

信捷电气（603416）研究报告

中国 PLC 市场领先企业，高端伺服和智能装置有望高速增长

2017 年 2 月 16 日

买入（首次）

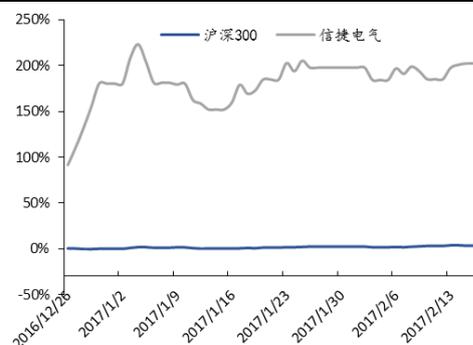
首席证券分析师 曾朵红
 执业资格证书号码：S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
 021-60199798

研究助理 于潇
yuxiao@dwzq.com.cn
 021-60199586

投资要点

- 我国工控领先企业，通过高性价比和本土化优势持续进口替代。信捷电气前身为 2000 年成立的信捷科技，是中国工控市场最早的参与者之一，长期致力于为用户提供定制个性化的自动化解决方案，持续替代外资品牌。公司管理团队持股比例较高，重视研发投入，持续推出新产品实现高速增长。2011-2015 年我国自动化市场规模从 1520 亿降至 1390 亿，而公司营收从 2011 年 1.79 亿增长至 2016 年 3.54 亿，过去 5 年营收、利润复合增速分别为 15% 和 19%。公司工控产品线丰富，已具备了提供整体解决方案的能力，预计行业市占率仍将持续快速提升。
- 小型 PLC 是本土品牌龙头，中型 PLC 即将推出，市占率将进一步提升。公司 PLC 产品搭配人机界面、伺服系统，通过解决方案卖产品，市场份额快速提升，2015 年在小型 PLC 领域市占率 5%，仅次于西门子、欧姆龙、三菱和台达，已超过松下、施耐德等外资品牌，除 2015 年行业整体下滑外，每年保持 20% 以上增长。公司升级产品 XD 系列 PLC 推出后销量翻倍增长，毛利率大幅提升。目前公司在纺织、包装、3C、机床等行业取得较快增长，预计今年将推出中型 PLC 产品，提高工厂自动化整体解决方案配套能力，市场份额有望加速提升。
- 伺服产品搭配 PLC 销售增长良好，高端伺服值得期待。伺服系统行业景气度较高，是工控领域极具成长性行业，主要下游行业机床去年下半年起同比增速有所提升，包装、食品、医疗等行业需求均比较稳健，电子制造设备、锂电、机器人、智能物流设备等行业均有较大的增长，预计未来 5 年将保持 10-20% 复合增长。公司伺服系统起步较晚，但与公司的 PLC 产品协同效应较好，市占率实现稳步提升。公司即将推出新的高端伺服产品，将和台达、松下等产品性能相当，我们预计未来三年伺服系统将实现 40-50% 复合增长。
- 智能装置增长空间极大，募投项目落地后有望高速增长：公司的智能装置产品有三大类型，分别为视觉引导冲床上料机、视觉检测装置和机械手，配备公司自己的机器视觉、控制器、伺服等产品，自主化比例高，具有较高的盈利能力。智能装置契合中国制造 2025 国家战略，随着人工成本上升和制造业产业升级，具有极大成长空间。公司募投项目投资 1.28 亿，将建成年产 3000 套智能机器视觉装备及其他智能控制系统或装置产品的生产线，预计项目落地后智能装置将实现 50% 高速增长。
- 投资建议：预计公司 2016-2018 年归属上市公司股东净利润为 1.01 亿、1.33 亿、1.74 亿元，同比增长 24/31/31%，EPS 分别为 1.01/1.32/1.73 元，对应 PE53、41、31 倍，考虑到公司在 PLC 市场行业领先地位，即将推出中型 PLC 提升整体解决方案配套能力，伺服系统和智能装置有望高速增长，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：宏观经济增速加速下滑；行业竞争加剧；募投项目建设及新产品开发进度低于预期。

股价走势（2016/12/21 上市）



市场数据

收盘价（元）	53.99
一年最低/最高价	44.60/60.30
市净率（倍）	6.56
流通市值（百万）	1355.15

基础数据

每股净资产（元）	8.23
资本负债率（%）	10.78
总股本（百万元股）	100.40
流通 A 股（百万股）	25.10

相关研究

目录

1. 信捷电气是国内工控优秀企业	4
1.1. 公司是国内工控领先企业，管理团队持股比例较高.....	4
1.2. 公司近 5 年增长远超行业平均水平，毛利率较高	6
2. 工控行业需求好转，优秀本土品牌进口替代加速.8	8
2.1. 投资，用电量，PMI 等数据验证工控行业需求好转	8
2.2. 国内品牌凭借性价比优势和定制化服务持续进口替代	9
2.3. 信捷电气通过解决方案卖产品，市占率持续提升.....	11
3. 公司小型 PLC 行业领先，中型 PLC 值得期待....	13
3.1. 我国 PLC 行业将逐步复苏，OEM 型市场增长较好	13
3.2. 外资品牌占据高端市场，国内品牌在小型 PLC 有所突破	14
3.3. 信捷电气 PLC 业务极具成长性.....	16
4. HMI 产品与 PLC 协同效应显著.....	17
4.1. 人机界面市场需求有望回暖，行业集中度将进一步提升	17
4.2. 信捷 HMI 与 PLC 具有较强协同效应，竞争优势明显	18
5. 伺服系统行业景气度高，有望超预期增长.....	20
5.1. 伺服市场是工控极具成长性行业.....	20
5.2. 外资占据主导，国内品牌进口替代空间巨大.....	21
5.3. 高端伺服即将推出，有望超预期增长.....	22
6. 智能装置契合国家战略，业务潜力极大	22
6.1. 机器视觉行业极具潜力，是智能装备核心部件	22
6.2. 工业机器人是中国制造 2025 重点战略领域.....	24
6.3. 公司智能装置业务潜力极大，将成为又一业务支柱.....	25
7. 投资建议与风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司主要产品和产品结构.....	5
图表 3: 信捷电气股权结构图.....	6
图表 4: 中国自动化市场规模及增速.....	6
图表 5: 信捷电气 2011-2016 年营收复合增长 15%.....	7
图表 6: 信捷 2011-2016 年利润复合增长 19%.....	7
图表 7: 公司营业收入构成.....	7
图表 8: 公司主要产品毛利率情况 (%).....	7
图表 9: 固定资产投资完成额 (亿元).....	8
图表 10: 制造业固定资产投资 (亿元).....	8
图表 11: 中国制造业 PMI 维持在荣枯线之上.....	9
图表 12: 用电量增速持续回升.....	9
图表 13: 国内主要工控企业股权激励方案.....	9
图表 14: 国内主要工控企业营业收入同比增速.....	10
图表 15: 本土品牌工控自动化厂商市占率持续提升.....	10
图表 16: 公司整体工控自动化解决方案示意图.....	11
图表 17: 信捷电气典型系统方案配置图 (包装行业).....	12
图表 18: 公司小型 PLC 市占率迅速提升.....	12
图表 19: 信捷电气经销商较稳定, 与公司共同成长.....	13
图表 20: 中国 PLC 市场规模及增速 (百万元).....	13
图表 21: PLC 在项目型市场行业分布.....	14
图表 22: PLC 在 OEM 市场行业分布.....	14
图表 23: 中国 OEM 市场可编程控制器市场规模 (百万元).....	14
图表 24: 2015 年国内各类型可编程控制器市场份额.....	15
图表 25: 2015 年大型 PLC 市场份额.....	15
图表 26: 2015 年中型 PLC 市场份额.....	15
图表 27: 2015 年小型 PLC 市场份额.....	16
图表 28: 公司 PLC 业务营业收入及增长.....	16
图表 29: 公司 PLC 业务毛利率.....	16
图表 30: 公司新型号可编程控制器产品收入及占比情况.....	17
图表 31: 中国人机界面市场规模及增长情况 (百万元).....	17
图表 32: 2014-2015 年中国 OEM 行业人机界面市场规模及增长.....	18
图表 33: 小型 PLC 产品带动 HMI 产品销售.....	19
图表 34: PLC 与 HMI 一体机竞争力显著提升.....	19
图表 35: 信捷电气 HMI 产品平均单价、成本与毛利率.....	19
图表 36: 中国伺服系统市场规模.....	20
图表 37: 伺服系统下游行业分布.....	21
图表 38: 电子设备制造业固定资产投资增速.....	21
图表 39: 中国 2015 年伺服系统市场格局.....	21
图表 40: 伺服系统营业收入及增长率.....	22
图表 41: 伺服系统毛利率.....	22
图表 42: 典型机器视觉系统图.....	23

图表 43：中国机器视觉市场规模.....23
 图表 44：全球工业机器人销量（台）.....24
 图表 45：中国工业机器人销量（台）.....24
 图表 46 中国工业机器人保有量全球占比仍较低.....25
 图表 47 中国工业机器人密度较低.....25
 图表 48：公司机器视觉引导的自动冲床.....25
 图表 49：公司机器视觉引导的机器人.....25
 图表 50：工业机器人成本构成.....26
 图表 51：公司智能装置毛利率近 60%.....26
 图表 52：主营业务分项预测.....27
 图表 53：信捷电气财务三张表.....28

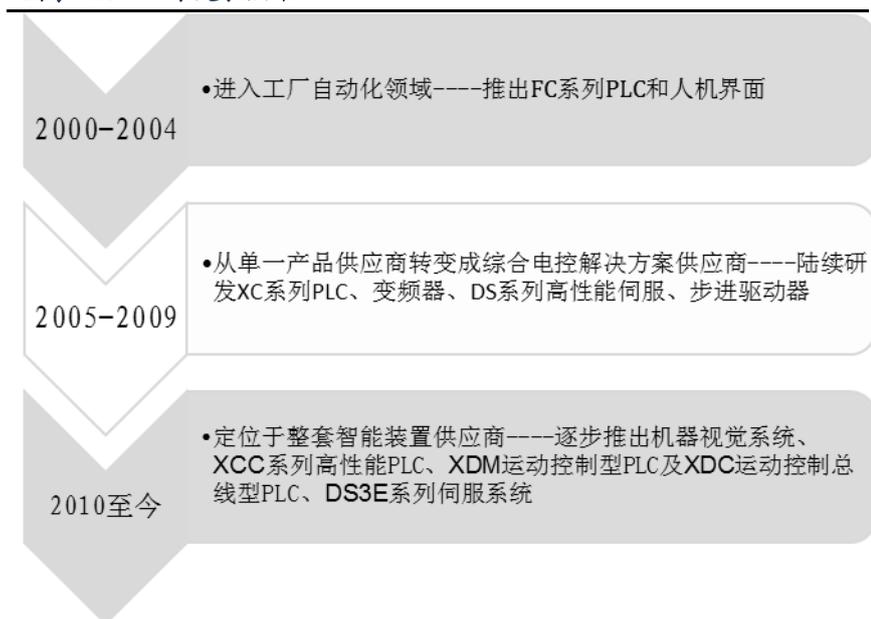
1. 信捷电气是国内工控优秀企业

1.1. 公司是国内工控领先企业，管理团队持股比例较高

信捷电气是国内工控行业领先企业。信捷电气前身为 2000 年成立的信捷科技，2008 年设立信捷电气，2012 年整体变更为股份有限公司，并于 2016 年在上交所上市。公司致力于工控产品的研发、生产和销售，为工控领域和自动化行业的高新技术企业。信捷电气是中国工控市场最早的参与者之一，以为用户定制个性化的自动化解决方案为主要经营模式，长期专注于机械设备制造行业自动化水平的提高。

