

信捷电气 (603416.SH)

仪器仪表行业

评级：买入 首次评级

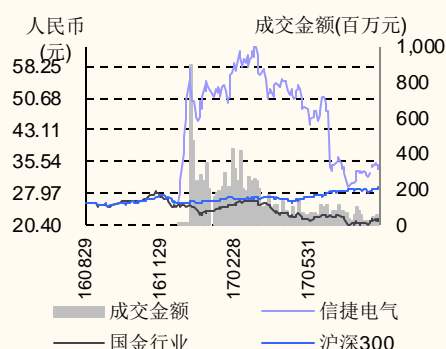
公司深度研究

市场价格 (人民币): 34.21 元
目标价格 (人民币): 46.20-46.20 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 35.14
总市值(百万元) 4,808.56
年内股价最高最低(元) 63.01/25.70
沪深 300 指数 3795.75
上证指数 3331.52



小型 PLC 国内领先，系统及解决方案式产品腾飞在即

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.079	0.998	0.985	1.330	1.830
每股净资产(元)	4.37	8.22	9.55	11.41	14.03
每股经营性现金流(元)	1.00	0.95	-3.97	0.25	1.24
市盈率(倍)	0.00	50.18	34.74	25.71	18.69
行业优化市盈率(倍)	0.00	37.97	37.97	37.97	37.97
净利润增长率(%)	7.44%	23.26%	38.16%	35.10%	37.54%
净资产收益率(%)	24.73%	12.14%	14.44%	16.33%	18.25%
总股本(百万股)	75.30	100.40	140.56	140.56	140.56

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是我国工控自动化知名企业，工控复苏趋势下取得优于行业的业绩增长。公司是工控自动化知名企业，主营产品有可编程控制器 (PLC)、人机界面 (HMI)、伺服系统、智能装置等。2011-2016 年营收和净利润复合增长率分别为 14.5% 和 19.0%，2016 年营收达到 3.5 亿元，而同期行业微幅下跌。去年三季度工控行业开始复苏，2017 年复苏趋势延续。2017H1 公司营收增长 40.3%，业绩明显提速，同时公司不断推出新品带动毛利率提升。
- 小型 PLC 独占国产鳌头，推出中型 PLC 延伸产品线，同时集成 HMI 销售，保障产品竞争力。2015 年，公司小型 PLC 市场占有率 5%，居国产品牌第一。PLC 市场与制造业景气程度高度相关，下游 OEM 市场增速较快，主要应用小型 PLC。2016 年公司 PLC 业务增长 15.6%，高于行业增速，2017 上半年已经推出中型 PLC，未来将有效带动 PLC 的业务增长。同时公司 HMI 产品与 PLC 协同效应较好，将保持与 PLC 接近的增长水平。
- 伺服系统需求旺盛，公司重点布局，打造新的业务增长点。3C、锂电、机器人等行业快速增长，拉动伺服系统需求。公司重点布局伺服产品，以性价比优势和整体解决方案开拓市场，2011-2016 年复合增速达到 29.57%，同时毛利率稳步上行。公司募投项目高端伺服产品稳步推进，产品性能强大，定位高端，推出后将带动公司伺服系统业务体量大幅增长。
- 智能装置增长潜力极大，为公司产品集成化销售中重要一环。公司以机器视觉为核心部件的智能装置应用能够帮助制造业大幅降本增效，市场潜力极大。公司依靠高性价比和快捷完善的售后服务实现智能装置业务高速增长，2016 年智能装置增长 20.6%，毛利率 54.9%，盈利能力较好。公司将通用工控产品集成化销售提高竞争力，提供整体解决方案和销售智能装置是重要抓手，募投运动型 PLC、高端伺服、机器视觉将提升公司产品集成化水平。

投资建议

- 公司是国产 PLC 龙头，推出中型 PLC 和智能装备控制器将完善和延伸公司产品线，伺服系统和智能装置增长潜力极大。预计公司 2017-2019 年归母净利润为 1.38 亿、1.87 亿、2.57 亿元，三年复合增长率 36.9%，EPS 分别为 0.99、1.33、1.83 元。目前股价对应 26 倍 2018PE，首次覆盖，给予买入评级，目标价 46.2，对应 35 倍 2018 年 PE。

风险提示

- 宏观经济和工控行业增速不及预期、募投项目建设及新品开发进度不及预期

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

邓伟

联系人
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司是国产 PLC 细分市场龙头，工控复苏趋势下龙头效应明显	4
1.1 公司是工控自动化行业知名企业之一，拥有完备产品线	4
1.2 公司龙头效应明显，增速高于行业，毛利率稳步提升	5
1.3 工控行业复苏趋势延续，国产品牌通过差异化竞争进口替代	6
2、公司 PLC 产品国内领先，HMI 与 PLC 集成销售有协同	9
2.1 PLC 市场逐渐复苏，国产品牌借力 OEM 市场主攻小型 PLC	9
2.2 公司为国产 PLC 龙头，新品投放逐步提升产品竞争力	10
2.3 公司人机界面与 PLC 集成销售，收入稳步增长	11
3、乘伺服行业高增长势头，公司伺服系统将迎突破	14
3.1 伺服系统行业下游需求旺盛，保持高速增长态势	14
3.2 外资品牌主导伺服市场，政策支持助力国产替代	15
3.3 公司重点布局伺服系统，打造新的业务增长点	15
4、智能装置增长潜力极大，为公司转型通用产品集成商重要一环	17
4.1 工业用机器视觉系统以降本增效，极具市场潜力	17
4.2 公司智能装置竞争力强，产能投放将促进业务快速增长	17
4.3 通用工控产品集成为整体解决方案和智能装置，公司转型着眼长远	18
5、盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测：	20
5.2 投资建议：	21
6、风险提示：	22

图表目录

图表 1：公司产品分通用产品和智能装置，产品线完备、应用领域广泛	4
图表 2：2016 年信捷电气主营收入分产品构成	4
图表 3：2016 年信捷电气毛利润分产品构成	4
图表 4：公司股权结构情况	5
图表 5：我国工控自动化行业市场规模及同比增速	5
图表 6：公司 2011-2017H1 营收及同比增速情况	6
图表 7：公司 2011-2017H1 净利润及同比增速情况	6
图表 8：公司综合毛利率及净利率变化情况	6
图表 9：公司分产品毛利率变化情况	6
图表 10：中国制造业采购经理人指数在荣枯线之上	7
图表 11：工业增加值和工业用电量逐渐回升	7
图表 12：我国工控行业 OEM 市场和项目型市场规模及增速(亿元)	7
图表 13：金属切削机床和成形机床产量同比回升(万台)	8
图表 14：制造业固定资产投资累计完成额及增速（亿元）	8
图表 15：我国工控市场国产品牌份额不断提升	8

图表 16: 我国可编程控制器 (含 DIO) 市场规模及增长率	9
图表 17: 2015 年我国各类 PLC 在不同市场中的份额	9
图表 18: 2015 年三类 PLC 市场份额	10
图表 19: 中国 2016 年 PLC 市场下游应用情况	10
图表 20: 2016 年中国 PLC 主要供应商市场份额	10
图表 21: 2015 年中国小型可编程控制器市场份额	10
图表 22: 公司 PLC 业务营收及增长情况	11
图表 23: 公司 PLC 业务毛利率维持在较高水平	11
图表 24: 公司 XD 系列产品收入及占 PLC 收入比重	11
图表 25: 公司 XD 系列产品毛利率明显高于 PLC 毛利率	11
图表 26: 2008-2015 年我国人机界面市场规模及增速	12
图表 27: 2014-2015 年中国 OEM 行业人机界面市场规模及增长	12
图表 28: 中国各类 PLC 与 HMI 关联度	12
图表 29: 公司 PLC 与 HMI 集成配套销售	12
图表 30: 公司人机界面收入与同比增速	13
图表 31: 公司人机界面毛利率逐渐回升	13
图表 32: 我国伺服系统市场规模及增长率	14
图表 33: 伺服系统下游应用行业分布	14
图表 34: 伺服系统产品类型及市场份额	14
图表 35: 2015 年中国伺服系统市场份额	15
图表 36: 公司伺服系统营收及同比增速	15
图表 37: 公司伺服系统毛利率稳步上行	15
图表 38: 中国机器视觉市场规模及增长预测	17
图表 39: 典型的工业用机器视觉系统	17
图表 40: 公司机器视觉引导自动冲床	17
图表 41: 公司机器视觉引导的工业机器人	17
图表 42: 公司智能装置业务收入及增长情况	18
图表 43: 公司智能装置业务毛利率在 50% 以上	18
图表 44: 公司整体工控自动化解决方案	18
图表 45: 公司产品在磨床数控系统的解决方案	19
图表 46: 公司磨床数控系统产品结构	19
图表 47: 公司主营业务分产品预测	20
图表 48: 可比公司估值水平一览	21

