

**评级：增持(首次)**

市场价格：10.68

目标价格：14.85

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	794.42	1,049.33	1,527.2	1,974.6	2,380.6
增长率 yoy%	27.62%	32.09%	45.5%	29.3%	20.6%
归母净利润	57.25	118.83	169.9	222.3	266.6
增长率 yoy%	461.83%	107.56%	43.6%	30.9%	19.9%
每股收益(元)	0.13	0.26	0.38	0.49	0.59
每股现金流量	0.14	0.14	0.41	0.27	0.13
净资产收益率	2.67%	5.05%	6.24%	7.69%	8.56%
P/E	81.6	40.7	28.3	21.7	18.1
PEG	1.4	1.3	0.2	0.4	0.6
P/B	2.2	2.1	1.8	1.7	1.5
备注：					

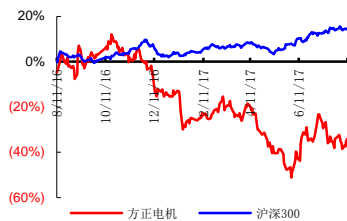
**投资要点**

- **事件：**公司发布2017年半年报，实现营收5.44亿元，同比增长15.75%；归母净利润为5686.88万元，同比增长15.93%，主要系新能源汽车驱动电机、汽车电子、座椅电机等业务贡献业绩增长较好。综合毛利率23.73%，同比减少了0.25个百分点，系汽车应用类毛利率的同比下降，下滑4.15个pct.。三项费用方面，销售/管理/财务费用分别为939.15/5530.20/510.72万元，同比变动0.06%/3.32%/412.70%，相应费率同比变动-0.27/-1.22/0.73个pct.，管理费用增长系上半年研发费用投入增加；财务费用大幅增长主要系汇率损失。总体三项费用控制良好。业绩符合预期。
- **传统缝纫机电机龙头，转型新能源汽车驱动电机领域：**公司于2014-2015年通过收购高科润、德沃仕和上海海能，战略转型新能源汽车动力总成领域，目前形成了以新能源汽车驱动电机、微型特种电机、汽车整车集成控制研发等汽车零部件为主要业务，稳定发展智能控制器和缝纫机电机的战略布局。
- **切入主流乘用车厂商，电机优质供应商潜质凸显。**新能源汽车电机行业尚处于发展初期，竞争格局相对分散，未来有望逐步向优质电机厂商集中的趋势。电机及其控制器行业潜在空间广阔，据我们测算，当市场销量达到200万辆时所对应的市场空间约250亿左右。由于新能源商用车增长趋于平稳，未来电动物流车及乘用车所带来的潜在空间大。公司产品切入上汽通用五菱等国内一线乘用车企，有望形成产品标杆效应，助力其他客户开拓。目前其客户包括上汽通用五菱、上汽、吉利、北汽昌河、众泰等，已完成上汽通用五菱E100、北汽昌河北斗星X5ev驱动电机的量产准备，吉利帝豪EV驱动电机的整车公告。公司预计今年4季度其向吉利帝豪、远景mini等新能源车型配套产品将实现量产。同时，公司驱动电机目前产能为10万台，计划明年再扩充10万台，至2020年达到50万台/年产能。未来随着下游主流乘用车厂销量的释放，有望带动方正电机新能源电机业务增长。
- **传统缝纫机电机略有下滑，座椅电机有望保持高速增长。**公司缝纫机电机龙头地位稳固，但行业增速趋缓，目前已逐步将生产基地转移到越南。上半年缝纫机电机业务下滑，但毛利率略有提升，同比增加1.25%；智能控制器营收略有下滑，实现营收1.33亿元，同比减少2.57%，公司汽车座椅电机业务竞争优势明显，主供全球汽车座椅市场领先企业江森，我国2016年汽车销量2400万辆，假设每辆车安装6个座椅电机，对应的座椅电机市场空间约55亿元，未来公司有望通过实现进口替代，提升在江森中份额，保持较高增速。智能控制器业务方面，小型生活电器智能控制产品增长较快，公司在白色家电领域与伊莱克斯、美的等合作，目前已完成超高速吸尘器电机及控制系统项目，为目标客户供货(产品对标戴森)，行业前景明朗，未来有望保持较好增长。
- **投资建议：**公司通过收购上海海能、德沃仕、高科润与原有电机业务相结合，转型新能源汽车动力总成领域，原有缝纫机电机、智能控制业务稳定发展，目前已拥有10万台驱动电机产能，随着新能源汽车快速发展，我们预计公司2017-2019年归母净利润1.7/2.2/2.7亿元，同比增长43.6%/30.9%/19.9%，EPS分别为0.38/0.49/0.59，当前股价对应PE为28.3/21.7/18.1倍，给予2018年30倍估值，对应目标价14.85元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策不达预期，下游客户开拓及销量不及预期，传统主业需求下滑，产能扩张不及预期；

