

公司研究/深度研究

2018年12月04日

机械设备/通用机械 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 10.12
合理价格区间(元): 10.32~11.54

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

关东奇来 021-28972081
联系人 guandongqilai@htsc.com

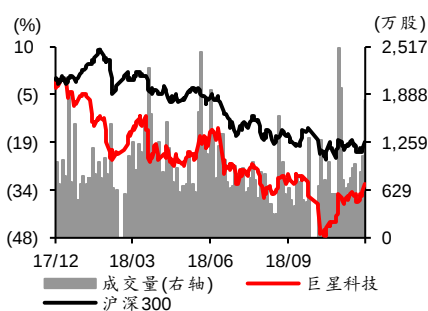
黄波 0755-82493570
联系人 huangbo@htsc.com

时或 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《巨星科技(002444,买入): 工具主业优化, 智能装备转型加速》2017.08
- 2《巨星科技(002444,买入): 智能产品渐入佳境, 全年业绩超预期》2017.02
- 3《巨星科技(002444):业绩增长提速, 智能装备扬帆起航》2016.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	1,075
流通 A 股(百万股)	1,012
52 周内股价区间(元)	7.78-14.83
总市值(百万元)	10,882
总资产(百万元)	9,618
每股净资产(元)	6.10

资料来源: 公司公告

全球化布局+智能化产品或造明日巨星

巨星科技(002444)

手工工具主业全球化布局, 持续并购+差异化品牌或打造明日巨星

巨星科技是全球化布局的手工具龙头企业, 具有全球化的销售渠道, 主要客户为家乐福和沃尔玛等欧美大型建材五金超市、百货连锁超市等。据公司公告, 公司 2018 年前三季度实现营收 42.42 亿元, 同比增长 36.74%, 归母净利润 5.66 亿元, 同比增长 34.14%。公司智能产品业务初具规模, 手工工具主业稳健增长, 并购整合+差异化品牌战略或助推公司快速扩张, 制造外迁或大幅削弱中美贸易摩擦对公司影响, 公司或将快速构建“中国设计”+“中外制造”+“全球销售”型的新体系。预计 2018-2020 年归母净利润为 6.53 亿、7.50 亿、8.53 亿, 维持“买入”评级。

手工工具业务有望保持一定增长, 智能产品初具规模

公司手工工具收入增速与主要市场 GDP 增速呈强正相关关系。据 IMF 及世界银行预测, 2018-2020 年全球 GDP 增速小幅回落, 公司手工工具内生增速或趋缓, 但收入仍有望保持一定增长。智能工具业务 2015-2017 年复合增长率为 275.23%, 收入初具规模, 未来有望成为公司收入新的增长点。

专注自主品牌发展, 并购战略或助公司持续快速发展

手工工具全球市场较为分散, 据 Stanley Investor Presentation, 2017 年全球手工工具市场的 CR4 为 39.8%, 并购整合空间广阔。据文中 Stanley 的案例显示, 外延并购与内生增长相结合, 可平滑经济周期, 保持稳定增长。巨星科技自 2010 年至今先后收购手工工具相关业务公司 6 个及品牌 23 个。据公司公告, 未来公司将持续收购著名五金工具品牌, 积极从 ODM 向 OBM 转型, 我们预计未来其自主品牌收入占比有望持续提高, 公司有望复制 Stanley 成长为巨头的道路。

贸易摩擦或优化竞争格局, 制造外迁有望弱化关税影响

中国外贸型手工工具行业有低利润率特点, 行业中大多数公司普遍无法在承担 25% 的关税后持续盈利, 或被迫选择放弃美国市场, 巨星科技或受益于行业竞争减少, 公司龙头地位更凸显。巨星科技凭借自己强大的全球化布局, 可较快调整生产销售体系, 迅速将一部分产能外移, 以规避关税影响, 公司或将快速构建“中国设计”+“中外制造”+“全球销售”型的新体系。

贸易摩擦对业绩影响可控, 低估值已反映悲观预期, 维持“买入”评级

预计巨星科技 2018-2020 年归母净利润 6.53 亿、7.50 亿、8.53 亿元, 同比增长 18.74%、14.93%、13.66%, 3 年复合增长率 15.76%, 对应 EPS 0.61、0.70、0.76 元, 考虑到公司受贸易摩擦影响总体可控, 且长期竞争格局优化及自主品牌发展会推动业绩增长及毛利率优化, 同时考虑公司历史估值, 参考其他有较大出口业务的工具类公司业绩增速及 Wind 一致预测 2018 年 PE 估值均值 18.95 倍, 给予巨星科技 2018 年 17-19 倍 PE 估值, 目标价 10.32-11.54 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外主要市场经济增长放缓, 汇率波动风险, 越南工厂投产进程不及预期, 中美贸易摩擦加剧, 收购整合不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,603	4,281	5,525	6,511	6,997
+/-%	13.44	18.80	29.07	17.84	7.48
归属母公司净利润(百万元)	621.64	549.82	652.88	750.38	852.86
+/-%	29.54	(11.55)	18.74	14.93	13.66
EPS(元, 最新摊薄)	0.58	0.51	0.61	0.70	0.79
PE(倍)	17.50	19.79	16.67	14.50	12.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

手工具行业龙头企业，手工具主业有望保持稳健内生增长.....	4
公司手工具业务收入增速与 GDP 增速强相关，主业有望保持稳健增长.....	5
智能产品初具规模，并购整合初见成效.....	6
回购有利于增强投资者信心.....	7
持续并购+差异化品牌打造巨头，并购战略或助推公司壮大.....	8
手工具市场容量大+行业集中度低，并购整合空间广阔.....	8
专注自主品牌发展，持续并购战略或助公司复制巨头成长轨迹.....	8
OEM 向 OBM 转型有望推动公司毛利率及议价能力提升.....	8
并购整合策略推动公司全球化布局，增加协同效应.....	10
案例分析：外延并购+差异化品牌策略铺就 Stanley 巨头成长之路.....	10
贸易摩擦或优化竞争格局，制造外迁有望弱化关税影响.....	14
行业低净利率或淘汰国内落后出口型同类公司，优化竞争格局.....	14
全球化布局使公司有条件迅速外迁制造，有望最小化关税影响.....	15
盈利预测与投资建议.....	17
盈利预测更新说明.....	17
历史估值及可比公司估值.....	19
PE/PB - Bands.....	20
风险提示.....	21

图表目录

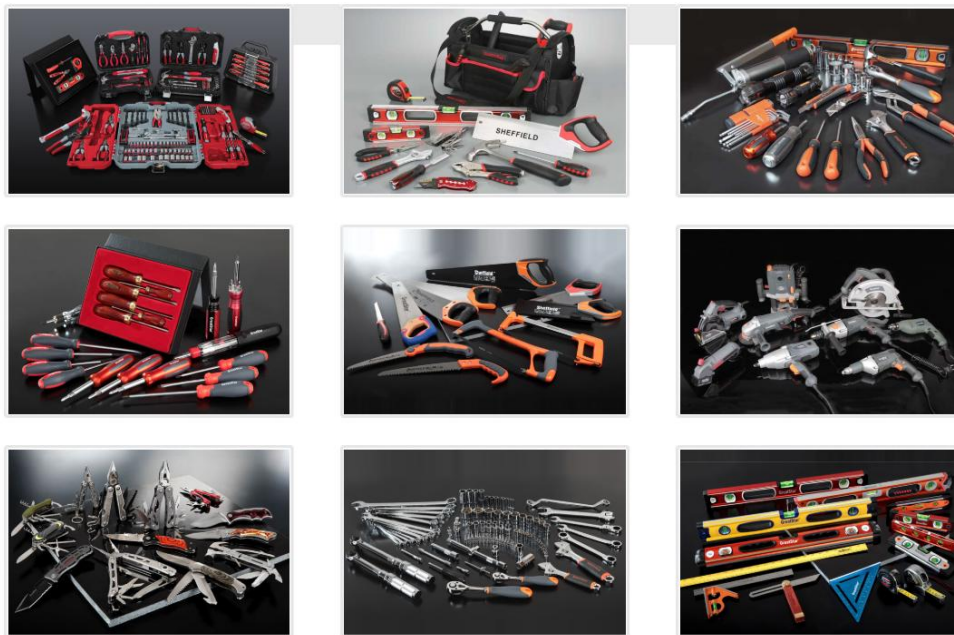
图表 1： 巨星科技手工具产品一览.....	4
图表 2： 公司十大股东及主要控股及参股公司一览（截至 2018 年三季报）.....	4
图表 3： 2013-2018 前三季度巨星科技主营业务收入及同比情况.....	5
图表 4： 2013-2018 前三季度巨星科技归母净利润及同比情况.....	5
图表 5： 2008-2017 年公司手工具+电动工具销售额及同比增速.....	5
图表 6： 2008-2017 年公司手工具及电动工具毛利率情况.....	5
图表 7： 2013-2020E 美国、欧洲及全球 GDP 实际增长率.....	6
图表 8： 2013-2018H1 巨星科技主营业务分产品占比情况.....	6
图表 9： 2013-2018H1 巨星科技毛利率及净利率情况.....	6
图表 10： 公司 2014 年至今智能工具业务相关投资公司及投资目的.....	7
图表 11： 可转债计划募集资金用途明细.....	7
图表 12： 2017 年手工具及电动工具市场销售额按产品占比.....	8
图表 13： 2017 年手工具及电动工具市场销售额按地区占比.....	8
图表 14： 2017 年手工具全球市场份额情况.....	8
图表 15： 2007-2018 前三季度 OBM 占总收入比重情况.....	9
图表 16： 2013-2017 年巨星科技新产品设计个数及研发投入情况.....	9
图表 17： 2008-2017 年 Snap-On 及巨星科技手工具业务毛利率情况对比.....	9

图表 18: 公司 2010 至今手工具业务相关收购公司及收购目的	10
图表 19: Stanley Black & Decker 三大业务示意图	10
图表 20: Stanley FY1987-2017 销售收入及归母净利润情况	11
图表 21: Stanley FY1987-2017 毛利率及净利率情况	11
图表 22: 2006-2018E Stanley Black & Decker 工具业务销售额内生同比增长率	11
图表 23: 1980-2017 年间 Stanley 与工具主业相关的收购一览	12
图表 24: Stanley 细分业务多品牌按两个维度分类示意图	12
图表 25: Stanley 多品牌按两个维度的定位示意图	12
图表 26: 低端消费级 Black & Decker 品牌产品示意图	13
图表 27: 高端工业级 MAC Tools 品牌产品示意图	13
图表 28: 2010-2017 年 Stanley 手工具及电动工具市场份额情况	13
图表 29: 美国手工具及电动工具进口额及从中国进口占比	14
图表 30: 2006-2017 年中国工具五金行业出口金额	14
图表 31: 2010-2017 年巨星科技及同行业可比公司海外业务收入占比	14
图表 32: 2010-2017 年巨星科技及同行业可比公司净利率情况	14
图表 33: WTO《原产地规则协议》简单示意图	15
图表 34: 巨星科技全球化业务布局示意图	16
图表 35: 2005-2017 年越南及浙江最低工资标准情况比较	16
图表 36: 2013-9M2018 主营业务收入及同比变化情况	17
图表 37: 2013-9M2018 归母净利润及同比变化情况	17
图表 38: 公司盈利预测调整表	17
图表 39: 2013-2018H1 公司手工具及电动工具收入变化（百万元）	18
图表 40: 公司手工具+电动工具业务收入增速假设表（百万元）	18
图表 41: 公司手工具+电动工具业务毛利率假设表	18
图表 42: 公司智能工具收入及毛利率增速假设表	19
图表 43: 公司期间费用率假设表	19
图表 44: 2010 年 7 月至 2018 年 11 月巨星科技 PE（TTM）情况	20
图表 45: 可比公司估值情况（20181203）	20
图表 46: 巨星科技历史 PE-Bands	20
图表 47: 巨星科技历史 PB-Bands	20

手工具行业龙头企业，手工具主业有望保持稳健内生增长

巨星科技是全球化布局的手工具行业的龙头企业。公司专业从事手动工具、激光产品、智能工具、服务机器人等产品研发、生产和销售，技术水平居行业前列。公司主要客户为 HOMEDEPOT, LOWES, Kingfisher, 家乐福和沃尔玛等欧美大型建材五金超市、大型百货连锁超市、全球工业企业工具供应商、欧美专业汽配连锁等，具有全球化的销售渠道。

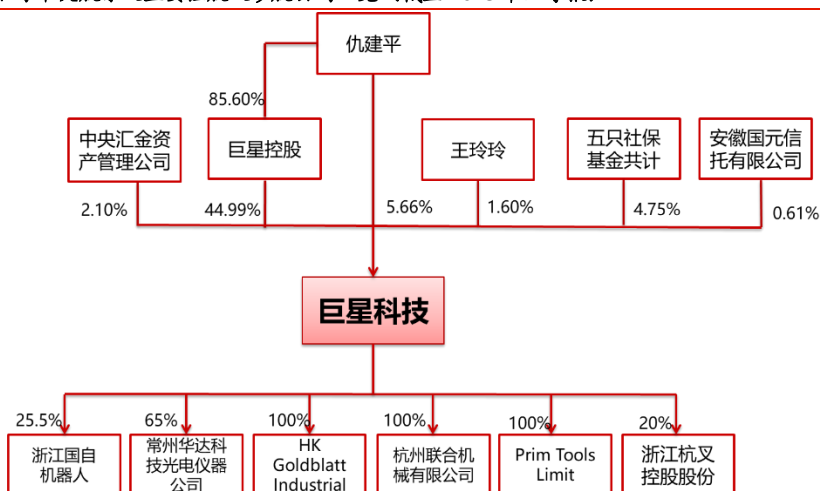
图表1：巨星科技手工具产品一览



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司实际控制人是董事长仇建平，截止 2018 年三季报拥有 44.17% 的股权。据公司 18 年三季报，公司十大股东中有五只是社保基金，社保基金持仓比例从 2018 年上半年的 2.35% 上升至第三季度末的 4.75%，社保基金加仓明显。公司董事长仇建平同时还任杭叉集团董事长，巨星科技持有杭叉控股股份 20% 的股权。

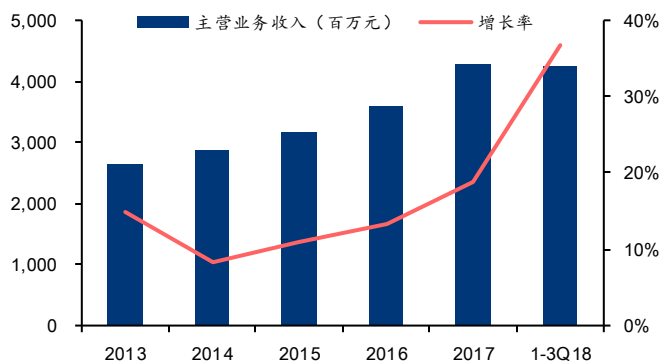
图表2：公司十大股东及主要控股及参股公司一览（截至 2018 年三季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

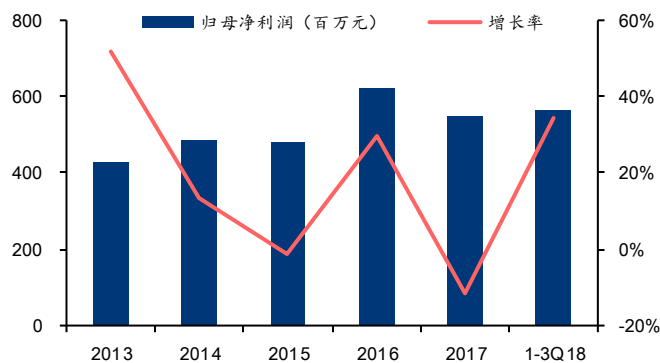
2018 年前三季度公司收入及归母净利润保持较高增速。据公司公告，2018 年前三季度实现收入 42.42 亿元，同比增长 36.74%，归母净利润 5.66 亿元，同比增长 34.14%。公司通过内生增长+外延并购双轮驱动，进一步巩固公司手工具龙头地位。公司在 2018 年 6 月完成对美国 ARROW 公司的产业整合，并出资 12 亿收购欧洲著名的专业工作存储解决方案提供商及设备制造商 Lista 公司，以进一步完善公司的产品链和欧洲制造服务体系。

图表 3: 2013-2018 前三季度巨星科技主营业务收入及同比情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 4: 2013-2018 前三季度巨星科技归母净利润及同比情况

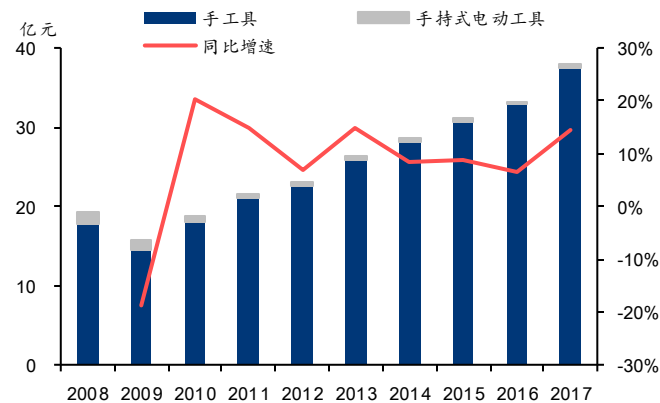


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司手工具业务收入增速与 GDP 增速强相关，主业有望保持稳健增长

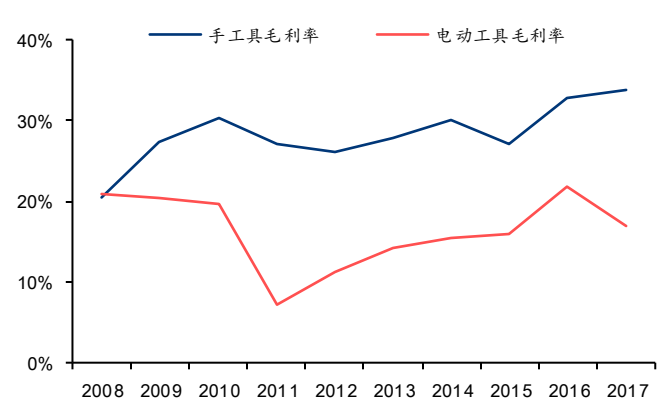
公司手工具及电动工具主业增长稳健，毛利率稳中有升。公司手工具及电动工具主业在 2010-2017 年间连续增长，销售额复合增长率为 11.73%；受益于规模效应，手工具业务毛利率由 2008 年的 20.46% 上升至 2017 年的 33.17%，提升 13.31 pp。

图表 5: 2008-2017 年公司手工具+电动工具销售额及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 6: 2008-2017 年公司手工具及电动工具毛利率情况

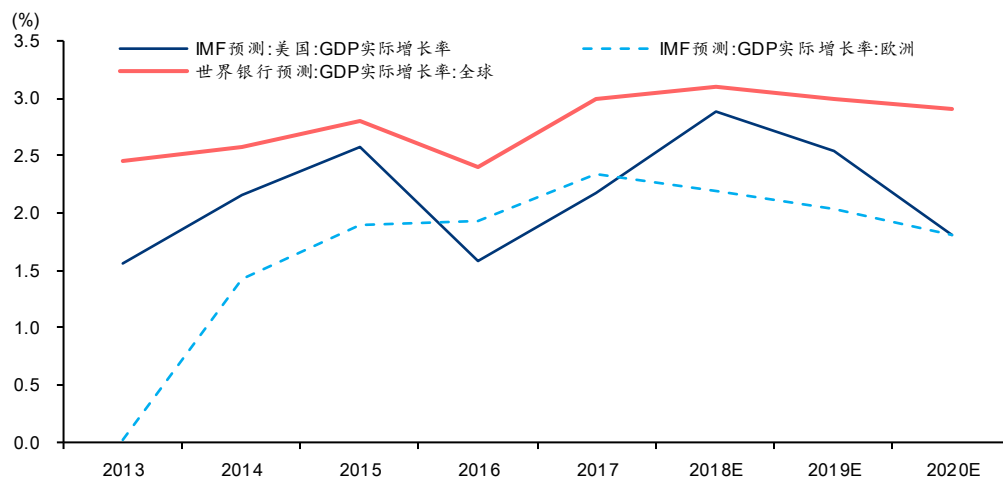


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司产品主要销往欧美市场，手工具销售额内生增速与其主要市场的 GDP 增速成强正相关。由于公司手工具同时面向消费级和工业级市场，下游应用广泛，涉及各行各业，手工具需求增速与其主要市场欧洲和美国的 GDP 增速相关。

据 IMF 及世界银行对欧美及全球 GDP 增速的预测，公司 18 至 20 年手工具主业销售收入有望保持一定增长。据 IMF 及世界银行的预测，2018-2020 年欧洲、美国及全球 GDP 增速有望在 2018-2020 年间略有下降，则公司手工具销售收入增速或将趋缓，但整体收入仍有望保持一定增长。