1、公司是国产 PLC 细分市场龙头，工控复苏趋势下龙头效应明显

1.1 公司是工控自动化行业知名企业之一，拥有完备产品线

信捷电气是工控自动化行业知名企业之一。信捷电气成立于 2008 年，2016 年上市，是中国工控市场最早的参与者之一，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。公司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。

公司产品线完备、应用领域非常广泛。公司产品主要集中在工业控制系统中的电气控制系统，拥有较完备的智能控制系统核心部件产品线，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。同时公司还集成以上电气系统部件，为工厂自动化（FA）领域客户提供整体工控自动化解决方案。公司产品广泛应用于各类自动化领域，如航空航天、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。

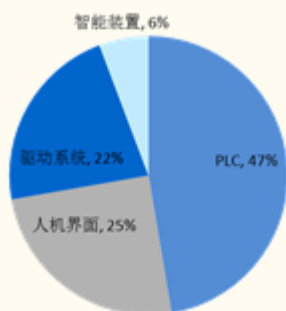
图表 1：公司产品分通用产品和智能装置，产品线完备、应用领域广泛

	产品线	产品应用领域
主要产品	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	公司产品应用领域广泛，几乎涉及所有机电一体化的设备，其中核心行业如包装印刷机械、食品医药机械、电子制造设备、橡塑建材设备、环保水处理设备等 OEM 行业
(通用型)	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	
	工业触摸屏 TH 系列、TG 系列、TE 系列、MP 系列	
	机器视觉 X-SIGHT 高性能一体式 SV 系列机器视觉	
	低压变频器 VB5 系列、V5 系列、VB5N 系列	
其他产品	文本显示器 OP 文本显示器	
(通用型)	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	
	步进驱动 两相步进驱动器、三相步进驱动器	
	智能装置 RC 系列智能装备控制器、视觉引导冲床上料机、视觉检测装置和机械手	

来源：公司年报、国金证券研究所

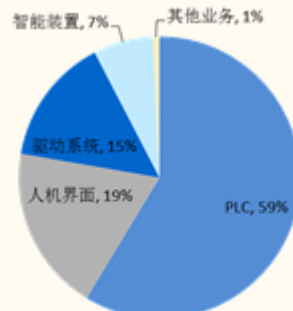
公司主营四类产品，PLC 占比较高，伺服、智能装置增速较快。2016 年，公司实现营业收入 3.54 亿，主营收入包括 PLC、人机界面、驱动系统、智能装置，收入分别为 16444 万元、8760 万元、7734 万元、2022 万元，毛利率分别为 57.01%、35.16%、30.62%、54.89%，实现毛利润 16173 万元，归母净利润 10019 万元。目前，PLC 仍占公司主营业务收入的将近一半左右，驱动系统和智能装置的收入占比正在逐渐提升。

图表 2：2016 年信捷电气主营收入分产品构成



来源：wind、国金证券研究所

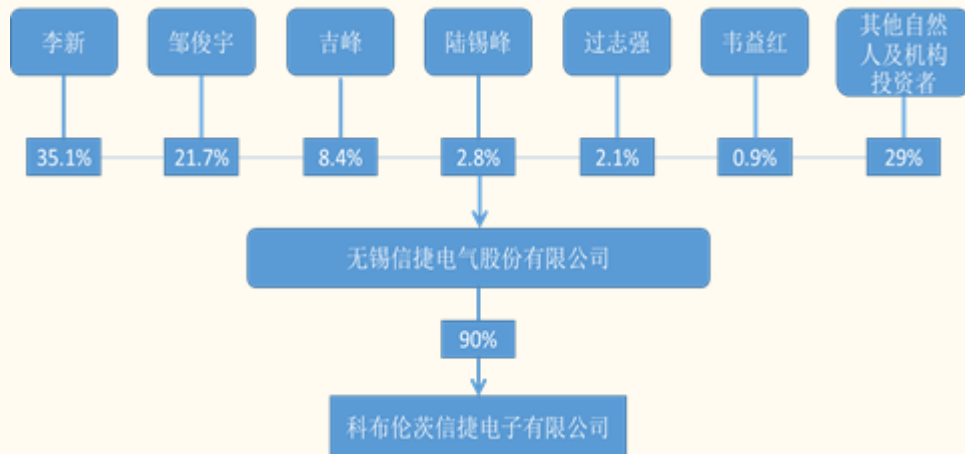
图表 3：2016 年信捷电气毛利润分产品构成



来源：wind、国金证券研究所

公司高管持股比例高、管理经验丰富。公司控股股东、实际控制人为李新，任公司董事长、总经理、代财务总监，持有公司 35.1% 的股份。邹俊宇、吉峰、过志强为公司副总经理，分别持有公司 21.7%、8.4%、2.1% 的股份。四位公司核心管理人员合计持股 67.3%，持股比例较高。公司高管技术、管理经验丰富，李新为无锡市机器人与智能制造协会会长，曾任职于无锡华光电子工业有限公司，2000 年创立信捷电子，2008 年创立信捷电气。邹俊宇曾先后在无锡华光电子工业有限公司以及施耐德公司从事技术开发，2003 年入股投资信捷电子，2008 年与李新共同创立信捷电气。

图表 4：公司股权结构情况

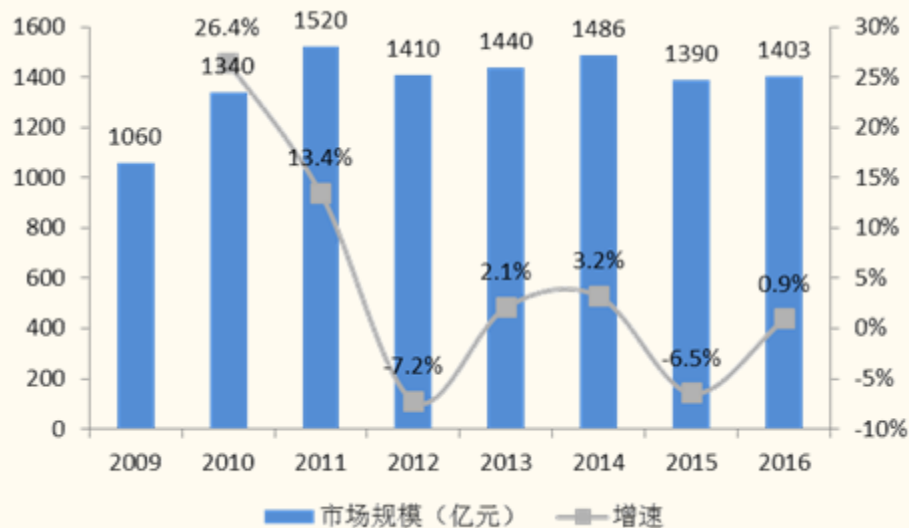


来源：公司年报、国金证券研究所

1.2 公司龙头效应明显，增速高于行业，毛利率稳步提升

公司作为国产 PLC 行业龙头，营收增速高于行业水平。2009-2011 年，由于四万亿投资计划落地，工控行业增长较快，2011 年市场规模达到 1520 亿元。2011 年之后，宏观经济增速放缓，工控行业市场规模逐渐下滑到 2016 年的 1400 亿元左右。而信捷电气则在 2011-2016 年营收规模从 1.8 亿元增长到 3.5 亿元，净利润从 4200 万元增长到 1 亿元，复合增长率分别为 14.5% 和 19.0%，远高于行业增长水平。公司在 2015 年受经济增速下滑影响增速较低，2016 年随着工控行业回暖，营收和净利增速有所回升。2017 年上半年，工控复苏趋势延续，公司作为国产 PLC 行业龙头取得大幅增长，营收和净利增速分别达到 40.3% 和 50.9%，净利增速显著高于营收增速。

