

2017年09月01日

# 信捷电气 (603416.SH)

## 深度分析

### 产业升级叠加进口替代，工控小巨人再起航

#### 投资要点

◆ **深耕工业自动化控制系统十七载**：公司在工业自动化控制系统深耕十七年，产品主要为工业自动化核心控制系统，包括可编程控制器、人机界面、驱动系统。小型 PLC 是公司拳头产品，2016 年该产品销售规模 1.66 亿元，占总营收的 47%。公司小型 PLC 在国内市场占有率约 5%，是国产品牌龙头。近年来公司以 PLC 和伺服控制技术为核心，致力于建立“可编程控制器 + 人机界面 + 驱动 + 机器视觉 + 机械臂”完整产品线，为客户提供一站式工业自动化解决方案。

◆ **产业升级叠加进口替代，国产自动化装备大有可为**：我国工业自动化市场潜力巨大，前景广阔，政策趋好，但是市场竞争激烈，同质化现象严重。从海外工业自动化发展史看，低端向高端发展的历程，也是优胜劣汰，品牌集中度提升的过程。我国在自动化发展初期由于制造业偏向低端，OEM 厂家对自动化部件性能要求相对不高，采购策略以价格优先，这为国内刚刚出现的一些自动化部件公司提供了生存的条件；而目前是我国工业转型升级关键时期，对制造过程控制和产品输出质量均有较大的提升需求，势必对核心部件的性能和稳定性有较高的要求；另一方 OEM 以中小民营企业并未改变，对价格仍然较为敏感，因此自动化核心部件的高性价比逐渐成为下游 OEM 厂商采购标准。近年，以信捷为代表的国产核心控制和驱动系统在技术上加快了追赶脚步，而市场的大规模应用、验证、改进的闭环升级，产品稳定性和一致性有了质的飞跃，低端产能淘汰和进口替代同步进行，国产自动化装备有很大的成长空间。

◆ **从单品到多品，最终实现一站式解决方案**：我国工业自动化从二十一世纪初才出现一些企业研发单一工控产品，如变频器、伺服、PLC、运动控制器等。经过十多年的发展，工业控制领域的核心技术在各企业间加快流动，市场上能够生产单品的企业越来越多，因此销售单个产品的商业模式逐渐成为红海。公司已推出多个行业定制化解决方案，市场占有率快速提升，目前已在包装机械、数控机床、玻璃机械、木工机械、纺织机械等多个行业细分领域推出了行业解决方案，为细分行业量身定做极具附加值的解决方案，而且整套产品均为信捷电气自主品牌。高附加值的解决方案也保证了信捷电气较高的毛利率水平，而基于公司自身产品进行设计，短期难以被竞争对手所复制。公司产品主要集中在工业控制系统中的电气控制系统，包括主控制器、人机界面和电动执行部件，拥有较完备的智能控制系统核心部件产品线，具体包括可编程控制器、人机界面、驱动系统等，具备了为工厂自动化领域客户提供整体工业自动化解决方案。公司或在今年推出中型 PLC，提高工厂自动化整体解决方案配套能力，市场份额将加速提升。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 5.17 亿元、7.31 亿元、10.00 亿元；实现归母净利润分别为 1.42 亿元、2.02 亿元、2.75 亿元；每股收益分别为 1.01 元、1.43 元和 1.95 元。我们得到同行业可比上市公司 2018 年 Wind 一致预期 PE 中位数为 32。我们选取 32 倍作为公司 2018 年合理市盈率，公司 2018 年预期每股收益为 1.43 元，则对应六个月目标价 45.76 元，给予“买入-A”评级。

机械 | 其他专用机械 III

投资评级 **买入-A(上调)**  
 6 个月目标价 45.76 元  
 股价(2017-08-31) 36.28 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 5,099.52  
 流通市值 (百万元) 1,274.88  
 总股本 (百万股) 140.56  
 流通股本 (百万股) 35.14  
 12 个月价格区间 21.42/64.61 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.46	-1.69	-8.92
绝对收益	10.14	6.13	