**基本状况**

总股本(百万股)	451
流通股本(百万股)	253
市价(元)	10.69
市值(百万元)	4,820
流通市值(百万元)	2,705

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

## 传统缝纫电机龙头，转型新能源汽车驱动电机领域

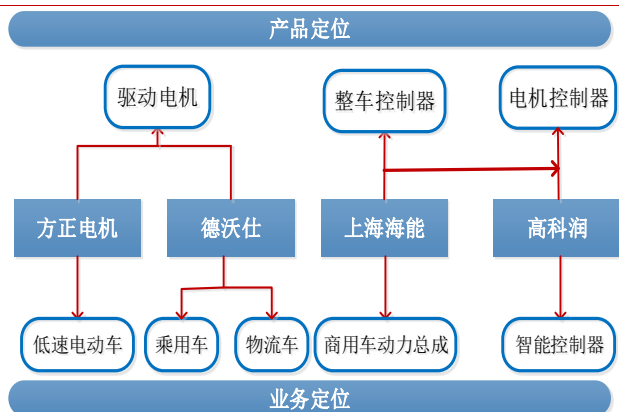
- 方正电机成立于1995年，主要业务是缝纫机电机，全球市占率第一，拥有超过20年的电机生产经验。2007年公司IPO上市，随着新能源汽车快速发展，于2014、2015年先后收购高科润、德沃仕和上海海能，战略转型新能源汽车动力总成领域。收购完成后，公司形成了以新能源汽车驱动电机、微型特种电机、汽车整车集成控制研发等汽车零部件为主要业务，稳定发展智能控制器和缝纫机电机的业务布局。

图表 1：公司发展历程



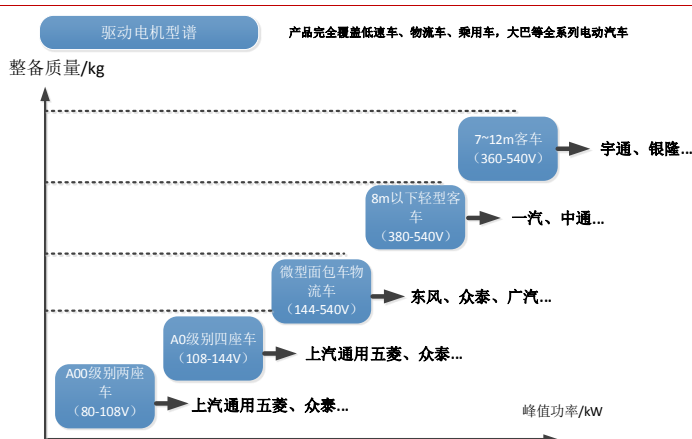
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：方正电机新能源汽车业务布局



来源：中泰证券研究所

图表 3：方正电机驱动电机型谱



来源：公司官网，中泰证券研究所

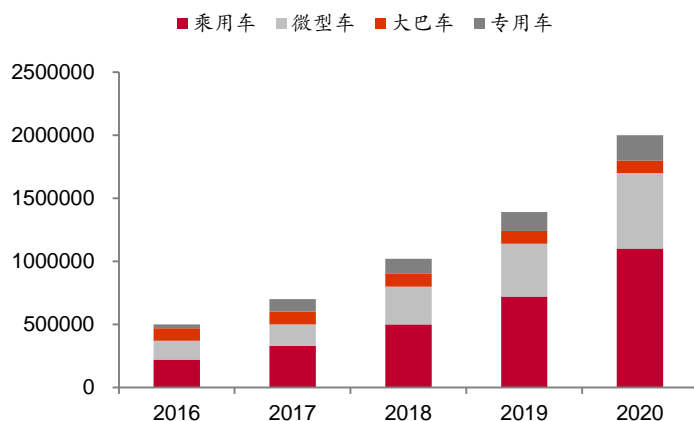
## 公司切入主流乘用车厂商，电机优质供应商潜质凸显

### 电机行业竞争格局初显，物流车及乘用车潜在空间大

- 电机行业潜在空间大。在国内新能源汽车政策的大力支持下，新能源汽车销量快速增长，后续在补贴逐步退坡下，双积分制度的实施将新能源汽车的发展从供给侧推动更多转向消费者需求拉动，我们预计2020年中国新能源汽车销量有望达到200万辆以上的水平。电机及其控制器作为新能源汽车核心零部件之一，据我们测算，当市场达到200万辆时所对应的市场空间约在250亿左右，在海外车企纷纷加入新能源汽车战场，全球电动化趋势来临，新能源汽车渗透率有望进一