图表 5：我国工控自动化行业市场规模及同比增速



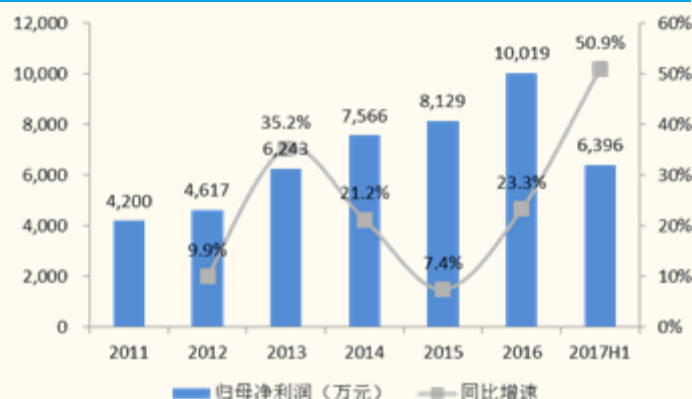
来源：工控网、国金证券研究所

图表 6：公司 2011-2017H1 营收及同比增速情况



来源：wind、国金证券研究所

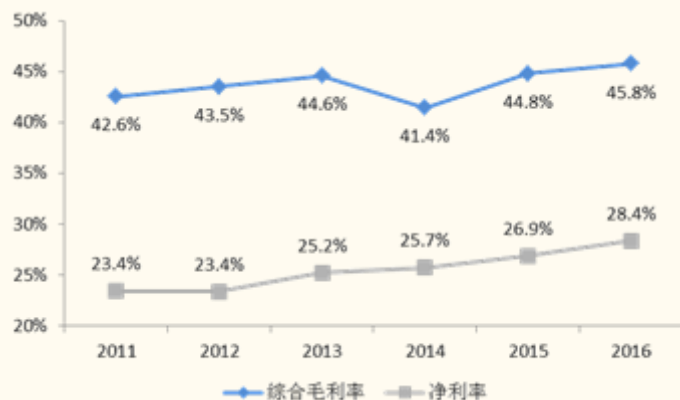
图表 7：公司 2011-2017H1 净利润及同比增速情况



来源：wind、国金证券研究所

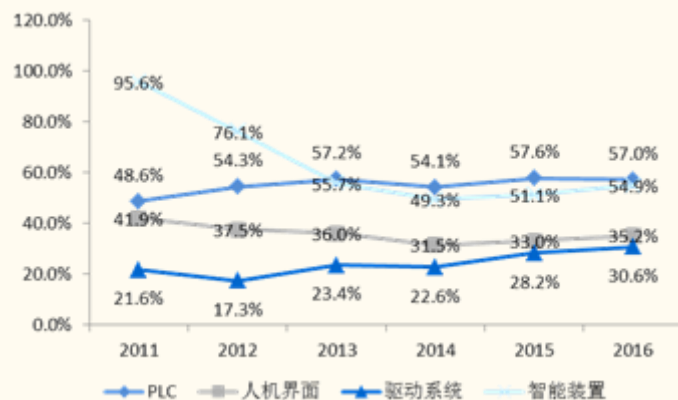
2017 上半年公司综合毛利率 43.99%，随着新品投放仍将逐步提升。由于工控产品存在一定的技术壁垒，公司综合毛利率一直保持在 40%以上，且有逐步上升的趋势，到 2016 年公司综合毛利率逐步提升到 45.8%。净利率则稳步提升，2016 年为 28.4%，比 2011 年提升了五个百分点。分产品看公司 PLC 产品毛利率最高，为 57%，未来随着产品线向中大型 PLC 延伸仍有提升空间；人机界面行业竞争比较激烈，毛利率为 35.2%；伺服系统随着产品性能的不不断提升毛利率逐渐上扬，2016 年达到 30.6%，未来随着高性能伺服系统的推出仍将逐步上升；智能装置是公司重点发展的产品之一，技术水平较高，2016 年毛利率达 54.9%，未来公司智能装置的不断放量将继续提升公司盈利能力。

图表 8：公司综合毛利率及净利率变化情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 9：公司分产品毛利率变化情况



来源：wind、国金证券研究所

1.3 工控行业复苏趋势延续，国产品牌通过差异化竞争进口替代

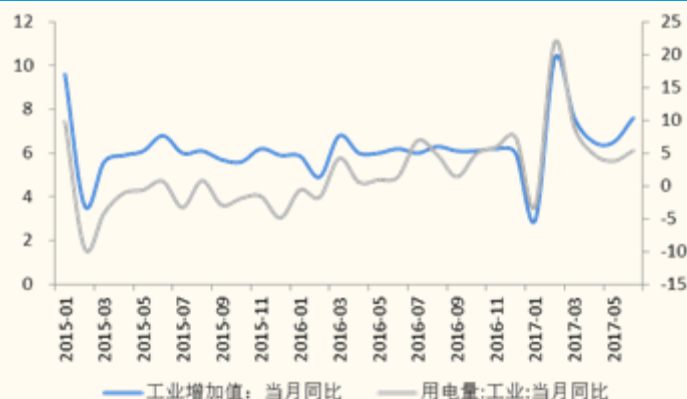
PMI 和工业增加值及用电量显示去年三季度工控行业开始复苏，今年趋势延续。我国工控行业的增长情况与下游制造业的景气程度高度相关，工控行业的需求主要来自于下游制造业对自动化设备及自动化产线的需求的增长。2016 年 2 月份，我国 PMI 指数从 49.0 的低点开始止跌回升，到 8 月份达到 50.4，站上荣枯线。去年三季度以来，我国宏观经济增速放缓态势逐渐有所扭转，PMI 已连续 12 个月位于荣枯分水线之上，制造业保持稳中向好的复苏态势。从工业增加值和工业用电量来看，2016 年全年相比 2015 年有了明显提升，七八月份用电量增速分别为 6.91% 和 4.77%，九月份增速有所下降，十月到十二月再次重回增长态势。到今年 2 月，工业增加值和工业用电量分别出现了 10.32% 和 21.92% 的大幅增长，之后增速有所回落，但仍在 3% 到 8% 之间。一般而言月度 PMI 领先自动化市场 4 个季度，工业增加值领先项目型市场约 4 个季度，预计今年全年工控行业也将持续复苏。

图表 10：中国制造业采购经理人指数在荣枯线之上



来源：wind、国金证券研究所

图表 11：工业增加值和工业用电量逐渐回升



来源：wind、国金证券研究所

OEM 市场下游多为新兴成长行业，增速快于项目型市场。我国工控市场根据下游行业应用不同可分为 OEM 市场和项目型市场，OEM 型市场主要针对自动化设备制造，工控厂商为下游设备制造客户提供自动化产品或成型的控制系统，作为客户设备的核心部件，下游应用方向包括机床、纺织机械、电梯、包装、3C 设备、锂电设备等。项目型市场则是工控厂商为下游工厂客户提供完整的自动化产线系统，主要应用方向为电力、化工、石化、建材、冶金等强周期的重工业领域。OEM 市场下游主要为新兴成长行业，需求增速较项目型市场稳定。2013 年，OEM 型市场增速超过项目型市场，到 2016 年，OEM 型市场增长 6%，规模已和项目型市场相当。

图表 12：我国工控行业 OEM 市场和项目型市场规模及增速(亿元)



来源：工控网、国金证券研究所

机床产量和固定资产投资增速回升验证市场下游逐步回暖。从 OEM 市场和项目型市场的下游来看，OEM 市场下游的机床制造业 2016 年 2 月下降趋势开始减速，到三季度，机床累计产量同比结束负增长态势，并开始转为正增长，最终实现 2016 年金属切削机床和金属成形机床全年增长 2.2%和 4.3%。到今年六月，金属切削机床和金属成形机床双双增长 8.7%，全年将取得较好增长，带动 OEM 市场需求。2016 年三季度我国制造业固定资产投资增速出现回升，2016 年全年同比增速为 4.2%，2017 年上半年实现同比增速 5.5%，高于去年全年 1.3 个百分点。固定资产投资领先于项目型市场 18 个月，预计项目型市场今年亦将逐步回暖。

图表 13：金属切削机床和成形机床产量同比回升(万台)



来源：wind、国金证券研究所

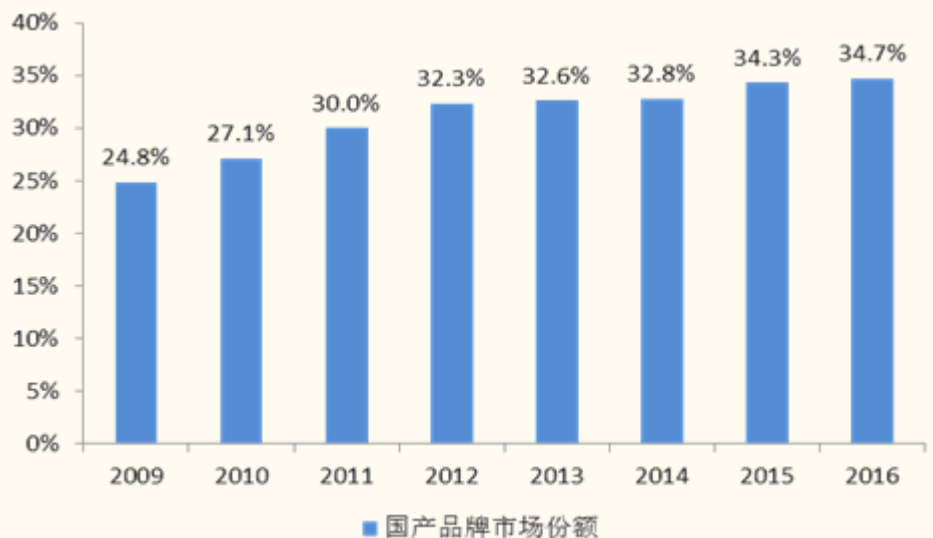
图表 14：制造业固定资产投资累计完成额及增速（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

