



扫描下方二维码  
下载恒证通APP



恒大證券(香港)有限公司  
恒大期貨(香港)有限公司



# 山西安装

公司名称	山西安装
股份编号	2520 HK
行业	工业

## 新股短评

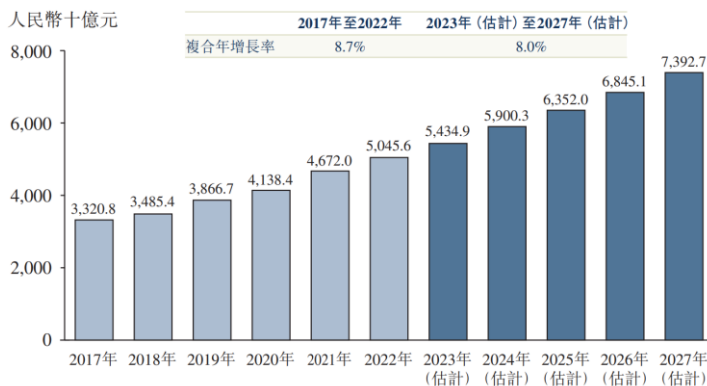
### 招股资讯一览

招股日期	2023年11月10日 - 2023年11月15日
公开发售结果	2023年11月21日
上市日期	2023年11月22日
招股价	1.89 - 2.36港元
最低入场费	4,767.61港元
集资金额	6.30 - 7.87亿港元
发行市盈率	15.18 - 18.96倍
发行市帐率	0.99 - 1.16倍
股份市值	25.20 - 31.47亿港元
每手股数	2,000
公开发售股数	33,334,000
国际配售股数	300,000,000
保荐人	华泰国际、山证国际
基石投资者	明阳智慧能源

### 公司亮点

- 经验丰富的中国山西省太原市的工程服务商
- 自主研发技术奠定行业地位
- 新能源项目的往绩记录使公司受益于行业趋势

### 2017年至2027年（估计）按总产值计的专业工业工程的市场规模（中国）



数据来源：招股书，彭博

资料来源：招股书

分析师：黄俊泓  
2023年11月10日

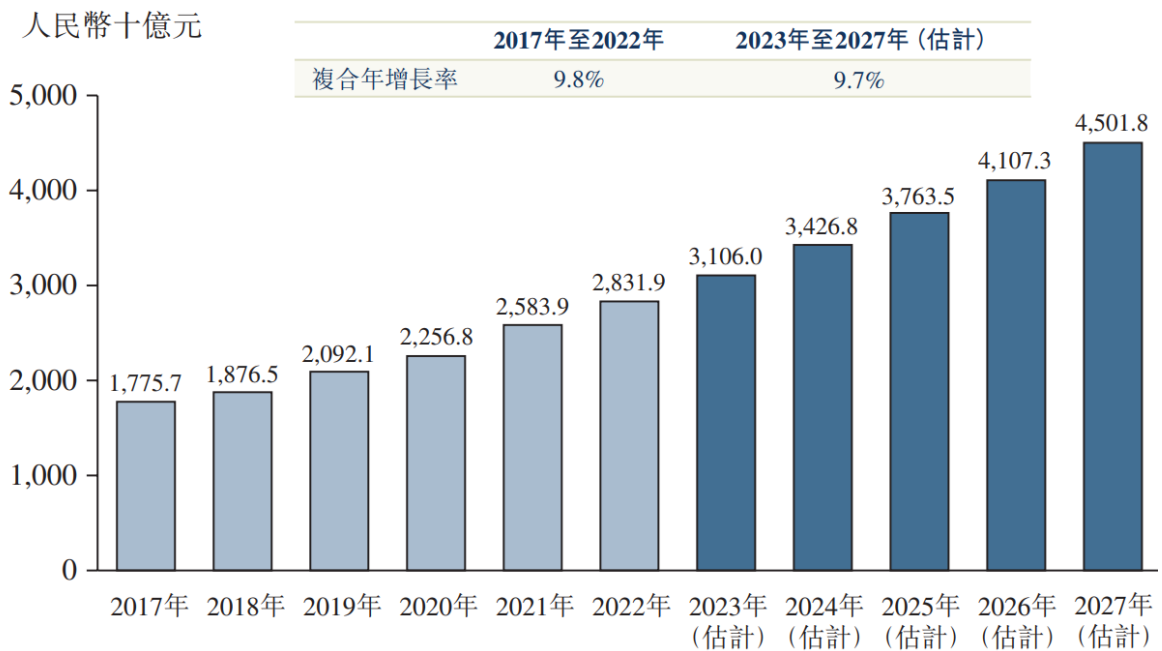
# 新股短評

专业工业工程及专业配套工程市场价值链（公司为中游承包商）



资料来源：招股书

## 2017年至2027年（估计）按总产值计的新能源产业工程的市场规模（中国）



资料来源：招股书

# 新股短评

## 经验丰富的中国山西省太原市的工程服务商

公司是一家总部位于中国山西省太原市的工程服务商，历史可追溯至1952年，前身为中国最早从事工业设备安装的公司之一。公司从事专业工业工程、专业配套工程、其他工程及非工程业务，提供从(i)设计咨询、(ii)投资建设、(iii)建筑施工到(iv)运营维保的广泛产业链服务。公司的核心优势主要体现在专业工程板块。公司自成立以来，凭借完备的施工资质，先后承建了大量机电、化工、冶金、电力、市政、房建等行业的工程，通过构建更高水平的「设计咨询、投资建设、建筑施工、运营维保」四位一体全产业链布局，公司初步实现「优质的工程服务商」。随着业务持续拓展，公司以专业行业技术为基础，进一步发挥热力工程、燃气工程、标准化厂房、特色建筑等相关专业配套工程的行业专长。根据弗若斯特沙利文的资料，按2022年的收入计，公司在超过500名山西省专业工业工程承包商中排名第一，在超过10,000名中国专业工业工程承包商中排名第五。公司的大部分收入来自山西省。截至2022年12月31日止三个年度各年及截至2023年6月30日止六个月，山西省的收入为人民币6,999.7百万元、8,690.7百万元、8,708.2百万元及2,841.7百万元，分别占中国内地总收入约69.0%、65.8%、68.3%及55.7%。

## 自主研发技术奠定行业地位

公司的自主研发能力是公司核心竞争力的一部分。在全国100家具备自主开发BIM信息技术软件能力的建筑企业中，公司拥有一个专门的BIM信息技术研究院、一个省级技术中心及二个市级技术中心。公司还建立了科研设计平台、工程技术研究中心、分布式能源应用研究中心，具备工程设计一体化能力。截至2023年6月30日，公司有四个施工工法获认证为国家级建筑施工工法，充分证明其具备创造重大经济价值潜力。公司坚持开发研发技术以巩固公司的业内地位，与清华大学、浙江大学以及太原理工大学等中国顶尖高校开展了多个「产学研」合作，围绕清洁供热、新能源利用、海绵城市、装配式建筑等领域，形成多项关键技术，打造核心竞争力，并共同致力若干个技术课题研究。例如，公司与太原理工大学合作开展省重点科学技术计划项目「多能互补型天然气分布式能源系统研发」，促进可再生能源低碳高效利用。公司相信，公司的先进技术及研发实力为公司带来竞争优势，并使公司通过提供优质工程承包服务获得建设项目。