#### 分析师

张仲杰  
 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20377099

#### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20377169

#### 相关报告

信捷电气：上半年营收净利快速增长，预计全年维持高成长 2017-07-28

信捷电气：需求增长叠加进口替代，市占率仍有提升空间 2017-04-20

信捷电气：拥有 PLC 核心技术，民族品牌骄傲 2017-01-12

◆ **风险提示**：市场竞争加剧导致盈利能力下降，经济回暖持续性差导致下游 OEM 行业投资增速下滑，新产品及新技术研发风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	302.6	353.5	517.0	731.3	999.5
同比增长(%)	2.9%	16.8%	46.3%	41.4%	36.7%
营业利润(百万元)	77.5	96.8	143.0	210.0	292.5
同比增长(%)	12.4%	24.9%	47.8%	46.8%	39.3%
净利润(百万元)	81.3	100.2	141.9	201.6	274.8
同比增长(%)	7.4%	23.3%	41.7%	42.1%	36.3%
每股收益(元)	0.58	0.71	1.01	1.43	1.95
PE	53.6	43.5	30.7	21.6	15.8
PB	13.2	5.3	3.1	2.8	2.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、</b>	<b>工业自动化小巨人</b> .....	<b>5</b>
1、	深耕工业自动化控制系统十七载 .....	5
2、	以 PLC 为核心，提供工业自动化整体解决方案 .....	7
<b>二、</b>	<b>产业升级叠加进口替代，国产自动化装备大有可为</b> .....	<b>9</b>
(一)	转型升级关键期，工业自动化潜力巨大 .....	9
(二)	PLC 是控制系统的“大脑” .....	10
1、	PLC 是工业自动化三大支柱之一 .....	10
2、	我国 PLC 每年市场规模约 70 亿元 .....	11
3、	小型 PLC 占据着重要的市场地位 .....	13
4、	PLC 在纺织行业应用分析 .....	14
5、	OEM 市场之变孕育中型 PLC 市场 .....	14
6、	PC-Based 不会对 PLC 构成替代威胁 .....	15
(三)	人机交互界面竞争格局稳定 .....	15
1、	竞争格局稳定，销量与 PLC 同步 .....	15
2、	一站式服务需求为人机界面与 PLC 搭售提供空间 .....	16
(四)	伺服系统逐渐迈入内资第一梯队 .....	16
1、	伺服系统市场增长更为稳健 .....	16
2、	公司伺服系统增长强劲，坐享品牌和客户资源优势 .....	17
<b>三、</b>	<b>以提供工厂自动化一站式解决方案为目标</b> .....	<b>18</b>
(一)	从单一产品到多品类，最后实现一站式解决方案 .....	18
(二)	公司以提供工厂自动化方案为目标 .....	19
<b>四、</b>	<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>20</b>
<b>五、</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：公司主要股东 .....	5
图 2：公司 2016 年收入构成 .....	5
图 3：公司 2016 年毛利构成 .....	5
图 4：公司历年研发投入及占总营收比重（万元，%） .....	6
图 5：公司产品布局 .....	7
图 6：智能控制系统及装置制造业的上下游 .....	7
图 7：公司营业收入、净利润、净利润增速及预测（万元，%） .....	8
图 8：我国工业自动化控制行业市场规模（亿元） .....	9
图 9：PLC 发展历程 .....	10
图 10：整体式结构 PLC（西门子 S7-200 系列） .....	11
图 11：模块式结构 PLC（三菱 Q 系列） .....	11
图 12：中国 PLC 市场规模（含 DIO）及增长率（亿元，%） .....	13
图 13：2015 年中国小型 PLC 在 OEM 市场的行业分布 .....	13
图 14：PLC 在纺机行业中转杯纺的应用 .....	14
图 15：中国人机界面市场规模及增长率（亿元，%） .....	16
图 16：2015 年中国伺服系统产品主要行业分布 .....	17