国产品牌通过定制化解决方案和较高性价比逐步提升市场份额。国产品牌在我国工控市场起步较晚，目前高端市场基本上被西门子、ABB、艾默生、施耐德等外资厂商占据，国产品牌通过性价比优势，在中低端市场上采取差异化竞争策略来赢得市场份额。相比外资企业，国内工控企业在技术、品牌、产品线广度上仍有一定差距，但在成本上具有优势，同时国内企业在售后服务上响应速度较快，能够根据用户特定的行业应用需求快速提供定制化的解决方案，具备一定的灵活性优势，从而逐步提高市场份额。2009 年，国产品牌的市场份额仅为 24.8%，到 2016 年，国产品牌市场份额已经逐渐提升到 34.7%，提高了接近 10 个百分点，且未来仍有较大提升空间。

图表 15：我国工控市场国产品牌份额不断提升



来源：工控网、国金证券研究所

2、公司 PLC 产品国内领先，HMI 与 PLC 集成销售有协同

2.1 PLC 市场逐渐复苏，国产品牌借力 OEM 市场主攻小型 PLC

PLC 市场与宏观经济高度相关，未来延续复苏趋势。PLC 又称可编程逻辑控制器，专门用于工业控制计算机控制各类自动化生产设备，广泛应用于各类工业生产领域，因此 PLC 市场需求和宏观经济增速密切相关。随着工业自动化水平的不断提升，PLC 市场将呈现长期上升趋势。近年来受宏观经济增速下滑影响，PLC 市场增速有所下滑，2016 年，随着工控市场的复苏 PLC 市场表现也有所好转，全年市场规模约 73 亿，较 2015 年增长 1.4%。2017 年预计将延续复苏态势。

图表 16：我国可编程控制器（含 DIO）市场规模及增长率



来源：工控网、国金证券研究所

小型 PLC 占比接近一半，主要应用于 OEM 市场。PLC 可根据 I/O 点数分为小型 PLC、中型 PLC、大型 PLC 三类，2015 年，三类 PLC 占 PLC 总份额分别是 47%、36%、17%。其中，94% 的小型 PLC 应用于 OEM 市场，中型 PLC 应用于 OEM 市场和项目型市场的份额分别是 31% 和 69%，大型 PLC 则有 91% 应用于项目型市场。OEM 行业大多数单个设备需要控制的变量不多，主要用于设备起停、动作顺序、传动控制、运动控制和安全连锁，控制要求相对简单，并不需要太多 I/O、太复杂的控制系统，因此小型 PLC 主要应用于 OEM 行业。

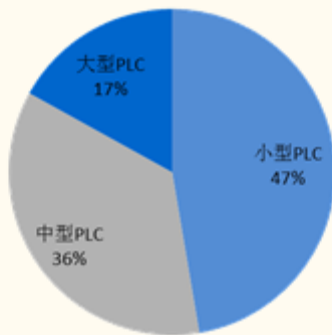
图表 17：2015 年我国各类 PLC 在不同市场中的份额

可编程控制器类型	OEM 市场	占比	项目型市场	占比
小型	2656.0	94.18%	164.0	5.82%
中型	662.7	31.11%	1467.3	68.89%
大型	88.3	8.74%	921.7	91.26%
合计	3407.0	57.16%	2553.0	42.84%

来源：公司招股书、国金证券研究所

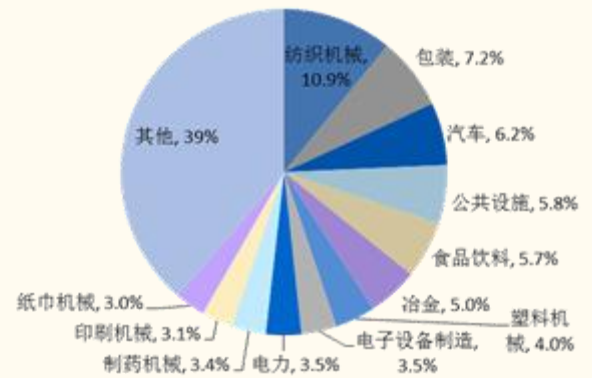
OEM 市场将是 PLC 增长的主要驱动力。PLC 市场下游应用非常分散，纺织机械、包装、食品饮料机械、塑料机械、电子设备制造、制药机械等属 OEM 市场，汽车、公共设施、冶金、电力等属项目型市场。2016 年，PLC 市场应用于 OEM 市场的份额占到 67.4%，项目型市场的份额则相对较小，占 32.6%。未来拉动 PLC 需求的将主要是增长较快的 OEM 市场，将较好地带动中小型 PLC 的需求。

图表 18：2015 年三类 PLC 市场份额



来源：中国工控网、国金证券研究所

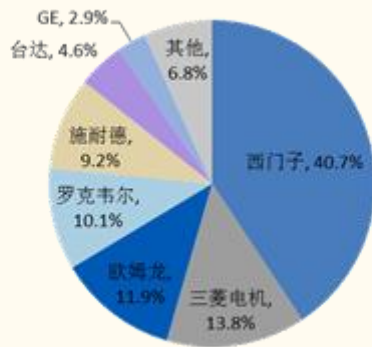
图表 19：中国 2016 年 PLC 市场下游应用情况



来源：中国传动网、国金证券研究所

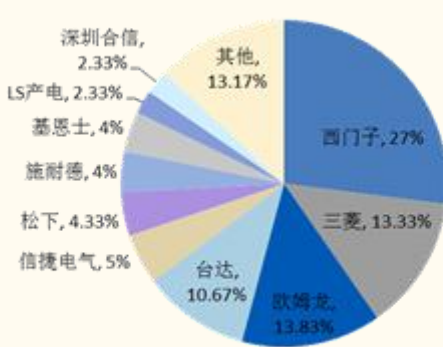
国产厂商主攻小型 PLC 市场，公司为小型 PLC 国产龙头。目前，欧美企业在网络和软件方面具有优势，占据大中型可编程控制器主导地位；日系品牌在灵活性和价位方面占有一定优势，在中小型可编程控制器占据主导地位。大中型 PLC 的技术壁垒较高，且在大型自动化生产系统中起到重要作用，客户更看重 PLC 的应用案例是否丰富和其可靠性与稳定性。目前国产品牌在 PLC 的产品性能上和外资仍然存在一定的差距，凭借性价比优势主攻应用于 OEM 市场的中小型 PLC，已有信捷电气、和利时等厂商取得了一定的突破。在小型 PLC 市场，信捷电气 2015 年市场份额占到 5%，排名第五位。未来国产厂商依靠在小型 PLC 市场不断渗透，形成规模效应后，再逐渐转向中大型 PLC 以及与 PLC 紧密相关的其他工控产品延伸产品线，逐步提高 PLC 市场国产品牌竞争力。

图表 20：2016 年中国 PLC 主要供应商市场份额



来源：中国传动网、国金证券研究所

图表 21：2015 年中国小型可编程控制器市场份额



来源：中国工控网、国金证券研究所

2.2 公司为国产 PLC 龙头，新品投放逐步提升产品竞争力

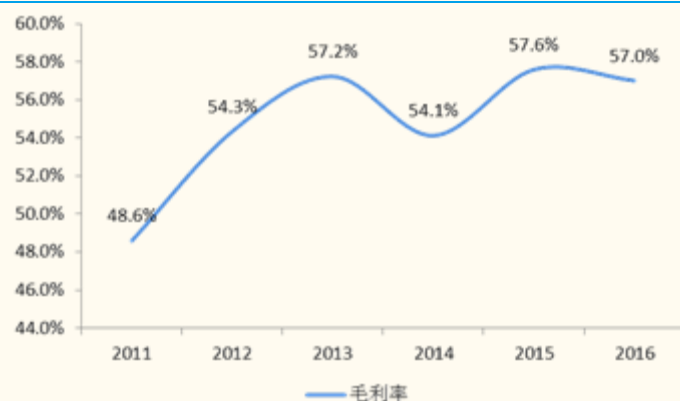
公司 PLC 业务复合增速 15.8%，毛利率在 54% 以上，维持较高水平。2015 年公司在小型 PLC 领域市场占有率为 5%，2011-2016 年复合增速为 15.82%，高于行业增长速度。2015 年受宏观经济影响，公司 PLC 业务增速较低，其余年份均有 15% 左右的增长。公司的 PLC 业务毛利率较高，近五年毛利率均在 54% 以上波动，虽然近几年公司为增加市场份额、应对市场竞争，PLC 产品价格有所下调，但公司成本管控能力较好，原材料成本降幅大于产品价格降幅，同时随着毛利率更高的新型号产品的不断推出，公司 PLC 业务毛利率有望进一步上行。