图表 7: 2013-2020E 美国、欧洲及全球 GDP 实际增长率

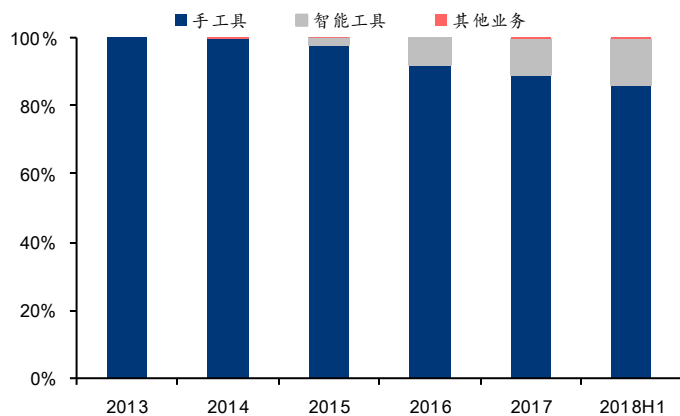


资料来源: IMF, 世界银行, 华泰证券研究所

智能产品初具规模, 并购整合初见成效

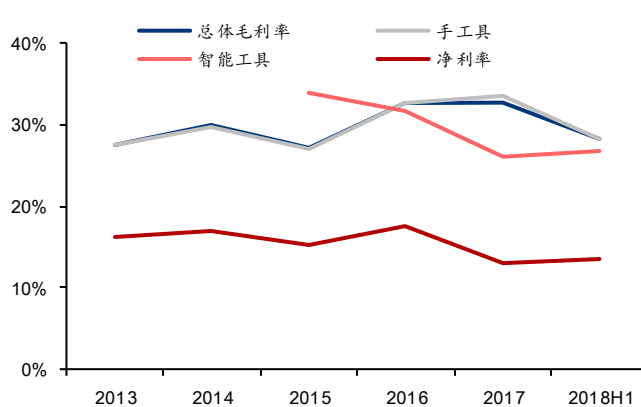
公司加速发展以激光测量仪器为首的智能产品, 收入占比不断提升。目前公司智能产品主要涵盖机器人、激光测量仪器、模块化仓储提取系统 (MSFS) 等。智能工具业务自 2014 年起步, 发展较为迅速, 2015-2017 年销售收入复合增长率为 275.23%, 2018H1 实现收入 3.03 亿元, 同比增长 65.29%, 占总营收 13.82%, 收入已初具规模。

图表 8: 2013-2018H1 巨星科技主营业务分产品占比情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 9: 2013-2018H1 巨星科技毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司通过并购整合, 切入智能工具领域。2014 年, 公司通过增资伟明投资 4589 万元成为中易和科技有限公司第一大股东, 4141.9 万元增资国自机器人成为其第一大股东, 成功进军智能装备领域。2015 年及 2016 年, 公司先后收购华达科捷 65% 股权及 Prim Tools 公司, 加强巨星科技在激光智能工具方面的竞争实力, 进一步布局智能装备产业。

图表 10: 公司 2014 年至今智能工具业务相关投资公司及投资目的

时间	投资公司	投资目的
2014 年 6 月	中易和科技有限公司	切入智能装备领域
2014 年 10 月	国自机器人	为全资子公司巨星机器人公司的发展提供了有利条件
2015 年 8 月	常州华达科捷光电仪器公司	加强巨星科技在激光投线仪、激光扫平仪的竞争实力 进一步布局智能装备产业
2016 年 12 月	PRIM TOOLS LIMITED (原瑞士徕卡子公司)	加强激光智能工具研发制造实力, 完善智能工具产业链

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司深化在智能工具业务方面对收购及参股公司的布局, 对其技术的吸收整合已初见成效。公司通过对国自机器人技术的整合和吸收, 出品了机器人产品和模块化存储提取系统服务。据公司公告, 公司在 2017 年 5 月至 2018 年 11 月间和美国史泰博先后签订其位于宾夕法尼亚、明尼苏达、加利福尼亚和佛罗里达州仓库的机器人服务协议, 共计约 2173.12 万美元, 巨星将为其提供机器人产品和模块化存储提取系统服务 (MSFS)。此外, 据公司公告, 公司利用参股公司微纳科技在 32 位数据处理 SoC 系列芯片和 2.4G/BLE/WiFi 射频收发 SoC 系列芯片上的优势地位和先进的智能人机交互智能无线互联技术, 成功开展了和美国 LOWES 在智能家居业务上的全面合作。

依托手工具主业拓展渠道, 公司可持续拓展智能工具业务, 未来或将成为另一增长点。公司目前智能工具业务的客户与手工具业务客户重合较多, 如智能家居业务的客户 LOWES, 机器人产品和模块化存储提取系统服务的客户史泰博, 以及利用手工具同一渠道铺货的消费级激光测量仪器。未来公司可利用手工具主业丰富的渠道优势, 以布局智能工具业务, 使智能工具业务成为另一增长点。

回购有利于增强投资者信心

公司实施回购股份计划, 有利于增强投资者信心。据公司 11 月 26 日公告, 公司拟回购资金总额不少于 (含) 人民币 1 亿元, 不超过 (含) 人民币 2 亿元, 回购股份价格不超过 (含) 人民币 17.5 元/股。根据最高回购规模、最高回购价格上限测算, 预计回购股份数量为 11,428,571 股, 约占公司目前总股本的 1.06%。拟回购的股份将用于实施股权激励计划、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

公司可转债计划为其进一步发展提供资金支持, 并彰显公司对内在价值的信心。据公司 11 月 24 日公告, 公司拟发行期限为 6 年的不超过 102,620 万元的可转债, 转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止, 募集资金主要用于智能激光测量仪器及智能家居生产基地建设项目、工具箱柜生产基地建设项目、智能仓储物流基地建设项目及研发中心建设项目等。公司实施可转债计划, 募得资金主要用于优化生产布局, 提高整体生产效率, 落实未来发展战略。

图表 11: 可转债计划募集资金用途明细

项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金 (万元)
激光测量仪器及智能家居生产基地建设项目	20,426.00	20,426.00
工具箱柜生产基地建设项目	26,776.00	26,776.00
智能仓储物流基地建设项目	23,290.00	23,290.00
研发中心建设项目	7,768.00	7,768.00
补充流动资金	24,000.00	24,000.00
合计	102,260.00	102,260.00

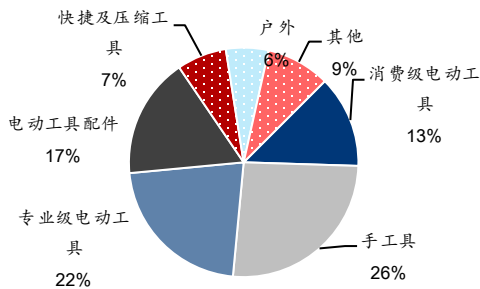
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

持续并购+差异化品牌打造巨头，并购战略或助推公司壮大

手工具市场容量大+行业集中度低，并购整合空间广阔

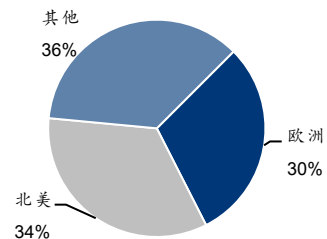
手工具市场空间广阔，欧美是两个主要消费市场。据 Stanley Investor Presentation 数据，2017 年全球手工具及电动工具市场销售额约为 590 亿美元，其中包括专业级、消费级、户外和配件的电动工具市场销售额约为 440 亿美元，手工具市场销售额约为 150 亿美元。其中，北美和欧洲是两大主要消费市场，分别占总销售额的 34% 和 30%。据 Technavio 预测，2018-2022 年全球手工具市场复合增长率将接近 4%。手工具及电动工具市场按终端使用者分为消费级和专业级。据 Technavio 数据，2017 年专业级占到总市场销售额的 58%。

图表 12： 2017 年手工具及电动工具市场销售额按产品占比



资料来源：Stanley Investor Presentation，华泰证券研究所

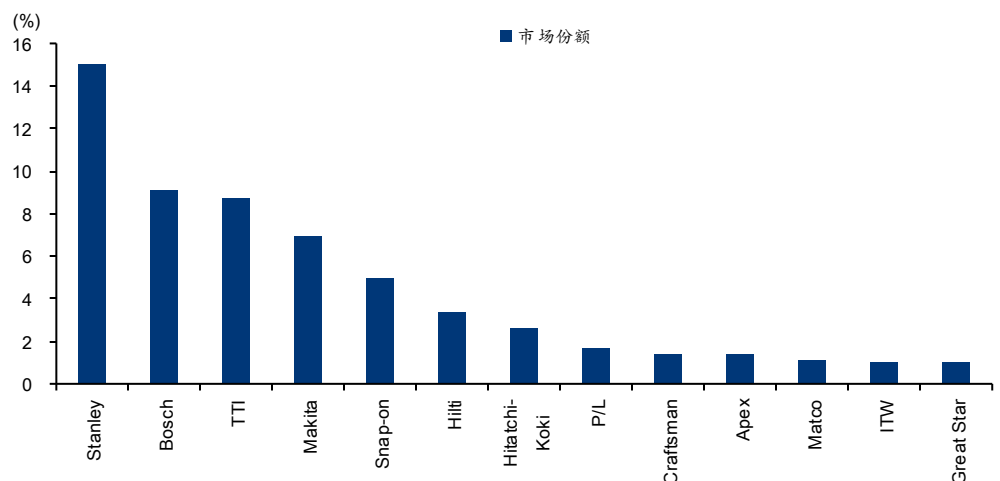
图表 13： 2017 年手工具及电动工具市场销售额按地区占比



资料来源：Stanley Investor Presentation，华泰证券研究所

手工具全球市场较为分散，Stanley 居行业首位，高出第二位 5.9 pp。据 Stanley 的 Investor Presentation，2017 年全球手工具市场的 CR4 为 39.8%，前四强的公司分别是美国的 Stanley Black and Decker，德国的 Bosch，香港的 TTI 和日本的 Makita，其中 Stanley Black and Decker 市场份额显著高于其余公司。

图表 14： 2017 年手工具全球市场份额情况



资料来源：Stanley Investor Presentation，华泰证券研究所

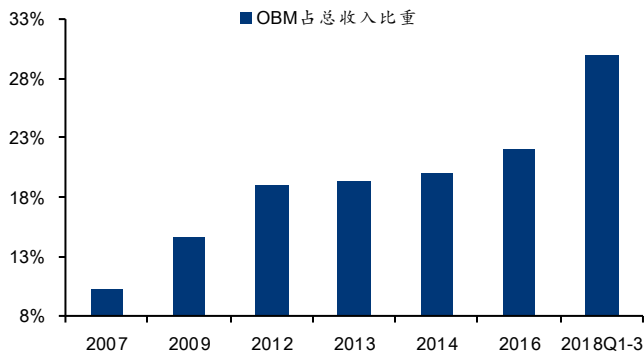
专注自主品牌发展，持续并购战略或助公司复制巨头成长轨迹

OEM 向 OBM 转型有望推动公司毛利率及议价能力提升

巨星科技注重自主品牌发展，积极从 OEM 向 ODM 再向 OBM 转型，我们预计未来其自主品牌收入占比有望持续提高。公司主营产品是针对家庭日用和专业人士的耐用消费品，而自有品牌则是公司向消费者长期提供产品和服务的有效保证，所以公司长期致力于自有

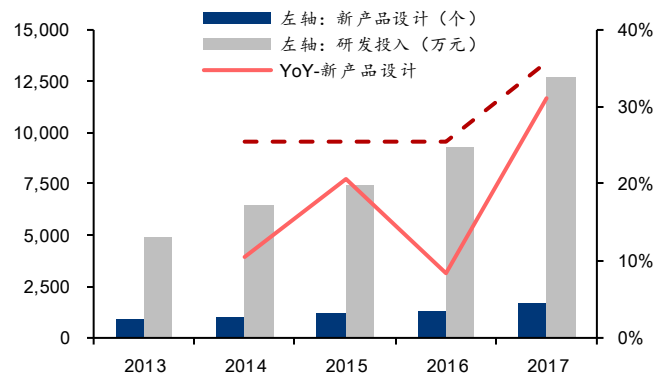
品牌的打造和发展，不断提高公司产品设计能力。据公司招股说明书、年报及官网数据，公司自主品牌收入占比从 2007 年的 10.27% 提高至 2018 前三季度的约 30%，体现公司自有品牌战略的有效性，我们预计公司自主品牌收入占比有望持续提高。

图表 15: 2007-2018 前三季度 OBM 占总收入比重情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，公司官网，华泰证券研究所（2007-2018 年中未出现年份的数据未披露）

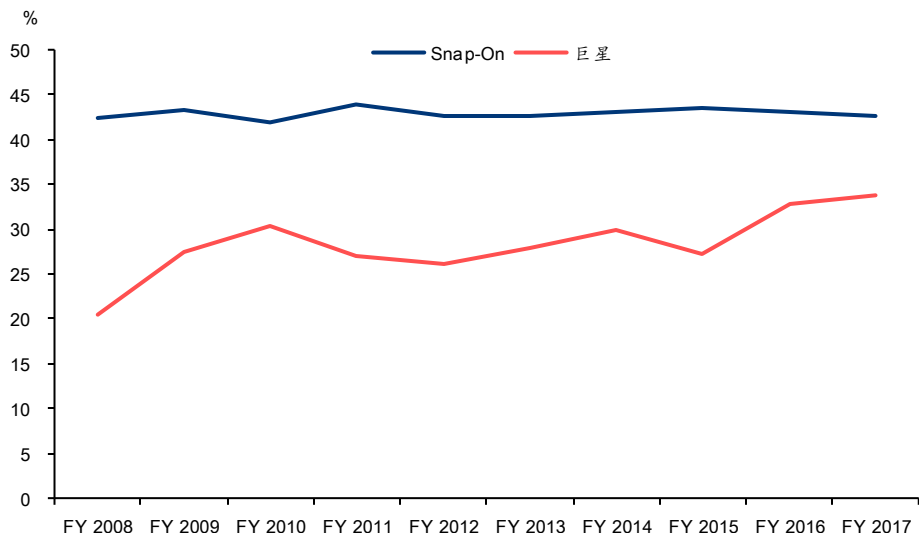
图表 16: 2013-2017 年巨星科技新产品设计个数及研发投入情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

OBM 模式的毛利率普遍高于 ODM，由 ODM 向 OBM 转型可提升公司议价能力及盈利能力。由于公司报表披露口径所限，我们仅能获得全球第五大工具公司 Snap-On 的工具业务毛利率情况。Snap-On 采用 OBM 模式，旗下有近 10 个手工具知名品牌。据 Bloomberg，2008-2017 年 Snap-On 工具业务毛利率稳定在 40%-45% 之间，而巨星科技 2008 年的手工具毛利率仅为 27.39%，但公司在逐渐培育自有品牌的过程中，手工具毛利率稳步上升至 2017 年的 33.77%。

图表 17: 2008-2017 年 Snap-On 及巨星科技手工具业务毛利率情况对比



资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

公司持续投入研发，增强其新产品设计能力，为品牌质量和实用性保驾护航。据公司公告，2017 年当年公司设计新产品 1706 件，相比 2013 年设计 900 件新产品，复合增长率为 17.34%。公司的创新优势为其持续保持在全球手工具行业的领先地位提供了有力支撑，确保公司不断根据市场的需求迅速地推出新产品，不断提高产品附加值，增强公司自主品牌发展和议价能力提升。

并购整合策略推动公司全球化布局，增加协同效应

公司通过并购整合拓宽渠道，完善公司品牌图谱，持续并购战略或助公司复制手工具巨头成长轨迹。公司自 2010 年至今先后收购手工具相关业务公司 6 个及品牌 23 个，不仅扩大产品线、提高生产能力，还通过对收购品牌的整合加大公司自主品牌的国际占有率，提升公司的国际影响力。巨星科技长期致力于自有品牌的打造和发展，自有品牌 Sheffield、ARROW、WORKPRO、EVERBRITT、PONY 等的市场知名度持续上升。据公司公告，未来公司将持续收购类似 ARROW 这样的著名五金工具品牌，并且将之整合入公司自有品牌系列，共同向全球进行品牌宣传和推广，不断提高自有品牌销售占比。多品牌战略或将帮助公司复制海外龙头成长为巨头的道路。

图表 18：公司 2010 至今手工具业务相关收购公司及收购目的

时间	收购公司	收购目的
2010 年 9 月		拥有 11 个专业的手工具品牌，其中建筑工具品牌“Goldblatt”始创于 1885 年，拥有 100 多年的历史
2012 年 12 月	浙江国新工具有限公司	扩大产品线提高生产能力
2016 年	ADJUSTABLE CLAMP COMPANY D PONY TOOLS, INC. EASY WOOD TOOLS	收购 PONY, JORGENSEN 等 12 个专业的手工具品牌，加大公司自主品牌的国际占有率，进一步提升公司产品的国际竞争力
2017 年 5 月	美国著名工具品牌 ARROW Fastener Co	加强自有品牌的建设和国际影响力
2018 年 7 月	欧洲高端专业工作存储解决方案龙头企业 Lista	加强欧洲市场的分销体系和服务能力，渠道优势进一步凸显

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

并购整合策略推动公司全球化布局，增加协同效应。公司可充分发挥其在美国的渠道优势和收购的 PONY、JORGENSEN 等品牌优势，将公司自有品牌在美国渠道铺开；同样，公司也可充分发挥其在欧洲收购的 LISTA 原本的销售渠道优势，将自有品牌向欧洲输送，增加协同效应，获得“1+1>2”的效果。

案例分析：外延并购+差异化品牌策略铺就 Stanley 巨头成长之路

Stanley Black & Decker 是世界上最大的五金工具生产商。公司是在 2010 年 3 月由 Stanley Work 并购 Black & Decker 后改名为 Stanley Black & Decker，公司有三块主要业务，一是工具和工具箱业务，包括手动及电动工具，公司是全球最大的五金工具及工具箱生产厂商，二是安保类产品，公司是全球第二大商业电子警报系统供应商，三是工业紧固件业务。

图表 19：Stanley Black & Decker 三大业务示意图



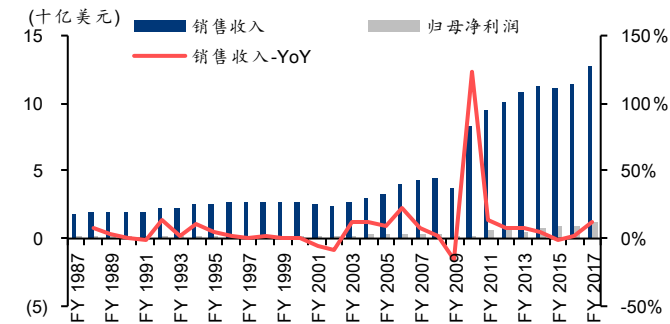
资料来源：Stanley Black & Decker 官网，华泰证券研究所

公司保持稳定快速增长，据公司公告，2013-2017 年经营性现金流复合增长率为 11%。公司成立于 1843 年，最早是由 Frederick T Stanley 创立的一个制作螺栓和铰链的小作坊。通过不断研发创新，供应链优化管理，全球化布局及并购整合，公司稳健成长为全球最大的五金工具生产商，拥有 50 万个品种的产品，1.3 万注册专利，在全球 50 个国家拥有超过 5.2 万员工，公司目前在工具业务方面拥有 14 个品牌。

外延并购与内生增长并举，支持 Stanley 持续快速扩张

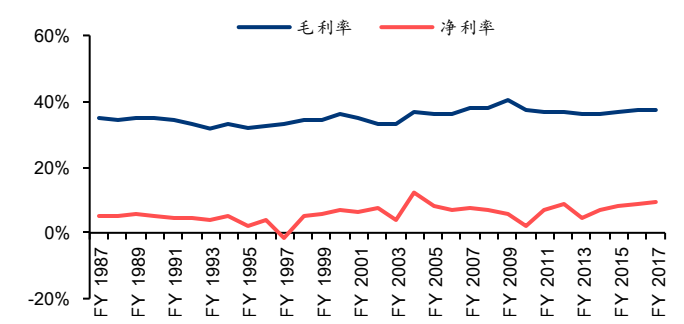
持续的外延并购能为公司提供额外的增长动力。Stanley 在 2000 年前的并购活动相对较少，据公司年报，1987-2000 年间仅有 4 次并购，Stanley 在 2000 年前收入保持稳定较低增长，1987-2000 年收入复合增长率为 3.48%。在 2000 年后公司开始有较为频繁的并购活动，收入复合增长率有显著提升。据公司年报，2000-2017 年间公司一共进行了 21 次收购，因此 2000-2017 年间收入复合增长率为 9.44%。公司毛利率在 1987-2017 年间稳定在 30%-40% 之间。

