

中控技术(688777)/电气设备

DCS 龙头支撑智能制造, 工业软件打开新空间

评级: 增持(首次)

市场价格: 124.00

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

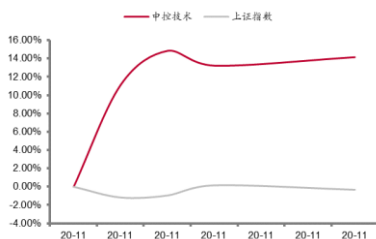
Email: suchen@r.qlzq.com.cn

研究助理: 张哲源

Email: zhangzy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	491
流通股本(百万股)	39
市价(元)	123.00
市值(百万元)	60920
流通市值(百万元)	4845

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,133.43	2,536.93	3,057.68	3,823.36	4,773.59
增长率 yoy%	24.41%	18.91%	20.53%	25.04%	24.85%
净利润	284.81	365.50	427.72	537.47	674.43
增长率 yoy%	74.21%	28.33%	17.02%	25.66%	25.48%
每股收益(元)	0.58	0.74	0.87	1.09	1.37
每股现金流量	0.21	0.19	0.67	0.72	0.86
净资产收益率	24.63%	20.06%	18.56%	18.92%	19.19%
P/E	212.2	165.3	141.3	112.4	89.6
PEG	8.93	7.27	3.81	4.73	3.94
P/B	52.3	33.2	26.2	21.3	17.2

备注: 股价取自 2020 年 11 月 30 日收盘价

投资要点

- 国内 DCS 领军者, 支撑流程工业转型升级。**公司聚焦流程工业, 成立以来坚持自主研发创新, 以 DCS 为起点打破跨国公司技术壁垒并快速渗透, 2019 年国内 DCS 份额已达 27%, 大幅领先第二名的艾默生, 连续九年高居国内第一。目前公司已打造完善的工业 3.0 产品体系, 并积极发力工业 4.0, 大力布局工业软件及行业解决方案, 打造智能制造解决方案平台, 支撑流程工业客户智能化转型升级。
- DCS+SIS 需求空间达 76 亿, 2020 年需求持续复苏。**公司产品覆盖工控控制层(DCS、PLC、工业软件)、驱动层(通用变频器)、反馈层(自动化仪表)、执行层(控制阀)及其他(SIS)领域, 2019 年对应总市场空间超过 600 亿元, 其中核心产品 DCS 与 SIS 对应市场空间超 100 亿元。2020Q1-Q3 化工、电力等下游为代表的项目型市场需求表现偏弱, 随着新老基建持续发力, 有望支撑流程工业核心产品 DCS、SIS 等需求稳健增长。
- 化工及石化领域 DCS 优势凸显, 多元领域发力支撑份额持续提升。**化工、电力、石化为 DCS 最大应用下游, 公司创立初期聚焦化工及石化领域, 陆续攻克中石化、中海油等标杆客户, 多年深耕已积累显著优势。根据公司公告, 2019 年公司 DCS 整体份额为 27%, 在化工领域份额达 40.7%, 超过第二三名(艾默生+霍尼韦尔)之和; 在石化领域份额达 29.7%, 优势凸显。近年来公司积极向电力、建材、冶金、核电、造纸、制药等领域拓展, 2019 年电力领域 DCS 份额已提升至 13.3%, 近三年制药食品业务占比显著提升, 公司基于强大的产品竞争力与品牌影响力持续攻克其他下游, 整体份额有望继续提升。
- 工业软件国产化加速, 工业 4.0 打开新增长空间。**公司在强化“以 DCS 为核心、SIS 及执行机构搭建智能制造解决方案”优势基础上, 发力工业软件、本地化运维服务等, 推动“工业 3.0+工业 4.0”战略转型。国内工业软件需求空间广阔, 公司已在 APC(先进过程控制软件, 份额 26%, 位居第一)、MES(制造执行系统, 份额 4.5%, 位居第四)形成较强战力。随着国家推动智能制造、产业升级转型、工业软件国产化替代等任务, 公司工业软件预计加速渗透, 有望成长为公司核心业务之一。
- 投资建议:** 公司为国内流程工业 DCS 龙头, 坚持自主研发打造基于“工业 3.0+4.0”的行业领先智能制造解决方案。公司 DCS 基于化工、石化行业优势持续渗透制药、电力等下游, 整体份额有望进一步提升; 同时积极布局工业软件, 有望充分受益于智能制造及工业软件国产化进程。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别达 4.28/5.37/6.74 亿元, EPS 分别为 0.87/1.09/1.37 元, 对应 2020 年 11 月 30 日收盘价 PE 分别为 142.4/113.3/90.3, 首次覆盖, 给与增持评级。
- 风险提示:** 宏观经济不及预期、市场竞争加剧、国产化进程不及预期、募投项目进展不及预期、估值水平高于同行平均水平等

内容目录

DCS 龙头支撑流程工业智能转型.....	- 4 -
聚焦控制系统环节 DCS 及 SIS 需求稳健.....	- 11 -
DCS 及 SIS 领军者 多领域发力驱动份额提升	- 15 -
工业软件国产化加速 工业 4.0 打开新增长空间.....	- 21 -
投资建议.....	- 23 -
风险提示.....	- 25 -
图表 1: 公司业务总览.....	- 4 -
图表 2: 公司历史沿革.....	- 5 -
图表 3: 公司主要产品总览.....	- 5 -
图表 4: 公司主要采取直销模式.....	- 6 -
图表 5: 直销模式及分销模式对比.....	- 6 -
图表 6: 公司股权结构 (截至 2020 年 11 月)	- 7 -
图表 7: 公司业务构成 (单位: 亿元)	- 8 -
图表 8: 公司智能制造解决方案业务营收占比较高.....	- 8 -
图表 9: 运维服务及工业软件毛利率相对较高.....	- 8 -
图表 10: 公司 2019 年细分产品营收占比: DCS 占比过半.....	- 9 -
图表 11: 近三年公司营收及业绩稳健增长 (亿元)	- 9 -
图表 12: 近三年公司毛利率及净利率稳健提升, 2020Q3 略有下降.....	- 9 -
图表 13: 近三年公司期间费用率保持相对稳定.....	- 10 -
图表 14: 公司坚持高研发投入 (亿元)	- 10 -
图表 15: 近两年资产负债率有所下降 (亿元)	- 10 -
图表 16: 公司现金流保持健康 (亿元)	- 10 -
图表 17: 公司业务聚焦智能制造的设备层、单元层、车间层.....	- 11 -
图表 18: 公司产品在工控领域分布总览 (标红为公司主要业务)	- 11 -
图表 19: 2020Q1-Q3 工控自动化产品市场恢复正增长.....	- 12 -
图表 20: 2020Q2 以来 OEM 市场回归至项目型市场表现之上.....	- 13 -
图表 21: 2019 年项目市场中冶金、化工、石化、公共设施、市政等下游表现较优.....	- 13 -
图表 22: 2020Q 1-Q3 项目市场化公共设施、冶金、市政等需求表现较好.....	- 13 -
图表 23: 2019 年 DCS、仪表及调节阀等需求增速较好.....	- 14 -
图表 24: 2020Q 1-Q3 伺服、PLC&HMI、低压变频器等产品需求表现较好.....	- 14 -

图表 25: 2020 年 1-10 月固定投资增速持续提升 制造业固定投资降幅持续收窄	- 15 -
图表 26: 2020 年 10 月 PMI 为 51.4 连续八个月位于荣枯线之上	- 15 -
图表 27: 流程工业与离散工业	- 16 -
图表 28: DCS 网络架构图 (以公司 JX-300XP 控制系统为例)	- 16 -
图表 29: 化工、电力、石化行业为 DCS 最大下游 (2019)	- 17 -
图表 30: 公司 DCS 份额近九年提升超过 11pct	- 17 -
图表 31: 2019 年公司国内 DCS 份额为 27%	- 17 -
图表 32: 公司在化工行业份额优势凸显 (2019)	- 18 -
图表 33: 公司在石化行业份额第一 (2019)	- 18 -
图表 34: SIS 网络拓扑图 (以公司 TCS-900 型号为例)	- 18 -
图表 35: 2019 年国内 SIS 市场规模约 3.2 亿美元	- 19 -
图表 36: 化工、炼化及石化为 SIS 最大下游	- 19 -
图表 37: 2019 年公司 SIS 份额为 24.5%, 位居第二	- 20 -
图表 38: 近三年公司石化、制药食品等行业业务占比提升明显	- 20 -
图表 39: 公司 InPlant 智能工厂解决方案架构	- 21 -
图表 40: 公司“工业 3.0 及工业 4.0”业务划分	- 22 -
图表 41: 2019 年工业 4.0 业务占比有所提升	- 22 -
图表 42: 2019 年公司工业 4.0、工业 3.0+4.0 业务增速相对较高	- 22 -
图表 43: 工业软件需求规模巨大, 公司在 APC 及 MES 环节份额较高	- 22 -
图表 44: 公司业务预测 (金额: 亿元)	- 23 -
图表 45: 同行业估值对比 (股价日期为 2020 年 11 月 30 日)	- 24 -
图表 46: 公司财务预测 (金额: 百万元, 2020 年 11 月 30 日收盘价)	- 26 -

DCS 龙头支撑流程工业智能转型

- 国内 DCS 及 SIS 领军者，全力支持流程工业转型升级。**公司 1999 年成立，为国内工控行业技术领先的自主创新型企业，聚焦流程工业企业的自动化控制系统，通过自主知识产权的 DCS、SIS 等控制系统持续打破跨国公司技术壁垒，成为国内 DCS 及 SIS 市场领军者，其中 DCS 份额连续九年排名第一。公司基于 DCS 优势持续发力工业软件、本地化运维服务等环节，积极推进信息化与工业化融合，打造完善的“工业 3.0+4.0”产品及解决方案架构体系，支撑下游用户的智能化转型升级。2019 年公司营收规模超过 25 亿元，员工人数超过 3500 人，服务全球企业超过 1.8 万家，DCS 稳定运行超过 3 万套（数据来源：公司官网&微信公众号），为国内领先的智能制造产品及解决方案供应商。

图表 1：公司业务总览



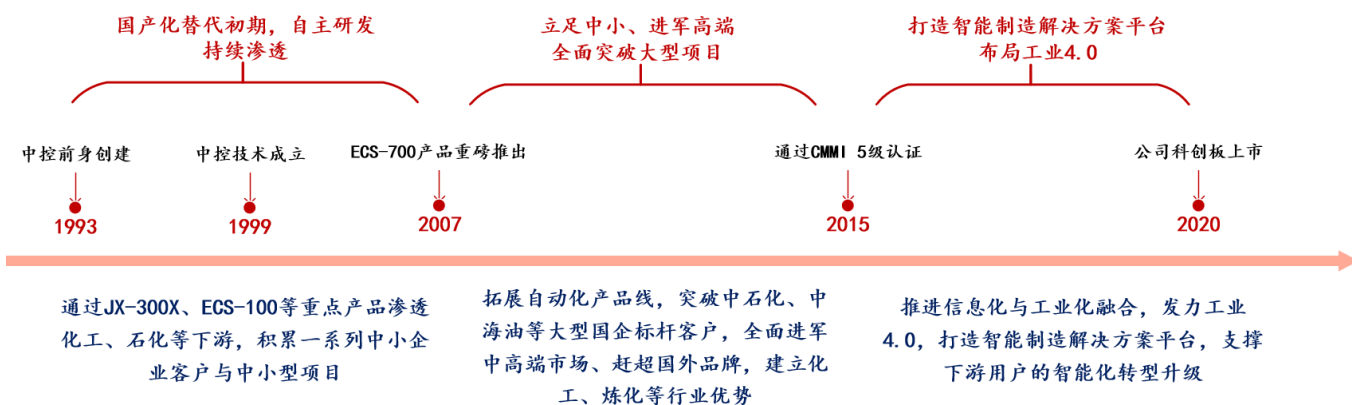
来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- 公司经历三大发展阶段：**
 - 1) 设立-2006 年：国产化替代初期，自主研发 DCS 持续渗透中小企业。**公司采用新型技术路径研制 JX-300X 系统，并推出应用于中型规模的 ECS-100 系统，实现开放和高性价比，重点产品渗透化工、石化、火电、冶金等下游，快速拓展国内流程工业小、中、大各领域市场，积极推动流程工业的 DCS 系统国产化替代进程。
 - 2) 2007-2015 年：立足中小、进军高端，拓展自动化产品线，全面突破中大型项目。**2007 年公司针对高端市场及重大工程项目需求，全新设计开发大规模集散控制系统 ECS-700，满足重大工程项目大规模联合控制需求，陆续突破五百万吨炼油、千万吨炼油、大型煤化工等重大工程项目。同时，公司积极拓展自动化产品线至现场仪表、安全栅、控制阀、先进控制和优化软件等，推出 JX-300XP、ECS-700、GCS G3/G5 等产品，突破中石化、中海油等大型国企标杆客户，进入大型炼化一体化等大型项目，全面进军中高端市场、赶超国外品牌，建立起化工、炼化等