图表 22：公司 PLC 业务营收及增长情况



来源：wind、国金证券研究所

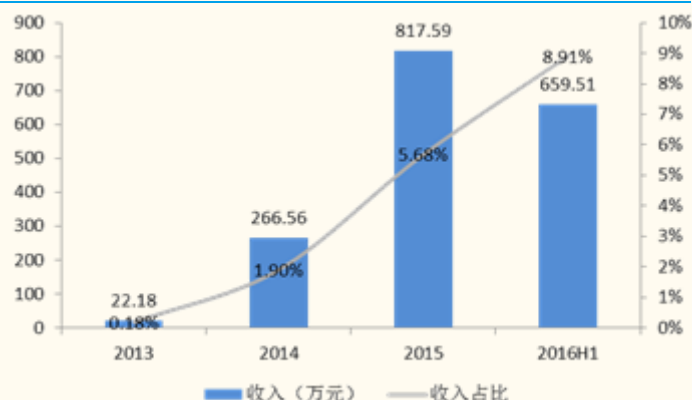
图表 23：公司 PLC 业务毛利率维持在较高水平



来源：wind、国金证券研究所

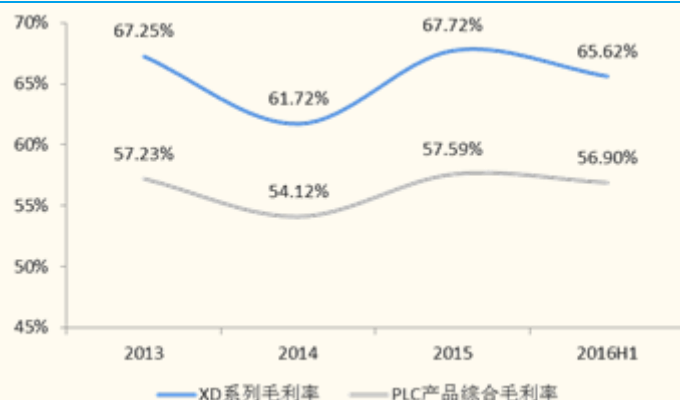
XD 系列产品逐渐放量，提升公司 PLC 业务盈利能力。2013 年公司推出了 XD 系列新型号可编程控制器产品，是公司原有 XC 系列 PLC 的更新换代产品，将明显提高产品性能。目前公司原有 XC 系列部分扩展模块、XCM 系列 PLC 正逐步停产，而 XD 系列 PLC 陆续得到市场认可，逐步提升在公司 PLC 业务中的收入占比和公司的盈利水平。公司 XD 系列 PLC 产品推出后收入大幅增长，2016 年上半年收入已达到 659.51 万元，占 PLC 业务收入也提升至 8.91%。同时 XD 系列产品毛利率水平显著高于其他 PLC 产品，稳定保持在 60% 以上。XD 系列产品的继续放量仍将在未来三到五年内提升公司 PLC 产品的盈利能力。

图表 24：公司 XD 系列产品收入及占 PLC 收入比重



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 25：公司 XD 系列产品毛利率明显高于 PLC 毛利率



来源：公司招股书、国金证券研究所

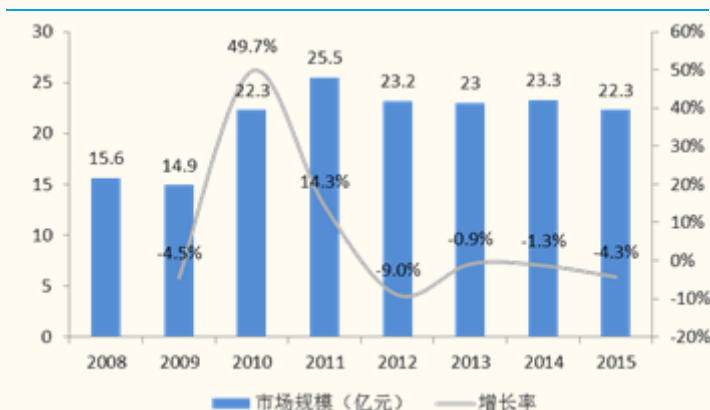
推出中型 PLC 和运动型 PLC，逐步延伸公司产品线。今年上半年，公司推出了新的 XG 系列中型 PLC 产品，目前已经交付部分客户试用，即将批量供货。中型 PLC 产品的推出将公司 PLC 产品线从小型 PLC 延伸至中型 PLC 领域，搭配公司的伺服系统、HMI、机器视觉等产品，大幅提升公司的中大型自动化系统配套能力，完善公司的高端产品业务布局。同时，公司募投项目建设年产 1.7 万台运动型 PLC，该产品处理速度更快并且支持模块化扩展，增强了通信功能，且上手简单，适合不同技术背景的人员使用，具有很强的竞争力。项目预计 2018 年 6 月投产，将进一步提升公司 PLC 产品竞争力。

2.3 公司人机界面与 PLC 集成销售，收入稳步增长

HMI 市场与 PLC 市场关联度较高，需求将逐步好转。人机界面（HMI）是连接各类工业控制设备，利用显示屏显示，通过输入单元写入工作参数或输入操作命令，实现人与机器信息交互的数字设备。人机界面市场竞争较为激烈，高端需求逐渐增多，低端产品以价格竞争为主。2015 年，HMI 市场受宏观经济增速下滑影响同比下降 4.3%，市场规模 22.3 亿元。由于人机界面直接连接

PLC，二者市场走势存在紧密关联，预计 2016-2017 年随着 PLC 市场的走好，HMI 市场需求也将逐步好转。

图表 26：2008-2015 年我国人机界面市场规模及增速



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 27：2014-2015 年中国 OEM 行业人机界面市场规模及增长

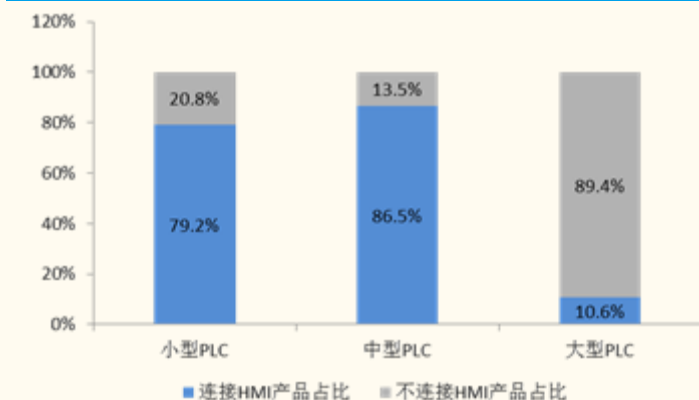


来源：公司招股书、国金证券研究所（注：横轴代表 2014 年人机界面增长率，纵轴代表 2015 年人机界面增长率，气泡大小代表各行业 2015 年人机界面市场规模占比。）

HMI 市场竞争激烈，提供行业解决方案的厂商逐步脱颖而出。我国人机界面有欧美、日本、台湾、大陆供应商参与市场竞争。除西门子、三菱等传统自动化行业企业外，也有 Pro-face、北尔电子等人机界面领域的专业制造厂商，以及昆仑通态、信捷电气等国内厂商。2012 年开始，垄断高端市场的欧美品牌纷纷推出经济型人机界面进入中低端市场，加剧了市场竞争状况。2014 年人机界面市场排名前三的为西门子、Weinview（威纶）和 Pro-face，市场份额合计达 39.5%，同比提升 8.8%。2015 年行业集中度继续提高，价格竞争仍非常激烈。但由于 OEM 厂商和最终用户更青睐一站式服务，大量供应商开始从销售单一产品转型提供行业解决方案，逐步体现出如西门子、三菱、台达、信捷电气等既销售产品、又提供行业整体解决方案的企业综合竞争力。

公司 HMI 产品与 PLC 产品集成销售，协同效应明显。公司 HMI 产品很大部分是与 PLC 进行集成后，配套销售，因此 HMI 产品与 PLC 产品关联度较高。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。公司在推出 FC 系列 PLC、OP 系列文本显示器后又推出 XC 系列 PLC、TG/TH/TP 系列工业触摸屏，并将二者功能集成的工控一体机系列产品，提高了公司 PLC 的毛利率。同时，将 PLC 与 HMI 集成销售方便公司针对客户需求进行个性化定制产品，帮助客户降低成本，减少了在 OEM 客户设备中占用的空间，二者协同增强公司的产品竞争力。

图表 28：中国各类 PLC 与 HMI 关联度



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 29：公司 PLC 与 HMI 集成配套销售



来源：公司官网、国金证券研究所

把握 HMI 发展方向，公司收入稳步增长。未来人机界面产品将向操作简便化、安全可靠化、集成化、互联化以及经济化方向发展，公司致力人机界面产品的操作简便化，通过与 XD 系列可编程控制器产品的技术整合，TG 系列触摸屏实现图块编程功能，客户可以进行现场编程，更好满足需求。过去三年人机界面市场平均价格持续下降，公司通过改进产品设计，加强成本管控等措施，使得毛利率得到提升，2016 年毛利率为 35.2%，较 2015 年提升 2.2%。公司人机界面业务收入增长总体比较平稳，好于行业增长。2016 年，公司人机界面收入达到 8760.83 万元，同比增长 10.8%，收入规模创下历史新高。