公司主要产品包括可编程控制器（PLC）、人机界面（HMI）、伺服控制系统、变频驱动、智能机器视觉系统、工业机器人等产品系列及整套自动化装备。产品广泛应用于各种自动化领域，包括航空航天、太阳能、风电、核电、隧道工程、纺织机械、数控机床、动力设备、煤矿设备、中央空调、环保工程等控制相关的行业和领域。

图表 1：公司发展历程



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

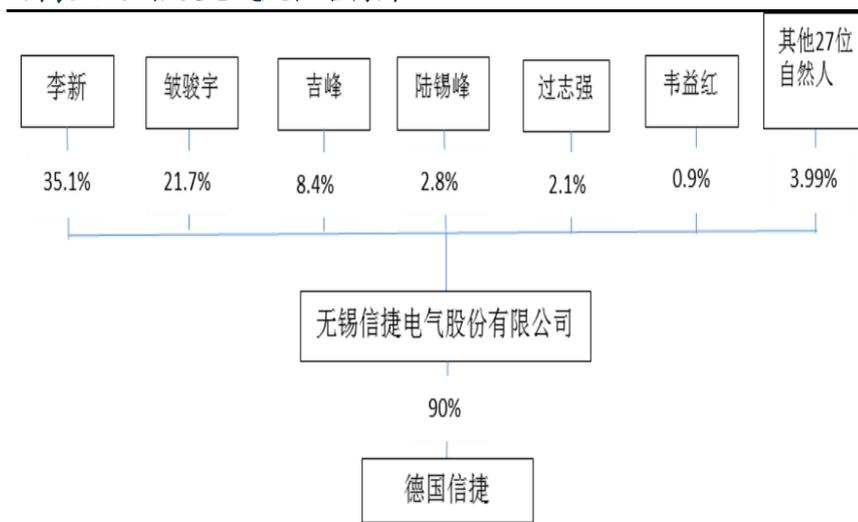
图表 2：公司主要产品和产品结构

产品分类	产品名称	图示
可编程控制器	XC 系列、XD 系列（含 XD3、XD5、XDM 运动控制型及 XDC 运动控制总线型）、XE 系列	
伺服系统	DS（含 DS2、DS3 及支持运动总线控制的 DS3E 型）系列伺服驱动器、MS 系列伺服电机	
步进驱动	两相步进驱动器、三相步进驱动器	
机器视觉	X-SIGHT 高性能一体式 SV 系列机器视觉	
低压变频器	VB3 系列、VD4 系列、VB5 系列、V5 系列、VB5N 系列	
工业触摸屏	TH 系列、TG 系列、TE 系列、MP 系列	
文本显示器	OP 文本显示器	
一体机	XPG 系列、XP 系列、XMH 系列、XMP 系列	
通讯模块	G-BOX、T-BOX、MA、COM-BLUETOOTH、COM-USB	
信息管理软件	Web info 系列软件（基于 web 的面向工业 4.0 管理软件）	

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司核心管理团队持股比例较高。公司控股股东、实际控制人为董事长李新，直接持有公司 35.1% 股份。公司核心管理团队持股比例较高，副总邹骏宇和副总吉峰分别持股 21.71% 和 8.40%，公司的核心技术团队也都持有上市公司股份，具有较好激励，为公司持续发展保驾护航。

图表 3：信捷电气股权结构图

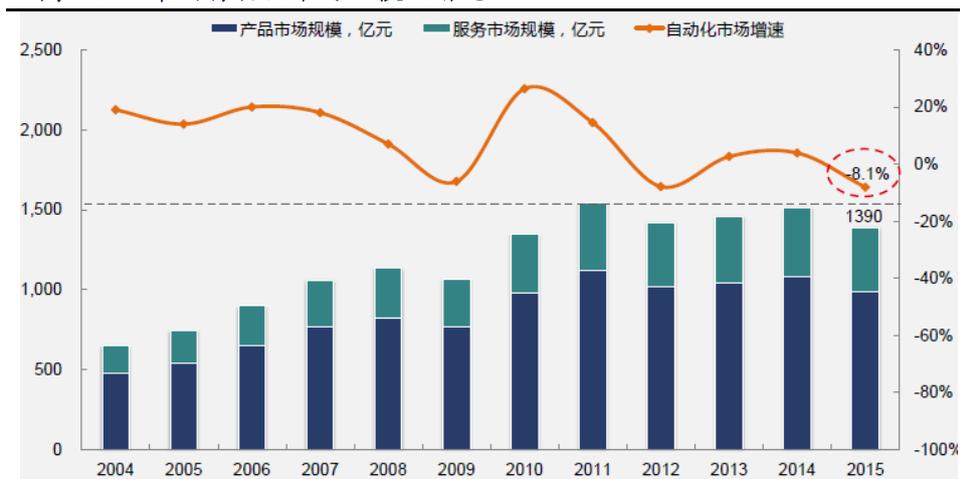


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.2. 公司近 5 年增长远超行业平均水平，毛利率较高

公司过去 5 年营收、利润复合增速 15% 和 19%，远超行业增速。根据工控网数据，2011 年中国自动化市场规模为 1520 亿，由于宏观经济增速放缓，自动化市场 2015 年降至 1390 亿。信捷电气在 2011-2016 年间营收的复合增长率则达到 15%，2012 年和 2015 年因宏观经济低迷增速较低，2013、2014 年增速分别为 25.2% 和 18.7%，2016 年营收 3.54 亿，同比增长 17%。受益于毛利率的持续提升，公司利润增速高于收入增长，2011-2016 年归属母公司股东净利润复合增长率达到 19%，2016 年归母净利润 1.01 亿，同比增长 24%。

图表 4：中国自动化市场规模及增速



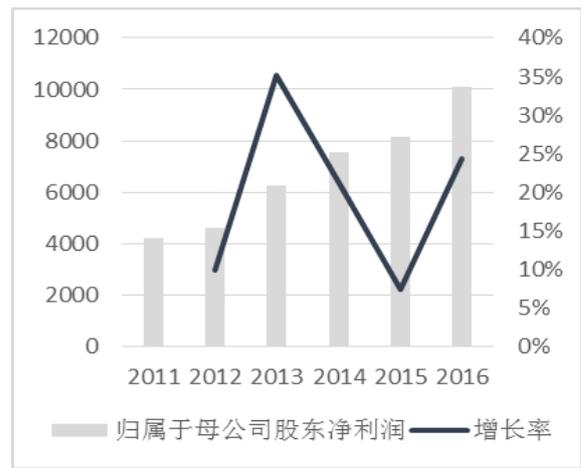
资料来源：工控网，东吴证券研究所

图表 5: 信捷电气 2011-2016 年营收复合增长 15%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 信捷 2011-2016 年利润复合增长 19%

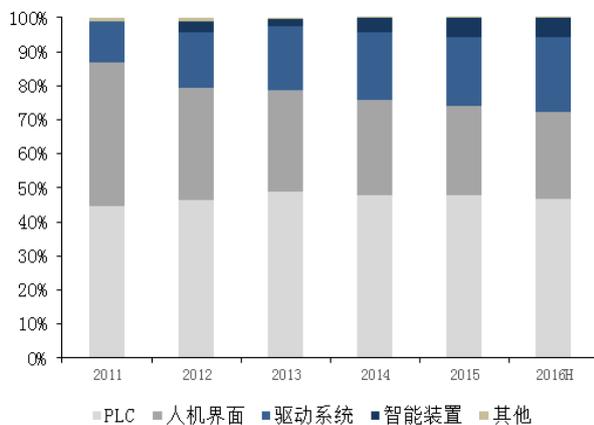


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

PLC 为公司业务支柱, 伺服系统和智能装置潜力极大。从产品结构上来看, 公司产品分为 PLC、伺服、人机界面、智能装置四大板块。PLC 产品收入占据总营业收入的一半左右, 2016 年上半年 PLC 收入 0.74 亿, 营收占比 46.91%; 人机界面 2016 年上半年收入 0.40 亿, 占比 25.34%; 伺服驱动系统和智能装置产品的收入占的比重逐年提高, 2016 年上半年营收占比分别为 22.08% 和 5.60%, 将成为公司新的业绩发力点。

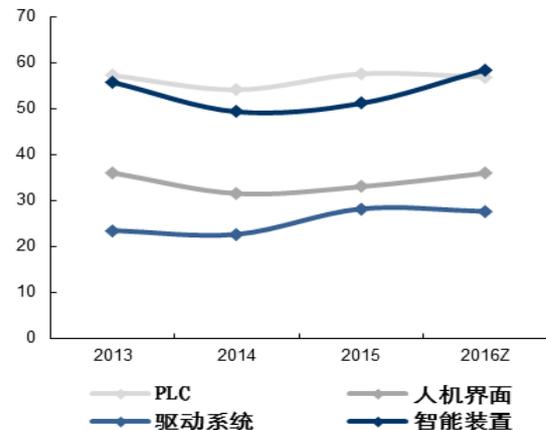
公司 2016 年上半年毛利率 45.36%, 未来仍有进一步提升空间。公司工控产品的技术壁垒较高, 综合毛利率长期维持在 40% 以上, 从 2011 年 42.56% 提升至 2016 年上半年 45.36%。分产品来看, PLC 产品去年上半年毛利率达到 56.90%, 预计仍有提升空间; 智能装置产品虽收入占比较小, 毛利率达到 58.46%, 是极具潜力产品; 人机界面产品行业竞争激烈, 毛利率在 35.93%; 伺服驱动系统去年上半年毛利率为 27.59%, 主要是由于公司销量仍不高, 未来上规模后预计将有很大提升。

图表 7: 公司营业收入构成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 8: 公司主要产品毛利率情况 (%)



