

增速放缓、费用压力下整体回落，自动化订单有所改善 买入（维持）

2019年10月29日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,874	7,552	10,154	12,399
同比 (%)	23.0%	28.6%	34.5%	22.1%
归母净利润 (百万元)	1167	1056	1405	1782
同比 (%)	10.1%	-9.5%	33.0%	26.8%
每股收益 (元/股)	0.70	0.64	0.85	1.07
P/E (倍)	35.08	38.75	29.13	22.97

投资要点

- **19Q1-3 营收增长 24.6% (不含贝思特同增 6.4%)，净利润同比下降 18.7% (不含贝思特下降 22%)，基本符合预期：**公司发布 2019 年三季报，报告期内实现营业收入 49.08 亿元，同比+24.61%，其中贝思特并表 7.18 亿，扣除后营收同比+6.4%；实现归属母公司净利润 6.46 亿元，同比下降 18.65%，测算扣除贝思特后同比-22%左右。其中 Q3 实现营业收入 21.89 亿元，同比增长 49.31% (不含贝思特基本持平)，环比增长 35.23%；实现归属母公司净利润 2.47 亿元，同比下降 16.95% (测算不含贝思特同比-25%左右)，环比下降 8.13%。
- **贝思特并表影响毛利率，扣除后毛利率环比有回升。**2019Q1-3 毛利率为 38.27%，同比下降 4.87pct，Q3 毛利率 34.85%，同比下降 5.57pct，环比下降 5.91pct，毛利率环比下降主要受贝思特并表影响，扣除影响后 Q3 汇川毛利率 41.3%，环比小幅回升 0.5pct，此外，新能源汽车毛利率下降、轨交占比提升也对毛利率带来一定的拖累。
- **通用自动化 Q3 延续 2% 的增速，注塑机恢复增长；通用 9-10 月订单小幅恢复，新品推出+组织变革先行推动，整体看通用版块有望逐步恢复高增长。**去年贸易战影响下工控行业从 18Q3 起开始下行，今年 9 月份起下游景气度开始略有恢复。公司 Q1-3 通用自动化营收 18.71 亿元，同增 3%，其中 Q3 单季营收 6.55 亿元，同增 2%，增速环比持平，通用自动化毛利率预计整体回升。Q1-3 电液伺服+伊士通营收 3.55 亿，同比-6%，其中 Q3 营收 1.11 亿，同比+8%，增速转正，预示着下游景气度的明显好转。从 9 月起，随着下游投资信心的逐步修复，汇川通用自动化业务订单预期有恢复；同时 PLC、CNC 的新品推出有望带动伺服销售，新的组织变革不断推进，通用版块有望开启新一轮增长。
- **电梯业务抗周期属性仍强，Q3 维持 11% 的稳健增长；贝思特维持高增长，但贝思特并表贡献有限，预计 11 月完成 100% 并表进一步增厚业绩。**电梯一体机 Q1-3 营收 10.25 亿，同增 12%，其中 Q3 营收 4.05 亿，同增 11%，同时毛利率预期小幅提升。贝思特 7 月开始并表，Q3 单季营收 7.18 亿，推算净利润在 0.8 亿左右，但并表后资产评估增值，增加了本期成本费用，本期并表净利润不多。目前收购事项有序推进，预期 11 月有望全部并表、进一步增厚业绩。
- **新能源汽车压力大，Q1-3 营收 3.55 亿、回落 23%。**汇川客车降价多、乘用车二线城市车企放量、定点推进顺利，今年是黎明前的黑暗。今年新能源汽车行业受补贴退坡等因素影响，产销整体小幅不及预期。商用车今年回落幅度较大，产品有所降价、毛利率也有所下滑；乘用车方面今年开始快速增长，今年二线城市车企威马、东南、车和家等放量，明年包括小鹏、广汽、长城等开始放量，海外定点有序推进。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年归母净利润分别为 10.56/14.05/17.82 亿，同比 -9.5%/+33.0%/+26.8%；EPS 分别为 0.64/0.85/1.07 元，对应现价 PE 分别 39 倍/29 倍/23 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济持续下行、竞争加剧、电动车定点进展慢

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.63
一年最低/最高价	18.85/28.94
市净率(倍)	6.07
流通 A 股市值(百万元)	33372.25

基础数据

每股净资产(元)	4.06
资产负债率(%)	42.20
总股本(百万股)	1661.96
流通 A 股(百万股)	1354.94

相关研究

- 1、《汇川技术 (300124) 三季报预告点评：增长放缓和费用压力，预告低于预期》2019-10-17
- 2、《汇川技术 (300124) 中报点评：通用自动化体现龙头阿尔法、电动车业务短期承压》2019-08-27
- 3、《汇川技术 (300124) 中报预告点评：二季度增长放缓，有待工控复苏和乘用车起量》2019-07-14

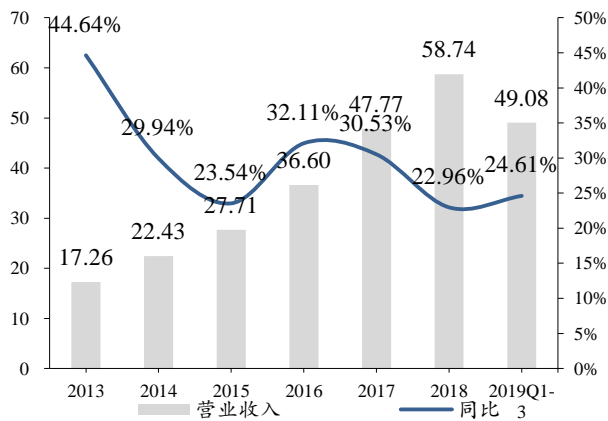
19Q1-3 营收增长 24.6% (不含贝思特同增 6.4%)，净利润同比下降 18.7% (不含贝思特下降 22%)，基本符合预期。公司发布 2019 年三季报，报告期内实现营业收入 49.08 亿元，同比增长 24.61%，其中贝思特并表 7.18 亿，扣除后营收同比+6.4%；实现利润总额 7.37 亿元，同比下降 15.52%；实现归属母公司净利润 6.46 亿元，同比下降 18.65%，测算扣除贝思特后同比-22%左右，对应 EPS 为 0.39 元。其中第 3 季度，实现营业收入 21.89 亿元，同比增长 49.31% (不含贝思特基本持平)，环比增长 35.23%；实现归属母公司净利润 2.47 亿元，同比下降 16.95% (测算不含贝思特同比-25%左右)，环比下降 8.13%。3 季度对应 EPS 为 0.15 元。

表 1：2019 年 Q1-3 收入 49.08 亿元，同比增长 24.61%；盈利 6.46 亿元，同比下降 18.65%

汇川技术	2019Q1-3	2018Q1-3	同比	2019Q3	2018Q3	单季度同比	2019Q2	环比
营业收入	49.08	39.39	24.6%	21.89	14.66	49.3%	16.19	35.2%
毛利率	38.3%	43.1%	-4.9%	34.8%	40.4%	-5.6%	40.8%	-5.9%
营业利润	7.32	8.76	-16.4%	2.92	3.23	-9.5%	2.90	0.9%
利润总额	7.37	8.73	-15.5%	2.94	3.19	-7.7%	2.93	0.5%
归属母公司净利润	6.46	7.94	-18.6%	2.47	2.98	-16.9%	2.69	-8.1%
扣非归母净利润	5.65	7.32	-22.8%	2.22	2.75	-19.4%	2.43	-8.7%
归母净利率	13.2%	20.2%	-7.0%	11.3%	20.3%	-9.0%	16.6%	-5.3%
股本	16.61	16.63		16.61	16.63		16.62	-
EPS	0.39	0.48	-18.6%	0.15	0.18	-16.9%	0.16	-8.1%

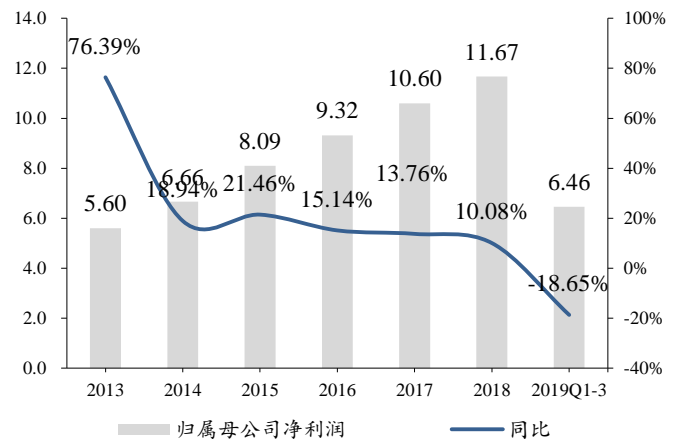
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 营收 49.08 亿元，同比增长 24.61% (亿元)



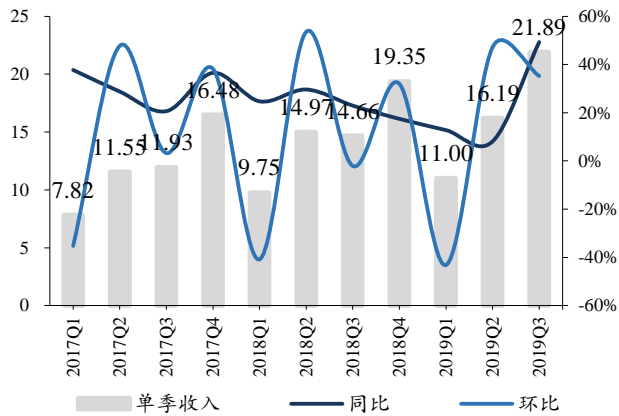
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 净利润 6.46 亿元，同比下降 18.65% (亿元)



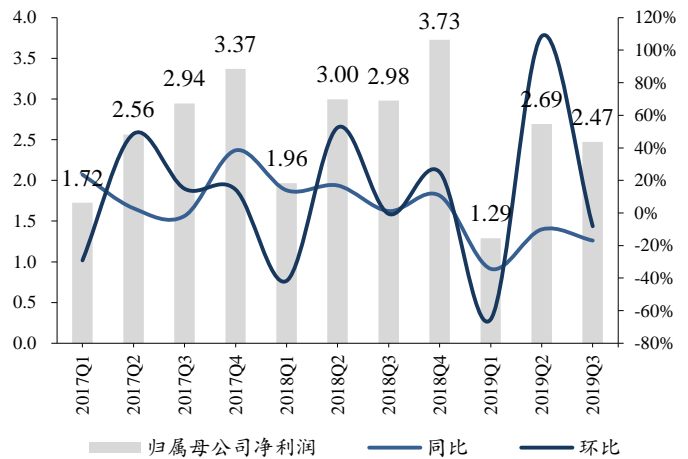
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3: Q3 营收 21.89 亿元, 同比+49.31% (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

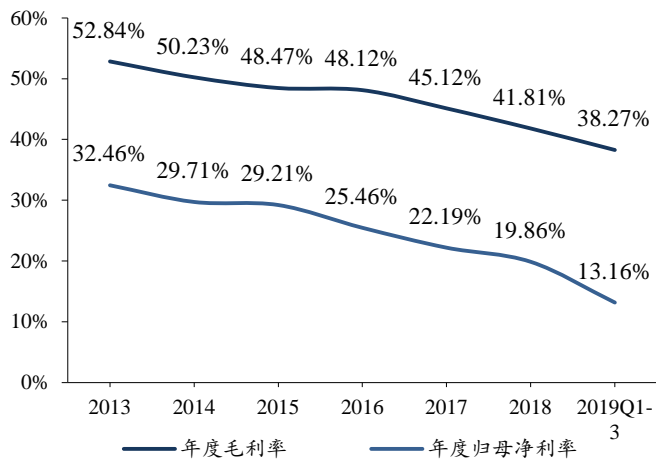
图 4: Q3 归母净利润 2.47 亿元, 同比-16.95% (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

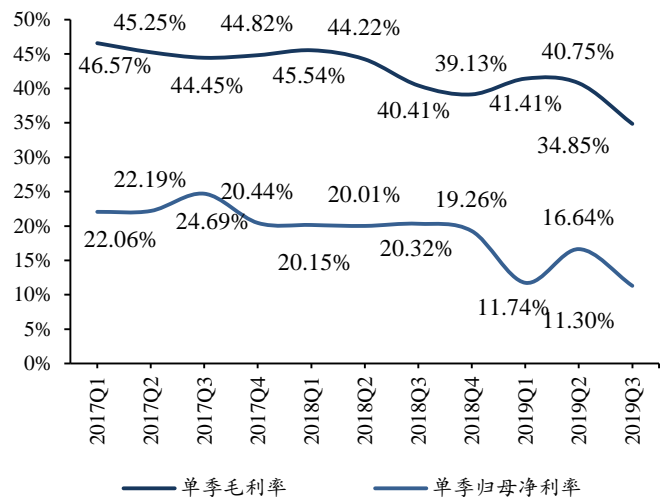
贝思特并表影响毛利率, 扣除后毛利率环比有回升。2019Q1-3 毛利率为 38.27%, 同比下降 4.87pct, Q3 毛利率 34.85%, 同比下降 5.57pct, 环比下降 5.91pct, 毛利率环比下降主要受贝思特并表影响, 扣除影响后 Q3 汇川毛利率 41.3%, 环比小幅回升 0.5pct, 此外, 新能源汽车毛利率下降、轨交占比提升也对毛利率带来一定的拖累; 2019Q1-3 归母净利率为 13.16%, 同比下降 7.00pct, Q3 归母净利率 11.30%, 同比下降 9.02pct, 环比下降 5.34pct。

图 5: Q1-3 毛利率、净利率同比-4.87、-7pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: Q3 毛利率、净利率同比-5.57、-9.02pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

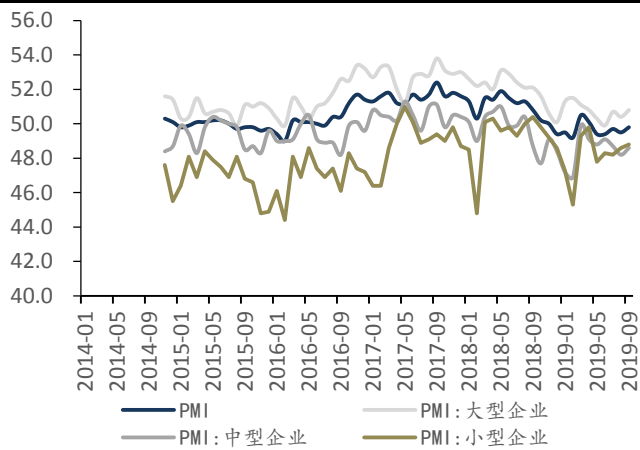
通用自动化 Q3 收入延续 2% 的低增速, 注塑机恢复增长, 同增 8%; 通用 9-10 月订单小幅恢复, 新品推出+组织变革先行推动, 整体看通用板块有望逐步恢复高增长。

- 去年贸易战影响下工控行业从 18Q3 起开始下行, 今年 Q1 略复苏, 当季工控市场营收 1.7% 环比上升, 但 Q2 起贸易争端继续发酵, 对制造业投资信心影响较大, 当季工控市场营收-1.0% 环比转弱。Q3 起制造业景气度仍在低位, 但 9

月略有回升，从宏观指标上来看，7/8/9月制造业 PMI 分别 49.7/49.5/49.8，9月有小幅回升，但 PMI 仍在荣枯线以下；另一方面，中美贸易摩擦 10 月起出现缓和迹象，贸易缓和背景下工控下游投资信心逐步恢复。

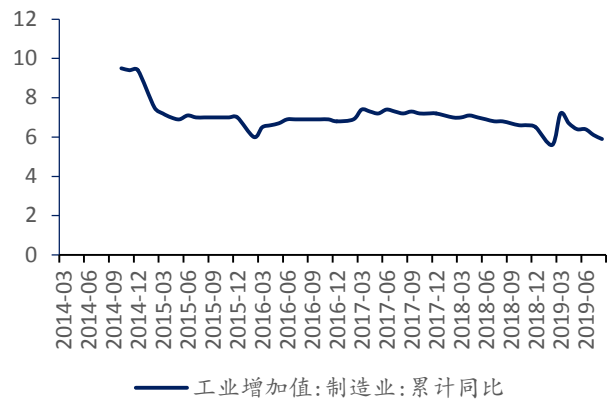
- **收入角度，Q1-3 通用自动化营收 18.71 亿元，同增 3%，其中 Q3 单季营收 6.55 亿元，同增 2%，增速环比持平，通用自动化毛利率预计整体回升。**分产品看，我们预计通用变频 Q1-3 仍保持相对高增速；伺服预计延续下滑趋势，但是 Q2 起伺服的毛利率提升明显，主要是新平台产品 SV600 的推出、以及对制造费用的有效控制；PLC 与伺服的下游类似，预计也有个位数的下滑。预计通用版整体毛利率同比有所提升。从下游看，伺服下游的手机、机床、TP、硅晶半导体等行业下滑幅度大，对公司本期业绩的拖累幅度相对大，9 月起下游先进制造业有回升，明年伺服下游有望逐步改善；但空调制冷、起重、纺织、锂电设备、印包、机械手等行业表现仍好。
- **注塑机恢复增长，也印证下游景气度提升。**Q1-3 电液伺服事业部+伊士通营收 3.55 亿，同比-6%，其中 Q3 营收 1.11 亿，同比+8%，这是自 18Q3 年电液伺服出现回落以来，季度增速首次转正。注塑机下游分布广且与制造业强相关，增速转正预示着下游景气度的明显好转。
- **9 月起下游投资信心修复，订单预期有恢复。**与行业周期类似，汇川自动化业务 18 年 8-9 月起开始回落，到今年 8 月的一年是公司最差的一段时间。今年 9 月起，随着下游制造业景气度的温和恢复及贸易形势缓和，下游投资信心整体有所恢复，预计公司自动化订单同、环比有所恢复，通用自动化有望逐步走出低谷。
- **PLC、CNC 新品推出+组织变革有望驱动新一轮增长。**一方面，公司今年推出了伺服新平台产品 SV600，公司始终将伺服产品定位为工业自动化的核心产品，新一代伺服产品大幅提升了公司伺服平台产品的竞争力；另一方面，公司今年推出的 PLC 新产品 AC800 等有望对伺服产生拉动作用；此外，汇川两年前收购德国 PA 后业务整合初显成效，有望在今年底前推出基于 PA 平台的 CNC 产品，形成伺服+CNC 的解决方案，进一步提升公司伺服的市场份额。今年公司组织变革持续推进，通用自动化事业部先行，对整体架构作出优化调整的同事，加强渠道力量，完成了从行业营销到“行业+通用”两条腿走路的转变。新品+组织变革有望帮助汇川自动化业务走出新一轮高增长。

图 7：9 月 PMI 小幅回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：7-8 月工业增加值回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：工控行业分季度情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
季度自动化市场营收（亿元）	310.1	322.7	331.2	300.3	324.6	328.9
季度自动化市场增速	12.0%	9.0%	4.1%	0.0%	1.7%	-1.0%
其中：季度 OEM 市场增速	13.1%	10.6%	3.7%	-6.4%	-3.7%	-3.3%
季度项目型市场增速	9.4%	9.7%	6.1%	5.0%	5.8%	3.5%

数据来源：工控网，东吴证券研究所

电梯业务抗周期属性仍强，Q3 维持 11% 的稳健增长；贝思特维持高增长，但贝思特并表贡献有限，预计 11 月完成 100% 并表进一步增厚业绩。

- 汇川电梯业务维持两位数的高增长，毛利率小幅回升。19 年房地产开工面积增长+旧房改造需求提振电梯需求，同时公司海外客户持续开拓，公司电梯一体机前三季度仍保持稳健增长态势，19 年 Q1-3 汇川电梯一体机营收 10.25 亿，同增 12%，其中 Q3 营收 4.05 亿，同增 11%；毛利率预计同比有小幅提升，主要受益原材料价格的下滑，及公司对制造费用的控制。
- 贝思特受资产评估增值影响对利润增厚有限，预期 11 月完成整体并表。贝思特 7 月份开始表表，Q3 单季营收 7.18 亿元，推算利润应在 0.8 亿左右，但并表时贝思特存货、无形资产、固定资产等资产评估增值，资产增值部分的结转、摊销及计提折旧增加了本期成本费用，影响 1000 万以上的净利润，贝思特整体对本期的利润贡献预计有限。汇川定增收购剩余 49% 股权事项继续推进，9 月初获证监会审核无条件通过，预计 11 月全部并表，有望进一步增厚业绩，同时 Q4 资产评估增值对利润的负面影响有望减弱。

新能源汽车压力大，Q1-3 营收 3.55 亿、回落 23%。汇川客车降价多、乘用车二线车企放量、定点推进顺利，今年是黎明前的黑暗。

- 今年新能源汽车行业受补贴退坡等因素影响，产销整体小幅不及预期。据中汽协数据，2019 年 1-9 月新能源汽车总销量 87.2 万辆，同比+20.8%，其中 7/8/9 月销量分别 8.0/8.5/8.0 万辆，同比分别-4.7%/-15.8%/-34.2%，同比降幅扩大；分车型看，新能源乘用车 1-9 月销量 79.2 万辆，同比+26.1%，新能源商用车销量 8.0 万辆，同比-14.7%。汇川的战略客户宇通客车 Q1/Q2/Q3 产量分别 2894/5538/6011 辆，同比分别+78.1%/-16.2%/+94.3%，Q1-3 合计产量 14,443 辆，同比+27.5%。
- 客车领域，公司继续聚焦战略客户宇通，第三代五合一电控产品已经在客户端完成夏标装车测试，下半年批量交付，但宇通产品降价压力较大，毛利率下降幅度大；物流车领域下滑明显。整体看预计商用车全年收入和毛利率仍将明显下滑。明年来看，客车、物流车的下滑空间已不大，有望逐步恢复增长。
- 乘用车领域，汇川经过 2 年多的积淀开始快速增长，19 年主要来自国内二线品牌的放量，GGII 统计数据显示 1-9 月汇川合计装机新能源车电控系统 15893 套，其中主要是威马，占比近 8 成，少量是东南等，Q4 威马有望继续放量，车和家（理想）开始起量，全年乘用车预计维持高增。公司乘用车客户中，一线车企 18 年实现几家定 B 点、20 年放量，包括小鹏、长城、广汽等厂商 20 年开始放量，海外一线车企 19 年目标拿到一家定点，目前看推进顺利，2021 年后有望开始放量。
- 总体来说，新能源汽车板块前三季度收入和毛利率压力均较大。

表 3：汇川新能源车装机统计（GGII 口径）

	2017H2		2018H1		2018H2		2019.1-9	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	0	0.0%	0	0.0%	5620	49.8%	12710	80.0%
东南汽车	1213	15.4%	18	34.6%	1484	13.1%	2008	12.6%
猎豹汽车	3232	41.0%	19	36.5%	1129	10.0%	302	1.9%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	494	3.1%
金康汽车	0	0.0%	0	0.0%	629	5.6%	178	1.1%
东风裕隆	515	6.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	2918	37.0%	0	0.0%	600	5.3%	0	0.0%
红星汽车	0	0.0%	2	3.8%	1635	14.5%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	105	0.9%	0	0.0%
其他厂商:	0	0.0%	13	25.0%	91	0.8%	201	1.3%
合计	7878		52		11293		15893	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

轨交业务前三季度高增 135%，在手订单 9.2 亿，18 年开始密集交付。轨交版块 Q1-3 营收 3 亿，同增 135%，其中 Q3 单季营收 0.7 亿，同比-12%。在苏州地区，经纬已经中标轨交 2、3、4、5 号线牵引系统，有轨电车 2 号线牵引系统，中标率几乎 100%；其他地区，已中标宁波 4、2 号线二期牵引系统、贵阳 2 号线一、二期，19H 中标南通轨交 1 号线一期、青岛 8 号线电机项目，走向全国趋势继续推进。从订单角度来看，截至 18 年底公司在手订单共计约 9.2 亿。19-21 年每年确认的订单在 3-5 亿，19 年全年增速预计翻倍以上。轨交牵引行业国内是百亿规模的市场，未来汇川有望进入行业前三的份额。

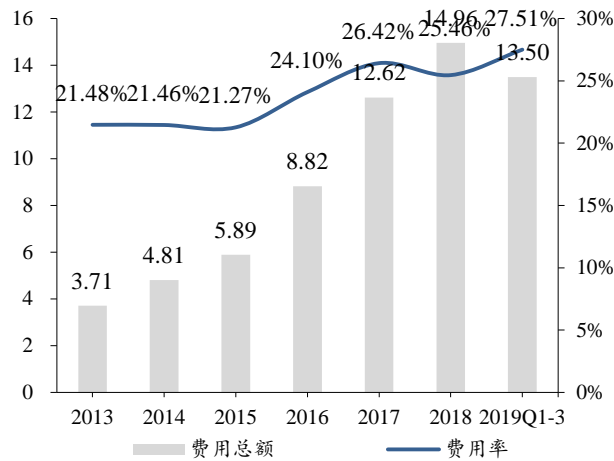
表 4：汇川轨交订单情况

时间	金额 (亿)	项目	交付
2015.7		苏州市高新区有轨电车2号线	
2015.12	4.26	苏州市轨交3号线	2017-19
2018.1	1.23	宁波轨交4号线及2号线二期工程车辆牵引系统采购项目II标段	2018.6-2019.12
2018.3	2.55	贵阳市轨道交通2号线一期工程及二期工程车辆牵引系统采购项目	2018.12-2020.2 (一期, 暂定)
2018.6	4.2	苏州市轨道交通5号线工程车辆牵引系统采购项目合同	2019-2021
2019.1	1.93	南通市城市轨道交通1号线一期工程车辆牵引系统采购项目	2020.6--2021.12
2019H1	0.53	青岛市轨交8号线电机项目	
合计	14.7		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

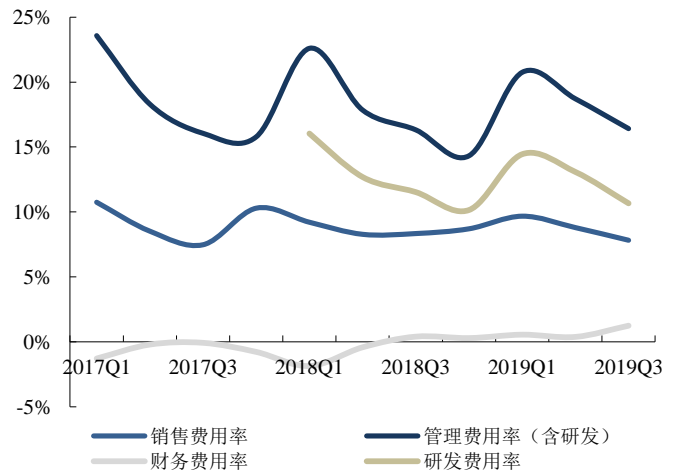
研发费用控制较好，但管理、财务费用上升明显、退税减少影响利润。公司 2019Q1-3 费用同比增长 29.27% 至 13.5 亿元，期间费用率上升 0.99 个百分点至 27.51%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 25.01%、上升 35.46%、上升 17.21%、上升 314.52% 至 4.2 亿元、2.86 亿元、6.04 亿元、0.4 亿元；费用率分别上升 0.03、上升 0.47、下降 0.78、上升 1.27 个百分点至 8.56%、5.84%、12.31%、0.81%。第三季度，销售、管理、研发、财务费用分别同比 +40.10%/+79.18%/+38.13%/+361.02%，费用率分别为 7.82%/5.75%/10.66%/1.25%。费用大幅增长主要是贝思特并表影响，扣除影响后测算研发费用率下降，控制效果明显；但员工薪酬等支出增加，管理费用上升；财务费用也有明显上升，影响本期利润。此外，公司收到的增值税退税从 18 年起持续减少，19 年 1-8 月累计收到退税 1.25 亿元，同比减少 18.4%，也对本期净利润产生影响。

图 9: Q1-3 期间费用 13.5 亿元, 同比+29.27% (亿元)



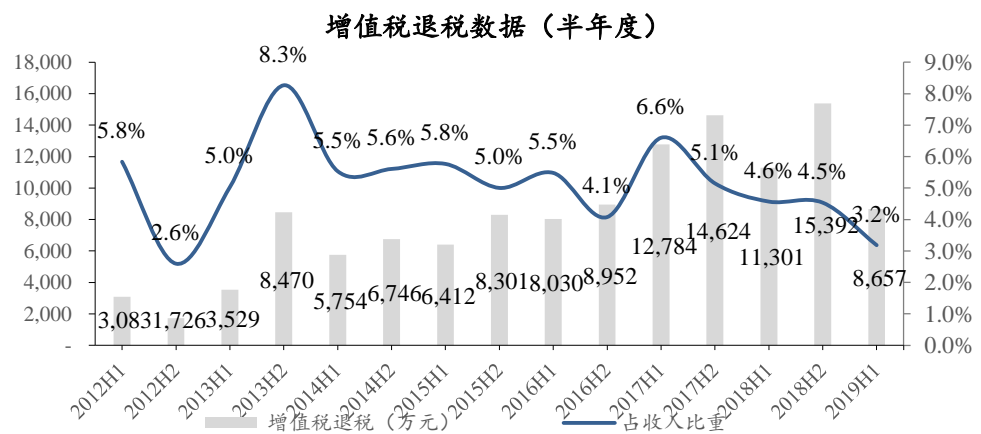
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 10: Q3 期间费用率 27.51%, 同比上升 0.99pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 11: 公司增值税退税情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 5: 公司需摊销的股权激励费用

	需摊销总费用 (万元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
第一期	9,146.89						
第二期	3,317.00	539.00	138.00				
第三期	8,350.48	5,324.74	1,705.74	674.53	175.01		
第四期	14,420.93			7,842.44	4,345.63	2,134.62	98.23
	费用合计 (万元)	5,863.74	1,843.74	8,516.97	4,520.64	2,134.62	98.23

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

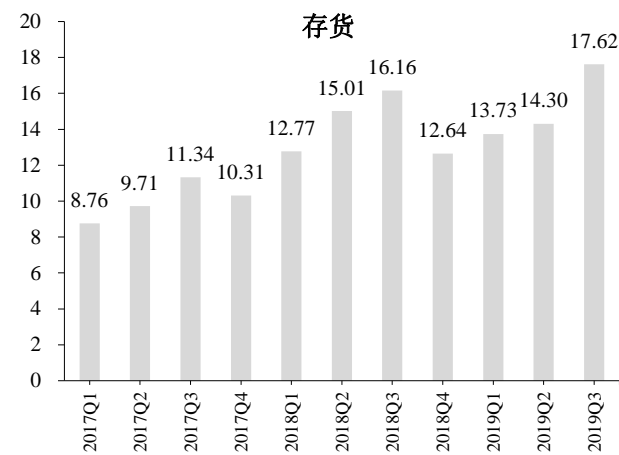
现金流改善，贝思特并表影响资产端。2019Q1-3 经营活动现金流量净流入 5.62 亿元，同比增长 202.30%，大幅改善的原因主要是本期做了较多的票据贴现；销售商品取得现金 47.44 亿元，同比增长 40.77%。期末预收款项 2.65 亿元，比年初增长 11.87%。期末应收账款 24 亿元，较期初增长 4.31 亿元，应收账款周转天数上升 17.86 天至 120.17 天。期末存货 17.62 亿元，较期初上升 4.98 亿元；存货周转天数下降 24.76 天至 134.78 天。资产负债表端的变化大多来自贝思特并表的影响。

图 12: Q3 现金净流入 3.63 亿, 同比+13.15% (亿元)



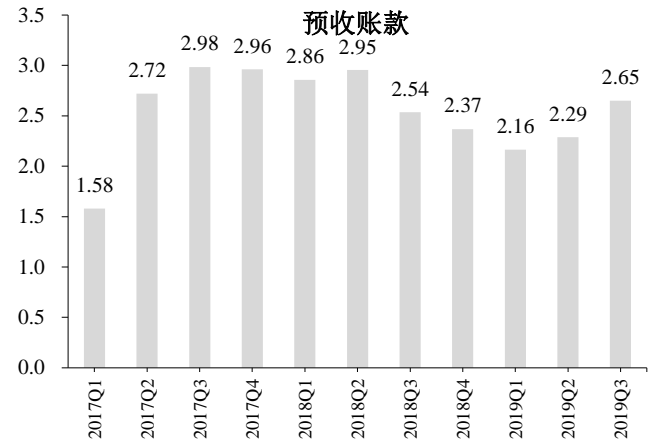
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14: 期末存货 17.62 亿元, 较期初+4.98 亿元 (亿元)



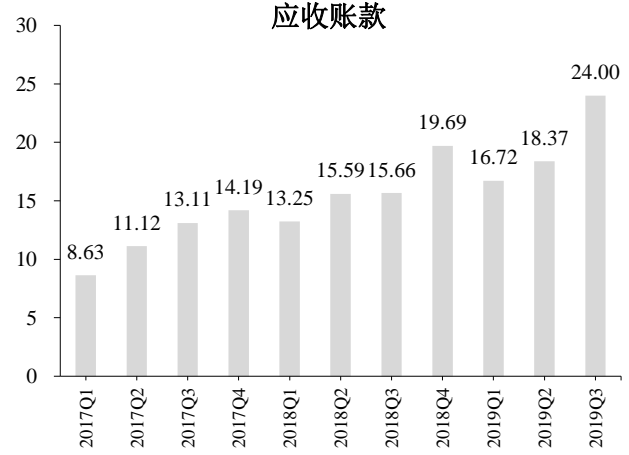
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 期末预收款项 2.65 亿元, 同比+11.87% (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15 期末应收账款 24 亿元, 较期初+4.31 亿元 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：预计 2019-2021 年归母净利润分别为 10.56/14.05/17.82 亿，同比-9.5%/+33.0%/+26.8%；EPS 分别为 0.64/0.85/1.07 元，对应现价 PE 分别 39 倍/29 倍/23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济持续下行、竞争加剧、电动车定点进展慢

汇川技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7693.4	11097.4	13937.7	15781.8	营业收入	5874.4	7551.7	10153.5	12399.5
现金	515.8	1500.0	1500.0	1500.0	减:营业成本	3418.2	4692.2	6460.4	7838.3
应收账款	3447.9	4758.6	6119.9	6794.2	营业税金及附加	45.7	71.7	94.4	111.6
存货	1263.8	1799.7	2389.5	2791.7	营业费用	504.5	613.4	762.3	906.1
其他流动资产	2465.9	3039.1	3928.3	4695.9	管理费用	1004.0	1222.9	1557.8	1877.6
非流动资产	2636.0	2767.6	2983.5	3261.7	财务费用	-12.8	36.6	68.5	81.5
长期股权投资	577.7	577.7	577.7	577.7	资产减值损失				
固定资产	1052.6	1196.4	1424.6	1715.1	加:投资净收益	57.5	50.0	55.0	59.4
在建工程					其他收益	310.4	250.0	278.6	305.0
无形资产	368.0	355.7	343.5	331.2	营业利润	1282.7	1214.9	1543.7	1948.7
其他非流动资产	637.7	637.7	637.7	637.7	加:营业外净收支	1.0	20.0	24.0	28.8
资产总计	10329.4	13865.0	16921.2	19043.6	利润总额	1283.7	1234.9	1567.7	1977.5
流动负债	3517.5	6416.6	8663.6	9765.2	减:所得税费用	74.9	74.1	94.1	118.7
短期借款	584.6	1629.9	2222.7	2064.3	少数股东损益	41.8	104.5	68.5	77.1
应付账款	1848.4	2828.2	3982.4	4939.2	归属母公司净利润	1166.9	1056.3	1405.1	1781.7
其他流动负债	1084.5	1958.5	2458.5	2761.7	EBIT	902.0	951.5	1278.6	1665.9
非流动负债	277.1	277.1	277.1	277.1	EBITDA	1040.2	1070.9	1432.0	1861.9
长期借款	90.0	90.0	90.0	90.0					
其他非流动负债	187.1	187.1	187.1	187.1	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	3794.6	6693.7	8940.7	10042.2	每股收益(元)	0.70	0.64	0.85	1.07
少数股东权益	292.7	348.2	384.6	425.5	每股净资产(元)	3.76	4.11	4.57	5.16
归属母公司股东权益	6242.1	6823.1	7595.9	8575.9	发行在外股份(百万股)	1662.2	1662.0	1662.0	1662.0
负债和股东权益	10329.4	13865.0	16921.2	19043.6	ROIC(%)	14.3%	12.7%	14.0%	16.2%
					ROE(%)	18.7%	15.5%	18.5%	20.8%
					毛利率(%)	41.8%	37.9%	36.4%	36.8%
					销售净利率(%)	19.9%	14.0%	13.8%	14.4%
					资产负债率(%)	36.7%	48.3%	52.8%	52.7%
					收入增长率(%)	23.0%	28.6%	34.5%	22.1%
					净利润增长率(%)	10.1%	-9.5%	33.0%	26.8%
					P/E	35.08	38.75	29.13	22.97
					P/B	6.56	6.00	5.39	4.77
					EV/EBITDA	43.01	44.48	34.83	27.38

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