图表 30：公司人机界面收入与同比增速



来源：wind、国金证券研究所

图表 31：公司人机界面毛利率逐渐回升



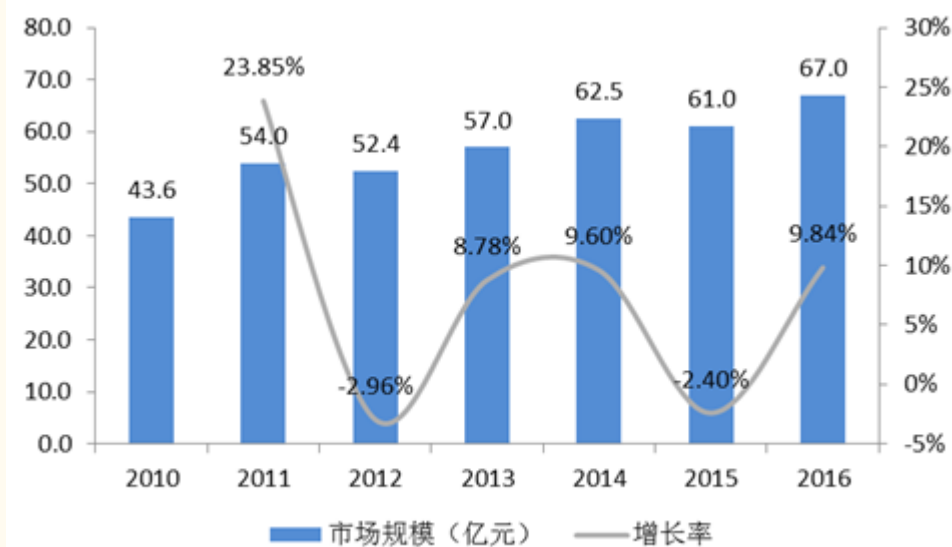
来源：wind、国金证券研究所

3、乘伺服行业高增长势头，公司伺服系统将迎突破

3.1 伺服系统行业下游需求旺盛，保持高速增长态势

受益新兴产业需求旺盛，伺服系统景气度较高。伺服系统由伺服驱动器和伺服电机组成，主要用来使被控物体精确地跟随或复现某个过程，是运动控制系统的重要组成部分，市场规模与运动控制市场规模变化高度相关。2015 年受制造业市场需求下滑影响，伺服系统市场规模下降 2.4%，为 61 亿元。2016 年伺服系统行业受益于 3C、锂电、机器人等行业高速发展，扭转下行趋势，预计市场规模约为 86 亿元。未来随着我国产业升级的不断推进和下游机器人、电子设备制造和机床、塑机等大型设备的数控化，预计 2016-2020 年伺服系统将维持 15%-20% 的高速增长。

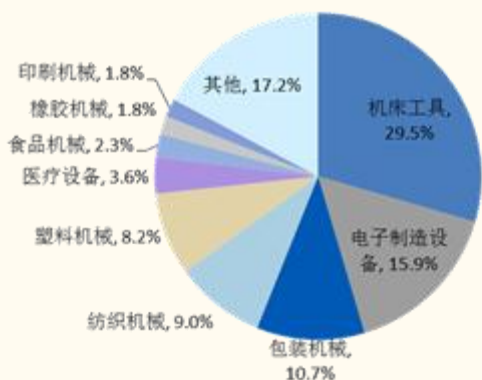
图表 32：我国伺服系统市场规模及增长率



来源：工控网、中投顾问、国金证券研究所

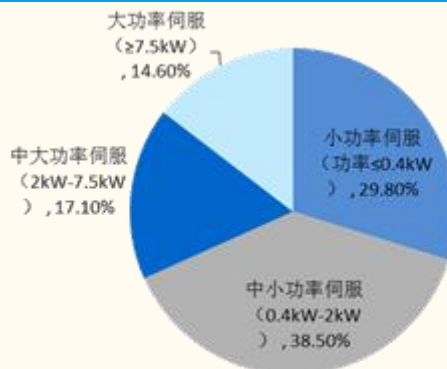
中小功率伺服应用于 OEM 行业，下游相关新兴市场需求旺盛。伺服系统产品可以根据功率段大致可以分为四类，功率越高，技术要求一般也越高。目前中小功率伺服系统主要应用于 OEM 市场，如机床、纺织机械、包装机械、电子制造设备等。2015 年机床工具、纺织机械、塑料机械、橡胶机械等传统制造业的需求出现了不同程度的下滑，导致了伺服系统出现了三年内的首次下滑。但同时一些消费和新兴市场需求明显增加，电子制造设备、智能生产设备、智能物流装置等均出现了较大增幅，带动伺服系统需求。

图表 33：伺服系统下游应用行业分布



来源：工控网、国金证券研究所

图表 34：伺服系统产品类型及市场份额



来源：工控网、国金证券研究所

3.2 外资品牌主导伺服市场，政策支持助力国产替代

伺服系统市场主要被外资品牌垄断，进口替代空间较大。2015 年，日本和欧美品牌占据了我国伺服系统市场绝大部分市场份额。日系品牌主要有松下、安川、三菱等，合计占据 49.9% 的份额，在中小型 OEM 市场上占有领先优势；欧美系品牌有西门子、博世力士乐（Bosch Rexroth）、罗克韦尔、伦茨（Lenze）等，合计占据 21.7% 的份额，在中大功率伺服领域占有优势。国产品牌中汇川的市场份额较高，为 5.7%，排名第五位。

图表 35：2015 年中国伺服系统市场份额



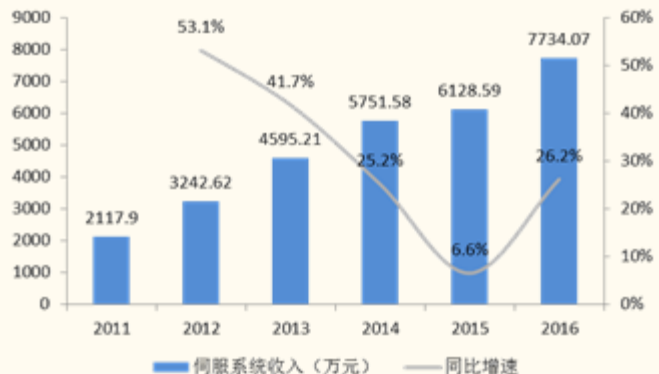
来源：工控网、国金证券研究所

国产厂商借力政策支持，提升市场份额。我国伺服技术 80 年代开始进入工业领域，2000 年后才开始出现国产品牌，起步较晚。国产厂商从细分行业应用开始入手，通过提供行业解决方案打开突破口，随着我国产业升级和制造业的快速发展逐步提升市场占有率。2015 年本土厂商通过多年的技术积累与良好的性价比，和本土化售后服务优势，不断提升市场认可度，市场份额已较 2014 年提升 2.5 个百分点，达到 28.4%。同时国家产业政策支持力度也逐步加大，伺服系统已被《中国制造 2025》列为工业化重点发展的产品之一，随着后续支持政策的不断推出，国产品牌有望在伺服系统领域持续发力。

3.3 公司重点布局伺服系统，打造新的业务增长点

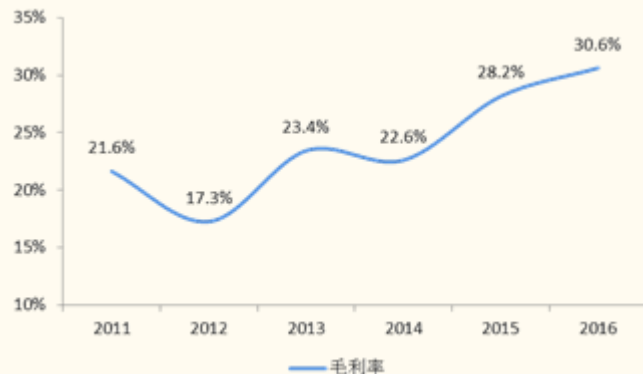
公司伺服系统复合增速达 29.57%，毛利率稳步上行。伺服系统是公司研发销售的重点产品，研发投入较大，伺服类产品的性能提升也较快。公司凭借在控制类产品的市场优势，扩大伺服系统营收规模，从 2011 年的 2117.9 万元逐步增长到 2016 年的 7734 万元，复合增长率达 29.57%。同时公司伺服系统毛利率也通过自制电机占比不断提升和对上游供应商议价能力逐步增强而稳步上行，2016 年公司伺服系统毛利率达到 30.6%，比 2015 年上升 2.4 个百分点。