图表 20: Stanley FY1987-2017 销售收入及归母净利润情况



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

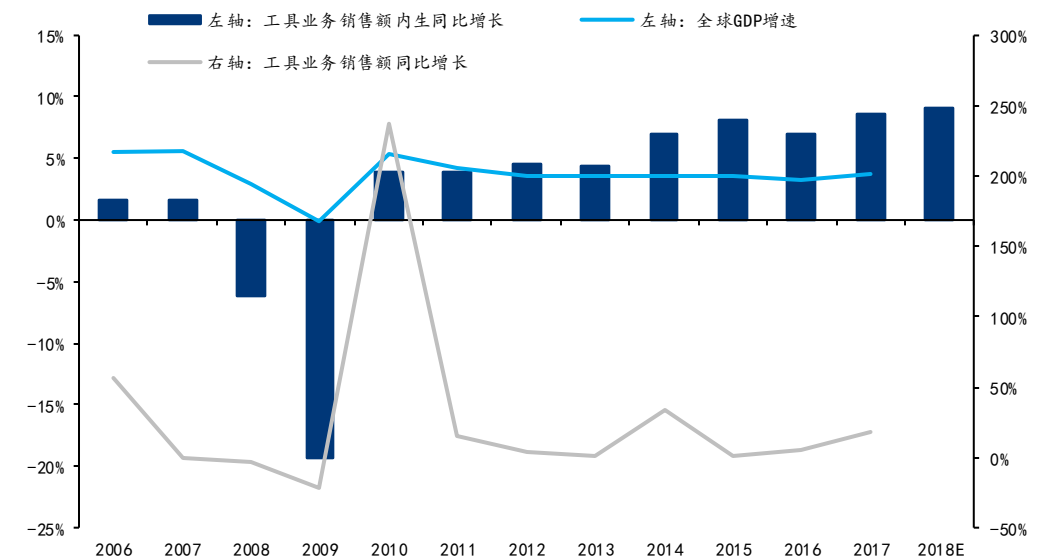
图表 21: Stanley FY1987-2017 毛利率及净利率情况



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

公司工具业务收入内生增长也与 GDP 增速强相关，受益于美国经济走强，公司工具业务内生增长近几年加速。据 IMF 及公司年报 2006-2017 年的数据，得公司工具销售额内生增速与主要市场 GDP 增速呈强正相关关系。据公司年报，公司在 2012-2017 年间在美国的营收占比从 47.9% 上升至 54.3%，受益于美国经济复苏走强，公司工具业务内生增长在 2017 年达到 2006 年来最高点 8.6%。

图表 22: 2006-2018E Stanley Black & Decker 工具业务销售额内生同比增长率



资料来源：Stanley Black & Decker 公司年报，IMF，华泰证券研究所

公司通过外延并购与内生增长，平滑经济周期，保持稳定增长。公司在 2009 年由于全球金融危机影响，收入出现短暂的下滑，但公司在 2010 年进行了大规模并购，通过对美国手工工具制造商 Black & Decker 和电动工具制造商 DeWalt 的收购整合，实现了 2010 年收入同比增长 123.27%，由于并购整合后，品牌之间的协同效应逐步显现，在金融危机爆发后需求疲软的恢复期，Stanley 仍旧保持不低的收入增速。

图表 23: 1980-2017 年间 Stanley 与工具主业相关的收购一览



资料来源: Stanley 官网, 华泰证券研究所

差异化品牌策略, 精准定位更大受众范围

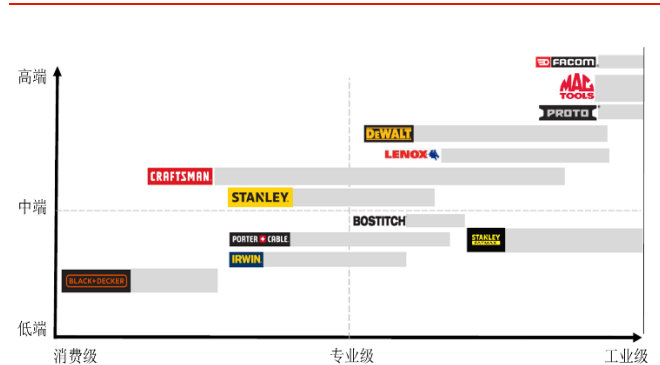
公司通过针对性并购完善公司在两个维度上的品牌定位分布, 扩大品牌受众范围。公司在低端到高端及消费级到工业级的两个维度上的合理范围内布局了差异化的品牌, 如消费级（面向普通消费者市场）的品牌集中于中低端范围, 在消费者可承受范围内, 注重物美价廉及品牌维护。在工业级市场（面向专业化操作者或企业）的品牌多集中在中高端范围, 注重产品性能的优越性及功能的强大性, 着重渠道开拓。通过合理化、差异化布局, 公司捕获了几乎所有工具使用者作为受众。

图表 24: Stanley 细分业务多品牌按两个维度分类示意图



资料来源: Stanley Investor Presentation (2018.10), 华泰证券研究所

图表 25: Stanley 多品牌按两个维度的定位示意图



资料来源: Stanley Investor Presentation (2018.10), 华泰证券研究所

公司充分考虑发展进程和经济环境, 有针对性地在不同时期收购不同品牌, 完善公司差异化品牌图谱。公司最早是以 Stanley 这个商标起家, 这个商标的定位就较为中性, 处在两个维度的中央, 以期下可对接零售消费者, 上可对接专业批发商。由于工业级市场显著大于消费级市场, 公司为了扩张到更大的受众范围, 在 1980 年收购 MAC Tools, 将品牌拓展至高端工业级。而在 2009 年, 后金融危机时代, 公司收购了低端消费级的 Black & Decker, 充分考虑到受金融危机影响, 经济发展萧条, 消费者购买力下降的现状, 企图用低价吸引消费者。

图表 26: 低端消费级 Black & Decker 品牌产品示意图



资料来源: Stanley Company Brochure, 华泰证券研究所

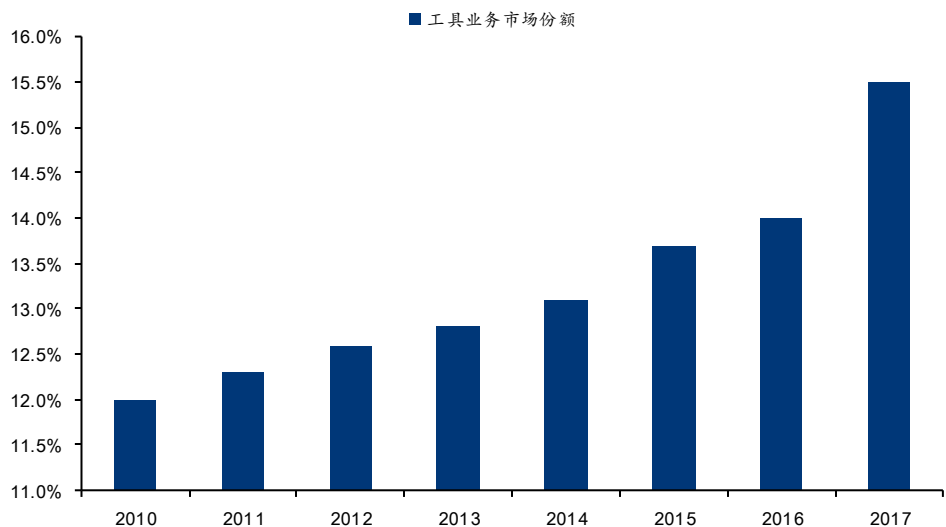
图表 27: 高端工业级 MAC 品牌产品示意图



资料来源: Stanley Company Brochure, 华泰证券研究所

多品牌策略可以淡化公司形象，避免品牌之间的负面影响，达到“1+1>1.5”的效果。据 2017 年年报，截止 2017 年底，Stanley 拥有超过 18 个品牌共 50 万件不同型号的商品。对消费者来说，很少有消费者能清楚知道这 18 个品牌均属于 Stanley 公司。这 18 个品牌中有一些类似品牌之间会有竞争，虽然会部分减少单个品牌的销量，但总销量将大于只运营一个品牌的销量，达到“1+1>1.5”的效果。通过 2010-2017 年的品牌布局，据 Stanley 2018 年 10 月的 Investor Presentation，Stanley 手工具及电动工具全球市场份额由 2010 年的 12% 提升至 2017 年的 15.5%，多品牌战略效果明显。此外品牌之间的相互独立，可以有效避免其相互的负面影响，分散风险。

图表 28: 2010-2017 年 Stanley 手工具及电动工具市场份额情况



资料来源: Stanley Investor Presentation (2018.10), 华泰证券研究所

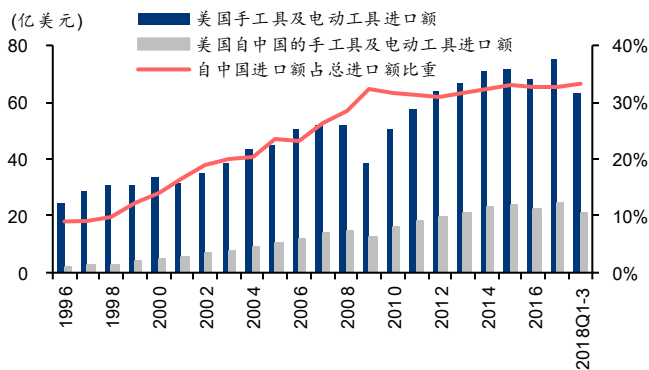
贸易摩擦或优化竞争格局，制造外迁有望弱化关税影响

国际贸易环境变化或将推进传统外贸型机械产业的并购整合，龙头公司优势更加突出。国际贸易环境变化或将搅乱某些传统机械行业的竞争格局，出清过剩产能，有潜力的龙头公司或将通过并购整合进一步做大做强。具有全球销售渠道的国产“隐形冠军”或将快速构建“中国设计”+“中外制造”+“全球销售”型的新体系。

行业低净利率或淘汰国内落后出口型同类公司，优化竞争格局

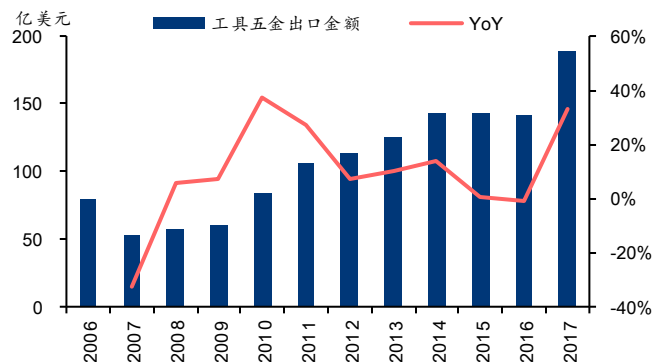
中国手工具和电动工具企业多为出口导向型，美国是国内五金工具厂商主要出口国之一。据宜选网，2017 年我国生产的五金工具约 60% 出口到海外市场，截止 2017 年底，全国大大小小的五金制品企业达到 3 万家左右，规模以上仅占总数的 2.2%，大多数企业以 OEM（贴牌生产：不含设计）为主，毛利率显著低于 ODM（贴牌生产：含设计）与 OBM（自有品牌生产）。

图表 29：美国手工具及电动工具进口额及从中国进口占比



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

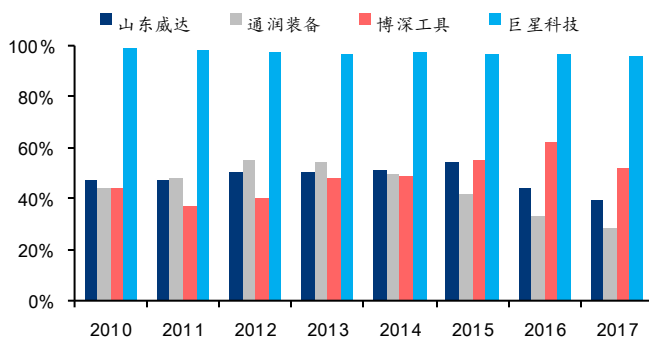
图表 30：2006-2017 年中国工具五金行业出口金额



资料来源：中国五金制品协会，华泰证券研究所

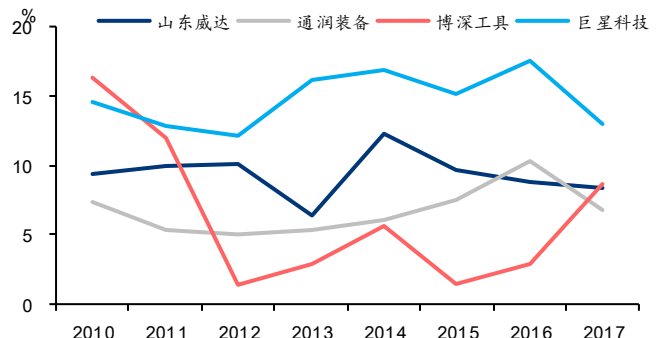
中国外贸型手工具行业有低利润率特点，或受中美贸易摩擦影响严重。据公司年报，巨星科技 2017 年净利率为 13%。其余同行业公司 2017 年净利率显著低于巨星科技，据各公司年报，山东威达、通润装备和博深工具 2017 年净利率分别为 8.42%，6.71% 和 8.62%。与 25% 的关税相比，差距较为明显。虽然据白宫声明，将对 2000 亿商品保持 10% 的关税，给予 90 天的缓冲期，但若无法达成协议，仍有可能将关税提高至 25%。企业多以 OEM 为经营模式，利润率或显著低于采用 ODM 和 OBM 混合的巨星科技。由于低附加值的商业模式，致使议价能力较弱。行业中大多数公司普遍无法在承担 25% 的关税后持续盈利，小规模公司或无能力规避关税，被迫选择放弃美国市场。

图表 31：2010-2017 年巨星科技及同行业可比公司海外业务收入占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 32：2010-2017 年巨星科技及同行业可比公司净利率情况



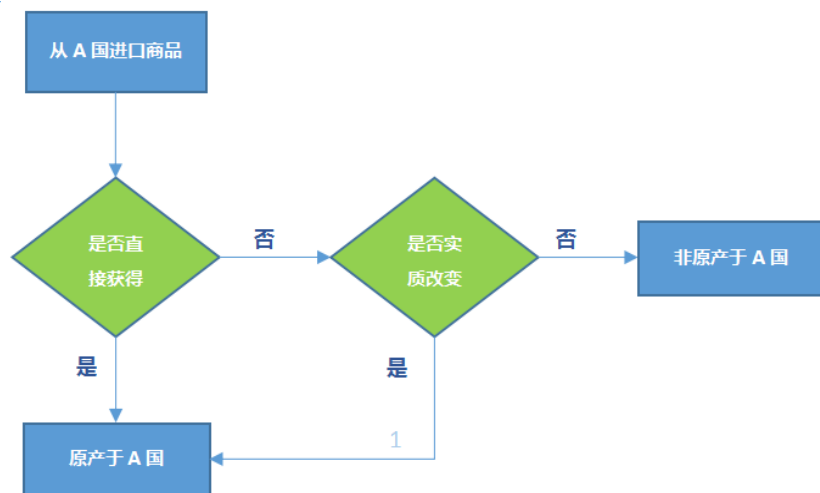
资料来源：Wind，华泰证券研究所

巨星科技或受益于行业竞争减少，公司龙头地位更加凸显。中美贸易摩擦虽短期拖累外贸型企业毛利率水平，但有望促使中国外贸型手工具行业并购整合。巨星科技的 ODM+OBM 盈利模式给公司带来更大用户粘性，更高附加值。据调研，公司 FOB 的交货条款保证 2018 年 10% 的关税完全转嫁到美方客户。由于公司产品有质量保证，产能在供货商处短时间无法被其他竞争者代替，使公司有较大议价能力。在 25% 的关税分担的谈判中，公司将处于优势地位，可议价范围较大。通过行业被动洗牌，出清低效产能，行业竞争格局或将改善，巨星科技或将巩固龙头地位。

全球化布局使公司有条件迅速外迁制造，有望最小化关税影响

规避中美贸易摩擦关税的破局点在原产地规则，通过第三国加工改变货物原产地或可规避关税影响。美国对进口商品征收关税采取的是非优惠国原产地规则，美国商务部及海关会综合考虑商品的附加值、在第三国加工的复杂程度、经过加工后的产品是否与下游产品属于同一类型、最终用途的改变等因素来决定该商品的原产地。企业可以将商品加工工序分段进行，将产品生产的部分加工工序转移到第三国，通过加工改变原产地。工序设计时，对照原产地规则中的实质性改变规则，可以选择税则归类改变的加工工序或者参照其他实质性改变的标准设计加工工序。

图表 33: WTO《原产地规则协议》简单示意图



资料来源：毕马威咨询，华泰证券研究所

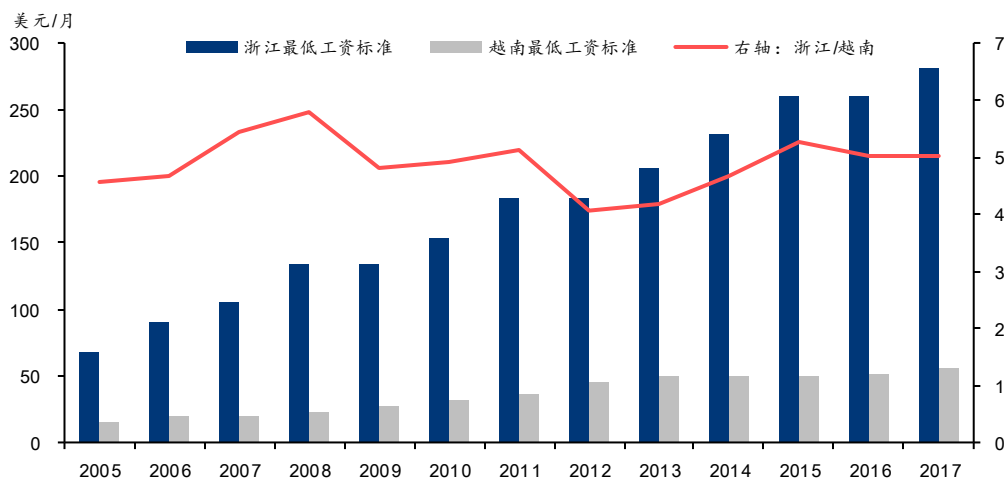
巨星科技凭借自己强大的全球化布局，可以较快调整生产销售体系，迅速将一部分产能外移，以规避关税影响。据公司公告，公司于 2018 年 7 月份完成对欧洲 Lista 的收购，获得欧洲制造基地和大量分销渠道，可应对一部分美国市场关税的冲击；另一方面，公司计划将一部分产能外移。据 2018 年 10 月公告，由于公司 65% 的销售收入来源美国，受中美贸易摩擦影响，公司积极转型，拟使用自有资金 3000 万美元投资越南设立工厂。据调研，越南基地运行已正式开始，预计明年 3 月份正式投产，第一期或可提供对美订单 25% 左右的产能；基地预计在 2020 年年初完全建成，可支持目前美国订单 80%-90% 的产能。

图表 34： 巨星科技全球化业务布局示意图

资料来源：巨星科技官网，华泰证券研究所

中美贸易摩擦暂缓给予公司更充裕时间以布局越南工厂。据白宫声明，G20 峰会中美达成共识，暂缓原计划于 2019 年初加征 25% 关税的举措，并将给予 90 天的缓冲期用以进一步与中方协商。这一举措将给予公司更充裕的时间以调整生产销售体系。

巨星科技受中美贸易摩擦驱动，或将快速构建“中国设计”+“中外制造”+“全球销售”型的新体系。据 CEIC 数据，2017 年浙江工人的最低工资标准约为越南工人最低工资标准的 5 倍，将劳动密集型的工具生产装配车间移至越南将较大降低公司人工成本的支出。公司将相对后道的劳动密集型组装工序移到越南，将核心的设计部分留在国内，既能受益于越南相对低廉的人工成本，又能利用国内相对先进的技术和配套设施，最大程度利用两边的优势，构建“中国设计”+“中外制造”+“全球销售”型的新体系。

图表 35： 2005-2017 年越南及浙江最低工资标准情况比较

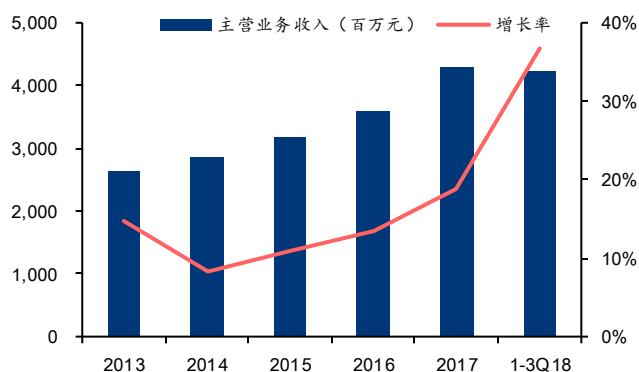
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测更新说明

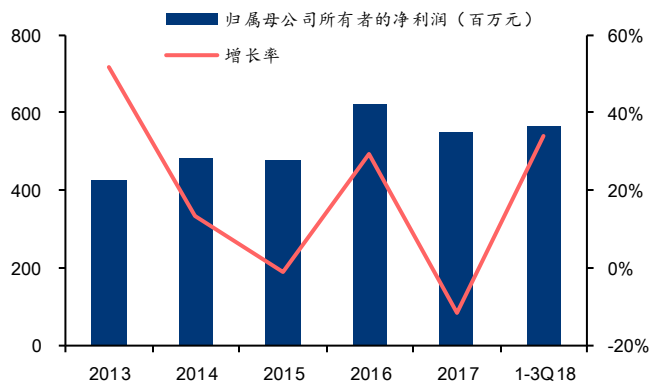
根据市场及公司变化下调盈利预测。1) 手工具及电动工具业务：主业实现稳定增长，毛利率略微下滑；2) 智能工具业务：公司智能工具业绩增速低于预期，其新拓展智能家居及机器人模块化存储系统毛利率低于原业务平均，致毛利率下滑较为明显；3) 公司并购的欧美公司管理费用率水平高于公司本身业务，拉高公司整体费用率。据此我们对各板块指标进行调整：

图表 36： 2013-9M2018 主营业务收入及同比变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 37： 2013-9M2018 归母净利润及同比变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 38： 公司盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）		现预测（调整后）		变化幅度（pp）	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
收入增速（%）	12.13%	19.57%	29.07%	17.84%	16.94	(1.73)
毛利率（%）	33.97%	32.98%	29.51%	28.79%	(4.46)	(4.19)
期间费用率（%）	9.69%	9.32%	12.75%	14.11%	3.06	4.79
归母净利润（百万元）	963.43	1,069.86	652.88	750.38	(32.23)	(29.86)
EPS（元）	0.90	0.99	0.61	0.70	(32.23)	(29.86)

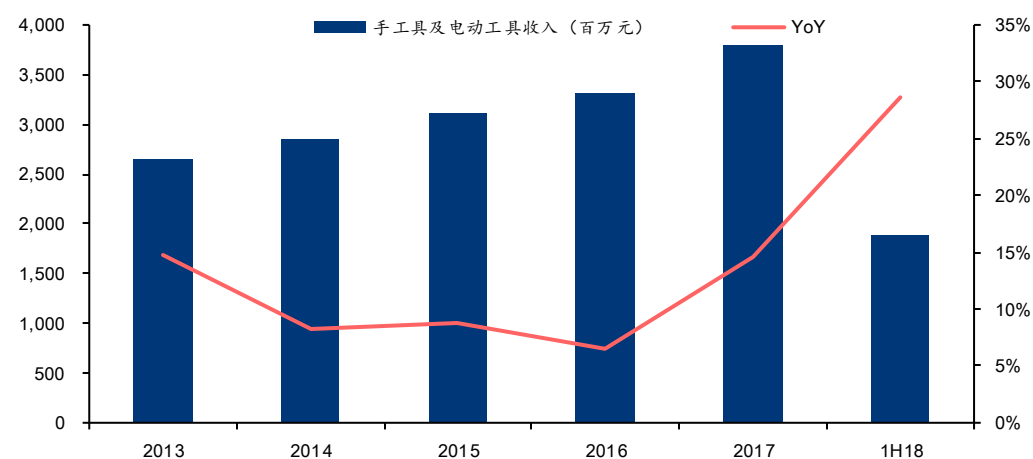
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

手工具及电动工具业务

2018 年起公司财报修改分业务口径，将手工具及电动工具合并披露。2018H1 该业务收入 18.88 亿元，同比增长 28.63%。前文已论述手工具内生增长与主要市场的 GDP 增速成强正相关关系，据 IMF 及世界银行的预测，2018-2020 年巨星科技主要市场的 GDP 增速分别为 2.62%、2.36%及 1.87%。考虑到中美贸易摩擦或致竞争格局改善，10%关税或已使部分小公司放弃美国市场，公司或可快速提升市场份额。我们预计公司 2018 年收入内生增速将略高于 2017 及 2016 达到 8%，但由于 2019-2020 年 IMF 及世界银行预测 GDP 增速放缓，我们预计公司 2019-2020 年该业务收入内生增速分别 7%、6%。

此外，我们预计 Arrow 和 Lista 在并购协同效应作用下将保持稳健增长。综合考虑 Arrow 自 2017 年 7 月并表及 Lista 自 2018 年 7 月并表对 2018 及 2019 年度的影响，我们预计 2018-2020 年公司该业务收入增速分别为 29.0%、18.2%、7.2%。

图表 39: 2013-2018H1 公司手工具及电动工具收入变化 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 40: 公司手工具+电动工具业务收入增速假设表 (百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
手工具+电动工具内生收入	3,112.50	3,315.01	3,535.56	3,818.41	4,085.70	4,330.84
YoY-手工具/电动工具内生收入	8.72%	6.51%	6.65%	8.00%	7.00%	6.00%
LISTA	-	-	-	403.09	927.10	1,019.81
YoY-LISTA					15.00%	10.00%
ARROW	-	-	263.68	680.00	782.00	860.20
YoY-ARROW				28.94%	15.00%	10.00%
总计	3,112.50	3,315.01	3,799.24	4,901.49	5,794.79	6,210.85
YoY	8.72%	6.51%	14.61%	29.01%	18.23%	7.18%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

据公司公告, 2018H1 公司手工具及电动工具毛利率为 28.29%, 据调研, 公司采用 FOB 交易原则, 受贸易摩擦影响, 2018 年下半年向美国出口贸易将产生 10% 的关税, 主要由客户承担, 我们预计将不影响第三、四季度的毛利率, 因此我们预计 2018 年手工具全年毛利率或将与 2018H1 持平, 为 28.29%。根据白宫最新的声明, 最坏情况下, 25% 的关税将延期 90 天后生效, 我们采用此最保守假设, 假设 2019 年 3 月起 25% 的关税按期生效, 据 2018 年 10 月公司公告, 公司有约 65% 的销售收入来自美国, 假设 2018 及 2019 年收入结构不变, 第一季度收入为全年的 1/4, 并根据调研信息假设 2019 年 3 月份越南工厂能提供美国产能的 25%, 到年末越南工厂能提供美国产能的 80%, 计算得 2019 年公司将约有 15% 的手工具业务销售收入超出越南产能, 且公司将为超出越南产能的部分承担一半的关税, 据此我们预计 2019 年毛利率为 26.5%。假设 2020 年公司越南产能部分将能完全释放, 叠加公司自有品牌收入占比提升促进毛利率提升影响, 毛利率预计将回升至 28.29%。据调研, 2017 年 Lista 的毛利率为 34%; 据公司公告, 2016 年 Arrow 的毛利率为 38%, 我们预计 Lista 和 Arrow 的毛利率不变。

图表 41: 公司手工具+电动工具业务毛利率假设表

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
手工具+电动工具	27.0%	32.6%	33.2%	28.3%	26.5%	28.3%
Lista				34.0%	34.0%	34.0%
Arrow			38.0%	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

智能工具业务

据公司公告，2018H1 公司智能工具收入 3.03 亿元，同比增长 65.3%。考虑到公司 2017 年 12 月底中标美国劳氏的 Smart Home 项目核心项目，并持续向史泰博公司交付机器人产品和模块化存储提取系统服务，公司有望依托手工工具主业拓展渠道，持续拓展智能工具业务。同时考虑到公司智能工具业务已成规模，基数较 2015 至 2016 年更大，增速或将逐步放缓，我们预计，2018-2020 年公司智能工具收入增速分别为 30%，15%及 10%。据公司公告，2018H1 智能工具业务毛利率为 26.72%，与 2017 年水平相当。据调研，公司为打开市场，MSFS 及 Smart Home 相关业务目前毛利率较低，未来公司产品受到认可后，毛利率或将逐步提升，据此我们预计 2018-2020 年毛利率分别为 24.75%，25%，25.5%。

图表 42： 公司智能工具收入及毛利率增速假设表

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
智能工具收入	63	286	474	616	708	779
YoY		356.74%	65.85%	30.00%	15.00%	10.00%
毛利率	33.87%	31.54%	26.04%	24.75%	25.00%	25.50%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

期间费用率

2018H1 公司销售费用率为 6.2%，主要系公司着力拓展国外市场，增加市场营销及人员费用，据调研，中美贸易摩擦致贸易条款频繁变动，与客户间的协议条款磋商成本增加，或将在 2018 年增加较多营销费用，我们预计 2018-2020 年间公司营销费用分别为 6.2%，6.0%和 6.0%。我们预计管理费用微增主要系公司外延并购的境外标的的管理费用率高于公司原本管理费用率所致，我们预计通过并购整合将逐步减少管理费用率，2018-2020 年公司管理费用为 8.20%，8.05%，8.00%。财务费用波动较大主要系人民币与美元汇率波动。

图表 43： 公司期间费用率假设表

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售费用率	4.57%	5.01%	5.64%	6.20%	6.00%	6.00%
管理费用率	6.88%	7.34%	8.06%	8.20%	8.05%	8.00%
财务费用率	-1.75%	-3.66%	2.70%	-1.65%	0.06%	0.41%
期间费用率	9.70%	8.69%	16.40%	12.75%	14.11%	14.41%

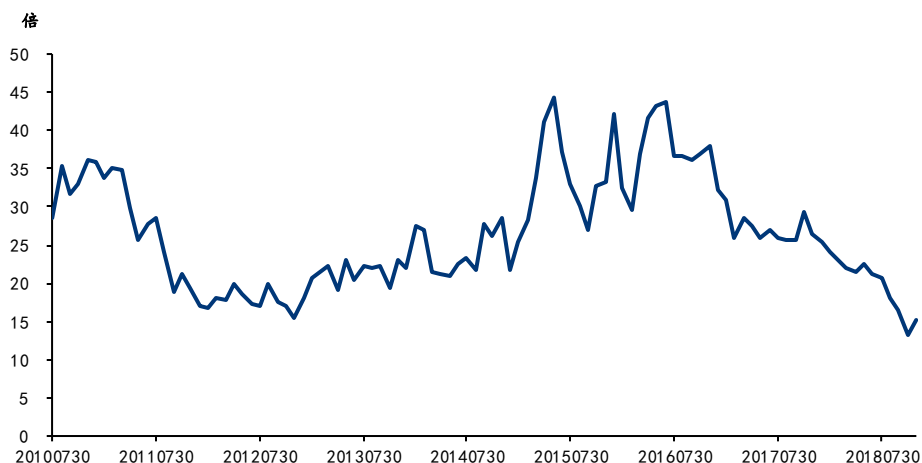
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

基于以上假设，我们调低盈利预测，预计巨星科技 2018-2020 年归母净利润为 6.53 亿（前值 9.63 亿）、7.50 亿（前值 10.70 亿）、8.53 亿，同比增长 18.70%、14.90%、13.70%，2018-2020 年复合增长率 15.76%，对应 EPS 为 0.61（前值 0.90）、0.70（前值 0.99）、0.79 元。

历史估值及可比公司估值

目前公司 PE 估值已处于历史低位，2010 年 7 月至 2018 年 11 月 PE^{TTM} 估值中枢为 26.46 倍。据 Wind，巨星科技 11 月 30 日 PE^{TTM} 为 15.13 倍，处于公司自 2010 年 7 月以来的低位。

图表 44: 2010 年 7 月至 2018 年 11 月巨星科技 PE (TTM) 情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

考虑到公司受贸易摩擦影响总体可控,且长期竞争格局优化及自主品牌发展会推动业绩增长及毛利率优化,同时参考其他有较大出口业务的工具类公司业绩增速及 Wind 一致预测 2018 年 PE 估值均值 18.95 倍,给予巨星科技 2018 年 17-19 倍 PE 估值,目标价 10.32-11.54 元,维持“买入”评级。

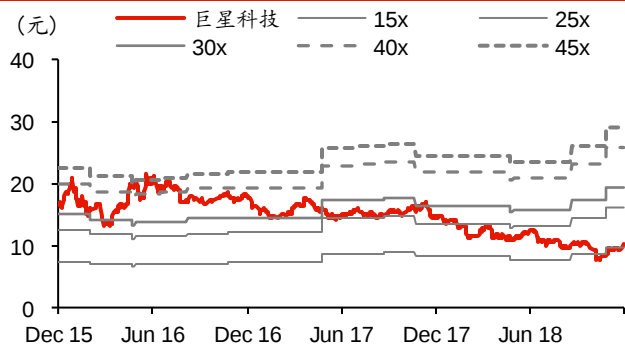
图表 45: 可比公司估值情况 (20181203)

代码	简称	市值 (亿元) (2018/12/03)	2017 年 归母净利润 (百万元)	2017PE	2018 年 归母净利润 (E, 百万元)	2018 年业绩增速 (E, %)	2018PE
002026.SZ	山东威达	24.66	125.55	19.07	193.25	53.92%	12.76
002150.SZ	通润装备	18.62	70.77	25.07	131.64	86.01%	14.15
002282.SZ	博深工具	40.62	51.08	77.64	135.70	165.66%	29.94
可比公司均值		27.97	27.97	40.60	153.53	101.87%	18.95
002444.SZ	巨星科技	108.82	549.82	19.03	652.88	18.72%	16.67

资料来源: 朝阳永续一致预测, 华泰证券研究所

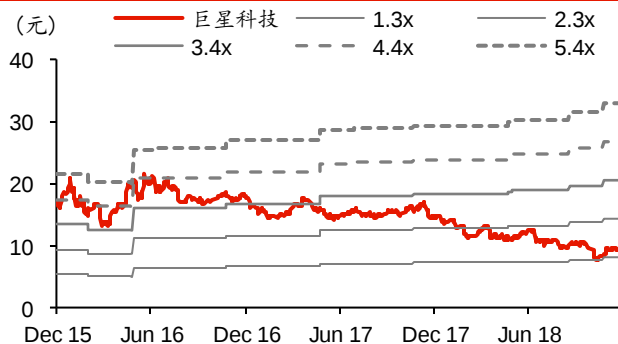
PE/PB - Bands

图表 46: 巨星科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 47: 巨星科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

海外主要市场经济增长放缓的风险：

手工具及电动工具行业具有周期性波动特点，行业景气度受宏观经济波动影响，前文已证明手工具及电动工具业务与 GDP 增速有较强关系，如果公司主要海外市场宏观经济未能有预期增速，或导致需求放缓，导致公司业务面临发展放缓、业绩波动的风险。

汇率波动风险：

据公司公告，2017 年公司产品营收占比的约 96% 是海外销售，公司外销比例显著高于内销比例。在出口贸易中公司采取的主要结算货币为美元，存在风险敞口。自 2005 年 7 月国家调整人民币汇率形成机制以来，人民币兑美元及欧元的汇率有较大幅度的波动，给公司产品参与海外市场竞争带来不利影响，并给公司带来一定的汇兑损失。人民币兑美元的汇率的波动将影响公司的盈利水平，公司存在汇率波动风险。

越南工厂投产进程不及预期的风险：

越南工厂计划是公司规避中美贸易摩擦的关键性举措，其投产计划顺利与否将大幅影响公司毛利率及业绩，如投产进程不及预期，公司或面临比计划更多的关税或因此减少营业收入，导致公司面临业绩波动的风险。

中美贸易摩擦加剧的风险：

据 2018 年 10 月公司公告，公司有约 65% 的销售收入来自美国市场，中美贸易摩擦加剧或将直接削弱公司在美国市场的竞争力，减缓公司在美国业务拓展进程，导致公司面临业绩波动风险。

收购整合不及预期的风险：

公司在 2017 及 2018 年分别收购两个公司 Arrow 和 Lista，如对收购公司的整合效果不及预期，可能减缓公司全球化渠道布局及业务拓展进程，导致公司面临业绩波动的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,658	5,093	3,476	4,238	5,147
现金	2,710	2,301	500.00	825.56	1,537
应收账款	782.31	1,016	1,300	1,532	1,647
其他应收账款	59.59	48.36	76.78	82.07	92.71
预付账款	31.16	44.19	50.29	61.60	65.90
存货	476.14	742.71	995.23	1,183	1,250
其他流动资产	598.75	940.01	553.89	554.49	554.78
非流动资产	2,435	2,829	5,218	5,253	5,274
长期投资	757.40	859.49	2,100	2,100	2,100
固定资产投资	719.18	812.11	898.49	888.67	863.69
无形资产	123.40	176.45	222.63	268.27	314.18
其他非流动资产	835.09	981.23	1,997	1,996	1,996
资产总计	7,093	7,922	8,694	9,492	10,421
流动负债	1,342	1,367	1,518	1,561	1,633
短期借款	351.85	364.88	381.80	150.00	150.00
应付账款	586.90	753.74	857.75	1,118	1,180
其他流动负债	402.86	248.37	277.96	293.10	302.76
非流动负债	11.14	460.79	469.84	469.79	470.00
长期借款	0.00	446.20	446.20	446.20	446.20
其他非流动负债	11.14	14.59	23.64	23.59	23.80
负债合计	1,353	1,828	1,987	2,031	2,103
少数股东权益	114.04	128.58	134.58	136.58	138.58
股本	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075
资本公积	1,990	2,006	2,006	2,006	2,006
留存公积	2,431	2,872	3,537	4,288	5,141
归属母公司股东权益	5,626	5,965	6,572	7,325	8,179
负债和股东权益	7,093	7,922	8,694	9,492	10,421

现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	607.67	449.59	468.54	653.85	829.42
净利润	631.84	556.22	658.88	752.38	854.86
折旧摊销	69.58	79.62	78.36	87.99	92.92
财务费用	(131.79)	115.69	(83.51)	2.68	29.02
投资损失	2.11	(25.46)	(65.78)	(30.00)	(25.00)
营运资金变动	(19.09)	(320.63)	(100.42)	(181.02)	(132.96)
其他经营现金	55.03	44.14	(18.98)	21.83	10.59
投资活动现金	(351.08)	(1,029)	(2,406)	(93.81)	(88.85)
资本支出	105.82	76.00	150.00	70.00	60.00
长期投资	148.21	106.03	1,241	0.00	0.00
其他投资现金	(97.05)	(847.34)	(1,016)	(23.81)	(28.85)
筹资活动现金	727.37	278.25	136.51	(234.48)	(29.02)
短期借款	(197.81)	13.03	16.92	(231.80)	0.00
长期借款	(188.96)	446.20	0.00	0.00	0.00
普通股增加	61.25	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,017	15.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	36.23	(196.33)	119.59	(2.68)	(29.02)
现金净增加额	997.34	(354.05)	(1,801)	325.56	711.55

利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,603	4,281	5,525	6,511	6,997
营业成本	2,430	2,882	3,894	4,636	4,897
营业税金及附加	12.61	22.65	29.23	34.45	37.03
营业费用	180.41	241.57	342.55	390.64	419.85
管理费用	264.60	344.81	453.05	524.10	559.80
财务费用	(131.79)	115.69	(83.51)	2.68	29.02
资产减值损失	29.17	8.55	50.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	28.12	1.88	(45.98)	1.88	1.88
投资净收益	(2.11)	25.46	65.78	30.00	25.00
营业利润	843.13	709.44	859.17	954.73	1,081
营业外收入	11.69	4.07	1.59	4.07	10.00
营业外支出	8.24	2.79	2.73	2.79	5.00
利润总额	846.58	710.72	858.03	956.01	1,086
所得税	214.74	154.50	199.15	203.63	231.37
净利润	631.84	556.22	658.88	752.38	854.86
少数股东损益	10.20	6.39	6.00	2.00	2.00
归属母公司净利润	621.64	549.82	652.88	750.38	852.86
EBITDA	780.92	904.76	854.01	1,045	1,203
EPS (元, 基本)	0.58	0.51	0.61	0.70	0.79

主要财务比率

会计年度(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.44	18.80	29.07	17.84	7.48
营业利润	38.92	(15.86)	21.11	11.12	13.25
归属母公司净利润	29.54	(11.55)	18.74	14.93	13.66
获利能力(%)					
毛利率	32.57	32.67	29.51	28.79	30.01
净利率	17.25	12.84	11.82	11.53	12.19
ROE	11.05	9.22	9.93	10.24	10.43
ROIC	24.92	18.00	12.36	15.03	16.94
偿债能力					
资产负债率(%)	19.07	23.07	22.86	21.39	20.18
净负债比率(%)	40.93	46.39	45.36	32.98	31.85
流动比率	3.47	3.73	2.29	2.72	3.15
速动比率	3.11	3.17	1.62	1.94	2.37
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.57	0.67	0.72	0.70
应收账款周转率	4.91	4.48	4.49	4.33	4.14
应付账款周转率	5.10	4.30	4.83	4.69	4.26
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.51	0.61	0.70	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.42	0.44	0.61	0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.55	6.11	6.81	7.61
估值比率					
PE(倍)	17.50	19.79	16.67	14.50	12.76
PB(倍)	1.93	1.82	1.66	1.49	1.33
EV_EBITDA(倍)	10.90	9.41	9.97	8.15	7.08

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：91320000704041011J。

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：AOK809

©版权所有 2018 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 1063211166/传真：86 1063211275

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