行业的优势地位。

- **3) 2016 年至今：打造智能制造解决方案平台，全力支撑用户智能化转型。**公司积极推进信息化与工业化融合，推出 TCS -900、ESP-iSYS、APC-Suite 等产品，打造智能制造解决方案平台，支撑下游用户的智能化转型升级，成功参与神华宁煤、东北制药等国家级智能制造示范项目。

图表 2：公司历史沿革



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **产品线聚焦工业自动化控制系统。**公司掌握嵌入式控制系统设计、先进控制与优化、系统协同、故障诊断与健康维护、高可靠实时通信、功能安全等核心技术，并自主研发出集散控制系统（DCS）、安全仪表系统（SIS）、网络化混合控制系统、控制阀、压力变送器为核心产品，并积极布局工业 4.0 技术，推出先进过程控制（APC）、实时优化（RTO）、制造执行系统（MES）、仿真培训系统（OTS）等，打造智能制造产品及解决方案平台。公司目前主导自动化控制系统产品型号为 JX-300XP、ECS-700 和 TCS-900。

图表 3：公司主要产品总览

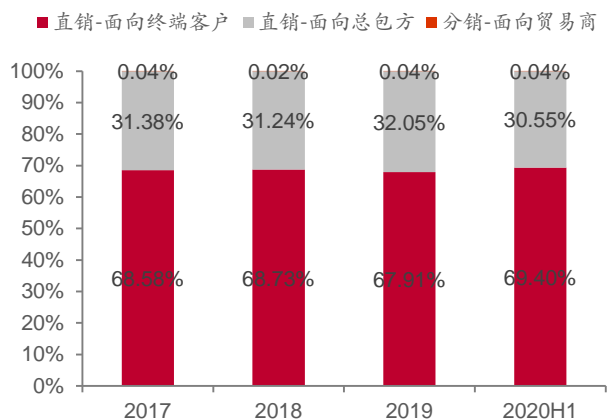
产品大类	产品小类	具体型号
控制系统及相关产品	集散控制系统 DCS	ECS-700、JX-300XP
	安全仪表系统 SIS	TCS-900
	可编程逻辑控制器 PLC	GCS G3/G5
	行业专用系统	Webfield DEH
	综合监控软件	VxSCADA
仪器仪表及相关产品	压力仪表	CXT 高精度智能压力变送器、CJT 智能压力变送器
	流量/温度仪表	EMF89 智能电磁流量计、SupField W 温度仪表
	安全栅/隔离器	HD5500 隔离式安全栅、HD1000 隔离器
	浪涌保护器	浪涌保护器
	工具类仪表	X 系列过程校验仪、X207 HART 手持通讯器
	无纸记录仪	AR3000/4000、R5000、AR7000
	过程控制器	C3900、C7000
变频器	SFT2000 系列通用性矢量变频器	

	智能数据网关	SupBox 210/510/520/530 系列
	分析仪器	超低浓度烟尘在线监测系统、烟气排放在线监测系统、挥发性有机物 VOCs 在线监测系统、振动式在线粘度计等
服务产品	系统服务、培训服务、咨询设计服务、仪器仪表检修服务	
工业软件	安全管理	智慧仿真 supSIM、高级报警管理 supAAS、全面安全应急解决方案 SES-Suite
	生产管控	中控先进控制软件 APC-Suite、控制优化专用平台 PCO、PID 回路评估与整定 PID-Suite、公用工程优化系统 supUtility、实时数据库 ESP-Isys、生产执行系统 MES-Suite
	能源管理	智慧能源管理系统 IES-Suite
	供应链管理	油品在线优化调和解决方案 supBlend、罐区管理
控制柜及电气业务	机柜及机箱系列	成套机柜、馈电柜、机箱系列、SUPCON 系列机箱、SUPCON 系列面板、SUPCON 系列列操作台、CN011 系列机柜、XAA 系列电梯控制柜、MDmaxPROC 固定式开关柜
	配电柜	GCS 型低压抽出式成套开关设备、KYN28 中置柜、GGD 型低压固定式成套开关设备、XL-21 型低压动力配电柜、YB-12/0.4 型户外箱式变电站、MDmaxST 抽屉式开关柜
CCR 中央控制室	CCR 中央控制室	
控制阀	调节阀	单座调节阀、套筒调节阀、波纹管调节阀、高压调节阀、V 型球阀、偏心旋转控制阀、衬塑单座控制阀、调节蝶阀、自力式阀、O 型球阀
	切断阀	切断蝶阀、放料阀、放料球阀

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司主要采取直销模式。**公司主要面向化工、石化、电力等流程工业下游客户，采取“区域+行业+产品”的销售组织架构，聚焦重要行业、重点区域及核心产品，集中营销资源重点突破中高端市场。公司产品为以自动化控制系统为核心，涵盖工业软件、自动化仪表及运维服务的智能制造产品及解决方案，由于绝大部分产品属于定制化，因此主要采取直销模式（直接面向终端客户或面向总包方），近三年公司直销模式占比均大于 99.9%，其中面向终端客户或面向总包方的业务占比分别约 68%/32%。

图表 4：公司主要采取直销模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

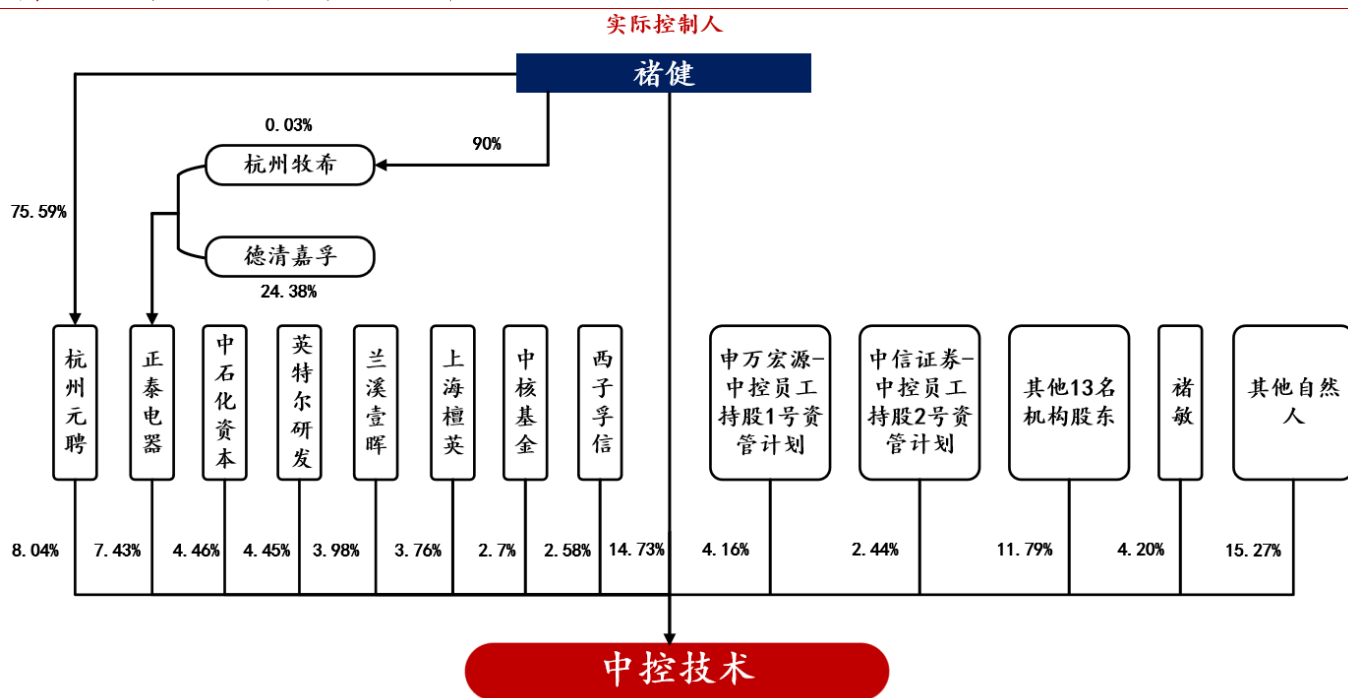
图表 5：直销模式及分销模式对比

销售模式		2019 占比	介绍
直销	面向终端客户	67.91%	直接与终端用户签署合同
	面向总包方	32.05%	与工程公司、设计院、自动化公司等总包方签署合同
经销	面向贸易商	0.04%	以买断方式售于贸易商

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司实际控制人为褚健先生，截至 2020 年 6 月，褚健先生直接和间接控制公司 25.30%股份（本次发行前），按照本次发行数量 4913 万股计算，本次发行后褚健先生直接和间接控制公司 22.77%股份。

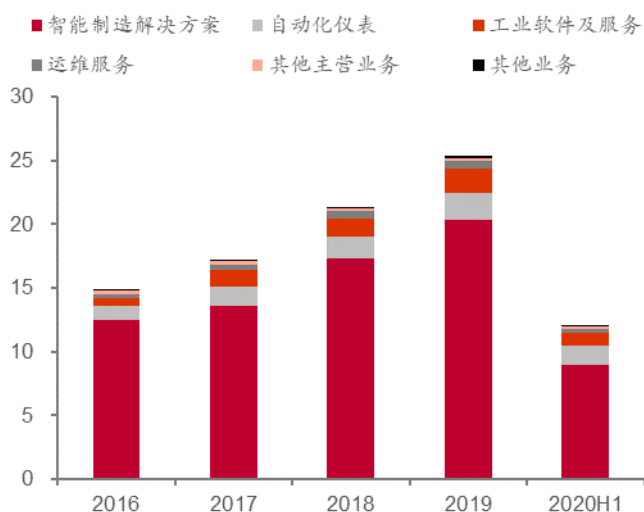
图表 6: 公司股权结构 (截至 2020 年 11 月)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

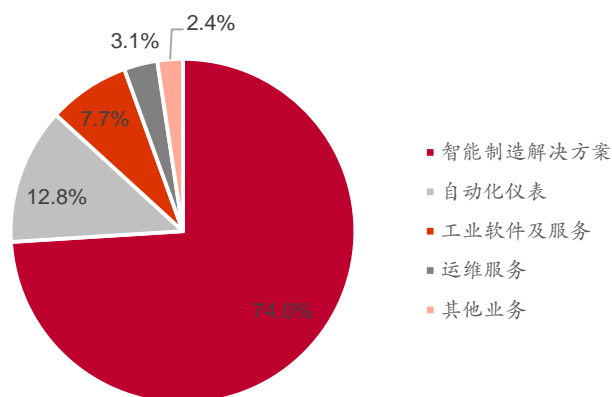
- 业务结构 (产品类型划分): 工业自动化及智能制造解决方案+自动化仪表+工业软件。按照产品类型划分, 公司目前形成工业自动化及智能制造解决方案、自动化仪表、工业软件、运维服务、其他主营业务和其他业务六大业务板块, 2020H1 业务占比分别为 74.02%/12.76%/7.69%/3.14%/1.4%/0.99%, 其中工业自动化及智能制造解决方案+自动化仪表+工业软件为公司核心业务板块。2020H1 年公司工业自动化及智能制造解决方案、自动化仪表、工业软件、运维服务、其他业务毛利率分别为 50.33%/27.9%/56.59%/57.03%/24.79%/51.11%, 其中工业软件、运维服务毛利率相对较高。

