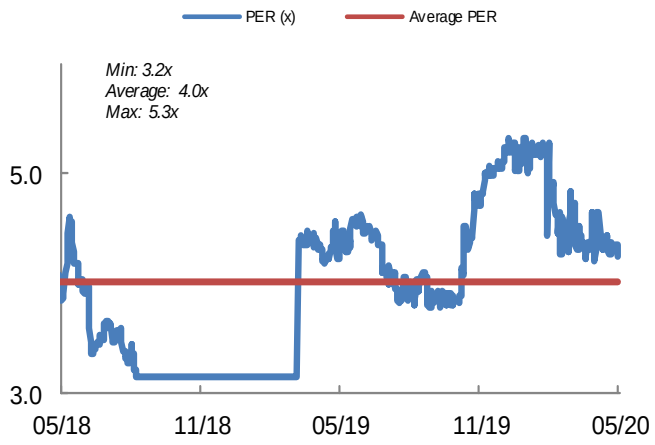
资料来源：中国能源局、中国电力企业联合会、国泰君安国际。

图-6：国内电力板块历史投资



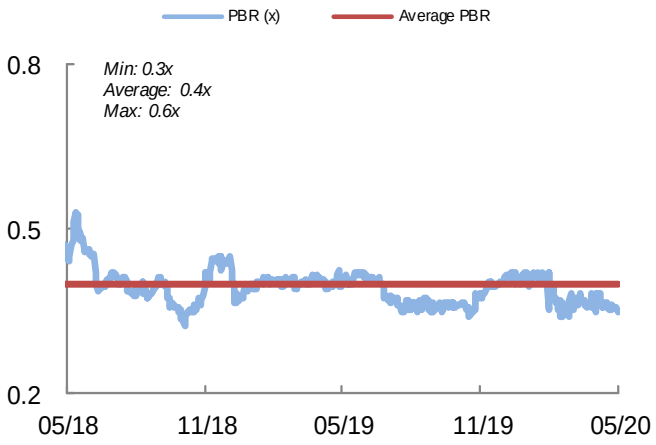
资料来源：中国能源局、中国电力企业联合会、国泰君安国际。

图-7：公司的一年预测市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

图-8：公司的一年预测市净率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

表-1：同业比较

公司名称	股票代码	币种	收市价	市盈率(财年)				市净率(财年)				ROE(%)	EV / EBITDA (x)	市值
			(当地货币)	19A	20F	21F	22F	19A	20F	21F	22F	20F	20F	百万港元
中资建筑工程同业														
中国交通建设-H 股	01800.HK	HKD	4.80	3.5	3.5	3.2	3.0	0.3	0.3	0.3	0.2	8.8	9.7	119,225
中国能源建设-H 股	03996.HK	HKD	0.74	3.8	4.1	3.8	3.2	0.4	0.3	0.3	0.3	9.1	n.a.	22,215
中国机械工程-H 股	01829.HK	HKD	1.89	3.1	3.5	3.2	3.0	0.4	0.4	0.3	0.3	10.8	n.a.	7,798
中国铁建-H 股	01186.HK	HKD	7.07	4.5	4.0	3.6	3.3	0.4	0.4	0.3	0.3	9.9	4.5	124,074
中国中铁-H 股	00390.HK	HKD	4.16	3.9	4.1	3.7	3.3	0.5	0.4	0.3	0.3	10.1	5.2	133,960
中国通号-H 股	03969.HK	HKD	3.37	7.8	7.7	6.8	6.1	0.8	0.8	0.7	0.7	9.8	6.6	63,035
中国建筑国际	03311.HK	HKD	5.09	4.7	4.2	3.7	3.3	0.6	0.5	0.5	0.4	13.2	6.9	25,700
内蒙古能建-H 股	01649.HK	HKD	1.19	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,388
中国中冶-H 股	01618.HK	HKD	1.18	3.9	3.1	2.9	2.5	0.3	0.2	0.2	0.2	8.2	n.a.	52,116
简单平均				4.4	4.3	3.9	3.5	0.5	0.4	0.4	0.3	10.0	6.6	
加权平均				4.4	4.3	3.9	3.5	0.5	0.4	0.4	0.3	9.7	6.4	
中资电力设备同业														
中国高速传动	00658 HK	HKD	4.30	14.1	11.2	15.1	19.1	0.6	0.6	0.5	0.5	5.3	n.a.	7,032
东方电气-H 股	01072HK	HKD	3.79	8.1	7.5	6.8	6.2	0.4	0.4	0.3	0.3	4.9	n.a.	27,865
国电科环	01296 HK	HKD	0.18	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,085
哈尔滨电气	01133 HK	HKD	2.04	28.1	15.6	11.6	9.6	0.2	0.2	0.2	0.2	1.5	n.a.	3,481
上海电气-H 股	02727 HK	HKD	2.11	8.1	9.4	8.2	7.6	0.4	0.5	0.4	0.4	5.2	10.8	64,450
金风科技	02208 HK	HKD	6.93	12.0	7.8	7.1	7.2	0.9	0.8	0.7	0.7	12.0	8.8	40,539
简单平均				14.1	10.3	9.8	9.9	0.4	0.5	0.4	0.4	5.8	9.8	
加权平均				10.0	8.8	8.0	7.8	0.5	0.5	0.5	0.5	7.0	10.0	
海外电力设备同业														
Alstom	ALOFP	EUR	39.15	12.8	18.8	19.3	15.8	2.1	2.7	2.4	2.2	12.7	9.6	75,758
Bharat Heavy Electricals	BHEL IN	INR	26.85	9.7	18.7	11.3	8.1	0.3	n.a.	0.3	0.3	2.8	n.a.	9,558
Doosan Heavy Industries	034020 KS	KRW	4,380.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,934
General Electric	GE US	USD	7.29	n.a.	67.5	19.1	12.4	2.3	2.0	2.7	2.0	3.5	16.4	494,387
Hyundai Heavy Industries	009540 KS	KRW	89,300.00	40.9	28.2	23.5	14.9	0.5	0.5	0.5	0.5	1.8	12.0	39,527
Mitsubishi Heavy Industries	7011 JT	JPY	2,908.00	9.6	11.2	17.0	12.4	0.7	0.8	0.7	0.7	6.6	7.4	70,578
Siemens Ag	SIE GY	EUR	98.47	15.4	19.0	14.9	12.5	1.7	1.7	1.6	1.5	8.6	13.9	714,018
Wartsila Oyj Abp	WRT1V FH	EUR	7.35	19.9	17.0	13.8	11.9	1.8	1.9	1.8	1.8	9.6	10.3	37,081
简单平均				18.0	25.8	17.0	12.6	1.2	1.6	1.4	1.3	6.5	11.6	
加权平均				15.9	35.4	16.8	12.7	1.8	1.7	2.0	1.7	6.8	14.1	

