

公司报告

招商证券(香港)有限公司

同方泰德 (1206 HK)

完善产业布局, 扩大节能改造服务

- 路演主要内容: 2016年公司的主要发展方向将会是调整收入结构。在手订单充足, 今年会选择性地参与智能化项目, 为节能服务奠定基础。轨道交通的目标是3年内取得200-300个地铁站的节能合约。建筑板块在“十三五”的政策推动下, 扩张节能服务到其他城市。能源板块在新增智能化订单的同时推动网源一体化进程, 并计划开启能源运营模式
- 在手订单充足, 预期2016-18年的盈利复合增长达19%, 维持买入评级, 目标价5.05港元, 相当于16倍的2016年预测市盈率, 比A股同业折让65%。即将开通的深港通也将有利于同方泰德的股价表现

预计3年内夺得200 - 300个地铁站节能合约

2016年同方泰德主要以“以点带线”的推进方式, 将试点的成功模式复制到其他地铁线路上。现在同方泰德已取得北京地铁8、9号线28个地下站点的节能服务EMC合约, 其他城市的地铁合约包括天津、武汉、长春和苏州地铁, 随着EMC合约的数量提升, 同时提升利润率。目标是3年内夺得200-300个地铁站节能服务合约, 市场份额增至20%。

“十三五”鼓励发展绿色建筑的受惠者

今后公司在挑选建筑智能化项目时将会侧重于项目以后的节能需求, 将会选择性地参与有标志性、有意义的建筑智能化业务, 包括数据中心、医院、高端酒店、园区的客户。虽然建筑智能化业务利润率较低, 但有利于同方泰德后期开展节能改造服务的业务。十三五期间推出8个城市作为建筑节能改造的试点, 同方泰德在济南和青岛都有建筑智能化业务, 相信随着这两个城市的节能服务项目陆续上马, 将会带动智慧建筑与园区板块的利润率增长。

逐步推进网源一体化综合节能

至今为止, 同方泰德现在已累积了余热回收、热网智能化以及热网节能的技术。公司的目标是在热网监控的基础上, 展开“源头、热网、用户”一体化综合能源管理服务, 更长期的目标是开展热网特许经营模式增强利润。2016年智慧能源板块的增长来自于新签热网智能化项目和热网节能EMC项目。

2016-2018年盈利复合增长率19%; 目标价HK\$5.05

2016/2017年的收入仍以智能化项目为主, 节能服务的比重将逐步上升。我们下调2016年盈利27%, 预期2016-2018年收入复合增长率11%; 盈利复合增长率19%; EBITDA率扩张至22%。现在估值对应A股同业折让77%。我们的目标价沿用16倍2016年市盈率(高于历史均值接近1.0个标准差), 为港币5.05元, 相对于A股同业折让65%, 与港股环保公司估值接近。

盈利预测及估值

百万人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业额	1,394	1,693	1,872	2,099	2,317
同比增长(%)	28.8	21.4	10.6	12.2	10.4
核心净利润	157	184	212	254	302
同比增长(%)	59.7	17.4	15.1	20.0	18.8
摊薄后每股盈利(人民币)	0.237	0.239	0.275	0.329	0.391
ROE(%)	15.3	11.7	10.3	11.3	11.9
市盈率(X)	15.3	15.2	13.2	11.0	9.2
市净率(X)	2.0	1.3	1.3	1.2	1.0
每股股息(港币)	0.000	0.120	0.000	0.000	0.000

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

陈怡 黄家豪  
+852 3189 6170 +852 3189 6160  
vivienchan@cmschina.com.hk lewiswong@cmschina.com.hk

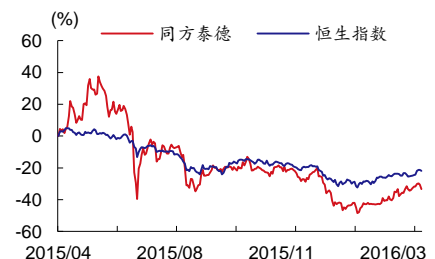
最新变动

盈利、目标价下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$4.16
12个月目标价(上涨空间)	HK\$5.05 (+21%)
前次目标价:	HK\$8.20

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1206 HK	12.2	(11.3)	(38.7)
HSI	5.1	(6.9)	(22.8)

行业: 环保

恒生指数	21162
国企指数	9091

重要数据

52周股价区间(港元)	3.31-8.6
港股市值(百万港元)	3308
日均成交量(百万股)	3.0
每股净资产(港元)	2.51

主要股东

清华同方	33.7%
------	-------

总股数(百万股)	797
自由流通量	58.13%

相关报告

1. 同方泰德(1206 HK) 疑虑消除: 新业务带动增长(维持“买入”) 2015/11/4
2. 同方泰德(1206 HK) 路演纪要: 近期收购推动长期增长(维持“买入”) 2015/9/16
3. 同方泰德(1206 HK) 增长动力明显改善(维持“买入”) 2015/8/27
4. 同方泰德(1206 HK) 再添“节能+互联网”项目(维持“买入”) 2015/7/6

我们最近邀请同方泰德参加2015年业绩后路演，投资者关系经理和我们分享了未来2-3年公司发展计划和方向。由于公司并入智能化业务后，财报进行了重述，所以我们的盈利模型也做出了相应的调整。

### 轨道交通业务：“以点带线”地扩大轨道交通的市场份额

同方泰德自2014年开始展开地铁站节能业务。第一个试点北京地铁森林公园南门站节能改造，同方泰德运用了自主开发的节能专家控制系统（Techcon EEC系统），在满足站内环境舒适的前提下，一年为站点节约了80万度电，接近人民币70万电费开支，节能率达60%以上，远高于其他对手的20% - 30%节能率。该试点是采用能源管理合约（EMC）的模式，与业主订立8年效益分享合约，合约期内9:1分成。由于采用的都是同方泰德自主开发的硬件和软件，有效地降低成本，公司在一年半内已收回成本。由于地铁节能业务技术门槛高，我们相信凭借同方泰德出色的节能服务过往经验和先进的技术，以及接近40%的轨道交通智能化市场份额，公司将有能力夺得更多的节能项目订单。2016年同方泰德主要以“以点带线”的推进方式，将试点的成功模式复制到其他地铁线路上。由于试点的成功，我们认为轨道交通业务将在2016年取得较快的发展。现在同方泰德已取得北京地铁8、9号线28个地下站点的节能服务EMC合约，取得地铁合约的其他城市包括天津、武汉、长春和苏州。随着EMC合约的数量提升，利润率也同时提升。同方泰德具产品，服务，实施能力为一体的全方位地铁节能方案提供者的公司，目标是3年内夺得200-300个地铁站节能服务合约，市场份额增至20%。

### 建筑与园区业务：调整收入结构，重点开拓节能改造服务

2015年同方泰德的智慧建筑与园区业务收入人民币7.3亿元，同比放缓10%，其中大部分是新签智能化业务的收入。收入增长放缓的主要原因是2015年中国房地产业受到经济放缓和去存量的影响，加之国内建筑面积智能化在过去几年大幅增长下逐步趋于饱和。有鉴于此，同方泰德从2016年开始将控制新建建筑智能化业务的规模，业务重心从新建建筑智能转向存量建筑的节能服务。而母公司清华同方已经为同方泰德累积了雄厚的智能化客户基础，这将有利于同方泰德在已搭建好的智能化业务平台上开拓存量客户的节能服务的可持续需求。

公司早在2012年以EMC的模式参与了重庆200多万平方米，共39个项目的建筑节能改造服务计划。现在大部分项目已进入利润分享阶段，利润分享期内的利润记录在其他收益中，2015年其他收益从人民币246万大幅上升至人民币580万。随着节能改造服务收入上升，公司在挑选新智能化项目时将会侧重于项目以后的节能需求，而不会将重点放在项目的利润和收入规模上。公司将会选择性地参与有标志性和有意义的建筑项目的智能化业务，包括数据中心、医院、高端酒店、园区的客户。例如，公司在2015年赢得了第一批万达广场的智能化系统的招标，虽然园区的智能化业务利润率较低，但有利于同方泰德后期开展节能改造服务的业务。

管理层预计现在存量建筑智能化的面积是500亿平方米，其中大型建筑的面积超过100亿平方米，而且每年将新增20亿平方米。但在智能化的建筑面积中，可被称为绿色建筑的面积小于20%，政府推出指导意见指出到2025年50%的新建建筑需符合绿色建筑的标准，到2030年全部新建建筑要符合绿色建筑的标准。在政府决心要提高绿色建筑面积的推动下，这为节能服务改造提供了广阔的发展空间。同方泰德正在帮助政府制定节能建筑的行业标准，进一步巩固在行业内的领导地位。

重庆作为十二五期间的一个建筑节能改造的第一个试点城市，政府将在十三五期间继续推出包括重庆2期在内的8个城市作为建筑节能改造的试点，其他城市包括济南、青岛、百色、南宁、福州、厦门和哈尔滨。同方泰德在济南和青岛都有建筑智能化业务，我们相信随着这两个城市的节能服务项目陆续上马将会带动智慧建筑与园区板块的利润率增长。2016年这个板块的收入增长主要来自于新签建筑智能化项目。

### 智慧能源业务：逐步推进网源一体化综合节能

2015年智慧能源收入人民币3.3亿元，同比下降3%，其中的大部分仍为智能化的收入。2015年由于热力公司机组利用率的下降，导致部分同方泰德的余热回收EMC项目预计在未来将会维持较低的开工运行率，基于较谨慎的做法，同方泰德提记了一次性资产减值损失人民币2,800万元。虽然2015年收入没增长，但同方泰德已经对这块业务逐步展开长期业务布局。至今为止，同方泰德现在已累积了余热回收、热网智能化以及热网节能的技术。公司的目标是在热网监控的基础上，开展以冷热平衡达至的热网节能，展开“源头、热网、用户”一体化综合能源管理服务，更长期的目标是开展热网特许经营模式扩大供热面积，增强利润。2016年智慧能源板块的增长来自于新签热网智能化项目和热网节能EMC项目。由于现有客户在扩大供热面积的同时对智能化的需求也日益增加，相信新智能化项目业务也将支持2016年智慧能源板块的增长。现在同方泰德的热网智能化服务已覆盖太原、乌海、沈阳等城市，热网节能EMC项目均稳定运行并持续贡献节能收益。

## 海外收购

继同方泰德成功壮大Distech Controls，并以高价出售以后，公司还会继续寻找海外收购目标。希望收购的目标自身拥有同方泰德缺乏的技术，可以和同方泰德现有的智能化和节能技术产生协同效应，而且同方泰德可以帮助对方打开中国市场，以实现“双赢”局面。和“一带一路”政策有关联的国家和市场也是同方泰德关注的地区，现在公司并没有任何确定的目标公司在洽谈。我们认为2016年同方泰德的主要工作将放在开拓国内节能市场上，海外并购将会是公司较长远的增长动力。

## 清华同方增持

现在清华同方持有同方泰德34%股权，管理层表示，母公司将会在适当的时候增持股份，目标是维持持股比例在30%-50%。我们认为这也将成为股价催化剂之一。

## 2016-2018盈利复合增长率19%；目标价HK\$5.05

同方泰德在手订单十分充裕，将分阶段逐渐交付。2016-2017年同方泰德的收入还是以智能化业务为主，节能服务的收入将在往后逐渐增加。虽然利润率低于节能服务业务，但作为实现节能服务的手段，智能化业务帮助同方泰德累积客户资源，建立客户关系，为节能服务业务铺路。我们预测同方泰德2016/2017年的智慧交通收入分别同比上涨12%/18%；智慧建筑与园区收入同比上升6%/8%；智慧能源板块收入分别同比增长18%/10%。

毛利率将从2015年的23.4% 逐渐扩展至2016/2017年的24.1%，毛利率的上升主要由节能服务占比上升所带动。但我们认为毛利率并不能完全代表同方泰德的盈利状况，因为EMC合约的利润分享被列入其他收益中。因此EBITDA较毛利润更能反映同方泰德盈利扩张的真实情况。我们预测2016/2017年的EBITDA率分别为19.9%/21.1%。

我们下调了2016盈利约27%，在新签智能化项目以及利润分享收益的带动下，我们预测2016/2017年净利润分别同比增长15%/20%；2016-2018年盈利复合增长率19%。

资产负债表方面，由于2015年出售Distech Controls带来的一次性收入，2016年同方泰德将维持净现金的状态。随着新签项目增加，预计应收账款从2015年的人民币9.5亿元上升至人民币10.7亿元，2016年应收账款天数210天。

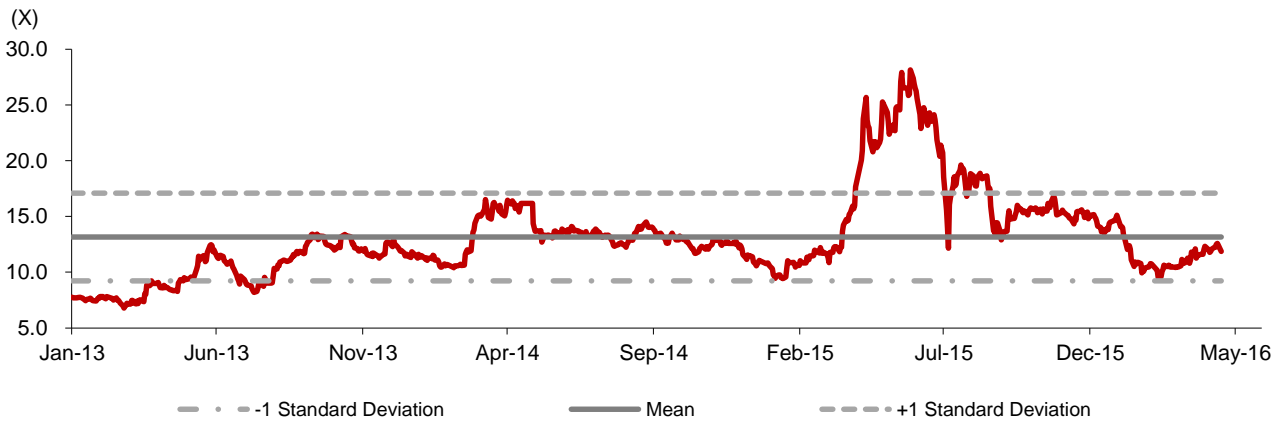
在母公司注资完毕后，同方泰德将重振旗鼓，继续成为国内领先的智能化和节能服务的提供者。公司的智能化业务和节能服务业务将持续优化，不断调整结构，增加EMC合约项目，未来更会发展能源特许经营项目，业务模式更趋多元化，为可持续增长铺路。现在同方泰德的估值为13倍2016年市盈率，相较于A股同业的48倍有77%折让。我们的目标价沿用16倍2016年市盈率（高于历史均值接近1.0个标准差），为港币5.05元，相对于A股同业有65%折让，接近港股环保公司的估值。我们相信轨道交通和智慧能源将会是2016年上涨较快的板块，股价上涨的主要催化剂包括新智能化和节能服务项目的签订；母公司增持；深港通的开启等。投资风险主要是智能化业务渐趋饱和；下游客户对开展节能服务的动力不足，以及智慧能源板块运营模式的执行力不足。

图1: 同业比较

公司	股票代码	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	3个月平均成交量 (百万美元)	市盈率 FY1 (x)	市盈率 FY2 (x)	每股盈利 FY1 同比%	每股盈利 FY2 同比%	3年每股盈利 CAGR (%)	历史股息率 (%)	股息率 FY1 (%)	历史市净率(x)	市净率 FY1 (x)	历史股本回报率 (%)	股本回报率 FY1 (%)
同方泰德	1206 HK	4.16	428	0.6	13.2	11.0	15.1	20.0	18.0	2.9	0	1.3	1.3	11.7	10.3
调整后行业平均*					26.9	15.9	32.8	22.2	25.7	1.2	1.5	3.96	2.91	11.2	13.5
<b>节能科技</b>															
达实智能	002421 CH	16.35	1,623	30.5	65.4	37.6	8.1	74.0	37.7	0.3	0.8	5.25	4.20	8.0	5.3
延华智能	002178 CH	10.67	1,202	18.7	76.2	56.2	57.5	35.7	39.2	0.3	1.9	6.78	N/A	7.4	7.6
科远股份	002380 CH	37.10	1,168	24.7	99.5	53.6	77.6	85.5	72.8	0.1	0.2	7.81	5.81	5.7	5.0
江森自控	JCI US	39.17	25,391	162.6	10.4	9.6	57.7	8.4	24.8	2.8	2.9	2.42	2.16	14.1	20.3
ABB Ltd	ABB US	19.79	45,809	40.7	19.8	16.8	N/A	17.8	N/A	3.9	3.8	N/A	2.96	12.6	15.0
霍尼韦尔	HON US	114.63	87,272	423.1	17.4	15.9	8.1	9.4	8.8	1.9	2.1	4.83	4.35	26.5	25.9
<b>环保</b>															
东江环保	895 HK	10.98	2,083	0.9	16.4	12.4	43.6	32.1	32.5	1.7	1.3	2.90	2.05	12.8	13.8
粤丰环保	1381 HK	3.68	949	1.1	17.4	13.4	55.9	29.7	30.5	N/A	0.2	3.18	2.65	12.8	15.4
中国光大国际	257 HK	8.73	5,047	12.9	14.6	11.6	29.0	25.5	22.2	1.4	2.1	2.28	2.01	12.5	14.3
中滔环保	1363 HK	2.30	1,873	3.9	16.2	13.6	15.1	19.0	15.7	0.8	1.1	5.25	3.36	27.2	22.4
北控水务集团	371 HK	5.17	5,803	15.2	15.3	12.5	20.0	22.5	20.2	1.8	2.4	2.79	2.45	15.4	16.3

资料来源: 彭博, 招商证券(香港) 预测

图2: 市盈率区间



资料来源: 彭博, 招商证券(香港) 预测

## 2015年财报回顾

同方泰德在2015年的财务报表中做了以下重述: 1) 报表货币改为人民币, 以真实反映公司的业务; 2) 同方泰德在年内完成自母公司智能化业务的收购, 按照会计准则对2014/2015年进行报表重述; 3) 公司在2015年9月完成对加拿大子公司Distech Controls 的出售, Distech Controls 的前8个月收益在已终止经营业务中单独显示。

在收购母公司智能化业务完成后, 同方泰德重新划分为三个主要业务板块: 智慧交通、智慧建筑与园区和智慧能源, 每个板块中都包括智能化和节能服务业务。2015年核心业务的财报可参考图3和图4。

图3: 2015年核心业务的财报

(百万人民币)	2014	2015	YoY	备注
<b>收入</b>				
智慧交通	235	627	167.0%	
智慧建筑及园区	818	734	-10.2%	
智慧能源	342	331	-3.0%	
<b>总收入</b>	<b>1,394</b>	<b>1,693</b>	<b>21.4%</b>	符合预期
销售成本	(1,023)	(1,297)	26.8%	
毛利润	371	396	6.6%	毛利率率 23.4%，下跌 3.2ppt (低于预期)
其他收入	25	58	137.0%	重庆建筑节能 EMC 补贴收入增加 7.2 百万元、EMC 项目带来的利息收入增加约 5.2 百万元、克拉玛依 BT 项目开带来投资收益增加 15.1 百万元
其他收益	1	2	46.2%	
销售及行政开支	(177)	(214)	21.2%	
经营利润	220	241	9.6%	
<b>EBITDA</b>	<b>279</b>	<b>322</b>	<b>15.3%</b>	EBITDA 率 19%，下跌 1.0ppt (其中包括一次性开支人民币 3,300 万，其中因为预计部分余热回收 EMC 项目在未来将维持较低的开工运行率，公司以谨慎起见，计提资产减值人民币 2,800 万；其他为收购业务相关的一次性专业服务费人民币 500 万元)
财务成本	(22)	(35)	56.1%	
所得税	(42)	(21)	-48.8%	
<b>净利润</b>	<b>157</b>	<b>184</b>	<b>17.4%</b>	低于预期

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 各业务板块EBITDA率

	2014	2015
智慧交通	14.4%	20.8%
智慧建筑及园区	23.4%	19.5%
智慧能源	23.2%	23.7%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

已终止经营业务 (Distech Controls) 在2015年经营收入为人民币2.8亿元, 利润为人民币1,400万元, 包括出售收入人民币5.8亿元, 总利润为人民币5.9亿元。

不包括一次性开支的经调整核心业务利润为人民币2.2亿, 低于预期12%。公司宣布派发特别股息人民币0.10元。

## 财务预测表

### 资产负债表

单位: 百万人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
固定资产	345	270	308	343	373
无形资产及商誉	347	256	303	330	337
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他非流动资产	290	252	252	252	252
<b>非流动资产</b>	<b>982</b>	<b>778</b>	<b>862</b>	<b>925</b>	<b>961</b>
库存	186	284	331	371	410
应收帐款	769	946	1,077	1,208	1,333
预付款项及存款	124	152	168	189	208
其他流动资产	400	544	544	544	544
现金	455	1,262	1,201	1,395	1,666
<b>流动资产</b>	<b>1,934</b>	<b>3,187</b>	<b>3,321</b>	<b>3,707</b>	<b>4,160</b>
应付帐款	619	776	780	873	964
税项	18	17	25	30	35
预提费用及其他应付款	237	683	756	848	935
银行贷款和租赁	390	277	277	277	277
可转债和其他债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	<b>1,269</b>	<b>1,755</b>	<b>1,838</b>	<b>2,028</b>	<b>2,212</b>
银行贷款和租赁	235	169	169	169	169
可转债和其他债务	0	0	0	0	0
递延所得税及其他	232	35	35	35	35
少数股东权益	30	8	9	11	13
<b>非流动负债</b>	<b>497</b>	<b>212</b>	<b>213</b>	<b>215</b>	<b>217</b>
<b>总净资产</b>	<b>1,151</b>	<b>1,999</b>	<b>2,133</b>	<b>2,388</b>	<b>2,692</b>
<b>股东权益</b>	<b>1,151</b>	<b>1,999</b>	<b>2,133</b>	<b>2,388</b>	<b>2,692</b>
股本	630	1,247	1,247	1,247	1,247
储备	521	752	886	1,141	1,445

### 现金流量表

单位: 百万人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EBITDA	296	332	373	442	518
营运资金变动	(272)	(273)	(119)	(6)	(5)
其他	48	3	0	0	0
经营活动现金流	<b>71</b>	<b>62</b>	<b>254</b>	<b>436</b>	<b>513</b>
已付利息	31	44	(29)	(29)	(29)
所得税	(46)	(35)	(17)	(25)	(30)
经营活动净现金	<b>56</b>	<b>71</b>	<b>208</b>	<b>382</b>	<b>455</b>
资本支出	(62)	(49)	(84)	(84)	(81)
投资	(98)	(102)	(110)	(110)	(110)
已收股息	0	0	0	0	0
资产出售	0	545	0	0	0
已收利息	11	30	5	6	7
其他	(103)	(110)	0	0	0
投资活动现金流	<b>(252)</b>	<b>314</b>	<b>(189)</b>	<b>(188)</b>	<b>(185)</b>
自由现金流	<b>(196)</b>	<b>385</b>	<b>19</b>	<b>194</b>	<b>270</b>
发行股份	3	613	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0
已付股息	0	(61)	(80)	0	0
银行贷款变动净额	209	(184)	0	0	0
其他	14	45	0	0	0
筹资活动现金流	<b>226</b>	<b>413</b>	<b>(80)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
现金变动净额	<b>30</b>	<b>799</b>	<b>(61)</b>	<b>194</b>	<b>270</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

### 利润表

单位: 百万人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	<b>1,394</b>	<b>1,693</b>	<b>1,872</b>	<b>2,099</b>	<b>2,317</b>
年成长率%	29	21	11	12	10
收入成本	(1,023)	(1,297)	(1,423)	(1,593)	(1,759)
毛利	<b>371</b>	<b>396</b>	<b>448</b>	<b>506</b>	<b>558</b>
毛利率	26.6%	23.4%	24.0%	24.1%	24.1%
其他收益	26	61	91	125	173
销售及分销成本	(68)	(70)	(91)	(102)	(115)
行政成本	(109)	(144)	(180)	(213)	(246)
研发成本	0	0	0	0	0
其他运营开支	0	0	0	0	0
总运营开支	<b>(177)</b>	<b>(214)</b>	<b>(271)</b>	<b>(315)</b>	<b>(361)</b>
营业利润 (EBIT)	<b>220</b>	<b>242</b>	<b>268</b>	<b>316</b>	<b>370</b>
营业利润率	15.8%	14.3%	14.3%	15.0%	16.0%
拨备	0	0	0	0	0
财务成本	(22)	(35)	(29)	(29)	(29)
融资后利润	198	208	239	287	341
联营及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	198	208	239	287	341
所得税	(42)	(21)	(25)	(30)	(35)
少数股东权益	1	(1)	(1)	(2)	(2)
净利润	<b>157</b>	<b>185</b>	<b>213</b>	<b>256</b>	<b>304</b>
年成长率%	60	18	15	20	19
净利润率	11.2%	10.9%	11.4%	12.2%	13.1%
EBITDA	<b>296</b>	<b>332</b>	<b>373</b>	<b>442</b>	<b>518</b>
EBITDA 利润率	21.2%	19.6%	19.9%	21.1%	22.4%
EPS (人民币)	<b>0.237</b>	<b>0.240</b>	<b>0.276</b>	<b>0.331</b>	<b>0.394</b>
年成长率%	71	1	15	20	19
每股股息 (人民币)	0.000	0.120	0.000	0.000	0.000
已终止经营业务利润	41	599	0	0	0

### 主要财务比率

	2015	2015	2016E	2017E	2018E
毛利率 (%)	26.6	23.4	24.0	24.1	24.1
营业利润率 (%)	15.8	14.3	14.3	15.0	16.0
净利率 (%)	11.2	10.9	11.4	12.2	13.1
销售分销成本占收入百分比	4.9	4.2	4.9	4.9	5.0
行政成本占收入百分比	7.8	8.5	9.6	10.1	10.6
研发开支占收入百分比	0.0	43.5	0.0	0.0	0.0
有效税率 (%)	21.1	10.3	10.3	10.3	10.3
总负债比率 (%)	54.4	22.3	20.9	18.7	16.6
净负债比率 (%)	14.8	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率 (x)	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9
速动比率 (x)	1.4	1.7	1.6	1.6	1.7
库存周转率 (天)	66	80	85	85	85
应收账款周转率 (天)	201	204	210	210	210
应付账款周转率 (天)	221	218	200	200	200
现金周转率 (天)	47	65	95	95	95
资产周转率 (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
财务杠杆 (x)	2.6	2.2	2.0	1.9	1.9
EBIT 利润率 (%)	15.8	14.3	14.3	15.0	16.0
利息开支 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
税务开支 (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
股本回报率 (%)	<b>15.3</b>	<b>11.8</b>	<b>10.3</b>	<b>11.3</b>	<b>12.0</b>
ROIC (%)	<b>15.2</b>	<b>17.1</b>	<b>18.7</b>	<b>20.0</b>	<b>22.6</b>

## 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。

### 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>。

### 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