图表 36：公司伺服系统营收及同比增速



来源：wind、国金证券研究所

图表 37：公司伺服系统毛利率稳步上行



来源：wind、国金证券研究所

采取跟随策略，以性价比和整体解决方案开拓市场。公司近几年新拓展了伺服系统业务，主要竞争对手是松下、台达，公司以相对较低的价格开拓市场，采取跟随策略，市场份额不断增加。公司同时利用自身在小型 PLC 市场的优势，以建立“可编程控制器+人机界面+伺服、变频等运动控制部件+机器视觉等检测部件+机械臂”完整的产品线为主要目的，进一步实现智能装备产业化，为客户提供“整体工控自动化解决方案”，并逐步在高性能伺服系统研发上取得成果。

高端伺服项目稳步推进，爆发式增长可期。公司募投项目计划建成 6.5 万台高端伺服系统的生产规模，高性能伺服系统采用永磁同步型交流伺服电机，控制驱动器采用能够快速、准确定位的全数字位置伺服，相比公司现有产品将大幅提升负载自适应、谐振抑制和高速转矩控制能力。目前公司高端伺服项目稳步推进，预计明年 6 月将逐步投产。公司高端伺服产品潜力极大，定位高精度机床、高性能印刷机械、高速包装设备等，投产后将带动公司伺服产品实现远高于行业增长，未来业务体量有望达到 PLC 同等水平。

4、智能装置增长潜力极大，为公司转型通用产品集成商重要一环

4.1 工业用机器视觉系统以降本增效，极具市场潜力

机器视觉技术应用于工业生产将大幅提高生产效率，降低生产成本。机器视觉（Machine Vision）是通过光学的装置和非接触的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器运动的装置。在大批量工业生产中，用机器视觉检测方法可以替代人工视觉减少人工风险，同时能够提高生产的柔性和自动化程度。国外机器视觉于 20 世纪 90 年代进入高速发展期，广泛运用于工业控制领域，国内机器视觉则起步于 20 世纪 80 年代，首先应用于半导体和电子行业，如 PCB 印刷、电路组装、元器件制造、半导体设备等。

图表 38：中国机器视觉市场规模及增长预测



来源：工控网、国金证券研究所

图表 39：典型的工业用机器视觉系统



来源：公司招股书、国金证券研究所

机器视觉市场规模将以 10% 以上增速增长，长期受益于制造业智能化升级。我国机器视觉起步较晚，2006 年后开始进入高速发展期，增速 10%-20% 左右。受益制造业自动化、智能化和电子制造行业需求的不断提升，2015 年机器视觉市场规模为 16.9 亿元，同比增长 12.7%，电子制造行业以 49.7% 的市场份额占整体市场的一半，电子制造、汽车、制药、食品与包装机械、印刷机械五大应用行业的市场份额合计达 74.0%，市场集中度持续提升。预计随着各行业自动化、智能化程度的加深，未来五年中国机器视觉市场将保持 10% 左右增速，在 2020 年达到 30 亿元左右的市场规模。

4.2 公司智能装置竞争力强，产能投放将促进业务快速增长

机器视觉引导工控产品，为公司智能装置核心部件。公司智能装置产品目前有三大类型，分别是视觉引导冲床上料机、视觉检测装置和机械手。视觉引导冲床上料机能够实现不规则原材料加工自动化，节省原材料 30%，生产效率提高 3 倍并且能够提高良品率；视觉检测装置能够提升设备的自动化水平，提高产品的良品率和品质；机械手的应用则可以提高生产线的柔性。

图表 40：公司机器视觉引导自动冲床



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 41：公司机器视觉引导的工业机器人



来源：公司招股书、国金证券研究所

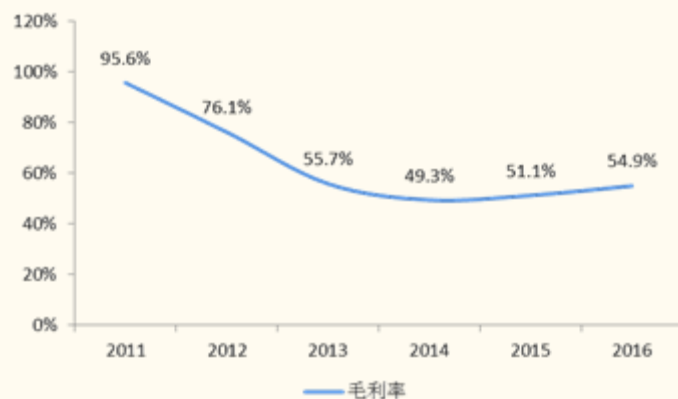
公司智能装置性价比优势明显，盈利能力强。目前我国机器视觉产品主要依靠进口，市场由外资品牌 COGNEX、Keyence、NI 等公司垄断，价格较高，服务不完善。国内仅有信捷电气、大恒图像等极少数厂家生产机器视觉产品。公司产品依靠国内资源优势，主要技术性能达到或超过外资品牌同等水平，价格仅为国外同类产品的 1/2，具有极高性价比，且公司售后服务响应速度快，服务体系也较外资品牌完善。公司 2016 年智能装置实现收入 2022 万元，同比增长 20.6%，毛利率维持在 50% 以上的较高水平。

图表 42：公司智能装置业务收入及增长情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 43：公司智能装置业务毛利率在 50% 以上



来源：wind、国金证券研究所

募投扩产智能装置生产线，带动公司智能装置业务高速增长。公司募投项目计划投资 1.28 亿元建设年产 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规模。该项目产能落地后，一方面能够使公司具备国内突出的机器视觉生产线，实现机械化、规模化、自动化生产，进一步降低公司机器视觉生产成本，另一方面智能机器视觉系统也将与运动型可编程控制器、高端伺服系统项目配套，提升公司为客户提供“整体工控自动化解决方案”的能力。

4.3 通用工控产品集成为整体解决方案和智能装置，公司转型着眼长远

公司产品线完善，从通用工控产品销售商转型整体解决方案提供商。公司目前产品包括主控制器、人机界面和电动执行部件，拥有了较完备的智能控制系统核心部件产品线。公司从销售可编程控制器、人机界面和驱动系统逐步开始集成这些工控部件，制造特定行业应用的智能装置。将各类通用部件集成化，提供整体个性化解方案是工控行业未来的发展方向之一，公司精准把握趋势转型整体解决方案提供商，将在未来竞争中占得上风。

图表 44：公司整体工控自动化解决方案



来源：公司招股书、国金证券研究所

通过推出多个行业解决方案，保障公司产品竞争力。公司目前已经在封装、焊接、磨床、裁剪切割等多个细分行业推出了整体解决方案，针对不同客户的不同应用需求定制化产品，核心控制部件采用信捷自主产品，不仅满足了公司产品的易用性，还通过采用针对公司自身产品的设计和周到的售后服务体系保证了公司产品的用户粘性。整体解决方案提供的自动化系统附加值高于单独出售通用产品，保障了公司产品的毛利率水平。

图表 45：公司产品在磨床数控系统的解决方案



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 46：公司磨床数控系统产品结构



来源：公司官网、国金证券研究所

产品线升级推进智能装置提升技术水平，募投项目配套进军高端智能装置市场。随着公司产品线的升级，公司解决方案也逐步向技术含量和附加值更高的领域进军，公司逐步推出 X-SIGHT 机器视觉系统、XCC 系列高性能可编程控制器、XDM 运动控制型可编程控制器及 XDC 运动控制总线型可编程控制器、DS3E 系列伺服系统，同时公司募投项目计划生产的运动型可编程控制器、高端伺服系统、智能机器视觉系统也将进行配套，推出技术水平更高的智能装置，进一步提升公司提供整体工控自动化解决方案的能力。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：

1) 关键性假设：

PLC 业务：公司 2016 年实现收入 1.66 亿元，同比增长 15.6%。受益本轮工控复苏以及 OEM 行业的稳定增长，预计 PLC 市场未来 3-5 年内将保持 5%-10% 的稳定增长，公司是国内小型 PLC 龙头，下游应用于稳定增长的 OEM 行业，市场份额不断提升，增长速度高于行业平均水平。公司已逐步推出中型 PLC 即将批量供货，提升公司 PLC 产品竞争力和毛利率水平。预计未来三年公司 PLC 业务将保持 35% 左右的复合增长。

人机界面：公司人机界面产品和 PLC 协同效应较好，两者集成化为 PLC+HMI 的整体式控制器进行销售，在竞争激烈的 HMI 市场中占有一席之地，实现 HMI 和 PLC 同步增长。2016 年公司人机界面收入 0.88 亿元，同比增长 10.8%。预计未来三年公司 HMI 产品将保持 28% 左右的复合增长，同时 HMI 市场价格竞争激烈，公司采取集成整体式控制器进行销售，预计毛利率将趋于稳定。

伺服系统：伺服系统市场受益于下游 3C、锂电、机器人等高速增长，行业成长性较好，预计未来三年复合增长率将在 15%-20% 左右。公司近几年新进入伺服系统行业，研发销售投入力度较大，市占率有很大提升空间。通过提供整体解决方案，公司将伺服系统与 PLC、HMI、智能装置等搭配销售，预计将取得高于行业增长。2016 年公司伺服系统收入 0.77 亿元，同比增长 26.2%，随着公司高端伺服系统项目的不断推进，预计公司未来三年伺服系统收入将实现 40%-50% 的复合增长，同时毛利率也将继续逐步提升。