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。价格截至 2020 年 5 月 28 日。

财务报表和比率

损益表

Year end 31 Dec (RMB)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Total Revenue	224,034	247,291	242,207	264,593	295,631
COGS	(194,271)	(214,954)	(211,291)	(227,822)	(254,623)
Gross profit	29,763	32,337	30,915	36,771	41,008
Selling expense	(2,372)	(2,384)	(2,422)	(2,911)	(3,252)
Admin expense	(12,014)	(12,126)	(11,626)	(13,759)	(15,373)
R&D expense	(4,004)	(5,512)	(4,360)	(5,556)	(6,208)
Operating Profit	11,374	12,316	12,508	14,545	16,175
Share of JV / affiliate	985	880	924	970	1,019
Other income & gains	2,350	3,413	3,517	3,723	3,942
Net finance costs	(3,032)	(3,301)	(3,119)	(3,025)	(2,887)
Profit Before Tax	11,677	13,308	13,830	16,214	18,250
Income Tax	(3,125)	(3,708)	(3,457)	(4,054)	(4,562)
Profit After Tax	8,552	9,600	10,372	12,161	13,687
Non-controlling Interest	(3,981)	(4,528)	(5,811)	(6,620)	(7,516)
Shareholders' Profit / Loss	4,571	5,072	4,561	5,541	6,171
Basic EPS (RMB)	0.153	0.170	0.152	0.185	0.206
DPS (RMB)	0.031	0.031	0.030	0.037	0.041