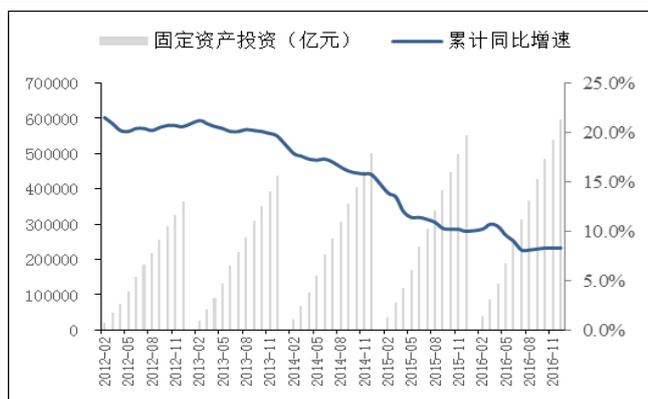
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 工控行业需求好转，优秀本土品牌进口替代加速

2.1. 投资，用电量，PMI 等数据验证工控行业需求好转

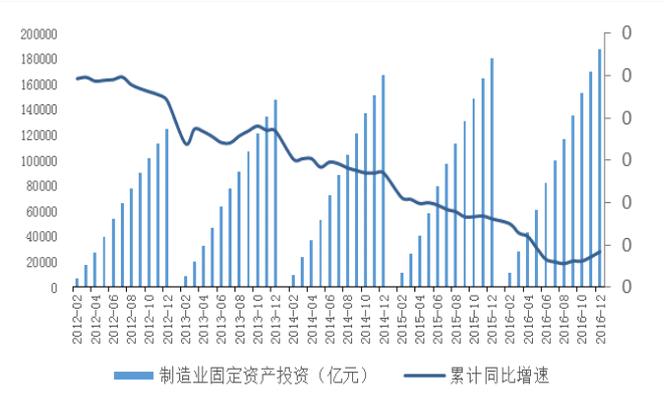
固定资产投资增速逐渐提升，预计今年制造业投资将保持平稳增长。2016年全国固定资产投资前4个月保持10%以上增长，5月起固定资产投资累计完成额增速降至10%以下，1-7月固定资产投资增速降至8.1%为全年最低，9月起投资增速逐渐提升至8.2%，2016年全年，全国固定资产投资为59.65万亿，同比增长8.3%。2016年我国制造业固定资产投资增速上半年持续下降，1-8月增速降至2.8%，9月起制造业固定资产投资增速提升，1-10月制造业固定资产投资为15.31万亿，同比增长3.1%。2016年全年制造业固定资产投资为18.78万亿，同比增长4.2%。制造业分项中，总额靠前的化学原料和化学制品制造业增速下滑有所收窄，计算机、通信和其他电子设备制造业增速持续提升，2016年上半年增长7.7%，2016年全年增长15.8%。目前去产能成效显著，加之PPP落地率的加速，预计固定资产有望持续回升，今年制造业投资预计将平稳增长。

图表 9：固定资产投资完成额（亿元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

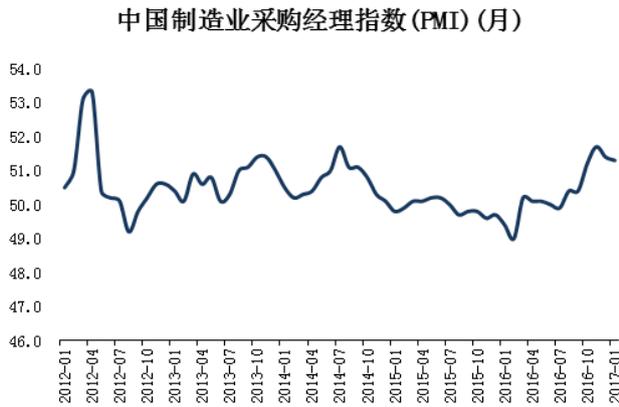
图表 10：制造业固定资产投资（亿元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

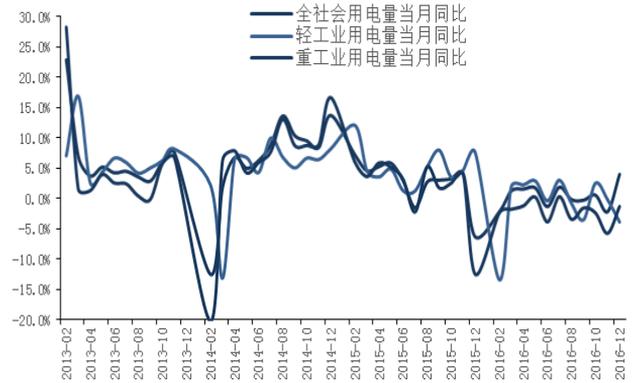
PMI 和用电量增速去年下半年起显著提升，预计工控需求好转将持续。国家统计局公布的中国制造业采购经理指数（PMI）去年上半年一直在荣枯线附近波动，2月最低达49.0，3月PMI升至50.2后又缓慢降至7月49.9，8、9月有所提升达到50.4，10月大幅提升0.8至51.2后，11月更是提升至51.7，为自2014年7月以来单月最高值，12月和今年1月略有下降，仍维持在51.4和51.3的高位，表明经济继续回稳。从用电量数据来看，2015年全年，我国全社会用电量同比2014年增速仅为0.5%；2016年一季度用电量增速回升，2、3月增速分别为4.0%和5.6%；二季度增速再次下滑，单月增速位于1.9~2.6%之间；三季度用电量增速明显提升，7、8月增速均达到8%以上，9-12月增速维持在7%左右。2016年全年全社会用电量为59198亿千瓦时，同比增速5.01%，说明生产情况在加强。通常PMI数据领先自动化市场4个季度，我们预计今年工控下游需求将持续好转。

图表 11: 中国制造业 PMI 维持在荣枯线之上



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 12: 用电量增速持续回升



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.2. 国内品牌凭借性价比优势和定制化服务持续进口替代

国内品牌产品性价比高, 对客户个性化需求快速响应, 与外资品牌形成差异化竞争。工业自动化高端市场被外资企业如西门子、施耐德、ABB、三菱等占据, 本土企业提供高性价比的产品, 在以中小型客户为主的中低端市场赢得市场份额。国内品牌一方面在成本上具有优势, 同时能满足客户多样化的应用需求。本土品牌的研发、生产、销售都在国内, 对于客户的特定行业应用能够快速提供定制化的解决方案, 同时能满足客户较短的供货期要求, 在售后服务环节从响应时间、人工成本上亦均比外资企业有较大优势, 品牌竞争力持续提升。

国内企业在员工激励上方式更为灵活, 公司动力十足。如前所述, 国内工控企业的核心优势在于满足客户的个性化需求, 本质上是取决于公司销售、市场、研发人员。不同于外资企业在国内管理团队均为职业经理人, 国内工控企业的管理团队多数持有公司股份, 同时, 近几年国内大部分工控上市企业都实行了股权激励, 管理层与核心团队共享企业成长收益。

图表 13: 国内主要工控企业股权激励方案

公司名称	时间	股权激励方案 (均为授予价格, 未复权)
汇川技术	2013/2/2	以 21 元/股授予 1352 万股
	2015/7/8	以 20.43 元/股授予 454 万股
	2017/1/18	以 9.77 元/股授予 5564 万股
长园集团	2010/5/6	以 25.85 元/股授予 2046 万股
	2013/6/26	以 23.49 元/股授予 2298 万股
	2015/3/4	以 6.46 元/股授予 2294 万股
英威腾	2016/2/26	以 6.82 元/股授予 665 万股
	2011/12/19	以 62.8 元/股授予 285 万股
	2013/8/9	以 9.73 元/股授予 619 万股
	2013/8/28	以 4.51 元/股授予 616 万股
	2016/2/1	以 4.15 元/股授予 3315 万股

新时达	2012/4/23	以 6.89 元/股授予 767 万股
埃斯顿	2015/9/29	以 28.72 元/股授予 157 万股
	2017/1/18	以 17.41 元/股授予 400 万股 以 34.82 元/股授予 100 万股
科陆电子	2013/12/26	以 4.09 元/股授予 435 万股 以 8.68 元/股授予 321 万股
众业达	2015/8/22	以 6.38 元/股授予 459 万股
合康新能	2010/12/1	以 22.39 元/股授予 314.9 万股

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

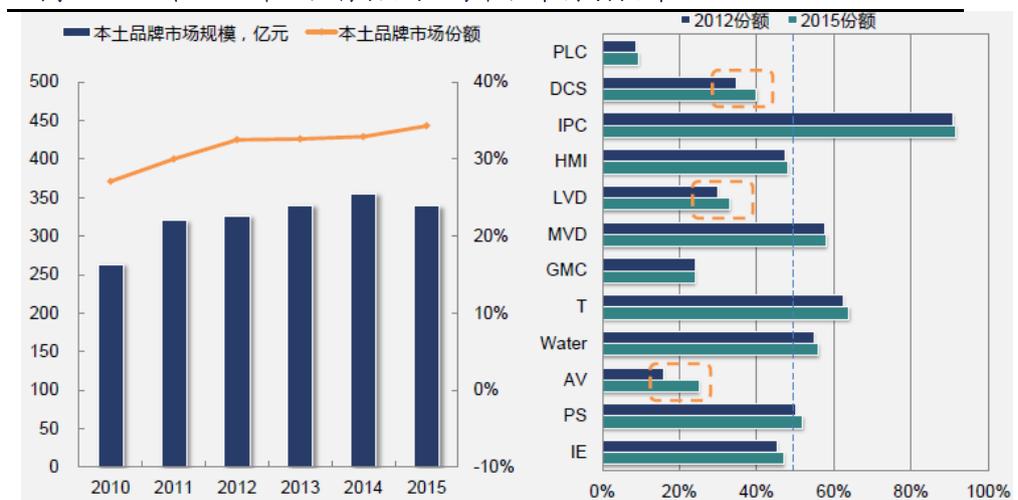
图表 14：国内主要工控企业营业收入同比增速

	2011	2012	2013	2014	2015
汇川技术	56.24%	13.20%	44.64%	29.94%	23.54%
宏发股份	18.64%	394.29%	80.41%	-25.14%	4.55%
长园集团	23.26%	24.35%	16.92%	18.68%	24.28%
英威腾	36.91%	6.80%	25.98%	13.99%	2.41%
新时达	30.94%	27.87%	19.05%	30.43%	15.47%
埃斯顿	/	-17.49%	13.08%	13.72%	-5.61%
弘讯科技	/	-7.18%	17.80%	4.29%	-15.42%
合康新能	52.69%	18.78%	3.30%	-8.04%	20.99%
华中数控	11.18%	-0.20%	17.80%	17.26%	-6.06%

资料来源：wind，东吴证券研究所

国内工控品牌市场份额近年显著提升。目前优质本土品牌产品性能已达到和外资同等水平，通过差异化竞争近年来市场份额稳步提升。据工控网统计，2010年本土品牌市占率不到30%，2015年本土品牌市占率已达近35%，低压变频本土品牌市占率从2012年约30%已提升至2015年约33%，预计未来国内品牌将在变频器、伺服系统、PLC等各细分产品逐个打破外资品牌的垄断地位。

图表 15：本土品牌工控自动化厂商市占率持续提升



资料来源：工控网，东吴证券研究所

2.3. 信捷电气通过解决方案卖产品，市占率持续提升

信捷电气产品涵盖感知、控制、执行层三个层面，产品线丰富。工业自动化领域产品分类众多，从感知、控制、执行三个层面可以分为控制、人机界面、通讯、驱动、检测、低压六大类，公司在控制领域的核心产品 PLC 行业领先，人机界面领域具有文本显示器和触摸屏，驱动层亦有变频器、伺服系统、步进驱动器等产品在销售，检测领域公司的机器视觉产品具有核心竞争优势。目前公司产品线布局丰富，已具备了提供整体解决方案的能力。

图表 16：公司整体工控自动化解决方案示意图



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

信捷电气已推出多个行业定制化解决方案，市占率快速提升。公司目前已经在包装、数控机床、玻璃加工、空调等多个行业细分领域推出了行业解决方案，为特定应用量身定做极具性价比的方案配置，而且绝大多数数控产品均为信捷自主品牌。在满足客户的产品易用性、经济性的同时，高附加值的解决方案也保证了信捷较高的毛利率水平，而且基于公司自身产品进行设计，短期难以被竞争对手所复制。公司在每个细分行业推出典型解决方案后，能够迅速推广到其它客户，市场份额得到快速提升。核心

产品小型 PLC 在 2011 年销售额仅 8000 万，2016 年上半年销售已有 7400 万，在行业下滑的同时 5 年翻一倍，市占率从 2013 年 3.87% 提升至 2015 年 5%。

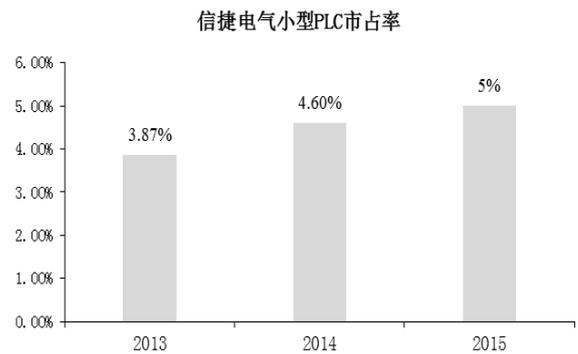
以包装行业常见的三边封制袋机为例，从 PLC 到传感器都由信捷提供，同时极大提升客户的包装设备性能。此方案的控制器采用了信捷的小型 XCC 系列 PLC，其有着高速的指令运算，内置了 5 路 200kHz 的高速脉冲输出，且配有 PTO 指令、电子齿轮速度控制指令，无需另加任何模块，为客户大大节省了电气成本。伺服驱动选用信捷 DS2 系列伺服控制主轴、切刀、拉料，拉料具有定位时间短，定位精度高的特点。人机界面采用信捷的 6 万色 TH 系列触摸屏，双口独立通信，与信捷控制器与器件之间进行了简易化的连接和画面制作，大幅度节约了产品开发时间。考虑到拉料的打滑问题，信捷还使用了对射式光纤传感器。客户采用信捷整套系统解决方案后，制袋机每分钟可达到 180 袋/ 分的速度并能稳定运行，不仅节省工作量与开发成本，同时大大提高了机械的整体性能。

图表 17: 信捷电气典型系统方案配置图 (包装行业)



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 18: 公司小型 PLC 市占率迅速提升



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经销商系统集成能力较好，为公司的行业营销提供了很好的支持。

公司在选取经销商时，并不对经销商的资金实力做过多要求，也不设置一级、二级代理，所选取的经销商均具备较高的系统集成能力，而不是单纯的贸易商。公司通过与分布在全国的近 200 家经销商紧密合作，深入与终端客户接触，掌握行业变化第一手信息，能快速提供解决方案。公司的经销商团队比较稳定，多数与公司合作在 5 年以上，其自身销售规模也在持续快速提升，与公司共同成长。

图表 19：信捷电气经销商较稳定，与公司共同成长

销售收入 (万元)	具规模经销商数量			
	2016 上半年	2015 年	2014 年	2013 年
>500	6	6	8	6
100-500	61	54	51	44
50-100	36	42	39	32
10-50	74	71	80	85
合计	177	173	178	167
合作年限	主要经销商数量(近三年销售额 100 万以上)			
5 年以上	46			
3-5 年	23			
2-3 年	7			
1-2 年	5			
合计	81			

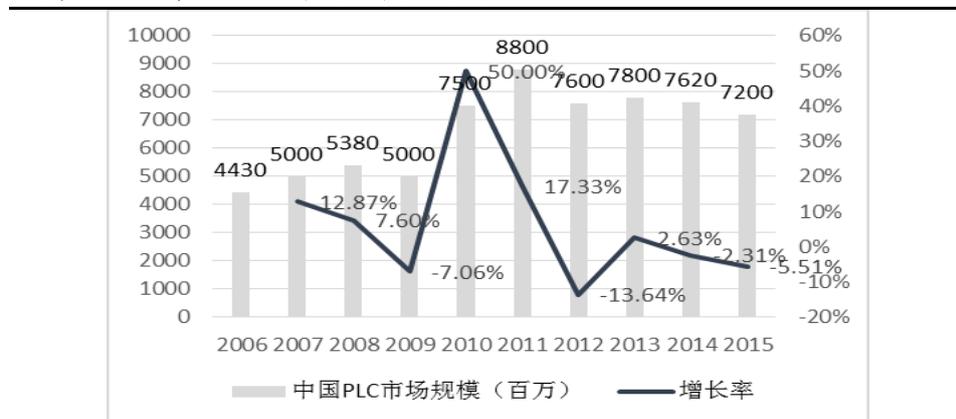
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 公司小型 PLC 行业领先，中型 PLC 值得期待

3.1. 我国 PLC 行业将逐步复苏，OEM 型市场增长较好

PLC 行业具有短期周期性，预计 2017 年市场规模将保持平稳。PLC 即可编程逻辑控制器的简称，是一种专门用于工业控制的计算机，是工业自动化系统的大脑，控制各种机械或生产设备，广泛应用于几乎所有工业领域，因此与宏观经济增速具有高度相关性。伴随中国制造业转型升级的进程，工业自动化水平不断提升，中长期而言将保持稳定增长。据中国工控网统计，受我国经济增长放缓影响，2015 年中国 PLC 市场规模为 72 亿元，同比下滑 5.5%，预计 2016 年 PLC 市场下滑速度将减小。2016 年下半年制造业固定资产投资增速有所提升，PMI、用电量等数据也有所好转，我们预计随着经济逐步复苏，以及产业升级的需求，2017 年我国 PLC 行业销量将与去年持平，未来 3-5 年中国 PLC 市场将稳中有升。

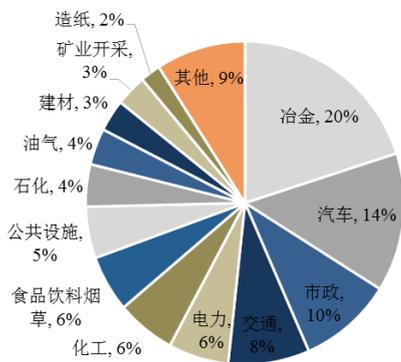
图表 20：中国 PLC 市场规模及增速（百万元）



资料来源：工控网，东吴证券研究所

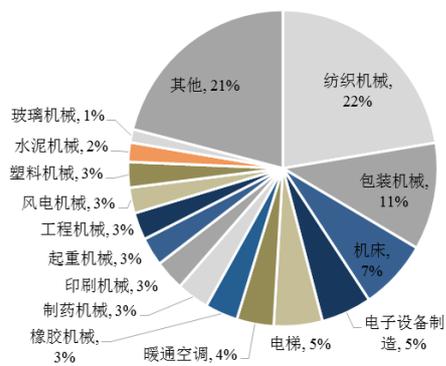
OEM 型市场表现好于项目型市场，是近三年行业增长主力。工业自动化按照下游行业可分为 OEM 型市场和项目型市场，前者主要模式为销售产品给设备企业（寄原始设备制造商 Original Equipment Manufacturer），主要下游为纺织、包装、机床、电子设备制造等行业，而项目型市场主要下游为冶金、汽车、市政、电力等行业。2012-2015 年，石化、油气、冶金等行业项目型市场工控产品需求持续下滑，而电子制造设备、风电等 OEM 市场仍有较好增长，与民生相关的食品机械、包装机械、医疗设备、电子制造设备、暖通空调等行业更加稳定，抗跌性较好。

图表 21: PLC 在项目型市场行业分布



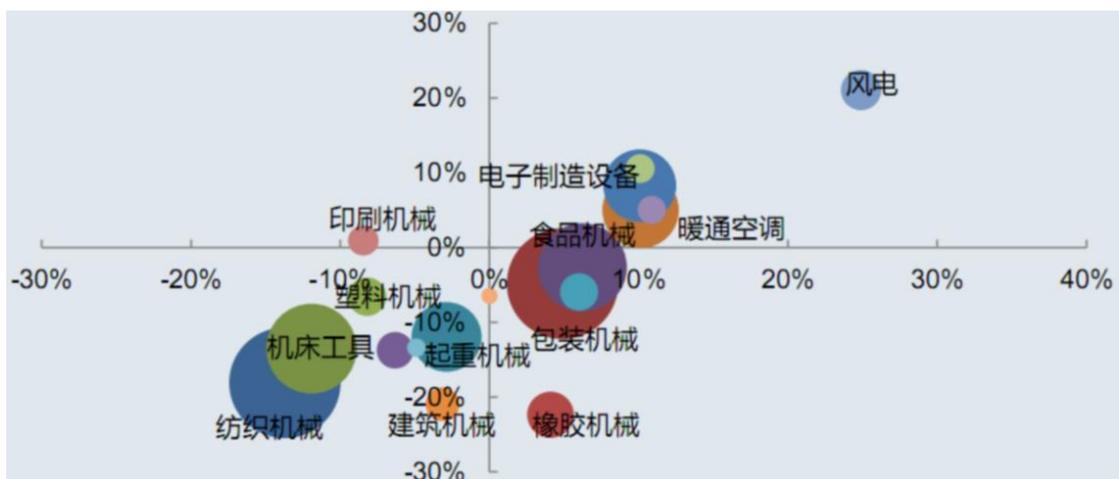
资料来源：睿工业，东吴证券研究所

图表 22: PLC 在 OEM 市场行业分布



资料来源：睿工业，东吴证券研究所

图表 23: 中国 OEM 市场可编程控制器市场规模 (百万元)



注：横轴表示 2014 年各行业 PLC 市场增长率，纵轴表示 2015 年增长率

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 外资品牌占据高端市场,国内品牌在小型 PLC 有所突破

小型 PLC 是 OEM 市场主力，大、中型 PLC 主要用于项目型市场。

PLC 按照 I/O 点数可分为大、中、小型，点数越多，控制关系越复杂，要求的存储器容量和稳定性越高。根据工控网的数据，2015 年我国 PLC 行业 OEM 市场容量 34.07 亿，占比 57.16%，其中 77.96% 为小型 PLC，而项目型市场容量 25.53 亿，其中小型 PLC 只占 6.42%。主要由于 OEM 行业大多数设备需要控制的变量不多，与项目型市场针对工厂的整体自动化系统相比较，控制相对简单。

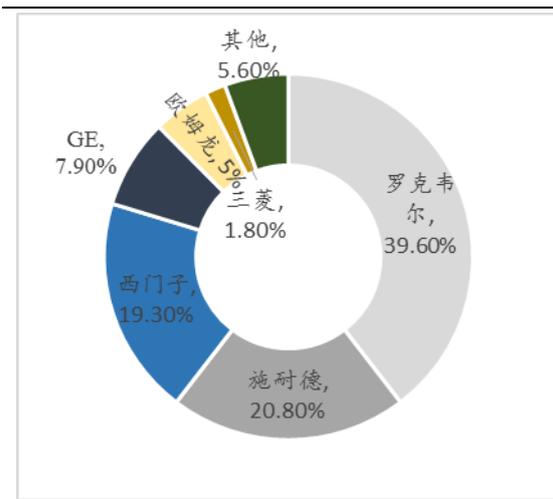
图表 24：2015 年国内各类型可编程控制器市场份额

可编程控制器类型	OEM 市场	占比	项目型市场	占比
小型	2,656.0	77.96%	164	6.42%
中型	662.7	19.45%	1,467.30	57.47%
大型	88.3	2.59%	921.7	36.10%
合计	3,407.0	100.00%	2,553.00	100.00%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

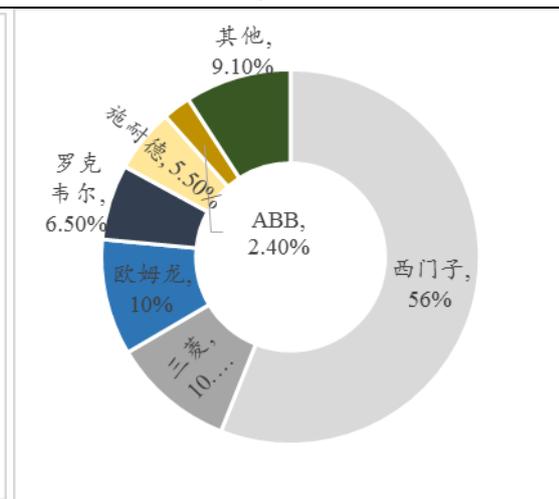
小型 PLC 客户更看重性价比，国内品牌持续取得突破。 国际品牌如西门子、施耐德、罗克韦尔、GE 等进入中国较早，具有先发优势，同时在产品线覆盖上更为全面，行业中具有广泛的应用案例。大、中型 PLC 一方面技术壁垒较高，另一方面其对于整个工厂自动化生产的稳定性和可靠性起着至关重要作用，客户更倾向于采用具有丰富应用案例的外资品牌产品。小型 PLC 的应用通常较简单，而且最终客户多为中小型民营企业，更看重产品性价比。国内企业正是凭借其 PLC 产品良好的性价比，在小型 PLC 市场取得较快的发展。

图表 25：2015 年大型 PLC 市场份额



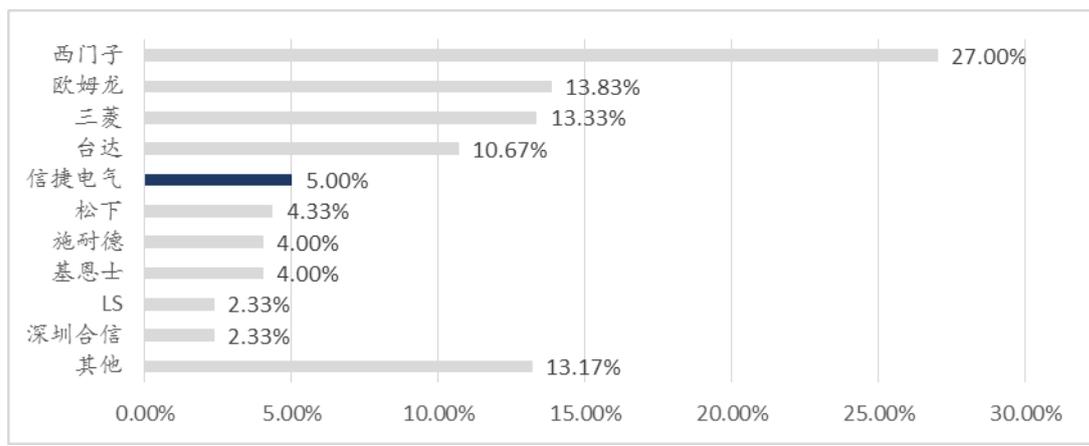
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 26：2015 年中型 PLC 市场份额



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 27：2015 年小型 PLC 市场份额



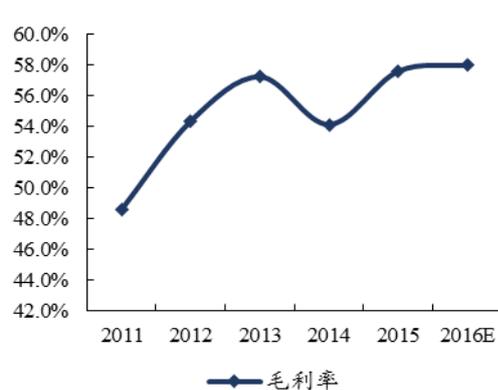
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 信捷电气 PLC 业务极具成长性

小型 PLC 市占率 5% 行业第 5，每年 20% 增长。2015 年，公司在小型 PLC 的市场份额达到 5%，预计未来将持续提升。公司近几年在 PLC 行业下滑的情况下仍能保持较快的增长，过去五年内仅 2015 年因宏观经济的不景气带来全行业的低迷，造成公司 PLC 业务只有 2.32% 的增长，其余年份公司 PLC 业务每年都能维持在 20% 左右的增速。同时公司 PLC 业务毛利率较高，过去四年均维持在 56% 左右。

图表 28：公司 PLC 业务营业收入及增长

图表 29：公司 PLC 业务毛利率



资料来源：wind，东吴证券研究所

资料来源：wind，东吴证券研究所

升级产品 XD 系列 PLC 一经推出销量快速增长，毛利率实现较大提升。公司新产品 XD 系列新型号 PLC 产品 2013 年推出，是公司的升级产品，当年收入仅 22 万，过去三年内爆发增长，2016 年上半年已实现 659 万元，收入占比 8.91%。XD 系列产品的售价高于 XC 系列，毛利率也一直维持在 65% 以上，预计未来三至五年仍将高速增长，业务占比将持续上升。

图表 30：公司新型号可编程控制器产品收入及占比情况

收入(万元) 单价(元)	2016年1-6月			2015年			2014年		
	收入	占比	单价	收入	占比	单价	收入	占比	单价
XD 系列	659	8.91%	572.89	817	5.68%	618	266	1.90%	588
PLC 合计	7,399	100%	383.85	14,392	100%	386	14,066	100%	385

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

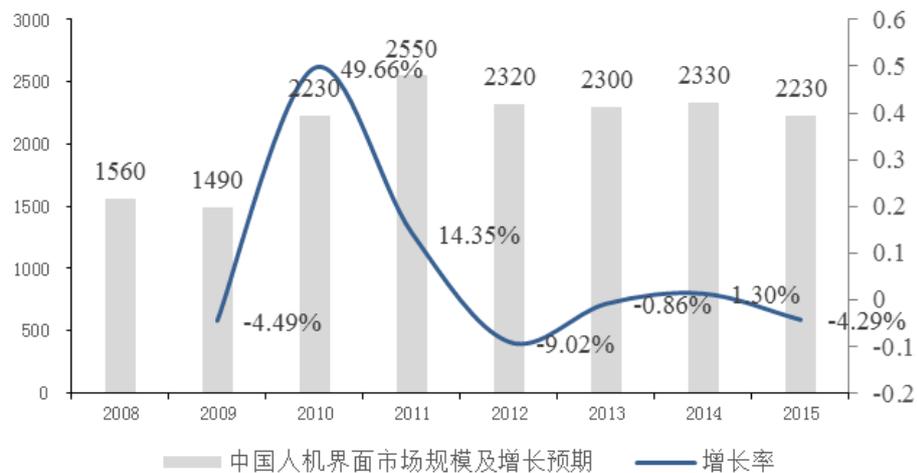
2017 年将推出新的中型 PLC，提升解决方案配套能力，有望复制 XD 系列产品的成功。公司募投项目将建设年产 1.7 万台运动型可编程控制器的生产规模，处理速度更快，支持模块化扩展功能。预计今年公司将推出新的中型 PLC 产品，将搭配公司的伺服、机器视觉等产品，提供大、中型自动化系统解决方案，系统配套能力大幅提升，全面提高公司自动化产品整体竞争力。

4. HMI 产品与 PLC 协同效应显著

4.1. 人机界面市场需求有望回暖，行业集中度将进一步提升

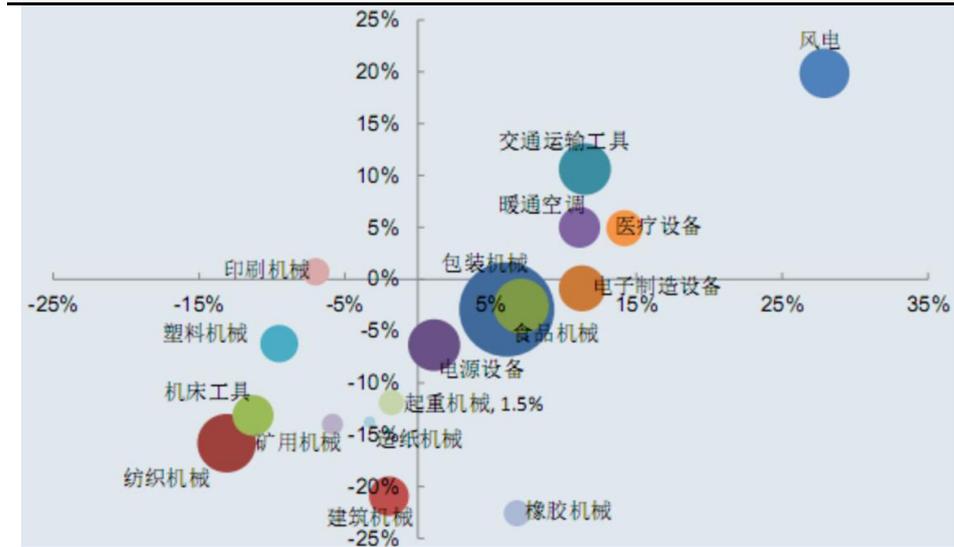
HMI 主要下游为 OEM 行业，预计 2017 年行业需求将有所好转。人机界面（HMI）是实现人与机器信息交互的数字设备，用于连接 PLC、变频器、直流调速器、仪表等工业控制设备，配有显示屏显示。HMI 产品主要分为三类：触摸屏、文本终端、平板电脑，其中以触摸屏为代表产品。2015 年，受经济增速下滑影响，中国 HMI 市场容量为 22.30 亿元，同比下滑 4.3%。HMI 和小型 PLC 的应用行业比较一致，主要为 OEM 行业，我们预计 2016 年 HMI 行业需求下滑幅度将收窄，2017 年行业需求有望进一步好转。

图表 31：中国人机界面市场规模及增长情况（百万元）



资料来源：工控网，东吴证券研究所

图表 32：2014-2015 年中国 OEM 行业人机界面市场规模及增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

行业竞争加剧，市场集中度预计将进一步提升。人机界面行业由欧美、日系、台湾和大陆品牌共同参与竞争，中高端市场被欧美系产品占据。2012 年开始欧美品牌纷纷推出经济型产品进入低端市场，竞争更加激烈，市场集中度也显著提升。2014 年前 10 大厂商市场份额合计为 76.6%，同比 2013 年提升 1.6%，2014 年前三名为西门子，威伦，和 Pro-face，市场份额合计达 39.5%，同比 2013 年提升 8.8%，2015 年市场集中度略有提升。受市场竞争激烈、需求变化等影响，2012 年以来人机界面的产品平均价格持续下降，2013 年平板电脑、触摸屏、文本显示器平均售价降幅分别在 5.9%、8.4%和 11.4%。我们预计未来具备规模效应和品牌竞争力的企业将进一步提升市占率。

4.2. 信捷 HMI 与 PLC 具有较强协同效应，竞争优势明显

信捷 PLC 和 HMI 产品捆绑销售，一体机产品竞争力显著提升。HMI 和 PLC 的关联性较大捆绑销售，公司 PLC 对此业务带动较好。人机界面和可编程控制器产品的关联度很大，据睿工业统计，在国内的工业现场，接近 80%的小型可编程控制器、超过 85%的中型可编程控制器和 10%的大型可编程控制器都会连接人机界面产品。信捷电气主要通过将人机界面与可编程控制器、伺服等配套销售，以提供行业整体解决方案的方式提高公司的竞争力。公司还推出了 PLC+HMI 一体的整体式控制器，高度集成和针对客户特定需求定制化的产品，能有效帮助客户降低成本，减少在 OEM 客户设备中的占用空间，提高产品易用性，有效提升公司 PLC 和 HMI 产品销售。

图表 33: 小型 PLC 产品带动 HMI 产品销售

中国 HMI 产品和 PLC 关联度			
	小型 PLC	中型 PLC	大型 PLC
连接 HMI 产品占比	79.2%	86.5%	10.6%
不连接 HMI 产品占比	20.8%	13.5%	89.4%

资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

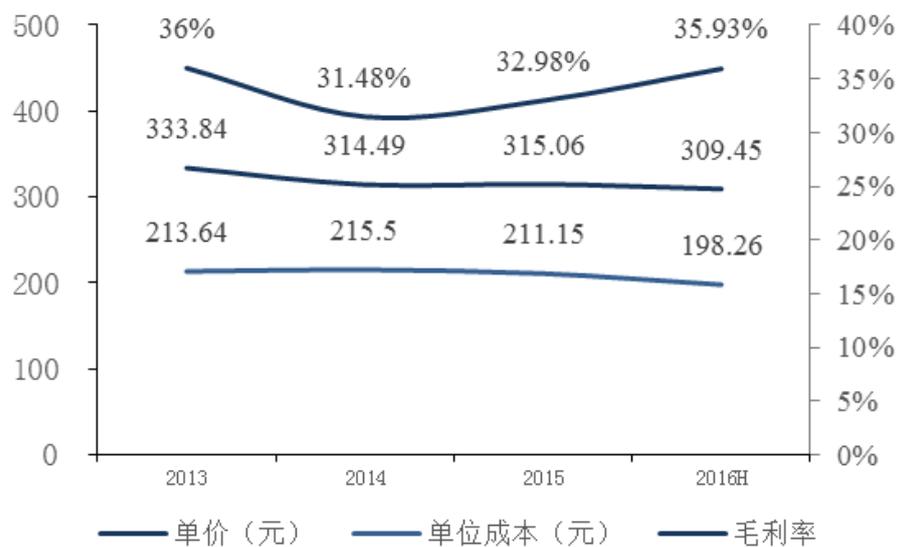
图表 34: PLC 与 HMI 一体机竞争力显著提升



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司 HMI 产品性价比较高, 毛利率预计将保持稳中有升。信捷一直致力于提升 HMI 产品的易用性和可靠性, 公司的人机界面产品操作简单, TG 系列触摸屏支持图块变成功能, 实现了客户的现场编程, 更好贴近客户需求, 在产品设计上也更注重性价比, 具有较强竞争优势。虽然过去三年人机界面行业平均价格持续下降, 但公司毛利率水平在稳步提升, 2016 年上半年, 公司人机界面产品毛利率为 35.93%, 较 2015 年提升 2.95%。一方面, 由于公司销售的人机界面产品中, 高毛利率的触摸屏产品占比有所提升, 低端的文本显示器占比下降。另一方面, 公司的单位成本下降幅度大于平均单价的降幅。我们预计随着公司 HMI 产品销量持续提升, 规模效应日益凸显, 毛利率将保持稳中有升。

图表 35: 信捷电气 HMI 产品平均单价、成本与毛利率



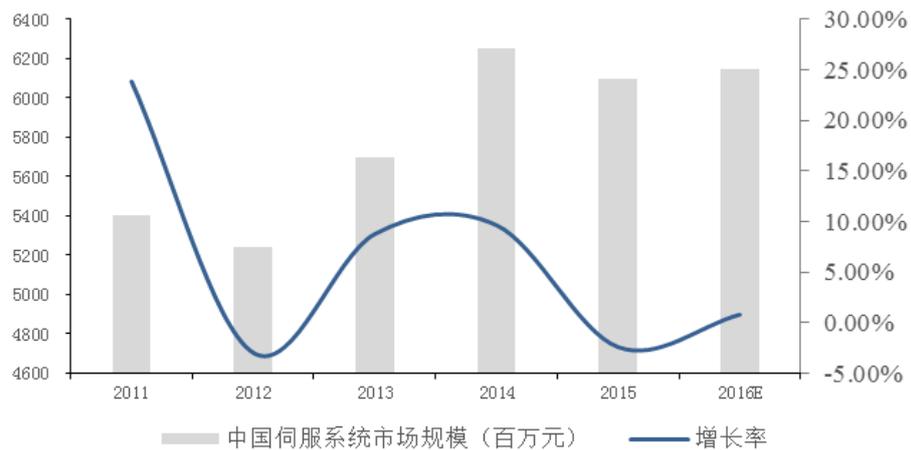
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5. 伺服系统行业景气度高，有望超预期增长

5.1. 伺服市场是工控极具成长性行业

受益于自动化大趋势，中国伺服市场预计年均复合增速在 10-20%。伺服系统是用来精确地跟随或复现某个过程的反馈控制系统，用于控制物体的位置、角度、速度等，通常由伺服驱动器和伺服电机组成。根据统计口径的差异，国内伺服市场的需求大约在 50-80 亿之间。据工控网统计，2015 年我国伺服系统市场规模规模为 61 亿元，同比下滑 2.4%，主要是由于经济增速下滑，传统制造业市场需求受到较大冲击。2016 年伺服行业需求有所好转，预计小幅增长约 1%。随着下游需求逐步好转，以及自动化替代的加速，我们预计未来 5 年伺服市场需求将保持在 10-20% 之间的年均复合增长。

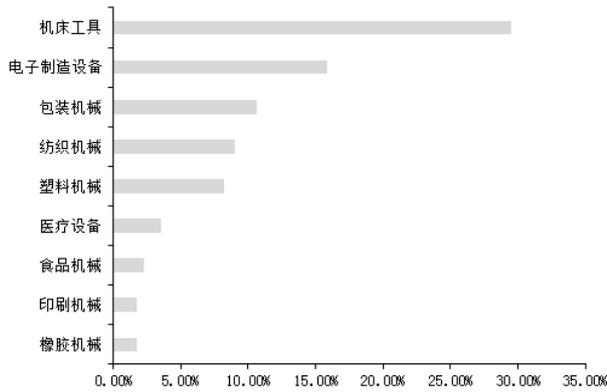
图表 36：中国伺服系统市场规模



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

电子制造设备、锂电、机器人等行业是伺服行业增长主要动力。伺服系统市场的下游分布较为分散，伺服产品下游份额最大的为机床，份额为 29.5%，其次为电子制造设备、包装、纺织、塑料机械等行业。2015 年机床、纺织、塑料、橡胶等行业都有不同程度的下滑，导致伺服产品三年里首次下滑，而包装、食品、医疗等行业需求均比较稳健，电子制造设备、锂电、机器人、智能物流设备等行业均有较大的增长。据工控网统计，2011 年电子制造设备领域伺服产品规模为 4.2 亿，行业占比 7.8%，经过近五年高速增长，2015 年电子制造设备领域伺服行业占比已达到 15.9%，约 9.7 亿元。新能源汽车的需求爆发大势所趋，工业机器人销量也持续保持两位数增长，我们预计未来五年内电子制造设备、锂电、机器人将引领国内伺服市场的快速增长。

图表 37: 伺服系统下游行业分布



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 38: 电子设备制造业固定资产投资增速

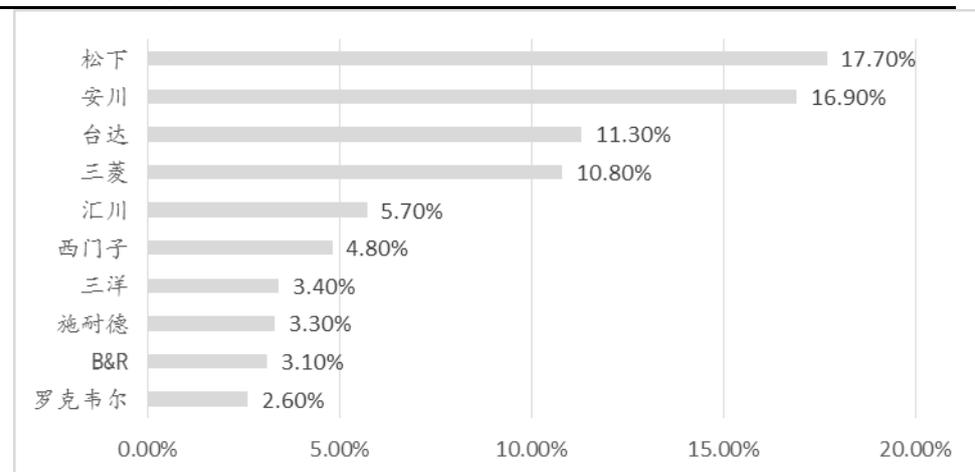


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5.2. 外资占据主导, 国内品牌进口替代空间巨大

伺服系统国产品牌进口替代空间巨大。伺服行业整体上以外资为主, 2015年我国伺服系统销量前10大品牌占据市场份额79.8%, 不考虑台湾的台达, 前10大中仅有汇川技术为本土品牌。近几年本土品牌通过高性价比和本土化优势, 市场份额在持续提升, 一方面是汇川、埃斯顿为龙头的本土厂商持续保持高增长, 另一方面是本土品牌数量增长较多, 主要以广东地区为主, 伺服驱动器厂商、控制器厂商以及伺服电机厂商数量进一步增多。国内伺服企业通常先专攻某一细分领域展开突破, 并在应用行业上不断积累, 主要替代台湾系及部分日系品牌。我们预计随着本土企业持续加大研发投入, 技术水平逐渐提升至与外资同等水平, 结合行业定制化解决方案, 未来本土品牌伺服系统的市场份额将持续提升。

图表 39: 中国 2015 年伺服系统市场格局



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5.3. 高端伺服即将推出，有望超预期增长

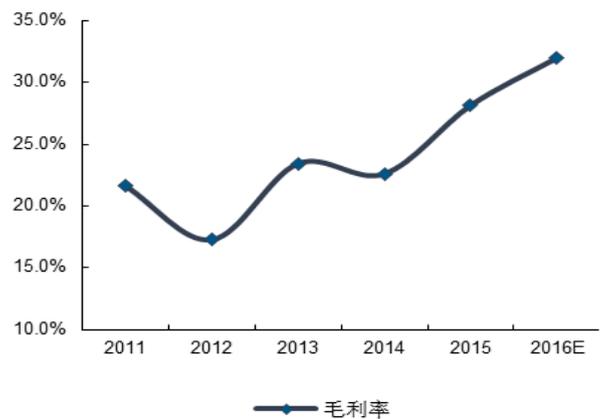
公司伺服产品搭配 PLC 销售，市占率稳步提升。伺服系统是近几年公司研发和销售的重点，研发投入比较大，伺服类的产品销售增长也较快，由 2013 年的 4595.21 万元增长到 2016 年的 7500 万元左右，毛利率也由于原材料价格下降、自制电机规模扩大以及对上游供应商议价能力增强从 23.44% 上升到 32%。

图表 40: 伺服系统营业收入及增长率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 41: 伺服系统毛利率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

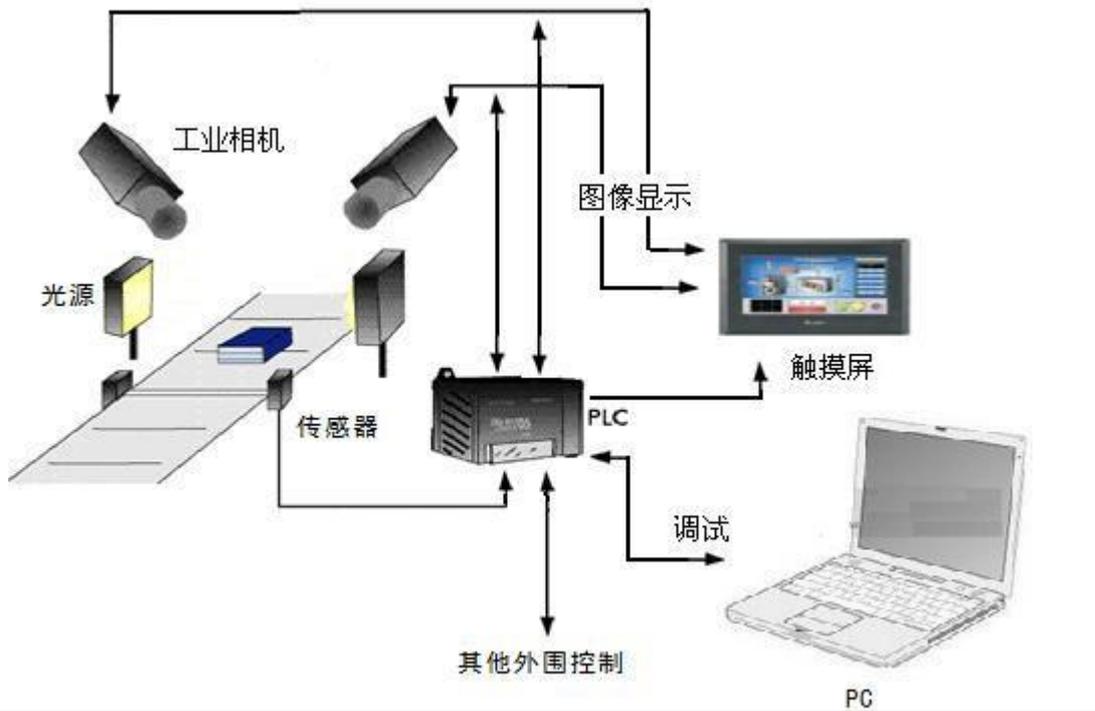
即将推出高端伺服产品，将迎来高速增长。公司募投项目 1.5 亿，将建成 6.5 万台高端伺服系统的生产规模，目前产品研发和工程建设进度良好，我们预计今年上半年公司将推出新的高端伺服。公司新的高性能伺服采用永磁同步交流伺服电机，控制驱动将采用能快速、准确定位的全数字位置伺服，将实现免调谐自动运行，具备高速转矩控制能力。目前公司的伺服产品性能已经和外资品牌相差无几，新的高性能伺服产品性能预计将和台达、松下相当。我们预计未来 3 年公司高性能伺服产品的推出，将促进公司伺服系统远超行业增长，预计今年明年将实现 40-50% 增长。

6. 智能装置契合国家战略，业务潜力极大

6.1. 机器视觉行业极具潜力，是智能装备核心部件

机器视觉是实现智能装备核心部件。机器视觉 (Machine Vision, 简称 MV) 是通过光学的装置和非接触传感器自动地接收和处理一个真实物体的图像，以获得所需信息或用于控制机运器运动的装置。机器视觉是实现智能制造的重要组成部分，通过使用机器视觉产品，一方面可以替代人工视觉，提升生产效率和降低人工出错风险，另一方面可以提高生产的柔性和自动化程度。

图表 42：典型机器视觉系统图



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

电子制造等行业需求快速增长，预计未来机器视觉市场每年 10-15% 增长。我国的机器视觉市场起步较晚，2006 年之前主要集中在外资制造企业、出口加工及烟草企业，近十年取得了快速发展。据工控网统计，2015 年我国机器视觉市场容量为 16.9 亿元，同比增长 12.7%。电子制造行业占据机器视觉 49.7% 的市场，紧随其后的行业领域为汽车、制药、食品与包装机械、印刷机械，该四大行业共占据 24.3% 的市场。未来五年随着智能制造、柔性生产的逐步推进，预计我国机器视觉市场将保持每年 10%-15% 的增长。

图表 43：中国机器视觉市场规模



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2. 工业机器人是中国制造 2025 重点战略领域

机器人被列入中国制造 2025 十大重点领域，战略地位凸显。近几年国家密集出台了多项促进工业机器人发展的政策，2015 年制定的《中国制造 2025》中提出要加快工业机器人在生产过程中的应用，大力推动机器人产业突破，2015 年 9 月发布的《〈中国制造 2025〉重点领域技术路线图》，更是将高档数控机床和机器人列入十大重点领域。2016 年 4 月工信部、发改委和财政部联合发布了《机器人产业发展规划（2016~2020）》，提出到 2020 年，自主品牌工业机器人年产量达到 10 万台，六轴及以上工业机器人年产量达到 5 万台以上，实现机器人在重点行业的规模化应用，机器人密度达到 150 以上。

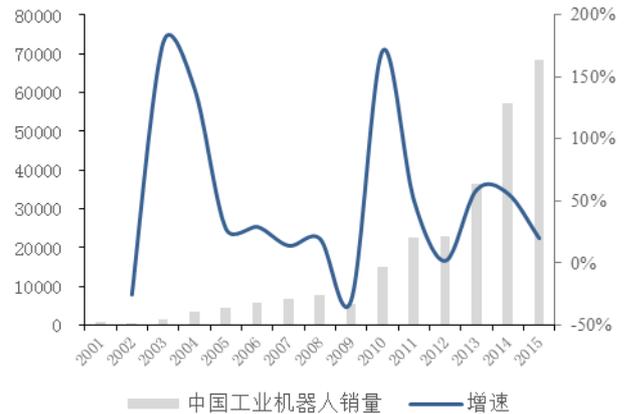
中国工业机器人销量全球第一，系统集成市场空间巨大。据 IFR 统计，2015 年全球工业机器人销量 24.76 万台，而中国工业机器人销量 6.6 万台，同比增长 16%，销量连续第三年全球第一，占全球市场四分之一以上，2015 年增速虽较前两年有所回落，但在全球范围内仍属于快速增长市场，增速分别领先欧洲、美国、亚洲市场 8%、3%、2%。按照每台机器人均价 25 万元计算，2015 年工业机器人本体市场为 165 亿元，系统集成约是本体的 3 倍，即 2015 年我国工业机器人系统集成市场约 500 亿元。

图表 44: 全球工业机器人销量 (台)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 45: 中国工业机器人销量 (台)

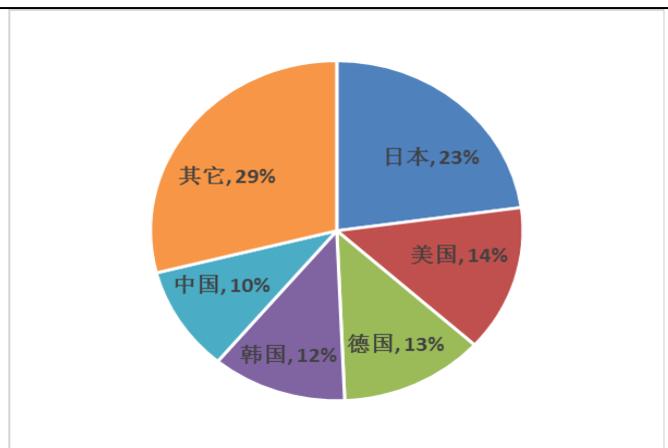


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

中国工业机器人密度较低，长期增长潜力十足。从全球机器人保有量来看，机器人最多的国家为日本、美国、德国、韩国和中国，以上 5 国占全球工业机器人市场 70 的份额，中国工业机器人保有量占比约 10%，相对于中国制造业的规模，中国的机器人密度很低。IFR 统计，以每 1 万名制造业工人为基数对应的机器人安装数量，2015 年全球平均水平为 69 台，而中国只有 49 台，距世界平均仍有较大差距，远低于美、德、日、

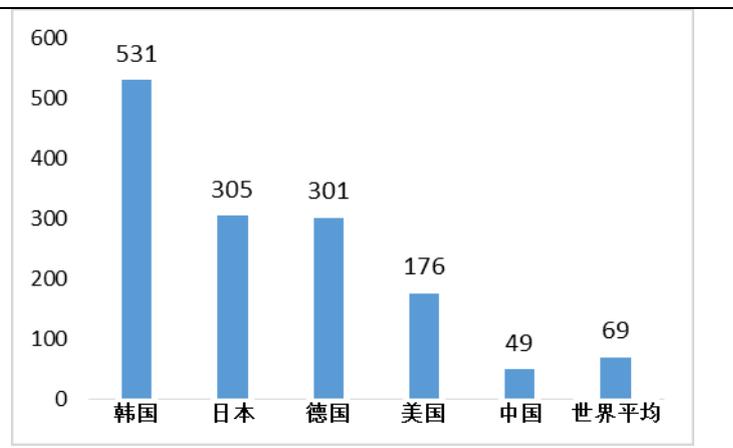
韩、等机器人大国，未来仍有大幅提升空间。我们预计十三五期间，我国工业机器人销量将保持 15% 复合增长。

图表 46 中国工业机器人保有量全球占比仍较低



资料来源：IFR，东吴证券研究所

图表 47 中国工业机器人密度较低



资料来源：IFR，东吴证券研究所

6.3. 公司智能装置业务潜力极大，将成为又一业务支柱

公司的智能装置产品发展时间较短，仍有极大成长空间。目前公司智能装置产品有三大类型，分别为视觉引导冲床上料机、视觉检测装置和机械手，配备公司自己的机器视觉、控制器、伺服等产品。2015 年，公司智能装置实现收入 1677 万元，同比增长 30.95%，毛利率 51.14%，2016 年上半年实现收入 883 万元。我们预计 2016 年公司智能装置实现收入约 2000 万元，同比增长近 20%。

图表 48: 公司机器视觉引导的自动冲床



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 49: 公司机器视觉引导的机器人

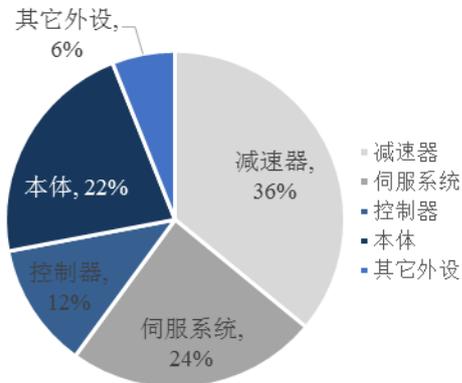


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司智能装置自主化比例高，具有较好盈利能力。公司的智能装置主要核心零部件均具有自主知识产权，工业机器人的主要部件中，除减速器采用外购，伺服系统和控制器公司都能自己开发生产，本体技术壁垒较低，公司自己设计，制造加工采取外协方式。同时公司的机器视觉产品具

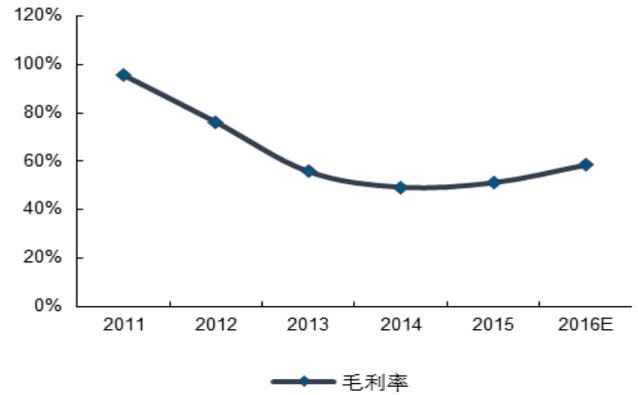
有较大的技术优势，与公司的高端伺服控制系统结合，形成全面智能化的智能装置体系，公司智能装置产品毛利率接近 60%。

图表 50: 工业机器人成本构成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 51: 公司智能装置毛利率近 60%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

募投项目建设智能控制系统及装置规模化生产线，公司智能装置预计将快速增长。公司计划投资 1.28 亿元，建成年产 3000 套智能机器视觉装备及其他智能控制系统或装置产品的生产线。新产线规划期 2 年，预计今年将开始逐步达产，建成后将极大提升公司智能装置产能，通过规模化生产降低制造成本，提高产品的可靠性。我们预计随着募投项目落地，公司智能装置将实现快速增长。

7. 投资建议与风险提示

7.1. 盈利预测与投资建议

PLC 业务: 预计公司 2016 年 PLC 产品实现收入约 1.7 亿，同比增长 18%。2016 年下半年起工控下游需求好转，预计今年行业回暖将持续。公司近几年持续加速替代日系、台湾 PLC 品牌，在纺织、包装、3C、机床等行业取得较好增长，同时公司将推出新的中型 PLC 产品，极大提升行业解决方案综合竞争力，预计未来三年公司 PLC 业务复合增速将达到 30% 以上。

人机界面: 公司人机界面产品主要和 PLC 配套销售，PLC 业务的快速发展将极大带动 HMI 产品增长，预计 2016 年 HMI 产品实现收入约 0.9 亿，同比增长 14%。不过由于 HMI 产品壁垒相对较低，国内品牌多才去低价策略，外资品牌也纷纷进入低端市场，行业竞争加剧，预计价格下降将对行业产生较大冲击，预计未来三年公司 HMI 产品复合增长 15-20%。

伺服系统: 公司伺服产品市场份额仍很低，具有极大增长潜力，预计 2016 年实现收入约 0.75 亿元，同比增长 23%，毛利率预计在 30% 以上。

3C 制造、锂电等行业快速发展和产业升级推升伺服系统需求持续增长，公司的伺服系统与 PLC、HMI 等产品搭配，为客户提供整体解决方案，预计将超出行业平均增速。我们预计未来三年公司伺服系统业务收入将实现 40-50% 复合增长，同时公司的募投项目落地后，规模化生产将推动毛利率大幅提升至 40-50%。

智能装置：公司智能装置配备具有自主知识产权的机器视觉产品，2016 年预计实现收入 2000 万，同比增长约 19%。智能装置业务具有极大增长潜力，募投项目将分 2 年逐步达产，我们预计未来三年公司智能装置业务将实现 50% 增长。

投资建议：预计公司 2016-2018 年归属上市公司股东净利润为 1.01 亿、1.33 亿、1.74 亿元，同比增长 24/31/31%，EPS 分别为 1.01/1.32/1.73 元，对应 PE53、41、31 倍，考虑到公司在 PLC 市场行业领先地位，即将推出中型 PLC 提升整体解决方案配套能力，伺服系统和智能装置有望高速增长，首次覆盖给予买入评级。

图表 52：主营业务分项预测

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
PLC 收入 (百万)	144	169	211	264	330
收入增速	2%	18%	25%	25%	25%
毛利率	58%	58%	58%	58%	58%
毛利 (百万)	83	98	123	153	192
人机界面收入 (百万)	79	90	103	119	136
收入增速	-4%	14%	15%	15%	15%
毛利率	33%	36%	36%	36%	36%
毛利 (百万)	26	32	37	43	49
伺服系统收入 (百万)	61	75	105	147	213
收入增速	7%	23%	40%	40%	45%
毛利率	28%	32%	35%	38%	40%
毛利 (百万)	17	24	37	56	85
智能装置收入 (百万)	17	20	30	45	67
收入增速	31%	19%	50%	50%	50%
毛利率	51%	58%	55%	55%	50%
毛利 (百万)	9	12	16	25	34

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

7.2. 风险提示

- 1) 宏观经济增速加速下滑，制造业固定资产投资增速下滑。
- 2) 行业竞争加剧，人机界面等产品价格大幅下降。
- 3) 募投项目建设及新产品开发进度低于预期。

图表 53：信捷电气财务三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	309.2	706.0	688.0	831.2	营业收入	302.6	354.1	449.9	575.3
现金	140.8	509.4	442.3	522.8	营业成本	167.0	188.1	236.8	298.6
应收款项	99.3	116.4	147.9	189.1	营业税金及附加	2.9	3.4	4.3	5.2
存货	66.8	77.3	94.1	114.5	营业费用	16.9	20.5	25.2	31.1
其他	2.3	2.9	3.7	4.7	管理费用	33.7	43.5	55.0	62.6
非流动资产	93.0	178.4	358.8	358.9	财务费用	-0.7	-9.7	-14.1	-14.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产	58.5	144.9	326.3	327.4	其他	-5.9	-6.0	-7.4	-9.0
无形资产	30.4	29.4	28.4	27.4	营业利润	77.5	102.7	135.8	183.7
其他	4.1	4.1	4.1	4.1	营业外净收支	16.4	16.0	20.0	20.0
资产总计	402.2	884.4	1046.7	1190.1	利润总额	93.9	118.7	155.8	203.7
流动负债	64.2	76.6	93.5	117.6	所得税费用	12.6	15.9	20.8	27.1
短期借款	0.0	3.4	1.2	1.6	少数股东损益	0.0	1.5	2.0	2.6
应付账款	39.8	48.9	61.6	77.7	归属母公司净利润	81.3	101.3	133.0	174.0
其他	24.4	24.2	30.7	38.3	EBIT	82.9	99.6	129.6	178.8
非流动负债	9.2	8.9	8.9	8.9	EBITDA	86.9	106.4	143.4	198.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	9.2	8.9	8.9	8.9	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	73.4	85.4	102.4	126.5	每股收益(元)	1.08	1.01	1.32	1.73
少数股东权益	0.1	1.3	3.0	5.1	每股净资产(元)	4.37	8.06	9.06	10.36
归属母公司股东权益	328.8	809.7	909.5	1039.9	发行在外股份(百万股)	75.3	100.4	100.4	100.4
负债和股东权益总计	402.2	896.5	1014.8	1171.5	ROIC(%)	24.2%	21.4%	18.8%	20.1%
					ROE(%)	24.7%	12.5%	14.6%	16.7%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	43.9%	45.9%	46.4%	47.2%
经营活动现金流	75.7	110.0	143.0	172.0	EBIT Margin(%)	27.4%	28.1%	28.8%	31.1%
投资活动现金流	-17.6	-22.8	-128.2	-195.0	销售净利率(%)	26.9%	28.6%	29.6%	30.2%
筹资活动现金流	-13.4	383.1	-35.4	-43.2	资产负债率(%)	18.2%	9.7%	9.8%	10.6%
现金净增加额	44.8	470.2	-20.7	-66.1	收入增长率(%)	2.9%	17.0%	27.1%	27.9%
折旧和摊销	4.1	6.9	13.8	19.5	净利润增长率(%)	7.4%	24.6%	31.3%	30.8%
资本开支	-16.8	-22.8	-128.2	-195.0	P/E	47.18	50.49	38.44	29.39
营运资本变动	0.3	-6.4	-13.8	-33.6	P/B	11.67	4.74	4.22	3.69
企业自由现金流	69.6	63.8	-16.0	-54.0	EV/EBITDA	44.96	36.83	27.46	19.97

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免責聲明

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>