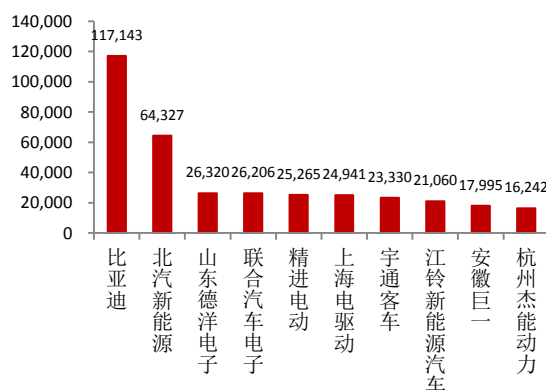
步提升。电机及其控制器的市场空间有望进一步打开。

图表 4：新能源汽车销量预测



来源：中泰证券研究所

图表 5：201606-201705 电机装机量 TOP10 企业(台)



来源：高工锂电，中泰证券研究所

- **电机行业竞争格局初露头角**：国内新能源汽车产业刚起步，电机及其控制器行业尚属于新兴发展阶段，目前从事电驱动行业企业数量众多，合计有 120 家以上的电机企业（含整车厂）。据高工产研的统计数据显示，当前，乘用车电机电控产品 50% 以上由整车厂自己提供（如销量排名靠前的比亚迪自己供应），客车和物流车的电机电控产品则大部分由第三方供应商提供，而第三方电机厂目前格局相对分散，但有在往优秀电机厂集中的趋势，从 2016 年 6 月至 17 年 5 月电机电控装机量来看，电机装机量排名前十的企业包括比亚迪、北汽新能源、山东德洋电子、联合汽车电子、精进电动、上海电驱动、安徽巨一等等。在市场竞争格局未定型之际，国内第三方电机厂仍有机会在市场中脱颖而出，获得较大的市场份额。
- **电机成本结构 85% 来自原材料，价格下降空间较小**。未来随着补贴的退坡，对于电机及其控制器同样具有降成本压力，厂商需要不断研发投入，通过技术创新以及规模优势来面对未来广大的市场和激烈的竞争。对于成本下降，美国能源部提出了在 2025 年，电驱动系统的成本降低到 6 美元/kw（相较于 2015 年降低了 50%）。面对如此大的降价空间，企业一方面通过不断技术迭代进步，提高材料利用率及国产化率（IGBT），提高电机电控性能。另一方面，动力总成集成创新降低成本。电控系统价值量中 IGBT 核心零部件尚未国产化，以及软件算法等价值量高，未来价格下降空间较大，但对于电机来说，与电控不同的地方在于其成本结构中 85% 来自原材料，而价格下降空间较小，未来电机厂商的竞争力将来自于产品性能及轻量化提升。

### 电机切入主流大客户，业绩蓄势待发

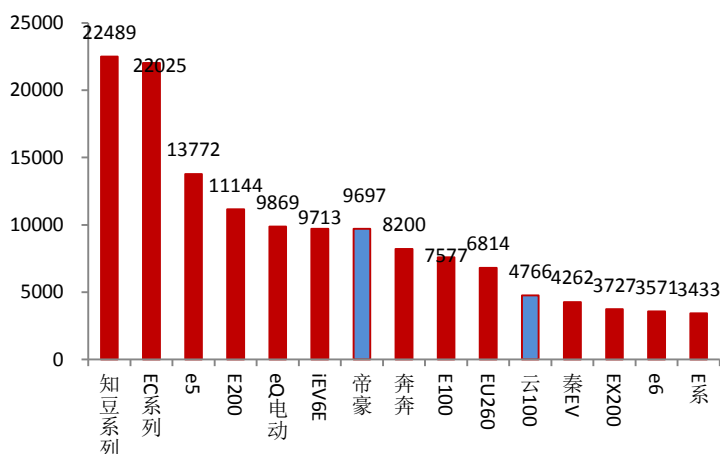
- **产品切入上汽通用五菱等国内一线乘用车企，助力其他客户开拓。**公司电机产品已成功开发国内主流的乘用车企业，包括上汽通用五菱、上汽、吉利、北汽昌河、众泰等，目前已完成上汽通用五菱 E100、北汽昌河北斗星 X5ev 驱动电机的量产准备，吉利帝豪 EV 驱动电机的整车公告，公司当前已向上汽通用五菱宝骏品牌提供样机测试。公司产品切入上汽通用，电机产品性能得到认可，未来有望形成产品的标杆效应，助力公司开拓其他主流乘用车企。公司预计其向吉利帝豪、远景 mini 等新能源车型配套产品将于四季度量产。
- 从 2017 年 1-7 月新能源汽车乘用车销量数据来看，公司下游客户销量排名领先，其中众泰云 100 销量累计达 4766 辆（芝麻 2016 年销量达 1.6 万辆），吉利帝豪 EV 销量达 9697 辆。
- 公司驱动电机目前产能为 10 万台，计划明年再扩充 10 万台产能，到 2020 年达到 50 万台年产能。未来随着下游主流乘用车厂销量的释放，有望带动方正电机新能源电机业务高速增长。

图表 6：方正电机乘用车配套客户进展

配套客户	上市计划
众泰云 100	已上市
众泰芝麻	
上汽五菱宝骏	已提供样机测试
吉利帝豪	已上目录公告，预计 17 年 4 季度量产
吉利远景 mini	已上公告，预计 17 年 4 季度量产

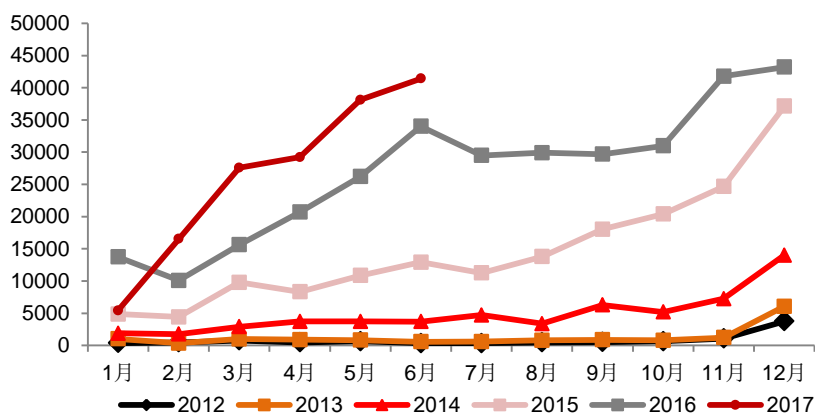
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：2017 年 1-7 月新能源乘用车车型累计销量 top10 (辆)



来源：GGII，中泰证券研究所

图表 8：历年新能源乘用车市场销量 (台)



来源：乘联会，中泰证券研究所



- **下半年物流车领域放量增长，带动业绩提升。**方正电机早期就在物流车领域进行布局，2017 上半年物流车驱动电机业务市场占有率进一步提升。当前电动物流车补贴退坡相较于商用车较小，尚具有经济性，随着各地方补贴政策落地，物流车市场有望实现放量增长。目前公司的部分物流车客户已经实现量产，有望带动公司下半年业绩提升。

## 传统业务业绩表现平稳，座椅电机有望保持高增速

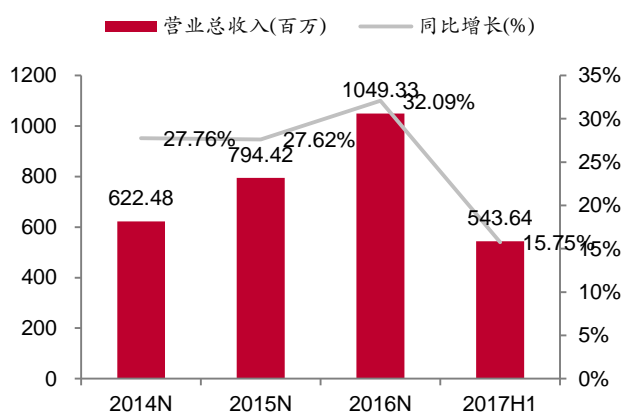
- **传统业务表现稳健，借助研发优势升级转型。**公司 2017 年上半年雨刮器、汽车座椅电机等传统汽车电机业务快速增长；智能控制器实现营收 1.33 亿元，同比减少 2.57%，毛利率 15.14%，同比减少 0.77%；缝纫机应用类业务营收 1.17 亿元，同比减少 16.85%，毛利率达到 21.16%，同比增加 1.25%。总体上公司传统业务表现稳健，智能控制器与缝纫机业务营收略有下滑，缝纫机业务毛利率表现良好。对于传统业务，公司借助拥有的智能控制和永磁直流电机研发优势，实现汽车座椅、雨刮器、家用缝纫机等传统产品的转型升级，进行传统产品的无刷电机及机电一体化产品开发和技术改造。
- **座椅电机供大客户江森，未来有望保持较高增速。**公司在汽车座椅电机上竞争优势明显，主要客户是全球汽车座椅市场的领先企业江森（全球占有率达三分之一），江森在中国的市场份额超过 40%；公司 2016 年向江森销售额达 1 亿，同比增长 50%。2016 年乘用车销量约 2400 万辆，目前一般在前排 2 个座椅上每个安装 1-3 个电机，电机约 40 元，我们测算整个座椅电机国内市场空间可达约 55 亿元。按易车网车型配置数据统计，国内乘用车市场上具备电动座椅调节功能的车型占比为 33.98%，中高档车配座椅电机占比高，占渗透率在 60% 以上，未来随着中低档车型座椅电机普及，渗透率有望进一步提升。公司未来在座椅电机上有望实现进口替代，提升在江森中所占份额。
- **智能控制市场规模巨大，家用智控未来发展可期。**小型生活电器智能控制产品近年来市场规模增长迅速，公司在白色家电领域与伊莱克斯、威技、约克、美的等国内外知名企业合作，目前已完成超高速吸尘器电机及控制系统项目（高转速电机），已为目标客户提供样机（下游客户产品主要对标是英国戴森），预计至 2020 年，整个市场高端吸尘器每年将超过 2000 多万台的销售。
- **巩固缝纫机电机龙头地位，提高市占率。**公司在缝纫机电机上占据龙头地位，全球市占率达 80% 以上，当前引入电机转子自动化生产线，提升生产效率。该业务发展增势趋缓，目前已转移到越南生产。总体上该业务当前保持稳定发展，给公司提供稳定现金流。今年上半年实现营收 1.17 亿元，同比减少 16.85%。

## 上半年业绩稳定增长，业绩蓄势待发

- **上半年业绩稳定增长，综合毛利略微下滑：**公司发布 2017 年半年报，实现营收 5.44 亿元，同比上升 15.75%；归母净利润为 5686.88 万元，同比增加 15.93%。公司上半年业绩稳定增长，主要原因是上半年公司新能源汽车驱动电机业务营收大幅增长，以及汽车电子、汽车座椅电机等传统业务快速增长。公司半年报综合毛利率 23.73%，同比减少了 0.25 个百分点，归因于汽车应用类毛利率的同比下滑，下滑 4.15 个 pct.。

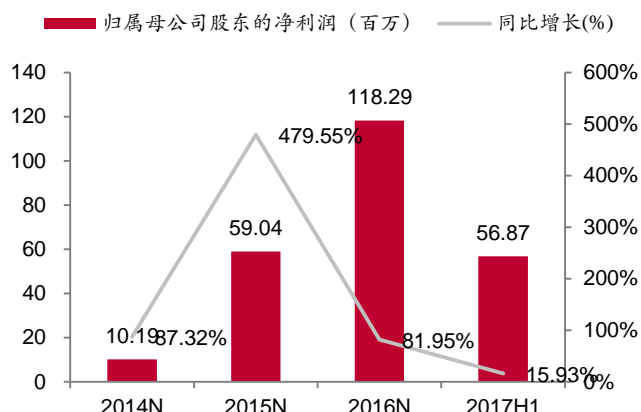
三项费用方面，销售/管理/财务费用分别为 939.15/5530.20/510.72 万元，比上年同期变动 0.06%/3.32%/412.70%，管理费用增长是因为上半年研发费用投入增加；财务费用同比变动剧烈是因为受人民币升值影响，汇率损失增加。相应费率同比变动-0.27/-1.22/0.73 个 pct.，三项费用控制良好。
- **分业务来看，2017 年上半年，汽车应用类业务、智能控制器业务和缝纫机业务分别营收 2.63 亿、1.33 亿和 1.17 亿，分别占营收的 48.40%、24.54%和 21.48%。**随着下游新能源汽车客户放量，我们预计未来公司新能源汽车动力总成业务占比将持续扩大。
- **下半年物流车及乘用车销量释放，业绩有望迎来快速增长。下半年物流车领域放量增长，带动业绩提升。**方正电机早期就在物流车领域进行布局，2017 年上半年物流车驱动电机业务市场占有率进一步提升。下半年将围绕物流车电机的重点客户进行业务对接。当前电动物流车补贴退坡相较于商用车较小，尚具有经济性，随着各地方补贴政策落地，物流车市场有望实现放量增长。目前部分物流车客户，已经实现量产，有望带动公司下半年业绩提升。

图表 9：2014-2017H1 年营业收入及同比增速



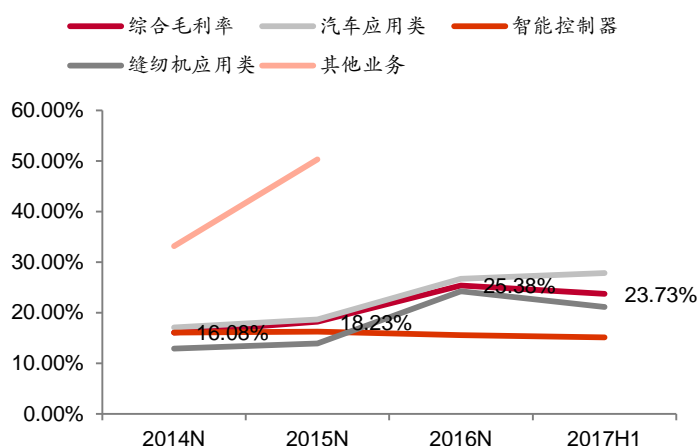
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：2014-2017H1 归母净利润及同比增速



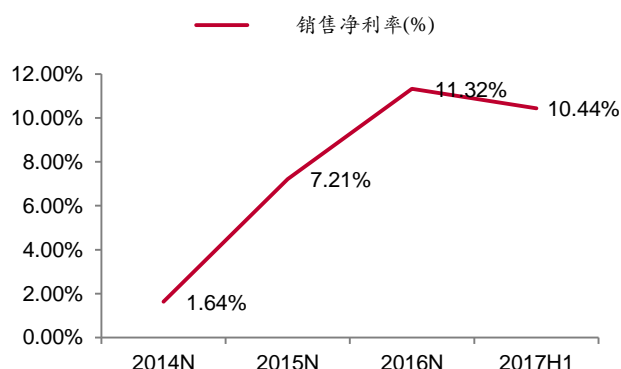
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 2014-2017H1 年毛利率变化



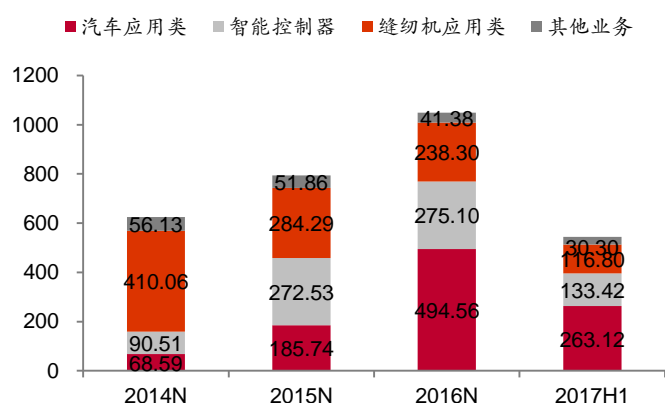
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 2014-2017H1 年净利率变化



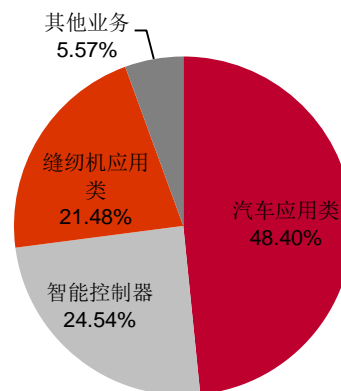
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 2014-2017H1 年主营构成 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 方正电机 2017H1 年主营业务构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 投资建议

公司通过收购上海海能、德沃仕、高科润与原有电机业务相结合, 转型新能源汽车动力总成领域, 原有缝纫机电机、智能控制业务稳定发展, 目前已拥有 10 万台驱动电机产能, 随着新能源汽车快速发展, 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润 1.7/2.2/2.7 亿元, 同比增长 43.6%/30.9%/19.9%, EPS 分别为 0.38/0.49/0.59, 当前股价对应 PE 为 28.3/21.7/18.1 倍, 给予 2018 年 30 倍估值, 对应目标价 14.85 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**图表 15: 电机行业可比上市公司 (8月15日)**

电机电控可比上市公司				EPS			PE		
代码	简称	市值	股价	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002249.SZ	大洋电机	167.05	7.05	0.27	0.33	0.40	26.36	21.22	17.48
002176.SZ	江特电机	170.43	11.6	0.28	0.38	0.59	41.50	30.22	19.53
600580.SH	卧龙电气	92.41	7.17	0.23	0.27	0.35	31.32	26.94	20.63
603728.SH	鸣志电器	69.12	21.6	0.69	0.96	1.30	31.09	22.40	16.67
300048.SZ	合康新能	57.31	5.2	0.20	0.25	0.31	26.24	20.42	16.67
002334.SZ	英威腾	58.84	7.79	0.21	0.27	0.36	37.02	28.42	21.37
300484.SZ	蓝海华腾	53.66	25.8	1.04	1.40	1.80	24.85	18.43	14.35
300124.SZ	汇川技术	426.10	25.59	0.71	0.88	1.11	36.18	28.95	23.14
<b>002196.SZ</b>	<b>方正电机</b>	<b>48.20</b>	<b>10.69</b>	<b>0.38</b>	<b>0.49</b>	<b>0.59</b>	<b>28.13</b>	<b>21.82</b>	<b>18.12</b>
<b>平均值</b>							<b>31.41</b>	<b>24.31</b>	<b>18.66</b>

来源: Wind 资讯, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **新能源汽车政策不达预期:** 新能源汽车政策出现大幅调整的风险;
- **下游客户开拓及销量不及预期:** 下游主流乘用车企业开拓不及预期, 所开发配套的新能源车型销量少, 不及预期;
- **传统主业需求下滑**
- **产能扩张不及预期;**



图表 16: 公司财务数据预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	794.4	1,049.3	1,527.2	1,974.6	2,380.6	营业收入增长率	27.6%	32.1%	45.5%	29.3%	20.6%
减: 营业成本	649.6	783.0	1,142.6	1,476.8	1,775.4	营业利润增长率	1207.2%	109.8%	51.1%	31.0%	22.6%
营业税费	3.3	5.4	7.2	9.2	11.5	净利润增长率	479.5%	100.4%	43.6%	30.9%	19.9%
销售费用	16.2	22.5	27.6	35.1	42.7	EBITDA增长率	146.0%	76.5%	41.2%	26.7%	20.6%
管理费用	75.7	111.9	158.1	201.0	240.7	EBIT增长率	412.9%	106.1%	50.4%	29.4%	22.8%
财务费用	1.7	1.3	1.2	-1.6	-1.3	NOPLAT增长率	429.7%	100.6%	50.9%	30.3%	22.1%
资产减值损失	-5.9	17.6	-1.0	3.0	4.0	投资资本增长率	196.7%	9.4%	4.5%	9.1%	11.1%
加: 公允价值变动收益	-	16.7	-	-	-	净资产增长率	174.5%	4.9%	16.2%	6.2%	7.7%
投资和汇兑收益	6.7	2.5	0.2	0.1	0.2						
<b>营业利润</b>	<b>60.5</b>	<b>126.9</b>	<b>191.7</b>	<b>251.1</b>	<b>307.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	6.9	16.7	14.0	15.6	14.8	毛利率	18.2%	25.4%	25.2%	25.2%	25.4%
<b>利润总额</b>	<b>67.3</b>	<b>143.6</b>	<b>205.7</b>	<b>266.7</b>	<b>322.6</b>	营业利润率	7.6%	12.1%	12.6%	12.7%	12.9%
减: 所得税	10.1	24.7	35.0	43.7	54.4	净利润率	7.4%	11.3%	11.1%	11.3%	11.2%
<b>净利润</b>	<b>59.0</b>	<b>118.3</b>	<b>169.9</b>	<b>222.3</b>	<b>266.6</b>	EBITDA/营业收入	11.4%	15.4%	15.0%	14.7%	14.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	7.8%	12.2%	12.6%	12.6%	12.9%
货币资金	246.5	135.0	303.8	261.1	203.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	11.3	11.3	11.3	11.3	固定资产周转天数	137	118	87	70	59
应收账款	307.8	384.0	600.9	551.0	946.8	流动营业资本周转天数	163	180	136	120	130
应收票据	73.5	141.7	180.7	230.2	268.8	流动资产周转天数	408	368	313	291	285
预付账款	17.8	14.4	37.3	26.6	52.0	应收账款周转天数	114	119	116	105	113
存货	288.2	320.1	378.1	458.7	586.8	存货周转天数	121	104	82	76	79
其他流动资产	121.5	81.1	53.1	85.2	73.1	总资产周转天数	914	972	750	641	582
可供出售金融资产	8.9	8.9	8.8	8.9	8.8	投资资本周转天数	611	724	532	439	401
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	3.1	4.1	4.5	4.9	ROE	2.7%	5.1%	6.2%	7.7%	8.6%
投资性房地产	65.8	82.8	92.8	102.8	107.8	ROA	2.1%	4.1%	4.9%	6.2%	6.5%
固定资产	321.7	363.4	378.8	390.9	389.7	ROIC	7.8%	5.3%	7.3%	9.1%	10.1%
在建工程	47.6	108.3	168.3	218.3	248.3	<b>费用率</b>					
无形资产	119.9	116.9	112.9	108.9	104.9	销售费用率	2.0%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	1,141.6	1,133.2	1,127.3	1,118.6	1,118.0	管理费用率	9.5%	10.7%	10.4%	10.2%	10.1%
<b>资产总额</b>	<b>2,760.9</b>	<b>2,904.1</b>	<b>3,456.4</b>	<b>3,577.0</b>	<b>4,124.9</b>	财务费用率	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	113.8	109.0	-	-	-	三费/营业收入	11.8%	12.9%	12.2%	11.9%	11.8%
应付账款	217.2	247.3	444.6	417.7	642.5	<b>偿债能力</b>					
应付票据	67.4	71.5	169.7	158.4	226.2	资产负债率	18.8%	19.0%	20.9%	18.8%	24.2%
其他流动负债	51.0	67.9	70.1	57.3	83.8	负债权益比	23.1%	23.5%	26.5%	23.2%	31.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.35	2.19	2.29	2.56	2.25
其他非流动负债	68.3	56.4	38.7	40.0	45.1	速动比率	1.71	1.55	1.73	1.84	1.63
<b>负债总额</b>	<b>517.7</b>	<b>552.1</b>	<b>723.2</b>	<b>673.5</b>	<b>997.6</b>	利息保障倍数	35.78	95.65	167.34	-152.46	-227.82
少数股东权益	30.6	10.4	11.3	12.0	13.6	<b>分红指标</b>					
股本	265.3	265.2	450.9	450.9	450.9	DPS (元)	0.06	0.03	0.06	0.12	0.10
留存收益	2,011.2	2,126.6	2,271.0	2,440.6	2,662.8	分红比率	44.9%	11.2%	15.0%	23.7%	16.6%
<b>股东权益</b>	<b>2,243.1</b>	<b>2,352.0</b>	<b>2,733.2</b>	<b>2,903.5</b>	<b>3,127.3</b>	股息收益率	0.6%	0.3%	0.5%	1.1%	0.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	57.3	118.8	169.9	222.3	266.6	EPS (元)	0.13	0.26	0.38	0.49	0.59
加: 折旧和摊销	32.0	40.2	35.6	39.9	43.2	BVPS (元)	4.91	5.19	6.04	6.41	6.91
资产减值准备	-5.9	17.0	-	-	-	PE (X)	81.6	40.7	28.3	21.7	18.1
公允价值变动损失	-	-16.7	-	-	-	PB (X)	2.2	2.1	1.8	1.7	1.5
财务费用	7.4	9.1	1.2	-1.6	-1.3	P/FCF	-3.7	-67.3	-129.1	439.0	-474.3
投资收益	-11.5	-2.5	-0.2	-0.1	-0.2	P/S	6.1	4.6	3.2	2.4	2.0
少数股东损益	-1.8	0.5	0.9	0.7	1.6	EV/EBITDA	87.6	38.5	19.3	15.3	12.9
营运资金的变动	-55.1	-90.0	-24.1	-140.9	-253.0	CAGR (%)	57.3%	31.2%	155.9%	57.3%	31.2%
<b>经营活动产生现金</b>	<b>36.6</b>	<b>36.3</b>	<b>183.2</b>	<b>120.3</b>	<b>56.8</b>	PEG	1.4	1.3	0.2	0.4	0.6
投资活动产生现金	-638.5	-90.9	-114.7	-110.0	-72.8	ROIC/WACC	0.7	0.5	0.7	0.9	1.0
融资活动产生现金	617.0	-57.1	100.4	-53.1	-41.7	REP	5.3	5.6	2.8	2.0	1.7

来源: WIND, 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。