智能装置：公司智能装置核心部件机器视觉系统具有自主知识产权，除减速器外购外伺服系统和控制器均由公司自产。2016 年公司智能装置收入 0.2 亿元，同比增长 20.6%，智能装置业务增长潜力极大，公司募投项目计划分两年逐步达产，随着项目逐步落地，预计公司未来 18 到 19 两年智能装置业务将实现 40%-45% 左右增长。

2) 分产品预测

图表 47：公司主营业务分产品预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PLC 收入（百万）	14393	16644	22303	30332	41252
收入增速	2.3%	15.6%	34.0%	36.0%	36.0%
毛利率	57.59%	57.01%	56.00%	57.00%	58.00%
人机界面收入（百万）	7907	8761	11389	14578	18514
收入增速	-3.9%	10.8%	30.0%	28.0%	27.0%
毛利率	32.98%	35.16%	35.30%	35.40%	35.50%
伺服系统收入（百万）	6129	7734	11601	16822	24391
收入增速	6.6%	26.2%	50.0%	52.0%	49.0%
毛利率	28.16%	30.62%	33.00%	35.00%	37.00%
智能装置收入（百万）	1677	2022	2225	3114	4516
收入增速	31.0%	20.6%	10.0%	40.0%	45.0%
毛利率	51.14%	54.89%	52.00%	50.00%	48.00%
其他（百万）	153.41	185.73	222.88	267.45	320.94
收入增速	75.3%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	54.66%	67.17%	68%	68%	68%
总体收入	30258	35347	47741	65114	88994
收入增速	2.9%	16.8%	35.1%	36.4%	36.7%
总毛利	13563	16173	21195	29391	40703
毛利率	44.82%	45.76%	44.40%	45.14%	45.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

5.2 投资建议：

公司是国产 PLC 龙头，推出中型 PLC 和智能装备控制器将完善和延伸公司产品线，伺服系统和智能装置增长潜力极大。预计公司 2017-2019 年归母净利润为 1.38 亿、1.87 亿、2.57 亿元，EPS 分别为 0.99、1.33、1.83 元，同比增长为 38.16%、35.10%、37.54%，三年业绩复合增速 36.9%。首次覆盖，给予买入评级，目标价 46.2，对应 35 倍 2018 年 PE，PEG=1。

图表 48：可比公司估值水平一览

代码	名称	市值(亿)	EPS				PE			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
603416	信捷电气	48	1.00	0.99	1.33	1.83	50	35	26	19
300124	汇川技术	428	0.58	0.70	0.88	1.09	36	37	29	24
002334	英威腾	60	0.09	0.21	0.27	0.36	58	38	29	22
002851	麦格米特	64	0.82	0.91	1.36	1.93		40	27	19
603015	弘讯科技	42	0.23	0.20	0.26	0.31	112	54	44	34
PE 平均值							64	41	31	24

来源：wind、国金证券研究所

6、风险提示：

宏观经济增速不及预期、工控行业复苏不及预期、募投项目建设及新产品开发进度不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	294	303	353	477	651	890
增长率		2.9%	16.8%	35.1%	36.4%	36.7%
主营业务成本	-172	-167	-192	-265	-357	-483
%销售收入	58.6%	55.2%	54.2%	55.6%	54.9%	54.3%
毛利	122	136	162	212	294	407
%销售收入	41.4%	44.8%	45.8%	44.4%	45.1%	45.7%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-5	-6	-9
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-15	-17	-19	-26	-36	-50
%销售收入	5.0%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.6%
管理费用	-32	-33	-39	-49	-67	-91
%销售收入	10.7%	10.9%	11.1%	10.3%	10.2%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	73	83	100	132	185	258
%销售收入	24.7%	27.4%	28.2%	27.6%	28.4%	29.0%
财务费用	0	1	2	11	6	8
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-2.2%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-4	-7	-5	-8	-10	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	5	8	10
%税前利润	0.2%	0.6%	0.5%	3.1%	3.4%	3.2%
营业利润	69	78	97	139	187	261
营业利润率	23.4%	25.6%	27.4%	29.2%	28.8%	29.3%
营业外收支	19	16	19	23	30	38
税前利润	88	94	116	162	217	299
利润率	29.9%	31.0%	32.8%	33.9%	33.4%	33.6%
所得税	-12	-13	-16	-23	-30	-42
所得税率	13.9%	13.4%	13.6%	14.5%	14.0%	14.0%
净利润	76	81	100	138	187	257
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	76	81	100	138	187	257
净利率	25.7%	26.9%	28.3%	29.0%	28.7%	28.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	76	81	100	138	187	257
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	11	10	13	16	21
非经营收益	0	-1	-1	-28	-37	-47
营运资金变动	-24	-15	-14	-522	-141	-106
经营活动现金净流	59	75	95	-398	25	125
资本开支	-9	-18	-6	-15	16	22
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	1	-1	5	8	10
投资活动现金净流	-9	-18	-7	-10	24	32
股权募资	0	0	420	14	19	26
债权募资	-10	0	0	3	20	-20
其他	-7	-13	-15	-19	-20	-20
筹资活动现金净流	-17	-13	405	-2	19	-14
现金净流量	34	44	493	-410	67	142

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	96	141	634	224	291	433
应收账款	86	99	108	142	187	249
存货	74	67	80	101	134	180
其他流动资产	3	2	3	504	606	658
流动资产	259	309	826	971	1,218	1,520
%总资产	77.6%	76.9%	89.3%	88.0%	89.6%	91.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	41	59	64	65	72	81
%总资产	12.2%	14.5%	6.9%	5.9%	5.3%	4.8%
无形资产	32	32	32	31	31	31
非流动资产	75	93	99	132	141	151
%总资产	22.4%	23.1%	10.7%	12.0%	10.4%	9.0%
资产总计	334	402	925	1,103	1,359	1,671
短期借款	0	0	0	2	21	0
应付款项	50	47	69	103	142	197
其他流动负债	12	17	17	26	35	48
流动负债	63	64	86	130	198	245
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	9	13	14	15	16
负债	69	73	99	144	213	261
普通股股东权益	265	329	825	959	1,145	1,409
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	334	402	925	1,103	1,359	1,671

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.005	1.079	0.998	0.985	1.330	1.830
每股净资产	3.513	4.366	8.220	9.547	11.406	14.034
每股经营现金净流	0.785	1.001	0.947	-3.966	0.245	1.242
每股股利	0.000	0.000	0.180	0.190	0.190	0.190
回报率						
净资产收益率	28.60%	24.73%	12.14%	14.44%	16.33%	18.25%
总资产收益率	22.66%	20.21%	10.83%	12.55%	13.76%	15.40%
投入资本收益率	23.63%	21.81%	10.44%	11.72%	13.62%	15.74%
增长率						
主营业务收入增长率	18.73%	2.88%	16.82%	35.06%	36.39%	36.67%
EBIT增长率	5.82%	13.96%	20.38%	32.00%	40.35%	39.61%
净利润增长率	21.18%	7.44%	23.26%	38.16%	35.10%	37.54%
总资产增长率	23.14%	20.49%	129.91%	19.27%	23.19%	22.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.9	59.5	55.6	58.0	58.5	59.0
存货周转天数	168.1	154.4	140.1	139.0	137.0	136.0
应付账款周转天数	90.3	94.6	89.1	110.0	112.0	114.0
固定资产周转天数	37.0	60.8	58.0	43.2	34.3	27.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.19%	-42.81%	-76.86%	-23.15%	-23.58%	-30.75%
EBIT利息保障倍数	-248.4	-110.9	-61.9	-12.3	-32.5	-30.8
资产负债率	20.74%	18.24%	10.74%	13.09%	15.71%	15.65%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	9	9	12
增持	0	5	5	5	5
中性	0	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.56	1.56	1.56	1.47

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

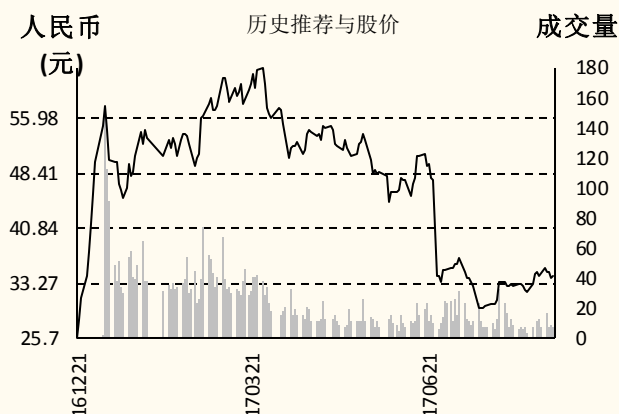
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD