

公司研究/更新报告

2017年02月08日

电子元器件/其他电子器件II

投资评级: 买入 (维持评级)

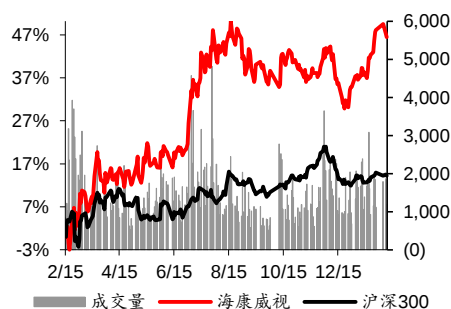
当前价格(元): 25.85  
合理价格区间(元): 33.44-38

张驷 执业证书编号: S0570515060001  
研究员 021-28972073  
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1《海康威视(002415):业绩稳健增长, 龙头实力全方位体现》2016.07
- 2《海康威视(002415):汽车电子落地, 跟投平台起航》2016.07
- 3《海康威视(002415):核心团队持续增持, 中国以外首次封王》2016.06

股价走势图



资料来源: Wind

## 视频监控稳步发展, 新业务蓄势待发 海康威视(002415)

### 以视频监控为业务基础, 未来持续稳步增长

受益于国内安防行业相对高的增速及海外的快速拓展, 以及海康前期对于解决方案的前瞻布局带来的高壁垒; 叠加客户需求的深刻理解带来客户的高粘性, 预计中期, 以视频监控业务为基础, 海康收入未来 3 年维持 CAGR24.5% 的收入增速, 稳步增长。

### 驱动未来 3 架马车蓄势待发

机器人、汽车电子及民用安防 (萤石) 3 驾马车蓄势待发, 虽在对收入贡献占比不大, 但类似于 11 年视频监控产品景气度高时, 海康前瞻布局视频监控解决方案, 现在 3 块新业务属于未来高景气度高毛利领域。既能满足生产制造及消费升级需求, 同时技术又处于爆发前沿。预计将来, 类似今日尽享解决方案带来的高毛利、高壁垒, 3 块新业务会在新领域给海康带来新的壁垒。同时 3 块新业务对应子公司研发采用公司投资 60%, 员工投资 40% 的方式, 调动员工积极性,

### 良好的激励机制+高管大额增持, 利益绑定一致

2016 年高管大额增持 9130 万股, 总经理胡宗杨先生个人大额增持 6948 万股; 同时第 3 次限制性股票激励计划推行, 覆盖面广却有的放矢。良好的激励机制中长期绑定了公司与员工的利益, 提供公司持续发展软实力。

### 制造业回美国悲观预期下, 中期对海康业绩影响不大。

针对海康海外各区域收入占比及成熟度现状, 就北美市场做了中性及悲观假设下的敏感性分析, 中性情况下, 2016-2018 年海康收入 CAGR26.29%, 净利润 CAGR25.57%。悲观情况下, 2016-2018 年海康收入 CAGR24.47%, 净利润 CAGR23.14%。影响并不大。

### 中期作为行业龙头, 继续享受解决方案提供带来的稳稳的幸福, 长期看 3 架马车强力驱动, 给予“买入”评级

看好海康受益于国内安防的相对高增速及海外的扩张, 未来 2 年在视频监控业务稳步发展, 成为视频监控领域优秀的解决方案提供商, 中期稳稳的幸福。同时高管、员工与市场利益绑定, 驱动未来的 3 架马车蓄势待发。预计 16-18 年 EPS 为 1.2 元, 1.52 元, 1.89 元, 6 个月合理估值水平为 17 年 22-25 倍, 目标价 33.44-38 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济风险、海外竞争加剧、新业务进展低于预期。

## 公司基本资料

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股)     | 6,155       |
| 流通 A 股 (百万股)  | 4,806       |
| 52 周内股价区间 (元) | 20.49-32.96 |
| 总市值 (百万元)     | 159,108     |
| 总资产 (百万元)     | 36,494      |
| 每股净资产 (元)     | 3.49        |

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

| 会计年度       | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 17,233 | 25,271 | 32,481 | 40,989 | 50,903 |
| +/-%       | 60.37  | 46.64  | 28.53  | 26.19  | 24.19  |
| 净利润 (百万元)  | 4,665  | 5,869  | 7,392  | 9,359  | 11,621 |
| +/-%       | 52.13  | 25.80  | 25.95  | 26.61  | 24.18  |
| EPS (元)    | 0.76   | 0.95   | 1.20   | 1.52   | 1.89   |
| PE (倍)     | 34.82  | 27.68  | 21.98  | 17.36  | 13.98  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 视频监控，深修内功，王者荣耀

11 月 30 日，全球知名的工业媒体 a&s《安全自动化》(MFNE 法兰克福新时代传媒)发布 2016 年度全球安防 50 强榜单。继 2015 年全球第二、亚洲第一的佳绩之后，海康 2016 年跃居全球榜单首位。

图表1： 2016 全球安防 10 强榜单

| 2016 年排名 | 2015 年排名 | 公司         | 总部 | 产品类别 |
|----------|----------|------------|----|------|
| 1        | 2        | HIKVISION  | 中国 | 视频监控 |
| 2        | 1        | Honeywell  | 美国 | 复合产品 |
| 3        | 3        | Bosch      | 德国 | 复合产品 |
| 4        | 5        | Dahua      | 中国 | 视频监控 |
| 5        | 4        | Safran     | 法国 | 门禁控制 |
| 6        | 6        | Assa Abloy | 瑞典 | 门禁门锁 |
| 7        | 7        | Tyco       | 美国 | 复合产品 |
| 8        | 10       | Aixs       | 瑞典 | 视频监控 |
| 9        | 8        | Flir       | 美国 | 视频监控 |
| 10       | 12       | Aiphone    | 日本 | 对讲系统 |

资料来源：A&S 杂志，华泰证券研究所

**王者荣耀，来自于前瞻布局、持续的高研发投入及对于客户产品需求的理解**  
海康的发展分为 3 个阶段。

**第一阶段：**受益于视频监控设备从模拟——数字的转换，海康实现了 0-50 亿的收入的变化。

**第二阶段：**在视频监控设备的数字化进程中，摄像机向网络摄像机转换，海康实现了 50 亿-250 亿的收入增长。

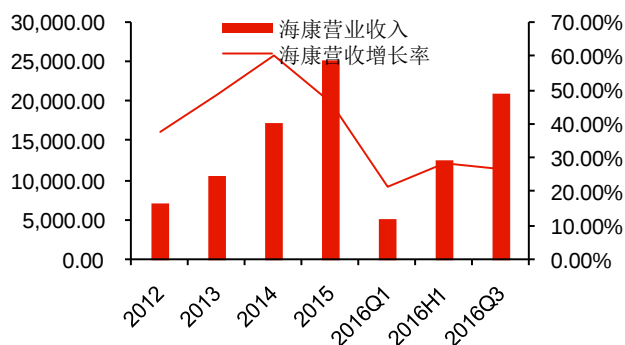
**第三阶段：**在于深度学习算法的发展。录像数据大多为冷数据，现在技术突破在基于深度学习，直接当场分析数据，比如车牌、车内乘客数以及有无系安全带，这些标签都会在摄像同时添加到录像中，方便后期搜索。这类技术，比如大家比较了解的人脸识别技术，已经能达到应用的水平。以后随着技术的发展，可能会前段设备直接植入芯片先做数据的预处理，然后再在后端服务器来分析。

第三个阶段，是技术的浪潮在推进产品的方向，然后推动视频监控技术领域的扩展。现在的海康，正处于第三个阶段，不断深化自己技术，拓展自己的领域。

**通过财务数据来回顾海康这几年的发展，能清楚的看到王者的发展历程。**

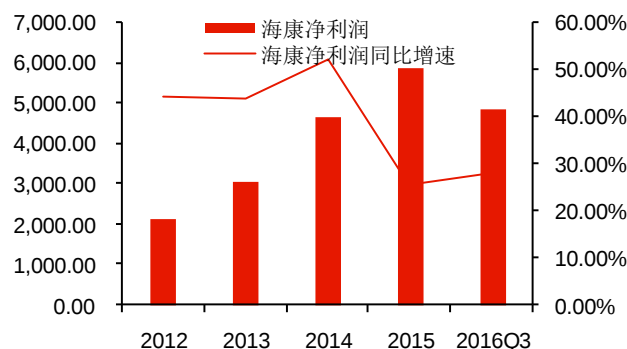
从图 2 和图 3 可见，海康 2015 年前处于第一和第二阶段期间，营收和净利润保持高速增长，现如今，虽因行业集中度逐步提高，走向成熟，带来营收和利润增速的下滑，但公司前期就视频监控布局的解决方案，构建了高壁垒。营收和利润增速仍然处于 2 倍于 14% 行业增速的状态。

图表2： 海康营业收入及其增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

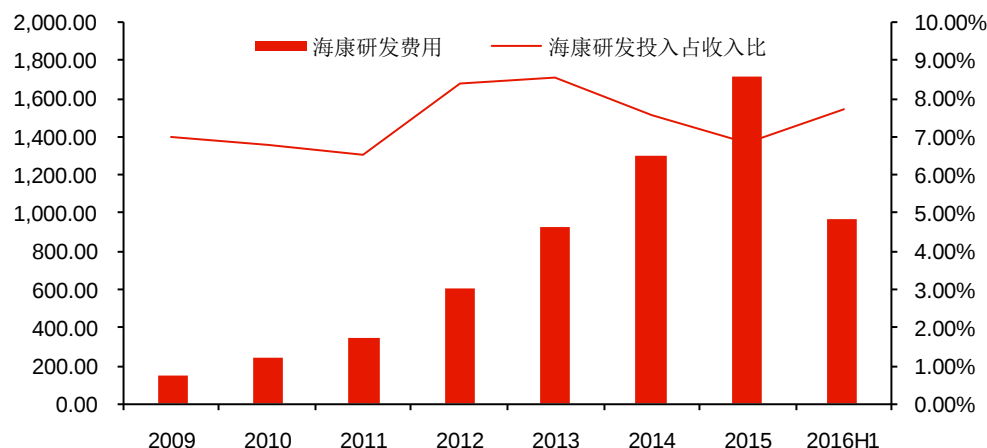
图表3： 海康净利润及其增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

同时，虽然的营收及利润高速增长，但研发费用并没有因为收入的增长而逐步下滑，而是基本都保持在 7-8% 的范围内。持续的研发投入，也是海康经历视频监控产品-视频监控解决方案提供商——机器人&汽车电子&民用安防一步步扩大版图的基础。

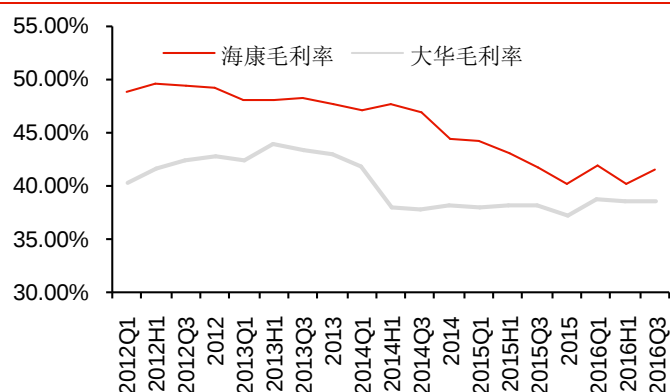
图表4： 中国视频监控市场规模情况



资料来源：中国安防展览网，华泰证券研究所

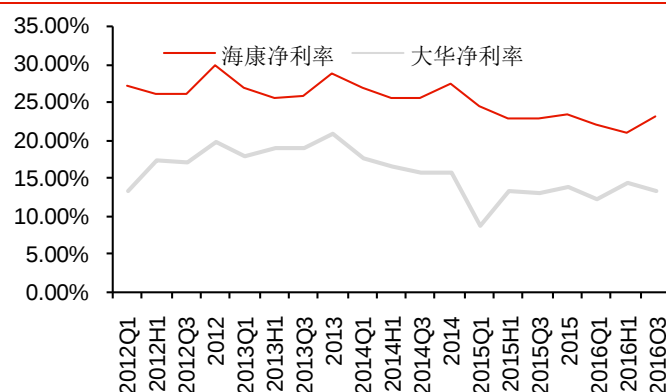
并且，虽然行业价格战带来安防行业毛利和净利在缓步下滑，但海康对市场发展方向的前瞻布局，使得海康的毛利率和净利率一直保持在相对较高的位置，这一点，从与同样在全球安防市场不断攻城略池的中国军团大华股份的对比，有比较明显的显现。

图表5： 海康大华毛利率对比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表6： 海康大华净利率对比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

尊享王者荣耀，同时，也因为海康对客户需求的有非常深刻的理解。在迈向王者的过程中，产品设计，起到了非常重要的作用。

本身，从硬件角度，安防产品的壁垒并不高，新品出现，最多只能领先半年。但海康基于对客户需求的深刻理解，在产品设计上，能持续增加客户粘性。

**Eg: 机器视觉中，检准率和检出率的平衡。**机器视觉是现在一二级市场都很关注的领域，很多创业型公司，在检准率上的精度非常高。但从客户角度考虑，检准率高，对于客户而言，并非唯一关注指标。下游客户不会那么关注更关注的是相同花费下，所购买产品的性价比是否高；体现在实用性和稳定性上。所以，类似在产品生产线上使用机器视觉产品检测成品瑕疵等，只有检出率和检准率双高，才能赢得下游客户的赞誉。或许检准率比很多公司并没有优势，但叠加检出率，实用性凸显。

对客户需求的深刻理解，做到实用、性能稳定，并且技术说明对外保持开放性，是海康区别海内外其他公司的重要特征，也是其在国内外安防市场能做到攻城略池的重要原因。

## 驱动未来的三架马车滚滚向前

### 助力中国制造 2025，海康机器人业务蓬勃发展

海康的机器人业务分为机器视觉、移动机器人及行业无人机 3 大领域。目前海康机器人业务收入在 3 块新业务中已属业绩靓丽，且增速较快。

**机器视觉：**凭借基础业务视频监控多年在成像采集、图像处理和模式识别领域的技术积累和创新能力，自主研发了涵盖全系列工业相机、工业智能相机、视觉控制器、镜头以及算法软件平台的机器视觉产品，可实现定位引导、条码识别、缺陷检测、高精度检测等应用。智能软件平台，以行业应用为中心，从通用的机器视觉软件平台，到深度定制的行业级系统软件（eg：太阳能焊串分析缺陷、物流条码识别等）。

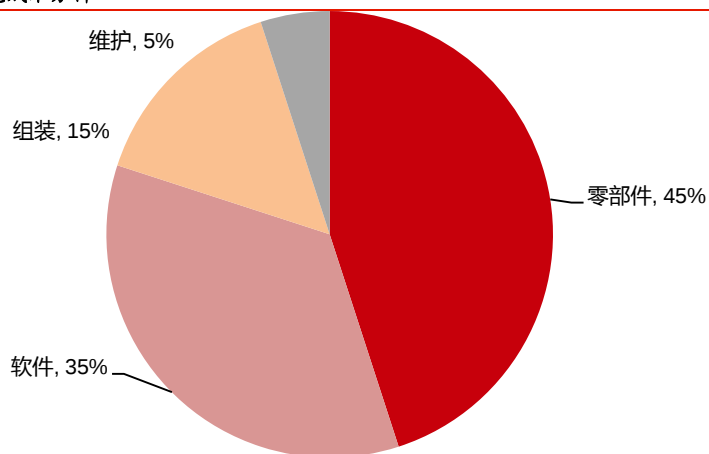
图表7：海康机器视觉产品应用



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

整个机器视觉系统中，半导体零部件和软件开发占据成本的 80%，其中进口核心零部件和底层软件开发占 60% 生产成本。

图表8：机器视觉成本分析



资料来源：工业控制，华泰证券研究所

根据 American Imaging Association 提供的数据，全球机器视觉部件及系统市场空间从 2010 年的 25.2 亿美元增长到 2015 年的 42 亿美元，年复合增长率为 10.8%。而国内，2015 年机器视觉硬件及系统市场规模 22 亿元人民币，全球占比 8.3%，增速为 20.9%，高于全球平均水平。

海康基于多年视频解决方案的积攒，机器视觉软件能力突出，同时凭借国际领先的研发团队、强大的资源整合能力及遍布全球的服务网点，海康不仅仅提供标准的机器视觉标准品，还能针对客户需求提供定制化的服务，努力成为优秀的机器视觉解决方案提供商。

机器视觉类产品，除了个别核心零部件需要外购，部分零部件、软件、组装及维护市场海康均能参与，故海康机器视觉一块，面对着至少 300 亿（以完全不考虑零部件市场计）的全球市场，其中国内市场约 30 亿，且市场容量还在每年至少 10% 的速度在不断扩充。

预计可复制视频监控的发展历程，实现市占率从 0 到 2015 年 19.5% 的快速增长。

**移动机器人：**依托多年在图像处理、硬件设计及嵌入式软件领域的技术积累，海康移动机器人系统的推出是必然结果。系统由智能仓储机器人、机器人调度系统（RCS）、智能仓储管理系统（iwms）三大核心模块组成。RCS 采用多种调度算法，在实时监控机器人运行状态的同时，实现任务最优分配、多机器人路径规划以及机器人交通管理，实现机器人互相合作又互不影响，发挥最大效能。智能仓储管理系统 IWMS 实现与企业 ERP/WMS 系统全功能对接，优化订单执行、智能分析货架冷热度、精准管理库存等。以“阡陌”系列为代表的仓储、搬运、分拣全系列机器人，通过代替人工劳作，实现收货、分拣、搬运、入库、出库等各项作业“无人化”。

图表9：海康移动机器人系统



资料来源：互联网，华泰证券研究所

应用实例：考拉海淘海仓科技启用海康 AGV 小车、申通临沂分公司启用海康智能分拣机器人。

图表10： 海康机器人应用实例



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**行业级无人机：**依托音视频技术的强大积累，海康发布雄鹰系列行业级无人机。作为视频监控系统的延伸和重要子系统，雄鹰系列无人机在设计以及制造上充分贴合行业可视化管理业务，能够多种挂载，实现一机多用，应用涵盖设施巡检、公共安全、交通应用、应急救援等，满足多种行业的业务需求。

行业级无人机与大疆等消费级无人机不同，云台设计、地面站等技术，凸显海康实力。同时，公司针对的消费群体，还是视频监控的客户，深度满足老客户的新行业需求。例如无人机在交警部门的应用：某地路面因为火灾地震自然灾害等出现交通中断，影响救援；指挥中心可使用无人机能将实时视频回传到自己的手持单兵系统与交警大队及救灾指挥中心的指挥大屏上，供抢险救灾疏通交通的领导和专家进行更好的决策。历史上，海康提供了交警的手持单兵系统，以及中心的指挥大屏，在此背景下，海康同时提供无人机，一来系统接入无兼容性问题，二来针对特殊背景特殊应用，可及时提供一体式综合解决方案，这是相对于其他无人机公司不可比拟的优势。

图表11： 海康威视无人机地面站



资料来源：华泰证券研究所

图表12： 海康威视无人机云台遥控器



资料来源：华泰证券研究所

## 汽车电子

海康威视于 2017 年 1 月 18 日发布公告：1) 控股子公司杭州海康汽车技术有限公司（海康汽车）以 7941.4 万元收购中电海康智慧汽车事业部资产组；以 1630 万元收购中电海康控股子公司杭州海康希牧（海康希牧）智能科技有限公司 100% 股权。

中电海康于 2011 年 10 月成立智慧汽车事业部，以新能源车为切入领域，致力于建立宽带移动互联网的智慧新能源汽车、智慧交通应用系统，实现人车路协同体系的创新平台。海康希牧成立于 2011 年 4 月，主营产品为倒车雷达和车载智能系统。海康汽车由公司和员工跟投平台于 2016 年 7 月共同发起成立。此次交易构成公司与大股东中电海康的关联交易，关联交易金额为 8,919.40 万元。本次收购既有利于公司在内部整合优势资源，集中力量进军汽车电子，又有效避免外部同业竞争。

海康汽车电子，目前主要是后装市场，提供倒车、行车记录仪、导航、环视影像等产品，未来目标跟 OEM 公司合作，海康提供自主 Adas 系统及视觉相关产品，感知整个车辆的行驶环境，进入前装市场。

## 萤石，让生活可视化、智能化

海康于 2014 年推出民用安防子品牌“萤石”，并提出“萤石云+”战略。萤石云+=萤石云+开放平台+行业，通过开放的应用服务平台，服务于普通消费者和专业用户。萤石子品牌推出的核心目的就是实现家庭、社区以及所有生活环境的可视化和智能化，让我们的生活更加便捷。现在，家庭监控已融合移动监控、云存储、隐私保护以及综合运营服务；同时，视频天然就是社交分享的基础。从工业安防到民用安防，在视频内容建设方面，萤石具备先天优势。

目前，我国民用安防监控只占了 6% 的市场份额，远远落后于发达国家（如美国民用安防监控产值占据了整体的 30% 以上），具有非常强的发展潜力。民用市场是目前的蓝海，除了原有的安防企业，众多的移动互联网企业、家电企业、物联网企业也纷纷跨界杀入。运营服务将成为未来的发展重点。

萤石 app 2016 年 6 月份注册账户 700 万，月活 400 多万；截止至 2016 年 11 月底，注册账户已达 1000 万以上。按照月活过半的预期，预计 2017 年萤石将成为盈亏平衡的独立平台。目前萤石的业务按部就班发展过程中，还没出现爆发式的增长。但有信心市场起来时，萤石能迅速发展，并成为行业的领先者。

## 良好的激励机制及大额高管增持，彰显公司发展信心

### 激励机制良好，公司与员工利益中长期绑定

对人才的重视，以及人才带来的技术创新，是海康持续保持高增长的动力来源。海康 1.6 万名全球员工中，研发人员就有 6000 余人。同时，海康拥有全球安防领域规模最大的研发中心。

基于对人才的重视，提高核心员工积极性，海康连续推行了 3 次限制性股票计划。近期，海康 2016 年限制性股票计划授予完毕，授予限制性股票 53,557,028 股，授予价格为 12.63 元/股。激励对象涵盖了公司高级管理人员、中层管理人员、基层管理人员、核心技术和骨干人员等 2989 名员工，激励覆盖面广，同时针对人群有的放矢。同时，这也是海康自 2012 年和 2014 年度两次实施限制性股票计划后，第 3 次推行广覆盖面的激励计划。良好的激励机制于中期和长期绑定了公司与员工的利益，为公司提供了具有竞争力的软实力。

在良好的激励机制下，同时，针对公司 3 项新业务——萤石、机器人及汽车电子设立子公司，采用员工与公司共同参股的形式，公司出资 60%，员工出资 40%，极大调动了新业务领域员工的积极性。

### 高管大额增持，彰显对公司发展强烈信心

海康总经理胡扬忠先生在 2016 年 12 月 23、27 和 29 日连续三次大手笔增持公司股份共计 3900 多万股。而 2016 年年内，胡宗杨先生通过二级市场 and 大宗交易共计 8 次增持公司股份约 6948 万股。考虑到其他高管的合并增持，胡宗杨先生及其他高管 2016 年共计增持公司 9130 万股，彰显了公司高管对公司今后发展的强烈信心。

图表13：海康总经理增持统计

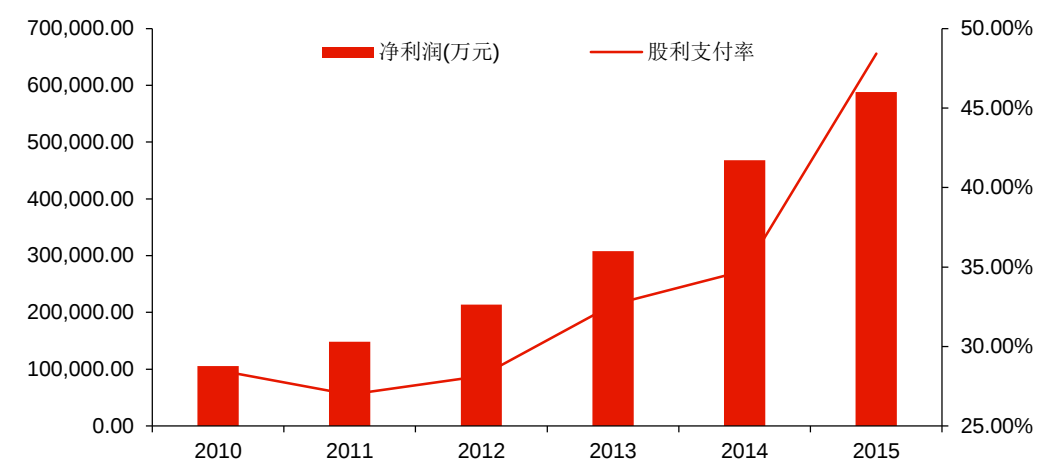
| 时间                                        | 姓名  | 增持方式 | 增持数量(股)  | 增持均价(元/股) |
|-------------------------------------------|-----|------|----------|-----------|
| 2016.12.29                                | 胡扬忠 | 大宗交易 | 12000000 | 23        |
| 2016.12.27                                | 胡扬忠 | 大宗交易 | 15500000 | 23        |
| 2016.12.23                                | 胡扬忠 | 竞价交易 | 6532126  | 23.22     |
| 2016.12.23                                | 胡扬忠 | 大宗交易 | 5000000  | 22.8      |
| 2016.6.13(2015 年度权益分派实施后，10 送 3 派 7 转增 2) | 胡扬忠 | 大宗交易 | 6300000  | 20.1      |
| 2016.5.10(2015 年度权益分派实施前)                 | 胡扬忠 | 竞价交易 | 4100     | 30.49     |
| 2016.04.20-04.21                          | 胡扬忠 | 竞价交易 | 2404264  | 30.17     |
| 2016.02.29-03.01                          | 胡扬忠 | 竞价交易 | 3661584  | 27.45     |
| 2016.02.22-23                             | 胡扬忠 | 竞价交易 | 18078868 | 27.65     |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 分红率稳定走高，估值底部，股息率吸引力加强

海康的历史分红率随着净利润的增长在持续走高，如图 14 所示。2012 年-2015 年股息率分别为 1.58%、1.54%、1.29%、3.37%。分红率稳定走高，在公司估值底部时，股息率相对而言越来越有吸引力。

图表14：海康威视历史分红情况（2010-2015）



资料来源：华泰证券研究所

### 制造业回美国的情景假设下，短期业绩影响有限

美国大选后，制造业回美国的呼声很高，视频监控行业也是处在国内龙头因产品性价比突出，不断挤占海外品牌市占率的过程中，从图 1 的排名变化也能明显观察到此情况。但同时，全球前 10 大安防产品供应商中，有 3 家是美国企业。而海康海外布局中，北美业务最为成熟，同时收入占比 25-30%，在极端政策的支持下，海康海外业务及业绩是否会受到影响，于此，我们做了相关分析。

**基本说明：**据调研反馈，海康因为基数及布局的市场部分成熟等原因，海外 16 年下半年增速相对上半年有所放缓，没有上半年那么高。历史上北美是海外最成熟的市场，约占收入 25-30%，取 27.5% 占比；欧洲约占 25%；其他区域占 47.5%。

**根据历史情况做的基本假设：**海外收入拆分，假设其他区域因为基数低 45% 增长，欧洲正常 30% 增长，北美因为一来市场成熟，二来因为特朗普的影响，分中性及悲观两种假设，中性未来 2 年 20%、15% 增长，悲观未来 2 年 10%、6% 增长。即便制造业回美国，也不可能一两年内一蹴而就，最悲观情况无非就是短期增速回到海外行业增速 6% 左右。

由此测算，在两种情形假设下，中性情况下，2016-2018 年海康收入 CAGR26.29%，净利润 CAGR25.57%。悲观情况下，2016-2018 年海康收入 CAGR24.47%，净利润 CAGR23.14%。

## 投资建议

在美国制造业回归中性假设影响下，中期看好海康威视作为安防行业龙头，受益于国内安防的相对高增速及海外的扩张，未来 2 年在视频监控业务稳步发展，成为视频监控领域优秀的解决方案提供商，继续享受解决方案带来的稳稳的幸福。

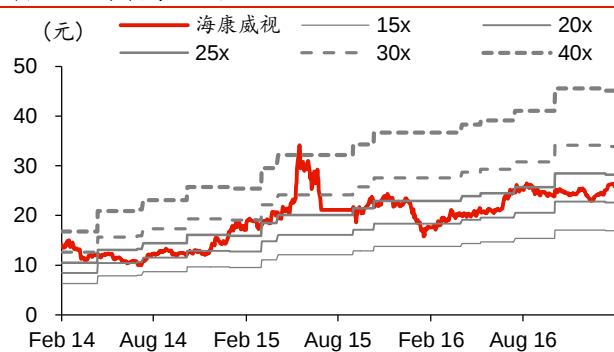
同时高管、员工与市场利益绑定，驱动未来的 3 架马车蓄势待发。

未来 2 年预计经营情况及业绩增速与 2016 年比较类似，相对稳定，2015 年牛市估值剔除，估值上参考 2016 年，未来 6 个月合理估值水平为 17 年 22-25 倍。预计 16-18 年 EPS 为 1.2 元，1.52 元，1.89 元，目标价 33.44-38 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、海外竞争加剧、新业务进展低于预期。

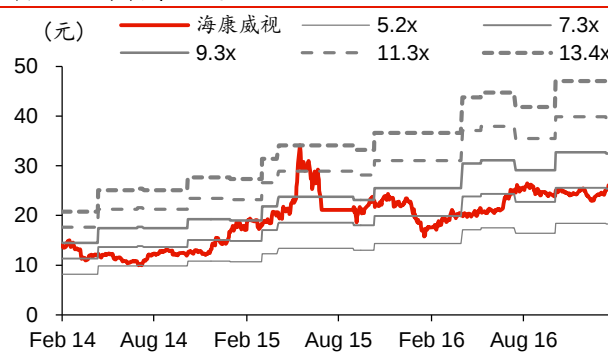
## PE/PB – Bands

图表15: 海康威视历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表16: 海康威视历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 19,108 | 26,682 | 31,629 | 43,069 | 57,528 |
| 现金         | 7,200  | 10,107 | 11,095 | 17,721 | 26,662 |
| 应收账款       | 4,282  | 8,126  | 9,655  | 12,516 | 15,405 |
| 其他应收账款     | 255.29 | 335.27 | 487.62 | 588.78 | 733.33 |
| 预付账款       | 65.31  | 132.66 | 184.79 | 216.39 | 275.51 |
| 存货         | 2,292  | 2,819  | 3,960  | 4,849  | 6,090  |
| 其他流动资产     | 5,014  | 5,163  | 6,247  | 7,178  | 8,363  |
| 非流动资产      | 2,183  | 3,634  | 4,747  | 5,280  | 5,436  |
| 长期投资       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定投资       | 1,500  | 1,887  | 2,785  | 3,656  | 4,325  |
| 无形资产       | 96.55  | 343.20 | 330.23 | 316.23 | 301.48 |
| 其他非流动资产    | 585.67 | 1,404  | 1,631  | 1,308  | 808.80 |
| 资产总计       | 21,291 | 30,316 | 36,376 | 48,348 | 62,964 |
| 流动负债       | 6,112  | 10,274 | 11,185 | 13,765 | 16,722 |
| 短期借款       | 362.32 | 876.60 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付账款       | 3,318  | 5,870  | 6,957  | 8,989  | 11,190 |
| 其他流动负债     | 2,432  | 3,528  | 4,228  | 4,776  | 5,532  |
| 非流动负债      | 299.23 | 744.59 | 762.11 | 774.00 | 784.81 |
| 长期借款       | 244.76 | 675.75 | 675.75 | 675.75 | 675.75 |
| 其他非流动负债    | 54.47  | 68.83  | 86.36  | 98.25  | 109.06 |
| 负债合计       | 6,411  | 11,019 | 11,947 | 14,539 | 17,507 |
| 少数股东权益     | 36.91  | 43.65  | 60.70  | 82.29  | 109.10 |
| 股本         | 4,069  | 4,069  | 6,155  | 6,155  | 6,155  |
| 资本公积       | 1,480  | 1,640  | 825.85 | 825.85 | 825.85 |
| 留存公积       | 9,850  | 14,091 | 17,387 | 26,746 | 38,367 |
| 归属母公司股     | 14,842 | 19,254 | 24,368 | 33,727 | 45,348 |
| 负债和股东权益    | 21,291 | 30,316 | 36,376 | 48,348 | 62,964 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 3,706    | 3,217    | 5,117    | 7,040    | 8,997    |
| 净利润        | 4,681    | 5,882    | 7,409    | 9,380    | 11,648   |
| 折旧摊销       | 109.38   | 155.48   | 187.15   | 267.11   | 344.13   |
| 财务费用       | (82.03)  | (152.90) | (194.89) | (245.93) | (305.42) |
| 投资损失       | (151.02) | (148.67) | (131.12) | (140.29) | (138.63) |
| 营运资金变动     | (1,190)  | (2,974)  | (2,342)  | (2,476)  | (2,812)  |
| 其他经营现金     | 339.07   | 454.14   | 188.64   | 254.34   | 260.96   |
| 投资活动现金     | (1,041)  | (75.20)  | (1,169)  | (659.71) | (361.37) |
| 资本支出       | 610.83   | 1,330    | 1,300    | 800.00   | 500.00   |
| 长期投资       | 608.25   | (1,057)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他投资现金     | 178.44   | 197.70   | 131.12   | 140.29   | 138.63   |
| 筹资活动现金     | (119.65) | (118.79) | (2,959)  | 245.93   | 305.42   |
| 短期借款       | 181.52   | 514.28   | (876.60) | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款       | 244.76   | 430.99   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加      | 51.90    | (0.36)   | 2,087    | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 509.53   | 159.56   | (813.75) | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (1,107)  | (1,223)  | (3,356)  | 245.93   | 305.42   |
| 现金净增加额     | 2,527    | 2,922    | 988.35   | 6,626    | 8,941    |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2014    | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入       | 17,233  | 25,271   | 32,481   | 40,989   | 50,903   |
| 营业成本       | 9,578   | 15,137   | 19,489   | 24,593   | 30,542   |
| 营业税金及附加    | 151.69  | 196.88   | 253.35   | 319.71   | 397.04   |
| 营业费用       | 1,533   | 2,179    | 2,826    | 3,525    | 4,378    |
| 管理费用       | 1,646   | 2,211    | 2,923    | 3,689    | 4,581    |
| 财务费用       | (82.03) | (152.90) | (194.89) | (245.93) | (305.42) |
| 资产减值损失     | 182.91  | 338.87   | 405.17   | 494.31   | 583.45   |
| 公允价值变动收益   | 3.03    | (16.15)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益      | 151.02  | 148.67   | 131.12   | 140.29   | 138.63   |
| 营业利润       | 4,378   | 5,494    | 6,911    | 8,754    | 10,866   |
| 营业外收入      | 856.47  | 1,294    | 1,663    | 2,099    | 2,606    |
| 营业外支出      | 27.69   | 37.93    | 48.00    | 58.00    | 68.00    |
| 利润总额       | 5,206   | 6,750    | 8,526    | 10,795   | 13,404   |
| 所得税        | 525.64  | 867.64   | 1,117    | 1,414    | 1,756    |
| 净利润        | 4,681   | 5,882    | 7,409    | 9,380    | 11,648   |
| 少数股东损益     | 15.33   | 13.35    | 17.05    | 21.59    | 26.81    |
| 归属母公司净利润   | 4,665   | 5,869    | 7,392    | 9,359    | 11,621   |
| EBITDA (倍) | 4,405   | 5,497    | 6,903    | 8,775    | 10,905   |
| EPS (元)    | 1.15    | 1.44     | 1.20     | 1.52     | 1.89     |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力          |       |       |       |       |       |
| 营业收入          | 60.37 | 46.64 | 28.53 | 26.19 | 24.19 |
| 营业利润          | 48.55 | 25.50 | 25.79 | 26.67 | 24.13 |
| 归属母公司净利润      | 52.13 | 25.80 | 25.95 | 26.61 | 24.18 |
| 获利能力 (%)      |       |       |       |       |       |
| 毛利率           | 44.42 | 40.10 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 净利率           | 27.07 | 23.22 | 22.76 | 22.83 | 22.83 |
| ROE           | 31.43 | 30.48 | 30.33 | 27.75 | 25.63 |
| ROIC          | 48.57 | 42.17 | 40.78 | 43.32 | 46.42 |
| 偿债能力          |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 30.11 | 36.35 | 32.84 | 30.07 | 27.80 |
| 净负债比率 (%)     | 9.47  | 19.41 | 10.56 | 8.68  | 7.21  |
| 流动比率          | 3.13  | 2.60  | 2.83  | 3.13  | 3.44  |
| 速动比率          | 2.74  | 2.32  | 2.46  | 2.77  | 3.07  |
| 营运能力          |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率        | 0.97  | 0.98  | 0.97  | 0.97  | 0.91  |
| 应收账款周转率       | 4.51  | 3.79  | 3.40  | 3.44  | 3.39  |
| 应付账款周转率       | 3.89  | 3.29  | 3.04  | 3.08  | 3.03  |
| 每股指标 (元)      |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.76  | 0.95  | 1.20  | 1.52  | 1.89  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.60  | 0.52  | 0.83  | 1.14  | 1.46  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 2.41  | 3.13  | 3.96  | 5.48  | 7.37  |
| 估值比率          |       |       |       |       |       |
| PE (倍)        | 34.82 | 27.68 | 21.98 | 17.36 | 13.98 |
| PB (倍)        | 10.94 | 8.44  | 6.67  | 4.82  | 3.58  |
| EV_EBITDA (倍) | 35.06 | 28.10 | 22.37 | 17.60 | 14.16 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com