## 新能源项目的往绩记录使公司受益于行业趋势

根据弗若斯特沙利文的资料，当前，在全国新能源行业的蓬勃发展的带动下，新能源行业工程总市值预计在2027年达到接近人民币45,018亿元，复合年增长率为9.7%。山西省亦持续减少对煤炭的依赖，加大对新能源的开发力度，推动山西省新能源行业工程按总产值增加至超过人民币860亿元，复合年增长率达13.7%，高于全国水平。2022年山西省基础设施建设工程投资额超过人民币800亿元，预计2023年至2027年的复合年增长率达到7.5%。公司打造了「设计咨询、投资建设、建筑施工、运营维保」全产业链业务模式，在清洁供热、新能源、固废处理、水环境治理等环保领域的项目完成上拥有良好业绩，在转型升级的实践中取得了丰硕成果，目前集团内有多个单位正从事新能源领域相关业务。根据弗若斯特沙利文的数据，公司在能源转型升级中交付的项目，是公司在市场参与者中的竞争优势，也证明了公司在践行绿色发展方面（即开展低碳项目）的地位，标志着低碳方法的良好运用。公司在各类新能源及绿色项目中拥有技术，使公司得以从日益增长的绿色发展及可持续建筑发展需求中注入动力。公司将持续践行绿色发展理念，做好低碳项目、用好低碳方法、选好低碳路径，走好绿色发展之路，继续担负起实现国家「双碳」目标的企业责任。

# 新股短评

## 同类公司比较

证券简称	代码	总市值 (亿)	市盈率 (倍)	股本回报 率(%)	市账率 (倍)	市销率 (倍)	股息率 (%)
山西安装	2520 HK	25.20 - 31.47	15.18 - 18.96	8.66	0.99 - 1.16	0.18 - 0.22	N/A
中位数		751.06	3.57	10.82	0.63	0.07	3.78
中国中铁	390 HK	1,413.11	2.70	11.75	0.30	0.07	6.12
中国铁建	1186 HK	1,051.55	2.36	9.85	0.23	0.05	6.89
中国建筑	601668 CH	2,274.93	2.29	12.62	0.52	0.06	4.98
中国化学	601117 CH	450.57	7.79	9.89	0.76	0.25	2.57
上海建工	600170 CH	241.58	11.35	5.23	0.74	0.07	1.97
陕建股份	600248 CH	169.43	4.43	18.31	0.85	0.08	2.38

# 新股短评

## 主要财务比率

	截至12月31日			截至6月30日
	2020年	2021年	2022年	2023年
流动比率 (倍)	1.0	1.0	1.0	1.0
速動比率 (倍)	1.0	1.0	1.0	1.0
資本負債比率 (%)	173.9	211.7	241.8	271.9
淨負債權益比率 (%)	113.1	143.7	146.4	171.2
資產回報率 (%)	2.1	1.1	0.9	0.5
權益回報率 (%)	14.6	7.5	8.3	4.6

## 所得款项用途

50.0%	(334.1百万港元) 用于资助新能源项目。为落实「投资多元化及投资建造营运一体化」发展战略，公司拟将分配予此项的所得款项用于新能源项目的权益投资。公司拟与其他民营企业合作投资建设私有设施，通过运营有关设施获得利润。
32.0%	(213.9百万港元) 将用于为公司于现有及日后PPP项目及清洁供热、分布式能源、固废处置、水务处理等建设项目下的股权投资承担提供资金。
10.0%	(66.8百万港元) 将用于资助新能源上下游制造产业项目。
8.0%	(53.5百万港元) 用于营运资金及一般公司用途。

## 风险因素

- 公司的业务及未来增长受限于宏观经济形势，政府政策的变动和对公司服务的市场需求，其超出公司的控制范围。具体而言，公司面临与参与政府主导项目相关的潜在风险，可能会受公共政策考虑或公共开支政策变动的影响，而该等变动并非公司所能控制。
- 公司的业务受制于固有营运风险及职业危险，其会令公司产生高额成本、声誉受损及丧失未来业务。
- 公司的收入通常属非经常性质，绝大多数项目在完成后不会产生任何经常性收入（PPP项目除外）。
- 截至2023年6月30日，公司录得流动负债净额，日后可能无法产生充足的现金流量来为公司的经营业务提供资金或满足流动负债需求。



# 免责声明

## 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：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标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

## 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

## 免责声明

恒大证券(香港)有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号万通保险中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999