现金流量表

Year end 31 Dec (RMB)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Net income	4,571	5,072	4,561	5,541	6,171
D&A	3,285	3,379	3,497	3,637	3,782
Change in working capital	35,973	7,159	4,290	4,143	9,599
Minority interest	3,263	3,683	4,687	5,495	6,392
Other operating activities	(42,033)	(8,330)	2,362	(2,034)	(4,471)
Cash from Operating Activities	5,059	10,964	19,396	16,782	21,473
Investing activities					
Capital expenditure	(4,009)	(4,327)	(3,633)	(3,969)	(4,434)
Addition of intangibles	(11,781)	(10,035)	(10,611)	(7,826)	(8,867)
Contribution to JVs / affiliates	(1,083)	(3,281)	(1,750)	(2,008)	(2,179)
Proceeds from disposal of PPE	235	523	717	716	719
Other investing activities	(3,720)	2,606	(553)	(598)	(646)
Cash from Investing Activities	(20,358)	(14,513)	(15,830)	(13,686)	(15,407)
Financing activities					
Debt raised / (repaid)	15,096	(4,802)	762	(3,642)	(6,025)
Dividends paid (common)	(919)	(919)	(919)	(912)	(1,108)
Dividends paid (minority)	(951)	(861)	(994)	(1,406)	(1,649)
Interest of perpertual instrument	(718)	(845)	(1,125)	(1,125)	(1,125)
Issue of perpetual instrument, net	11,180	7,500	0	0	0
Capital contribution by minority	438	3,520	1,698	1,885	2,368
Other financing activities	(9,844)	(5,567)	1,113	1,169	1,228
Cash from Financing Activities	14,284	(1,974)	536	(4,031)	(6,311)
Net Changes in Cash	(1,016)	(5,524)	4,102	(935)	(245)
Cash at Beg of Year	47,700	47,643	42,625	46,726	45,792
Adjustments	959	505	0	0	0
Cash at End of Year	47,643	42,625	46,726	45,792	45,546

资产负债表

Year end 31 Dec (RMB)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
PPE	34,820	47,804	47,752	47,910	48,397
Intangibles & goodwill	36,682	44,020	53,752	60,686	68,649
Trade receivables, LT	23,870	29,128	25,432	25,930	28,676
Prepayments and other receivables	1,916	1,895	1,938	2,090	2,341
Investment in JVs / affiliates	14,904	21,877	23,627	25,635	27,814
Other non-current assets	19,600	12,270	12,972	13,747	14,586
Total Non-current Assets	131,793	156,993	165,472	175,999	190,463
Cash & Cash Equivalents	47,643	42,625	46,726	45,792	45,546
Inventories	12,457	12,617	12,677	13,669	15,277
Trade receivables	56,076	54,228	56,919	55,565	53,214
Prepayments	43,297	49,027	47,414	47,627	47,301
Contract assets	36,072	41,152	38,612	39,882	39,247
Other current assets	62,049	65,028	66,689	68,943	71,327
Total Current Assets	257,593	264,677	269,038	271,477	271,912
Total Assets	389,386	421,670	434,510	447,476	462,376
ST debt	51,226	33,686	34,042	29,699	22,974
Corporate bond	4,731	1,385	8,111	8,311	8,511
Trade payables	94,294	104,391	109,871	112,089	114,580
Accruals & other payables	30,311	28,890	30,334	31,851	33,444
Contract liabilities	42,846	52,491	49,652	52,919	58,535
Others	2,905	4,140	4,308	4,825	5,404
Total Current Liabilities	226,313	224,982	236,319	239,694	243,448
LT debt	40,890	52,576	52,776	52,976	53,176
Corporate bond, LT	15,142	18,394	12,167	12,467	12,767
Defined benefits obligation	9,581	9,270	9,548	9,834	10,129
Deferred tax liabilities	1,142	1,119	1,292	1,495	1,723
Others	1,154	2,040	2,158	2,289	2,432
Total Non-current Liabilities	67,909	83,398	77,941	79,061	80,227
Total Liabilities	294,222	308,380	314,260	318,755	323,676
Total Shareholders' Equity	70,033	82,045	83,614	86,111	88,979
Minority Interest	25,131	31,246	36,636	42,610	49,721
Total Equity	95,164	113,290	120,250	128,721	138,700
BPS (RMB)	1.687	1.837	1.889	1.972	2.068

财务比率

	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Gross margin	13.3%	13.1%	12.8%	13.9%	13.9%
EBIT margin	5.1%	5.0%	5.2%	5.5%	5.5%
EBITDA margin	6.5%	6.3%	6.6%	6.9%	6.8%
Net margin	2.0%	2.1%	1.9%	2.1%	2.1%
ROE	9.2%	9.6%	8.2%	9.6%	10.2%
ROA	1.2%	1.3%	1.1%	1.3%	1.4%
EV / EBITDA (x)	7.1	7.1	7.1	6.4	5.9
EV / EBIT (x)	9.1	9.0	9.0	8.0	7.3
Net gearing (%)	113.0	105.3	96.4	87.8	74.4
Inventory turnover (days)	22.6	21.3	21.9	21.9	21.9
AR turnover (days)	119.0	81.4	85.8	76.7	65.7
AP turnover (days)	173.3	168.7	189.8	179.6	164.3
Quick ratio (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

(1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
(2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
(3) 除国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、晋商银行(02558 HK)、中梁控股(02772 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、海天天线(08227 HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
(4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
(5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
(6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2020 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有，不得翻印
香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
电话 (852) 2509-9118　　传真(852) 2509-7793
网址: www.gtja.com.hk