图表 7: 公司业务构成 (单位: 亿元)



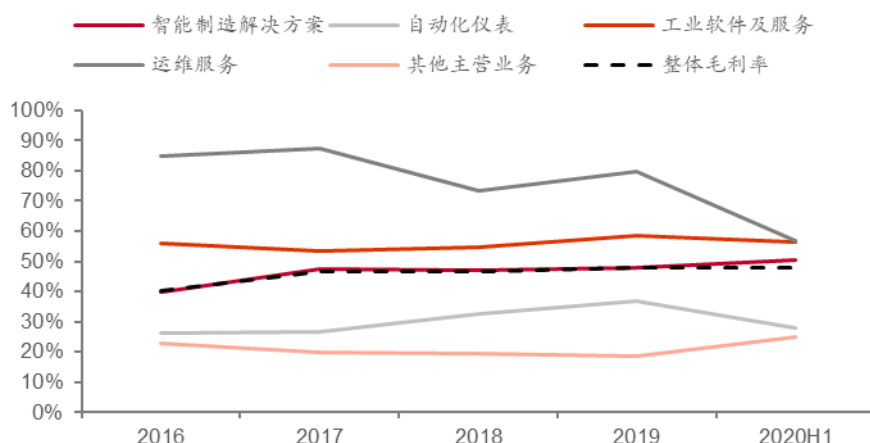
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司智能制造解决方案业务营收占比较高



来源: wind, 中泰证券研究所

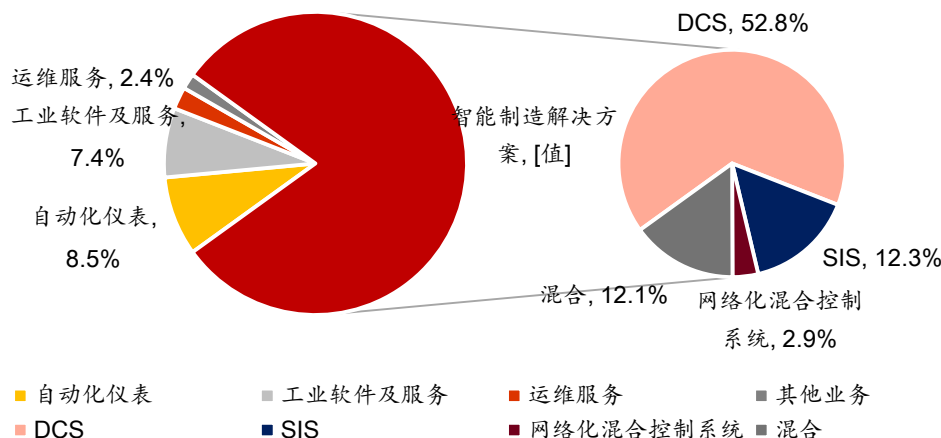
图表 9: 运维服务及工业软件毛利率相对较高



来源: wind, 中泰证券研究所

- **DCS 为核心业务, 近三年营收占比过半。**公司工业自动化及智能制造解决方案业务板块为公司核心业务板块, 2019 年营收占比为 80.56%, 且销售方式主要以项目为主, 近三年该业务版块项目均价在 40 万元左右。将工业自动化及智能制造解决方案业务板块按照项目类型划分, 2019 年 DCS、SIS、网络化混合控制系统业务占智能制造业务板块比重分别为 66%/15%/4%。近三年公司 DCS 业务占比维持在 50%以上, 为公司业务增长的核心产品。

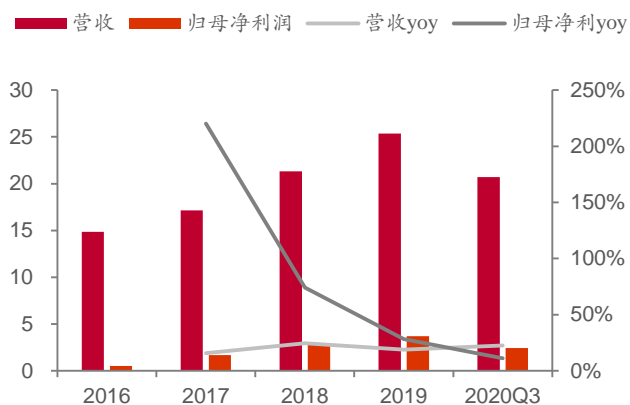
图表 10: 公司 2019 年细分产品营收占比: DCS 占比过半



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

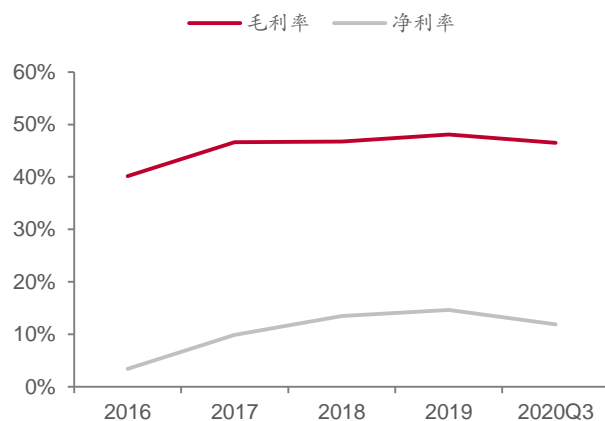
- **近三年持续稳健增长, 毛利率及净利率稳中有升。**公司 2016-2019 年营收及归母净利润复合增速分别达 19.57%/93.76%, 持续稳健增长; 2019 年公司营收 25.37 亿元, 同比增长 18.91%, 实现归母净利润 3.71 亿元, 同比增长 28.33%。2019 年公司毛利率及净利率为 48.10%/14.62%, 分别同比提升 1.37/1.12pct。2020 年三季度公司营收和归母净利润分别为 20.69/2.42 亿元, 分别同比上升 22.54%/10.98%。

图表 11: 近三年公司营收及业绩稳健增长 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 近三年公司毛利率及净利率稳健提升, 2020Q3 略有下降

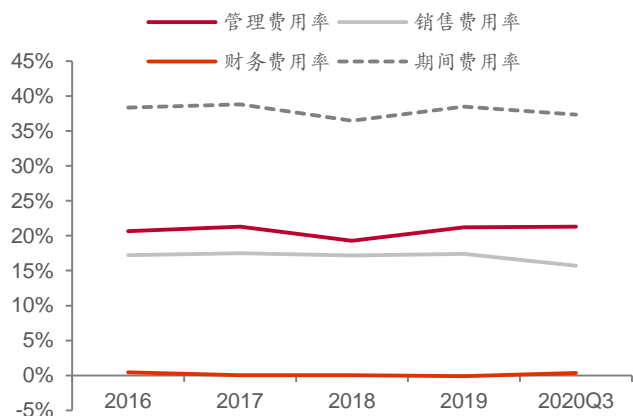


来源: wind, 中泰证券研究所

- **费用管控良好, 坚持高研发投入。**2020 年前三季度公司管理费用 (含研发)、销售费用、财务费用分别为 4.40/3.25/0.08 亿元, 管理及销售费用分别同比增长 26.55%/-0.08%, 三项费用率分别为 21.28%/15.70%/0.37%, 期间费用率为 37.35%, 同比下降 3.74pct, 费用管控良好; 其中财务费用波动较大主要由于外币货币性项目的汇率波

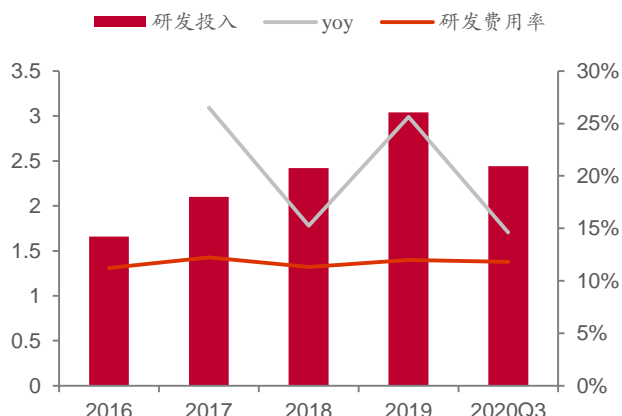
动影响。2020 年前三季度公司研发投入 2.44 亿元，同比增长 14.62%，研发投入占比为 11.80%，近年来研发占比维持在 12%左右。

图表 13: 近三年公司期间费用率保持相对稳定



来源: wind, 中泰证券研究所

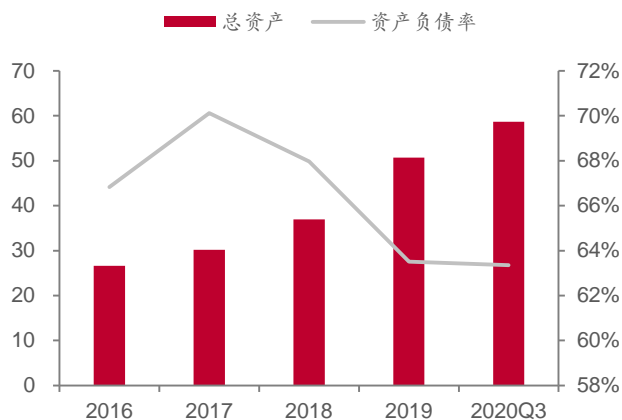
图表 14: 公司坚持高研发投入 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

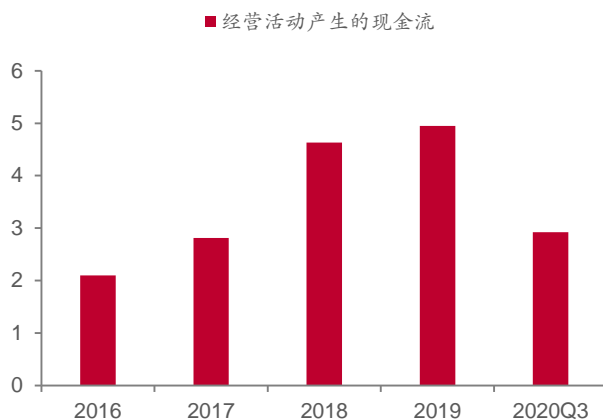
- **资产负债率下降，现金流保持健康。**截至 2020 年三季度末，公司总资产规模为 58.66 亿元，资产负债率为 63.35%，近两年资产负债率有所下降，其中 2019 年下降较多主要由于收到中石化资本、中核基金及员工持股计划的增资款。2020 年前三季度公司经营性现金流净额为 2.92 亿元，保持健康。

图表 15: 近两年资产负债率有所下降 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 公司现金流保持健康 (亿元)

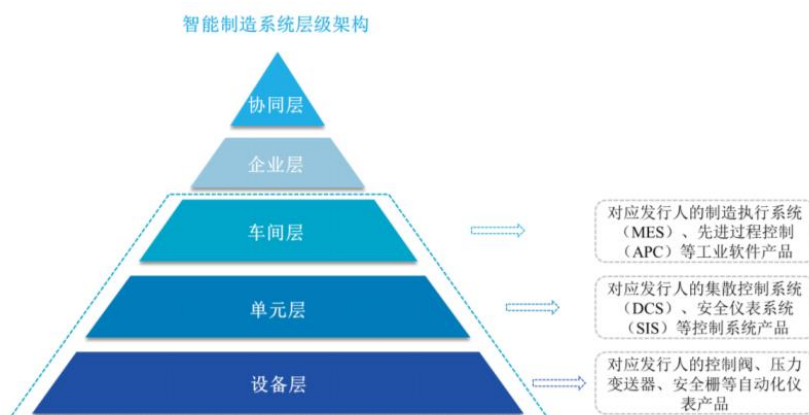


来源: wind, 中泰证券研究所

聚焦控制系统环节 DCS 及 SIS 需求稳健

- 智能制造系统角度来看，公司产品聚焦智能制造的设备层、单元层、车间层。**公司以 DCS 为业务起点，打造以自动化控制系统为核心，涵盖现场仪表、执行机构等在内的工业自动化系列产品(工业 3.0 解决方案)，并积极布局和大力发展工业软件、行业解决方案及本地化运维服务(“工业 3.0+4.0”产品及解决方案架构体系)。公司业务聚焦智能制造系统，从系统层级来看，公司产品贯穿设备层、单元层、车间层三个层级，其中 DCS 统筹控制生产流程，SIS 监测、反馈、处理生产过程的各种参数，工业软件优化生产计划和执行。

图表 17: 公司业务聚焦智能制造的设备层、单元层、车间层



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 核心产品 DCS+SIS 市场空间超 100 亿，全部产品市场空间超 600 亿。**从工控产品类型角度看，公司产品覆盖控制层(DCS、PLC、工业软件)、驱动层(通用变频器)、反馈层(自动化仪表)、执行层(控制阀)及其他(SIS)领域，对应市场需求空间合计超过 600 亿元(2019)；其中，公司在 DCS、SIS 领域国内份额分别排名第一/第二，2019 年国内份额分别达 27.0%/24.5%，两项核心产品对应市场空间合计约为 108 亿元。

图表 18: 公司产品在工控领域分布总览(标红为公司主要业务)

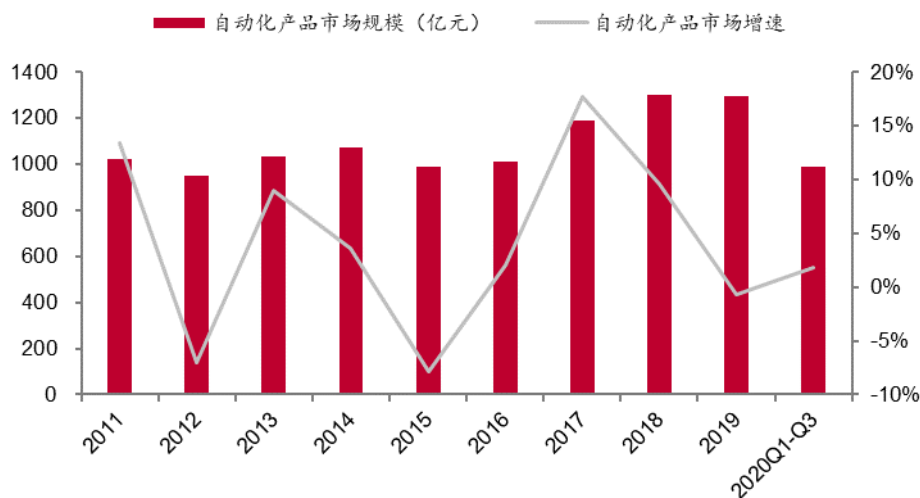
产品类别	具体工控产品	2019 市场规 模(亿元)	2019 市场 空间占比	是否公司 业务	2019 公 司份额	公司核心产品
控制系统 (Control)	可编程控制器(PLC)	114	8.8%	√		GCS G3/G5
	工控机(IPC)	74	5.7%			
	分布式控制系统(DCS)	87	6.7%	√	27.0%	JX-300XP、ECS-700
	人机界面(HMI)	36	2.7%			
	软件(Software)	9	0.7%	√		APC-Suite、ESP-iSYS 等
驱动系统 (Drive)	低压变频器(LVD)	204	15.7%	√		SFT2000
	中高压变频器(MVD)	38	2.9%			
	直流驱动器(DCD)	3	0.3%			

	软启动器 (SS)	8	0.6%			
运动控制 (Motion)	通用运动控制 (GMC)	110	8.5%			
	数控系统 (CNC)	78	6.0%			
反馈(Feedback)	传感器 (sensor)	83	6.4%			
	压力&温度&流量仪表等	147	11.4%	√		
	水质气体分析仪	78	6.0%			
执行机构 (Actuator)	调节阀 (AV)	79	6.1%	√		
	接触器 (LVC)	79	6.1%			
其他 (Others)	开关电源 (PS)	21	1.6%			
	工业交换机 (IE)	19	1.5%			
	指示灯 (PBL)	14	1.1%			
	继电器 (IR)	12	0.9%			
	设备安全 (SC)	15	1.2%			
	过程安全 (SIS)	21	1.6%	√	24.5%	TCS-900

来源：公司公告，工控网，睿工业，中泰证券研究所

- **工控产品市场：2017 年以来恢复稳健增长，疫情致 2020Q1 市场波动，Q2 以来已恢复正增长。**工控行业需求与宏观经济密切相关，2019 年产品市场需求为 1294 亿元，同比小幅下滑 0.6%，服务市场需求为 571 亿元，同比稳健增长 8% 左右。产品端需求调整主要受宏观经济增速下行以及外部环境波动影响，其中 2019Q2-Q3 工控产品市场需求降幅逐步扩大至 2.9%，随着 11 月以来 PMI 等宏观指标复苏，下游需求有所回暖，2019Q4 工控产品市场需求降幅显著收窄至 0.20%。2020Q1 由于国内外疫情影响，除医疗设备相关的多个下游需求出现不同程度下滑，工控产品市场需求为 283.21 亿元，同比下滑 13.4%；Q2 以来国内疫情控制顺利，经济活动持续恢复，在防疫物资需求爆发、新兴行业需求旺盛等背景下工控需求持续回暖，前三季度工控市场累计增速已恢复至+2% 左右。

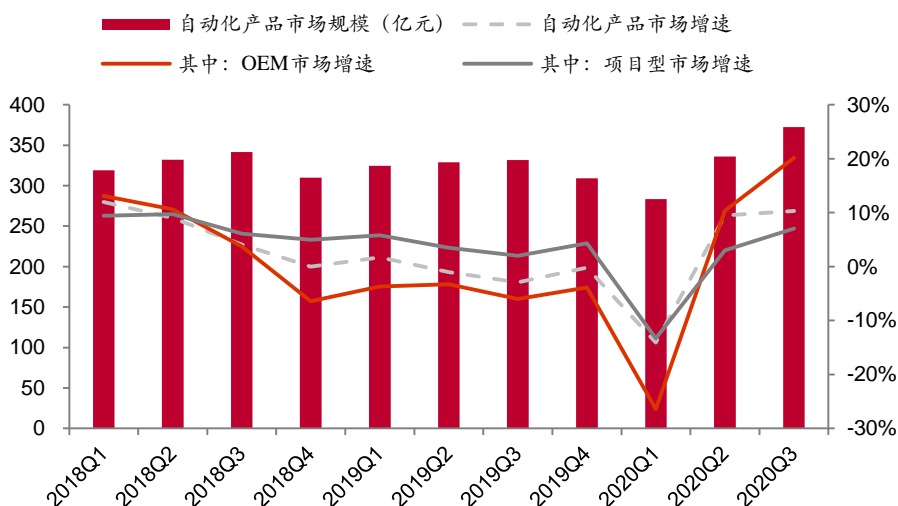
图表 19: 2020Q1-Q3 工控自动化产品市场恢复正增长



来源：工控网，中泰证券研究所

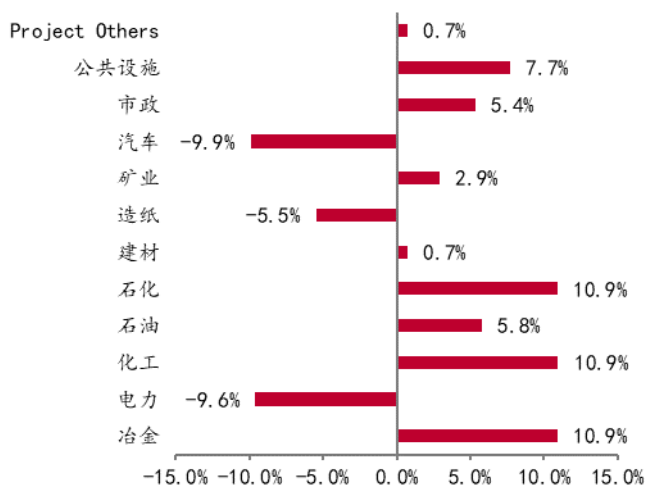
■ **项目型市场 2020Q1 受疫情影响较小，2020Q2 以来 OEM 市场回归至项目型市场表现之上。**2018 年下半以来工控项目型市场表现持续优于 OEM 市场，主要由于宏观经济增速下行，制造业需求增长疲软，政府通过基建与公共设施投资托底经济，环保政策及产业升级转型需求加速等。2019 年项目型市场中冶金、化工、石化等细分市场表现较好，需求同比均提升 10.9% 左右，原因系产能置换、产业升级升级、化工需求较好、环保政策带动等。2020 年一季度项目型市场受疫情影响相对较小，以电网为代表的大型央企积极推动复工复产与项目投资，新基建等项目加速落地，整体需求降幅小于 OEM 市场。2020Q2 以来半导体、锂电、3C 等新兴行业需求旺盛，电梯、工程机械等需求稳健，带动 OEM 市场表现重回项目型市场之上

图表 20: 2020Q2 以来 OEM 市场回归至项目型市场表现之上

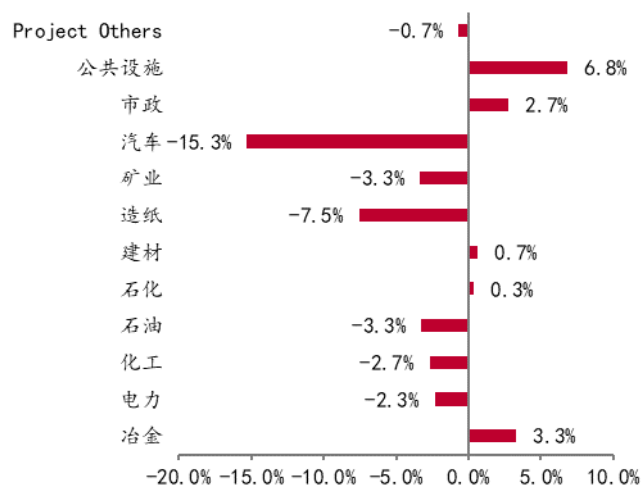


来源：工控网，中泰证券研究所

图表 21: 2019 年项目市场中冶金、化工、石化、公共设施、市政等下游表现较优



图表 22: 2020Q 1-3 项目市场化公共设施、冶金、市政等需求表现较好



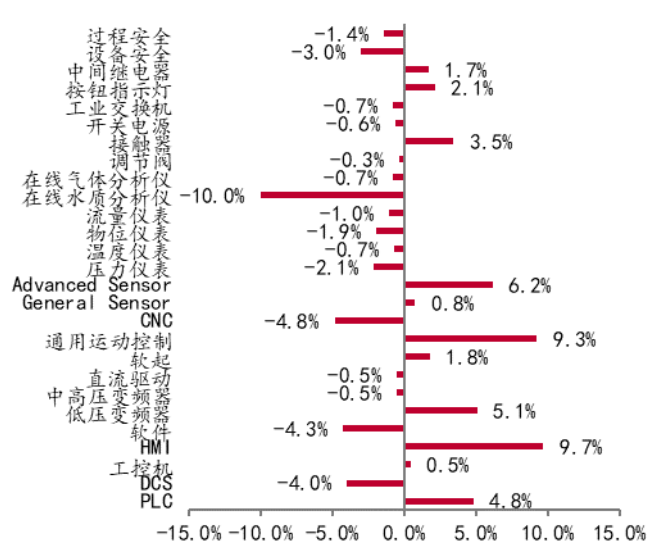
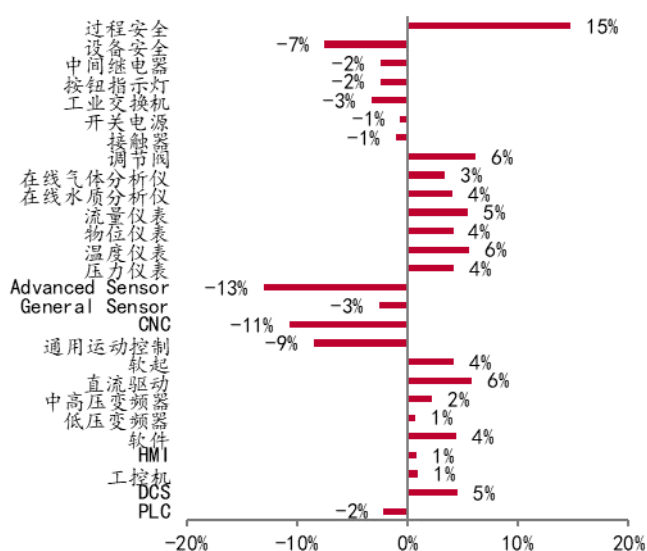
来源：工控网，中泰证券研究所

来源：工控网，中泰证券研究所

- **2019 DCS、SIS 等需求表现较好，2020 有望恢复正增长。**根据工控网数据，2019 年国内 DCS 市场规模为 55 亿元，同比增长 5%左右；国内过程安全（SIS）市场规模为 21 亿元，同比大幅增长 15%左右；调节阀、各类仪表市场规模增速在 4-6%区间，好于工控产品市场整体增速（-0.6%）。受益于 3C、锂电、光伏、风电等新兴制造业扩张，以及新老基建项目推进带来的电梯、起重、建筑机械、工程机械等下游需求，2020 年 Q1-Q3 伺服、PLC&HMI、低压变频器等产品需求表现较好；2020 年 Q1-Q3 化工、电力等下游为代表的项目型市场需求表现偏弱，随着新老基建持续发力，有望支撑流程工业核心产品 DCS、SIS 等需求稳健增长。

图表 23：2019 年 DCS、仪表及调节阀等需求增速较好

图表 24：2020Q 1-Q3 伺服、PLC&HMI、低压变频器等产品需求表现较好

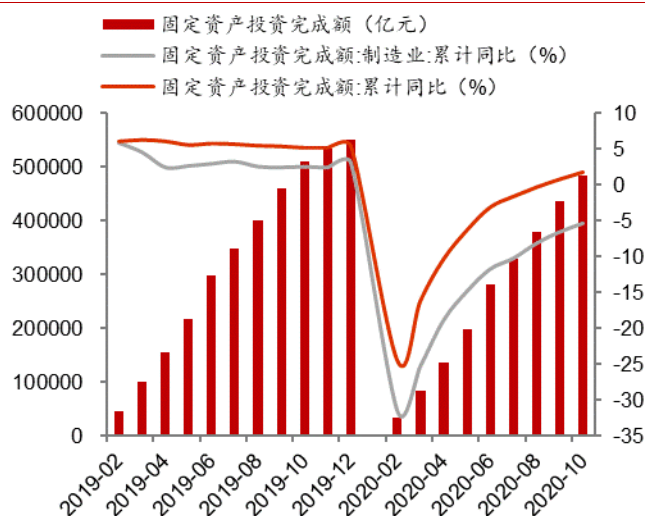


来源：工控网，中泰证券研究所

来源：工控网，中泰证券研究所

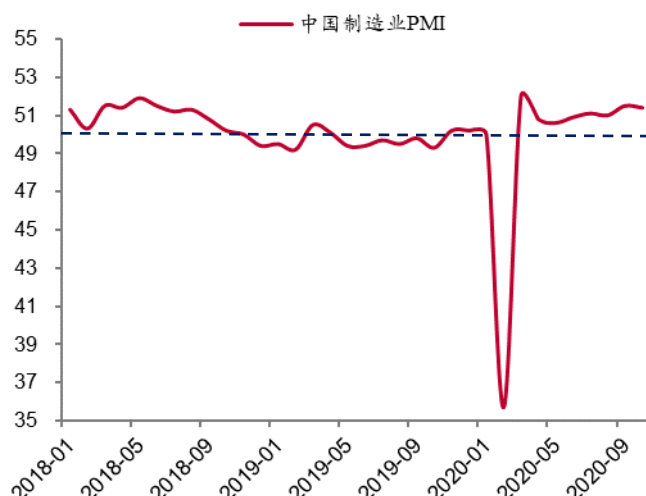
- **10 月固定资产投资及制造业投资继续回升，10 月 PMI 为 51.4，制造业需求持续回暖。**2020 年 1-10 月固定资产投资完成额增速继续提升至 1.8%，其中制造业固定资产投资同比下滑 5.3%，降幅持续收窄。2020 年 10 月 PMI 为 51.4，环比降低 0.1pct，已连续 8 个月位于荣枯线之上；10 月国内外需求继续回暖，企业复工复产持续推进，小型企业复苏明显，大中型企业维持较好扩张态势。

图表 25: 2020 年 1-10 月固定资产投资增速持续提升 制造业固定资产投资降幅持续收窄



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 2020 年 10 月 PMI 为 51.4 连续八个月位于荣枯线之上

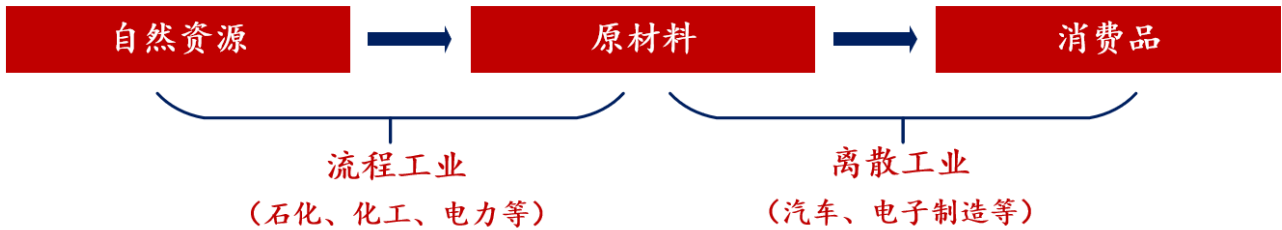


来源: wind, 中泰证券研究所

DCS 及 SIS 领军者 多领域发力驱动份额提升

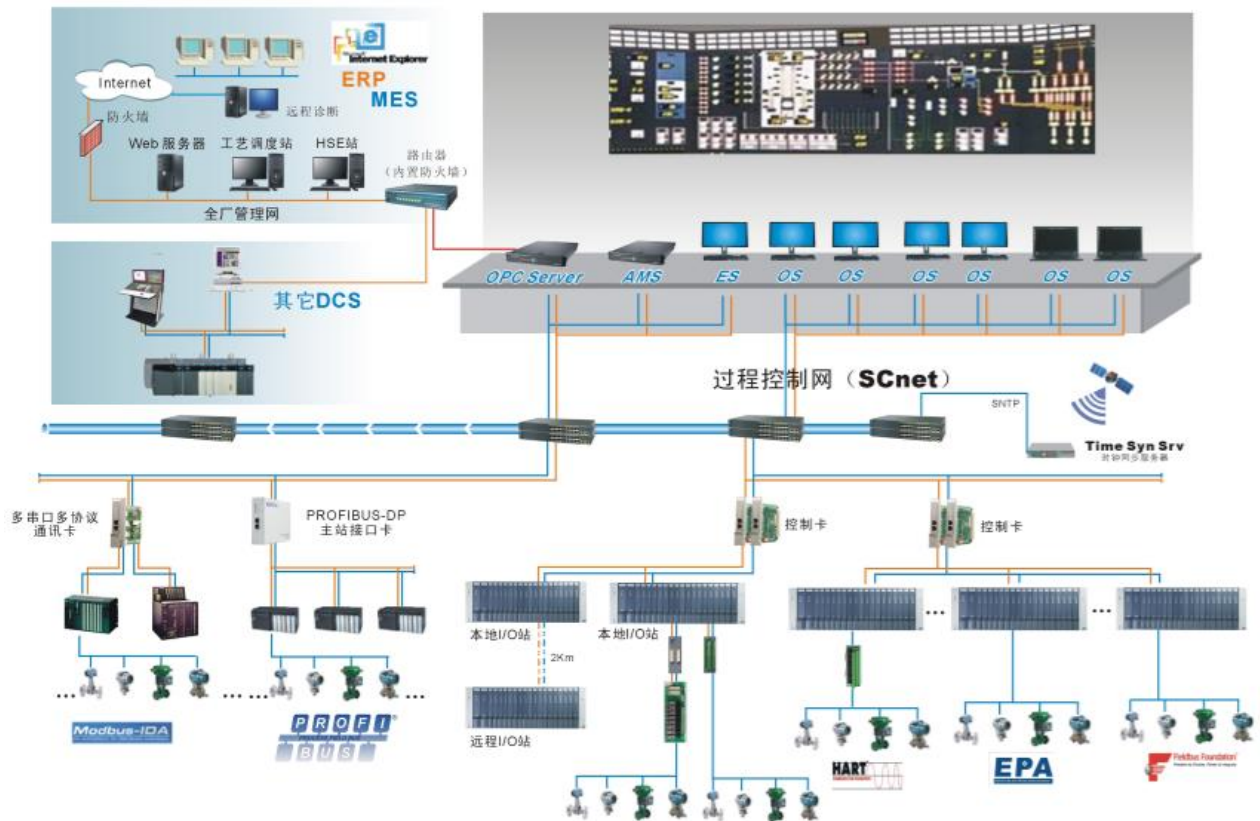
- **自动化控制系统及仪表为流程工业基础，DCS 为核心产品。**工业领域按照生产方式可以分为不间断连续生产的流程工业（如石化、化工等）、非连续性生产的离散工业（如汽车、电子设备等）。流程工业涉及能源与原材料工业，主要涵盖炼油、石化、化工、制药、建材、冶金冶炼、火电、核电等工业，具有生产规模大、能耗物耗高、危险系数大、工业复杂、自动化程度较高、过程连续等特点，对于各环节生产稳定运行要求较高，因此自动化控制系统（如 DCS）和自动化仪表是流程工业实现智能制造的重要基础。DCS 由输入输出模块、通信模块、控制器及人机界面组成，用于实现生产过程的数据采集、控制及监视功能，特点为分散控制、集中操作，在化工、石化、电力、制药等国内流程工业领域已得到规模化工程应用和推广，渗透率达到较高水平。

图表 27: 流程工业与离散工业



来源：中泰证券研究所

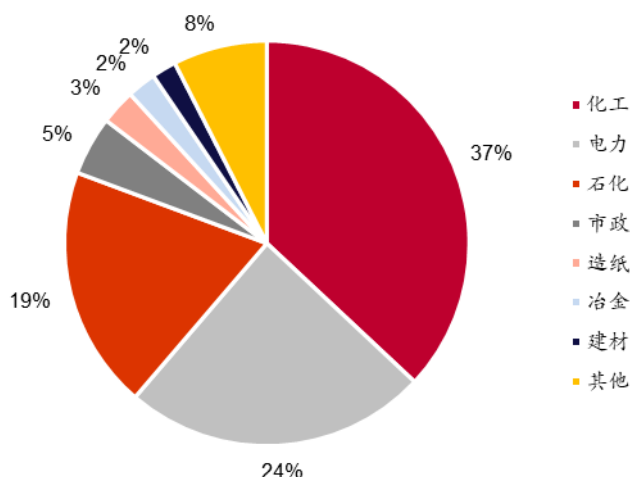
图表 28: DCS 网络架构图 (以公司 JX-300XP 控制系统为例)



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 化工、电力、石化为 DCS 最大下游，2020Q1-Q3 需求小幅下降。1975 年霍尼韦尔首次推出 DCS 产品，国内应用始于 1981 年，在化工及石油行业成功应用，显著提升生产效率及产品质量连续性，并持续渗透至冶金、建材、电力等流程工业领域中。根据睿工业数据，2019 年国内 DCS 市场规模为 87.4 亿元，同比增长 7.2%，其中化工、电力、石化为行业需求规模最大的三个下游，合计占比达 80.7%，较 2018 年的 79.3% 提升 1.4pct。根据工控网数据，2020 年前三季度国内 DCS 市场规模同比小幅下降 4% 左右，主要由于电力、化工等下游项目需求偏弱，随着四季度新老基建项目持续推进，全年需求有望保持稳健。

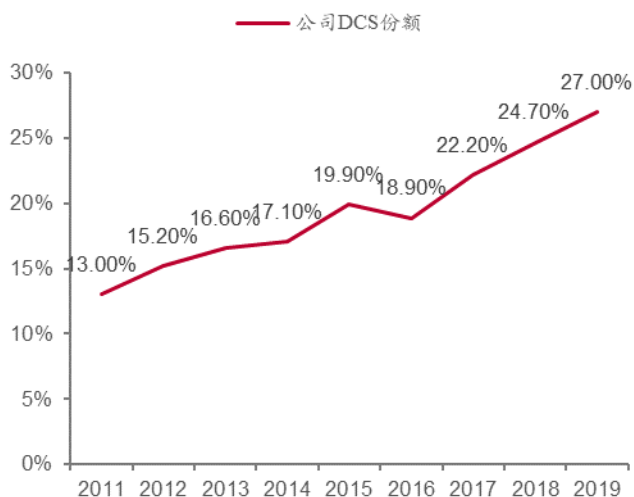
图表 29: 化工、电力、石化行业为 DCS 最大下游 (2019)



来源: 睿工业, 中泰证券研究所

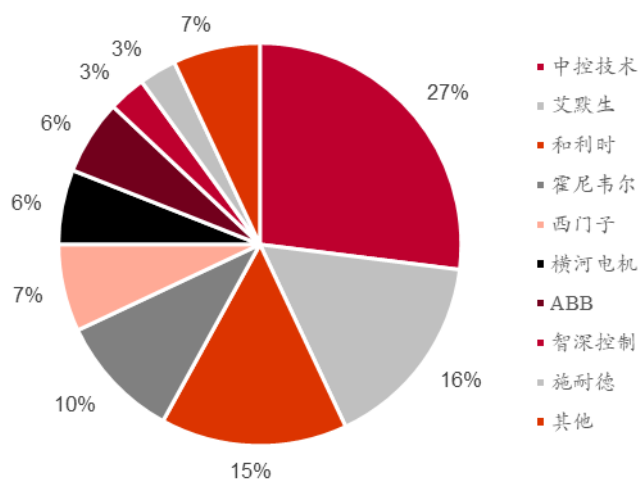
- **公司国内 DCS 份额连续九年高居第一。**公司业务聚焦流程工业企业, 产品为以自动化控制系统为核心, 涵盖工业软件、自动化仪表及运维服务的智能制造产品及解决方案, 其中 DCS (集散控制系统) 为公司起始业务及核心业务。根据睿工业数据, 公司 2011-2019 年连续九年保持国内 DCS 市场份额第一, 2019 年公司国内市场 DCS 份额达 27%, 并大幅领先第二名的艾默生超过 11pct, 较 2011 年的 13% 提升 14pct。公司 DCS 产品在可靠性、稳定性、可用性等方面均已达到国际先进水平, 尤其在化工、石化等下游优势明显。

图表 30: 公司 DCS 份额近九年提升超过 11pct



来源: 睿工业, 中泰证券研究所

图表 31: 2019 年公司国内 DCS 份额为 27%

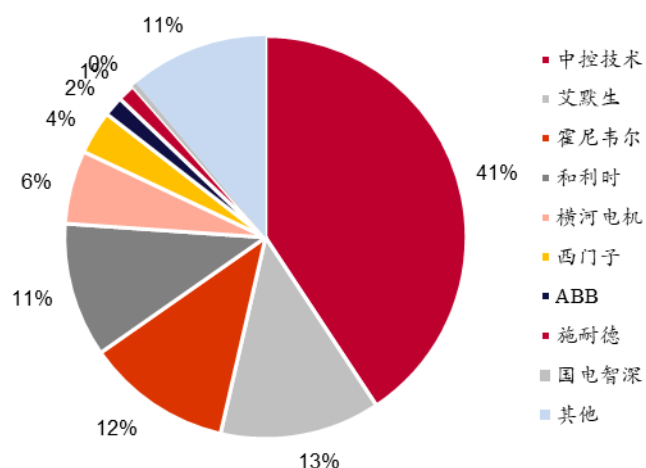


来源: 睿工业, 中泰证券研究所

- **公司在化工及石化领域建立明显优势。**公司 DCS 业务初始阶段重点突破化工、石化、火电、冶金等下游, 进入中石化、中海油等大型国企标杆客户及大型炼化一体化等大型项目, 在化工、石化等行业积累了明显优势, 并基于产品竞争力与品牌影响力积极向电力、建材、冶金、核电、

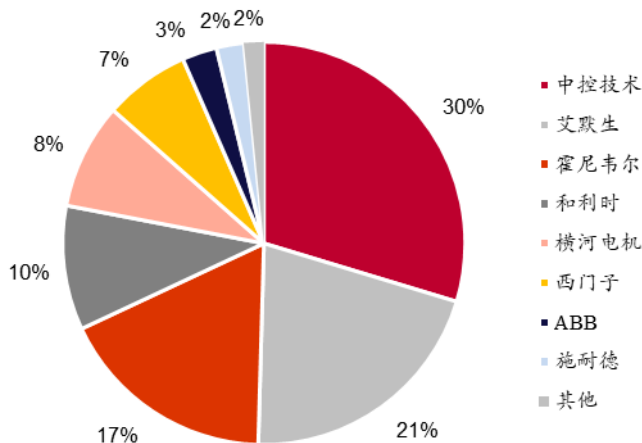
造纸、制药等领域拓展。根据睿工业数据，2019年国内DCS市场规模为87.4亿元，同比增长7.2%，其中化工下游需求规模32亿元，占比37%为DCS第一大市场，公司份额达40.7%，超过第二三名份额之和（艾默生+霍尼韦尔，份额合计24.6%）；石化行业下游需求规模17亿元，占比19%为DCS第三大市场，公司份额达29.7%，排名第一。电力为国内DCS第二大下游，2019年需求规模21亿元，需求占比24%，公司在电力行业份额继续稳健提升至13.3%。

图表 32: 公司在化工行业份额优势凸显 (2019)



来源：睿工业，中泰证券研究所

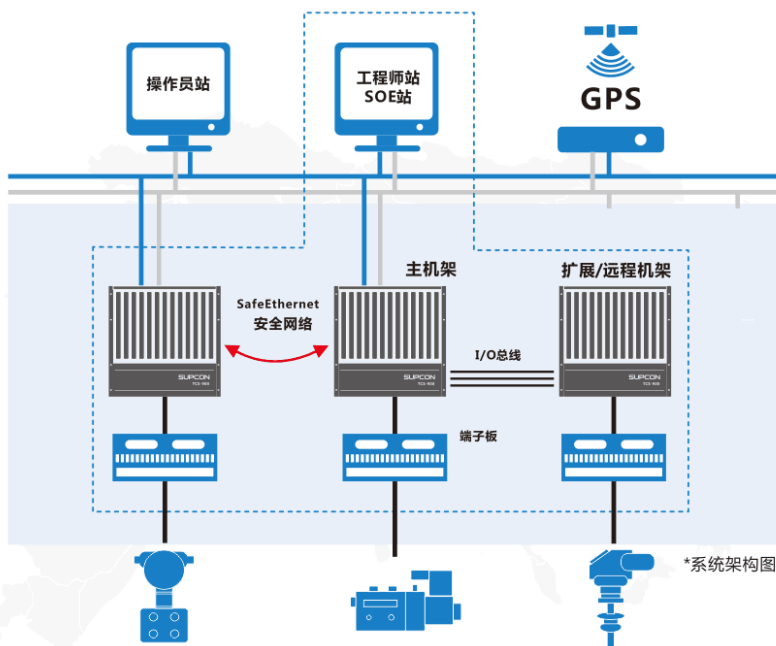
图表 33: 公司在石化行业份额第一 (2019)



来源：睿工业，中泰证券研究所

- **积极拓展产品线，打造智能制造解决方案供应商。**2016年以来公司积极拓展SIS、网络化混合控制系统等产品，搭配国内领先的DCS系统，为用户提供智能制造解决方案，支撑下游企业智能化转型。其中，SIS（安全仪表系统）由传感器、逻辑控制器及最终执行单元组成，用于实现一个或多个安全回路功能，达到工艺装置要求的安全完整性等级；SIS作为保障工程安全运行的核心设备，主要用于化工、石化、电力、油气、冶金等领域。

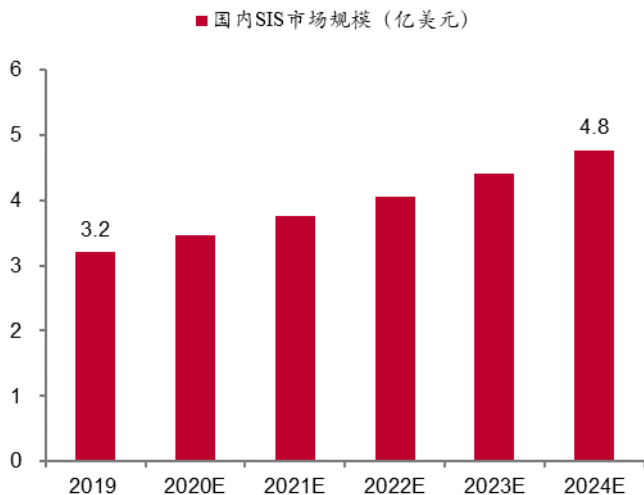
图表 34: SIS 网络拓扑图 (以公司 TCS-900 型号为例)



来源：公司官网，中泰证券研究所

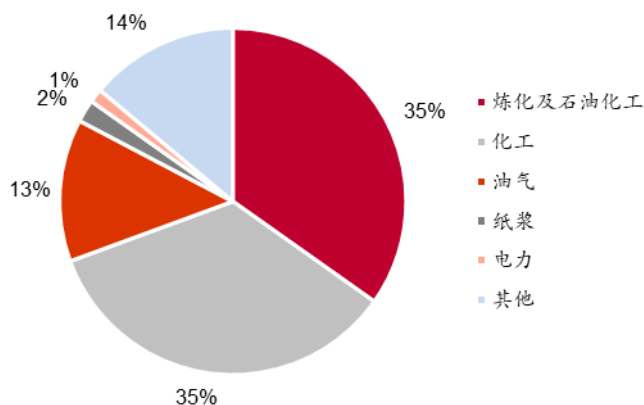
■ **国内 SIS 需求规模约 22 亿元，化工、炼化及石化为最大下游。**根据 ARC 数据，2019 年国内 SIS 市场规模约 3.2 亿美元，近三年持续稳健增长，其中化工、炼化石化、油气等为主要应用下游，2019 年市场需求占比分别为 34.6%/34.8%/13.3%，合计超过 80%。根据安监总管要求，2018 年起新建涉及“两重点一重大”的化工装置和危险化学品储存设施设计符合要求的安全仪表系统，2020 年起其他新建化工装置和危险化学品储存设施应执行功能安全相关标准要求，设计符合要求的安全仪表系统，未来化工下游需求规模有望快速增长。此外，随着环保及安监力度持续加大，石化、油气等其他流程工业的 SIS 渗透率有望持续提升，从而支撑 SIS 需求空间稳健增长。根据 ARC 数据，未来国内 SIS 需求规模增速预计在 8.3%，2024 年需求规模有望达 4.76 亿美元。

图表 35：2019 年国内 SIS 市场规模约 3.2 亿美元



来源：ARC，中泰证券研究所

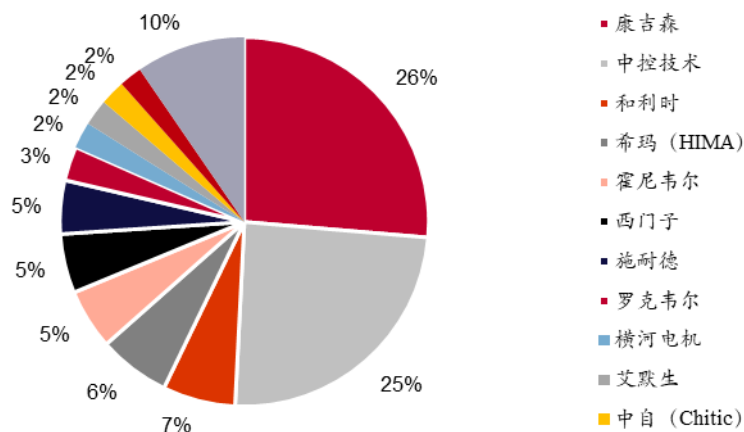
图表 36：化工、炼化及石化为 SIS 最大下游



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2019 年公司 SIS 份额为 24.5%，位居第二。**公司积极推进信息化与工业化结合，通过自主研发 SIS 产品、网络化混合控制系统等产品，配合 DCS 打造智能制造解决方案，已成功在上千个生产现场成功应用，可独立完成安全保护功能，成为石化、化工安全生产的重要支撑。根据 ARC 数据，公司 2019 年国内 SIS 市场份额为 24.5%，排名第二，仅次于康吉森且份额接近（26.4%），大幅领先排名第三的和利时（6.4%）。

图表 37: 2019 年公司 SIS 份额为 24.5%，位居第二



来源：ARC，中泰证券研究所

- **加速渗透其他下游，整体份额有望进一步提升。**公司基于产品竞争力与品牌影响力积极向电力、建材、冶金、核电、造纸、制药等领域拓展，2017-2019 年公司智能制造解决方案业务板块中，石化、制药食品、公用事业、装备制造等下游业务占比持续提升，2019 年制药食品下游业务规模已超过电力下游。随着公司在制药食品、市政、装备制造、冶金等下游持续渗透，未来在国内 DCS 市场整体份额有望进一步提升。

图表 38: 近三年公司石化、制药食品等行业业务占比提升明显

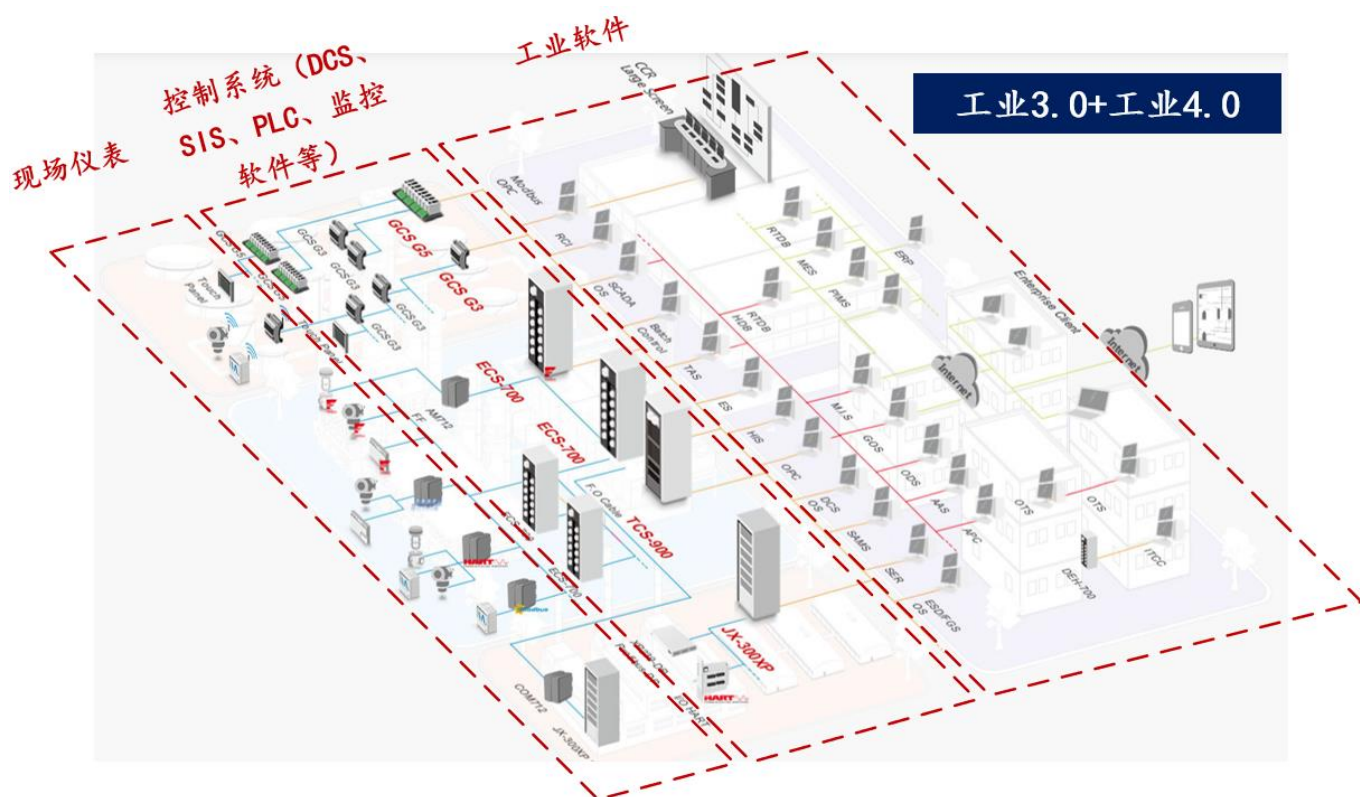
业务下游 (智能制造解决方案)	2017	2018	2019	2017-2019 业务占比变化
化工	50.01%	49.14%	43.87%	-6.14%
石化	15.85%	20.10%	19.81%	3.96%
制药食品	4.67%	7.12%	9.08%	4.41%
电力	11.32%	7.42%	6.98%	-4.34%
公用事业	4.35%	4.71%	5.88%	1.53%
装备制造	3.72%	2.60%	4.85%	1.13%
冶金	3.79%	3.76%	2.63%	-1.16%
建材	1.84%	1.84%	2.23%	0.39%
造纸	2.68%	2.41%	1.28%	-1.40%
其他	1.77%	0.91%	3.39%	1.62%

来源：公司公告，中泰证券研究所

工业软件国产化加速 工业 4.0 打开新增长空间

- 公司聚焦“工业 3.0+4.0”智能制造。**工业 4.0 最早于 2013 年在德国提出，是继第一次工业革命（机械化为主导）、第二次工业革命（电气化为主导）、第三次工业革命（自动化为主导）以来的第四次工业革命，以智能制造为主导，利用信息化技术促进产业变革。公司聚焦流程工业企业的“工业 3.0+工业 4.0”需求，在工业 3.0 领域搭建以 DCS 为核心、涵盖 SIS 与执行机构等工控产品谱系，同时积极布局和发力工业软件、本地化运维服务，推动“工业 3.0”到“工业 3.0+工业 4.0”的战略转型，从而进一步赋能用户提升智能化水平。

图表 39: 公司 InPlant 智能工厂解决方案架构



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 持续发力工业 4.0，工业软件业务快速扩张。**自动化控制系统产品具有成套定制的特征，整体来看，公司核心优势产品自动化控制系统主要面向“工业 3.0”领域，近年来大力拓展的工业软件主要面向“工业 4.0”领域。2019 年公司工业 3.0+工业 4.0、工业 4.0 业务收入增速分别为 37.9%/32.5%，显著高于工业 3.0 业务收入增速（27.6%）。随着公司持续探索、开发及应用以软件智能化为核心的工业 4.0 产品及解决方案业务，工业 3.0+工业 4.0、工业 4.0 业务有望继续高速增长。

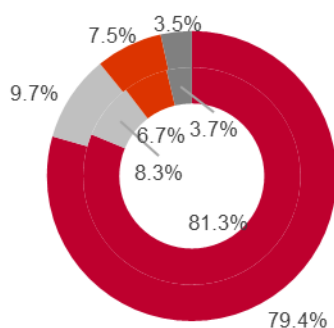
图表 40: 公司“工业 3.0 及工业 4.0”业务划分

业务分类	具体产品	2019 年业务占比
工业 3.0	工控及智能制造解决方案——控制系统	79%
	工控及智能制造解决方案——控制系统+自动化仪表	
	自动化仪表	
工业 3.0+工业 4.0	工控及智能制造解决方案——控制系统+工业软件+其他	10%
工业 4.0	工业软件	7%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 2019 年工业 4.0 业务占比有所提升

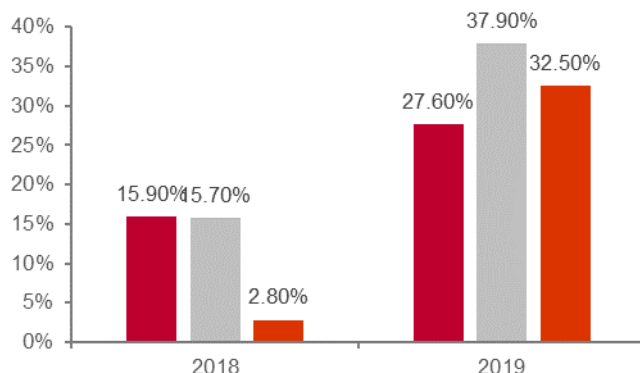
■ 工业 3.0 ■ 工业 3.0+工业 4.0 ■ 工业 4.0 ■ 其他



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 42: 2019 年公司工业 4.0、工业 3.0+4.0 业务增速相对较高

■ 工业 3.0 ■ 工业 3.0+工业 4.0 ■ 工业 4.0



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 工业软件需求规模巨大, 公司在 APC 及 MES 环节份额较高, 整体渗透率有待提升。根据工信部发布的《2019 年软件和信息技术服务业统计公报》数据, 2019 年国内工业软件产品收入规模达 1720 亿元, 其中 2019 年 MES 市场规模达 26.8 亿元, 同比增长 3.1%, 其中流程工业 MES 市场该规模 10.44 亿元 (数据来源: 工控网); 2019 年 APC 及 RTO 市场规模达 5150 万美元, 同比增长 16.5% (数据来源: ARC)。工业软件领域参与者较多、竞争较为激烈, 头部企业份额较低, 2019 年公司在 APC (品先进过程控制软件) 市场份额达 26%, 位居第一; 在 MES (制造执行系统) 市场份额为 4.5%, 位居第四。整体来看, 公司目前工业软件业务在国内工业软件市场中渗透率提升空间较大。

图表 43: 工业软件需求规模巨大, 公司在 APC 及 MES 环节份额较高

工业软件环节	产品类型	市场空间 (亿元) (2019)	中控份额	领先企业
生产控制类	DCS	87	27% (第一)	中控、艾默生等
	MES	26.8	4.5% (第四)	
	APC	3-4	26% (第一)	西门子、南瑞、宝信等
	其他	200 左右	-	
研发设计类	CAD、EDA 等	150 左右	-	达索、西门子、cadence

				等
运营管理类	ERP、CRM 等	300 左右	-	SAP、Oracle、用友等
嵌入式工业软件	-	1000 左右	-	华为、西门子、ABB 等
国内整体	-	1720	<0.5%	-

来源：赛迪咨询，公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **工业软件国产化加速，公司迎来发展新机遇。**工业软件为国内工控产业链中薄弱环节，目前依然严重依赖于海外品牌。我国处于制造业转型升级加速阶段，工业软件作为关键“卡脖子”环节之一，投入力度有望加强，此外，考虑到 2020 年外部复杂环境驱动国产化进程加速，工业软件将迎来新发展机遇。公司作为国内工业软件生产控制领域领导者之一，本次募投项目中“智能化工业软件研发及产业化项目”投入 2.61 亿元，未来工业软件业务有望成长为公司核心业务之一。

投资建议

- **关键假设：**
 - 1) 工业自动化及智能制造解决方案：公司基于化工、石化行业优势持续渗透制药、电力等下游，整体份额有望进一步提升，2020 年项目市场需求持续恢复，2021 年下游市场有望回归稳健增长，同时考虑到工业软件国产化替代进程有望加速，假设 2020-2021 年控制系统业务增速分别为 16%/18%/16%、控制系统+仪表业务增速分别为 15%/20%/20%、控制系统+软件+其他业务增速分别为 40%/45%/45%；由于软件业务毛利率较高，随着软件配套的控制系統业务占比提升，假设 2020-2021 年工业自动化及智能制造解决方案板块毛利率分别为 48.5%/49.0%/50%。
 - 2) 自动化仪表：仪表市场规模较大，公司产品布局较为完备，假设 2020-2021 年控制系统+仪表业务增速分别为 16%/25%/22%，假设 2020-2021 年自动化仪表板块毛利率保持在 38%。
 - 3) 工业软件及服务：国内工业软件市场空间巨大，且未来国产化进程有望加速，公司凭借细分领域领先优势有望加速渗透，假设 2020-2021 年工业软件及服务业务增速分别为 40%/50%/50%，假设 2020-2021 年工业软件及服务板块毛利率分别为 60%/62%/63%。
 - 4) 运维服务：运维服务与控制系统等产品配套相关性较强，假设 2020-2021 年业务增速分别为 16%/20%/18%，随着业务规模扩大，预计定制化程度有望下降，假设 2020-2021 年该板块毛利率分别为 78%/77%/76%。

图表 44：公司业务预测（金额：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
1、工业自动化及智能制造解决方案	17.36	20.32	24.07	29.50	36.02
yoy	27.55%	17.05%	18.46%	22.57%	22.08%
毛利率	47.1%	47.9%	48.5%	49%	50%
1.1、控制系统	10.92	12.60	14.58	17.26	20.09
yoy	39.58%	15.32%	16%	18%	16%
1.2、控制系统+仪表	4.66	5.28	6.07	7.29	8.74
yoy	4.95%	13.30%	15%	20%	20%
1.3、控制系统+软件+其他	1.77	2.44	3.42	4.95	7.18
yoy	15.69%	37.85%	40%	45%	45%
2、自动化仪表	1.69	2.15	2.49	3.12	3.80
yoy	14.97%	27.22%	16%	25%	22%
毛利率	32.4%	37.0%	38%	38%	38%
3、工业软件及服务	1.42	1.88	2.63	3.95	5.92
yoy	2.90%	32.39%	40%	50%	50%
毛利率	54.9%	58.6%	60%	62%	63%
4、运维服务	0.55	0.60	0.70	0.84	0.99
yoy	44.74%	9.09%	16%	20%	18%
毛利率	73.6%	79.6%	78%	77%	76%
5、其他业务	0.32	0.42	0.50	0.60	0.73
yoy	0.00%	31.25%	20%	20%	20%
毛利率			25%	25%	25%
合计	21.33	25.22	30.40	38.01	47.45
yoy	24.37%	18.24%	20.53%	25.04%	24.85%
毛利率	46.7%	48.1%	48.9%	49.7%	50.4%

来源：中泰证券研究所

■ 投资建议：

- 公司为国内流程工业 DCS 龙头，坚持自主研发打造基于“工业 3.0+ 4.0”的行业领先智能制造解决方案。公司 DCS 基于化工、石化行业优势持续渗透制药、电力等下游，整体份额有望进一步提升；同时积极布局工业软件，有望充分受益于智能制造及工业软件国产化进程。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别达 4.28/5.37/6.74 亿元，EPS 分别为 0.87/1.09/1.37 元，对应 2020 年 11 月 30 日收盘价 PE 分别为 142.4/113.3/90.3，首次覆盖，给与增持评级。

图表 45：同行业估值对比（股价日期为 2020 年 11 月 30 日）

代码	公司	市值(亿元)	股价(元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002380.SZ	科远智慧	36.72	15.30	0.70	0.61	0.63	0.82	21.86	25.24	24.15	18.62
600588.SH	用友网络	1,429.08	43.70	0.47	0.29	0.38	0.50	92.98	150.69	115.00	87.40
600845.SH	宝信软件	699.03	60.49	-0.42	0.19	1.09	1.36	-	314.29	55.56	44.40
688777.SH	中控技术	609.20	124.00	0.74	0.87	1.09	1.37	166.68	142.43	113.34	90.33
	平均值	693.51	60.87	-	-	-	-	93.84	158.16	77.01	60.19

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **宏观经济不及预期风险**
- 当前国内经济发展形势错综复杂, 宏观指标可能出现较大波动, 从而影响工业自动化领域需求。公司业务在化工、石化、制药、电力等下游占比较高, 上述行业受宏观经济影响较大, 可能会影响公司产品及解决方案销售。
- **市场竞争风险**
- 国内外资及本土工控企业众多, 市场竞争激烈, 如果市场竞争加剧或有新进入者, 公司可能会面临更加激烈的竞争压力。
- **国产化进程不及预期**
- 工业软件为国内工业自动化及智能制造产业链核心支撑环节, 且为产业链中内资较为薄弱环节, 如果未来相关政策或国产化进程推动不及预期, 公司工业软件、DCS等业务进展可能有不及预期的风险。
- **募投项目进展不及预期**
- 如果公司募投项目进展不及预期, 相关业务市场拓展、份额提升进度可能会受影响。
- **估值高于同行平均水平的风险**

图表 46: 公司财务预测 (金额: 百万元, 2020 年 11 月 30 日收盘价)

2020年11月30日											
利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,133.4	2,536.9	3,057.7	3,823.4	4,773.6	成长性					
减:营业成本	1,136.6	1,316.7	1,561.9	1,923.9	2,365.9	营业收入增长率	24.4%	18.9%	20.5%	25.0%	24.9%
营业税金	27.1	30.0	40.0	48.0	59.6	营业利润增长率	66.5%	27.2%	17.2%	25.3%	25.8%
销售费用	366.0	441.4	473.9	592.6	739.9	净利润增长率	74.2%	28.3%	17.0%	25.7%	25.5%
管理费用	169.2	233.4	265.7	316.9	397.0	EBITDA增长率	36.0%	33.7%	-15.7%	25.0%	25.5%
财务费用	0.7	-2.6	1.0	1.0	1.0	EBIT增长率	38.1%	33.8%	-16.9%	26.6%	26.9%
资产减值损失	39.9	-7.7	-5.0	-3.0	-1.0	NOPLAT增长率	71.1%	25.7%	19.4%	25.2%	25.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.2%	-73.8%	49.7%	52.0%	46.6%
投资和汇兑收益	7.0	14.1	25.0	20.0	15.0	净资产增长率	31.0%	56.4%	26.6%	23.3%	23.7%
营业利润	315.4	401.2	470.3	589.0	741.3	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	5.8	4.1	4.2	4.2	毛利率	46.7%	48.1%	48.9%	49.7%	50.4%
利润总额	314.9	407.0	474.4	593.2	745.4	营业利润率	14.8%	15.8%	15.4%	15.4%	15.5%
减:所得税	27.0	36.2	38.0	47.5	59.6	净利润率	13.3%	14.4%	14.0%	14.1%	14.1%
净利润	284.8	365.5	427.7	537.5	674.4	EBITDA/营业收入	19.9%	22.3%	15.6%	15.6%	15.7%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	18.8%	21.2%	14.6%	14.8%	15.0%
货币资金	227.6	325.2	656.6	1,009.5	1,432.9	运营效率					
交易性金融资产	-	1,169.0	1,169.0	1,169.0	1,169.0	固定资产周转天数	38	33	24	17	11
应收账款	706.3	779.0	919.7	1,098.2	1,553.8	流动营业资本周转天数	107	54	5	6	14
应收票据	478.2	359.7	489.7	572.4	753.6	流动资产周转天数	503	564	584	560	544
预付账款	47.2	84.4	45.7	114.6	108.8	应收账款周转天数	118	105	100	95	100
存货	1,130.6	1,395.8	1,424.2	2,049.4	2,222.3	存货周转天数	175	179	166	164	161
其他流动资产	707.1	534.1	573.4	604.8	570.7	总资产周转天数	566	622	641	616	598
可供出售金融资产	7.2	-	4.8	4.0	2.9	投资资本周转天数	145	84	36	44	52
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.7	11.0	11.5	14.2	18.3	ROE	24.6%	20.1%	18.6%	18.9%	19.2%
投资性房地产	70.8	97.2	97.2	97.2	97.2	ROA	7.8%	7.3%	7.5%	7.5%	8.0%
固定资产	241.6	219.5	193.7	167.7	133.0	ROIC	37.1%	38.5%	175.5%	146.8%	121.5%
在建工程	3.7	2.7	152.7	302.7	452.7	费用率					
无形资产	33.7	32.6	30.4	28.1	25.9	销售费用率	17.2%	17.4%	15.5%	15.5%	15.5%
其他非流动资产	35.8	59.9	43.8	41.7	38.0	管理费用率	7.9%	9.2%	18.5%	18.8%	19.0%
资产总额	3,691.5	5,070.2	5,812.5	7,273.6	8,579.3	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	101.8	48.2	-	-	-	三费/营业收入	25.1%	26.5%	34.0%	34.3%	34.5%
应付账款	678.3	819.0	1,011.9	1,243.3	1,516.8	偿债能力					
应付票据	64.7	133.3	127.0	193.7	174.3	资产负债率	68.0%	63.5%	59.7%	60.3%	58.4%
其他流动负债	1,616.9	2,151.0	2,283.6	2,895.3	3,259.6	负债权益比	212.1%	174.0%	148.2%	152.0%	140.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.34	1.47	1.54	1.53	1.58
其他非流动负债	47.0	68.4	48.3	54.6	57.1	速动比率	0.88	1.03	1.13	1.05	1.13
负债总额	2,508.6	3,220.0	3,470.7	4,386.9	5,007.9	利息保障倍数	588.87	-206.25	446.26	565.05	717.25
少数股东权益	26.3	28.3	37.0	45.3	56.7	分红指标					
股本	395.0	442.2	491.3	491.3	491.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	762.7	1,380.9	1,813.4	2,350.1	3,023.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,182.8	1,850.2	2,341.8	2,886.7	3,571.4	总收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	288.0	370.9	427.7	537.5	674.4	EPS(元)	0.58	0.74	0.87	1.09	1.37
加:折旧和摊销	23.9	31.5	31.5	32.0	32.0	BVPS(元)	2.35	3.71	4.69	5.78	7.15
资产减值准备	39.9	19.3	-	-	-	PE(X)	213.9	166.7	142.4	113.3	90.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	52.7	33.4	26.4	21.4	17.3
财务费用	-1.0	-2.0	1.0	1.0	1.0	P/FCF	589.0	60.4	237.2	176.5	147.7
投资收益	-7.0	-14.1	-25.0	-20.0	-15.0	P/S	28.6	24.0	19.9	15.9	12.8
少数股东损益	3.2	5.4	8.7	8.3	11.3	EV/EBITDA	-	-	123.5	98.2	77.7
营运资金的变动	-17.7	454.1	3.9	-62.2	-151.7	CAGR(%)	23.8%	22.7%	37.1%	23.8%	22.7%
经营活动产生现金	463.2	495.2	447.9	496.5	552.1	PEG	9.0	7.3	3.8	4.8	4.0
投资活动产生现金	-291.1	-622.8	-133.4	-132.9	-129.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	-88.0	210.6	16.9	-10.8	0.2	REP					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。