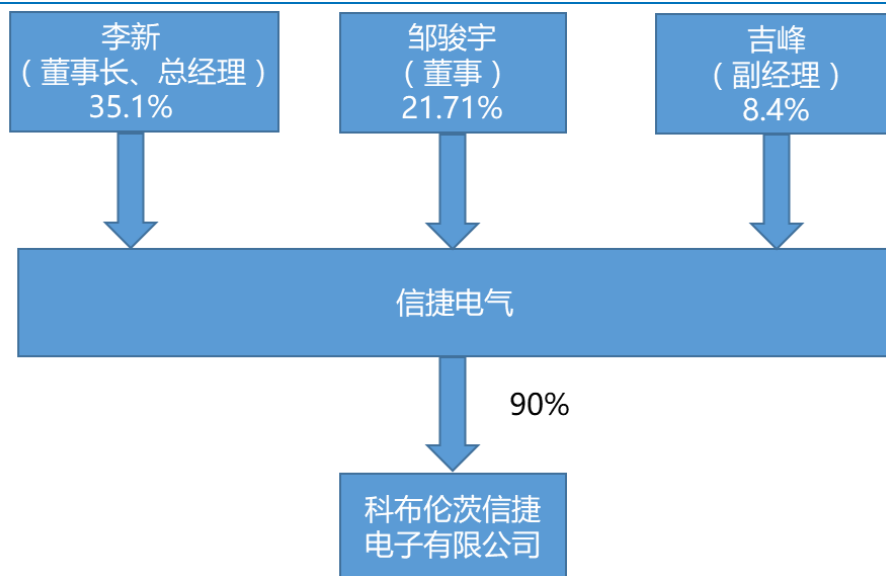
图 17：中国伺服系统市场规模及增速（亿元，%） .....	17
图 18：汇川技术，英威腾，信捷电气伺服系统销售额及增速（万元，%） .....	18
图 19：公司立式包装机智能控制系统解决方案 .....	19
图 20：公司整体工业自动化解决方案 .....	20
表 1：PLC 按 I/O 数量分类 .....	11
表 2：2015 年 PLC 市场分析 .....	12
表 3：研华 APAX-5580CDS 配置 .....	15
表 4：分项业务盈利预测（万元，%） .....	22
表 5：可比公司估值对比 .....	22

## 一、工业自动化小巨人

### 1、深耕工业自动化控制系统十七载

无锡信捷电气股份有限公司，前身为无锡信捷电子有限责任公司，2000 年成立，2012 年整体变更为股份有限公司，2016 年 12 月上市。公司产品主要为工业自动化核心部件，包括可编程控制器（PLC）、人机界面（HMI）、驱动系统（伺服系统、变频器、步进系统）。

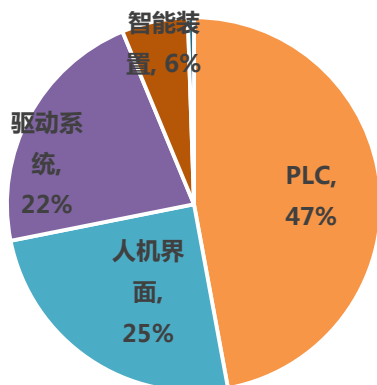
图 1：公司主要股东



资料来源：Wind，华金证券研究所

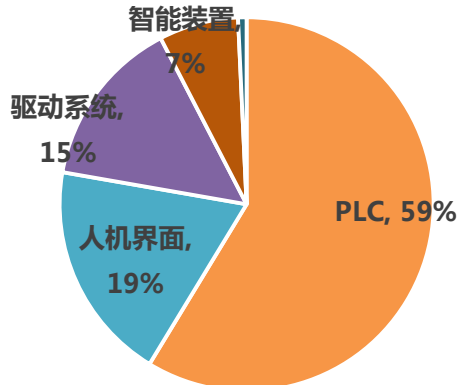
小型 PLC 是公司拳头产品，2016 年该产品销售规模 1.66 亿元，占总营收的 47%。公司小型 PLC 在国内市场占有率约 5%，是国产品牌龙头，排名在西门子、欧姆龙、三菱之后。近年来公司以 PLC 和伺服控制技术为核心，致力于建立“可编程控制器 + 人机界面 + 驱动 + 机器视觉 + 机械臂”完整产品线，为客户提供一站式工业自动化解方案。

图 2：公司 2016 年收入构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

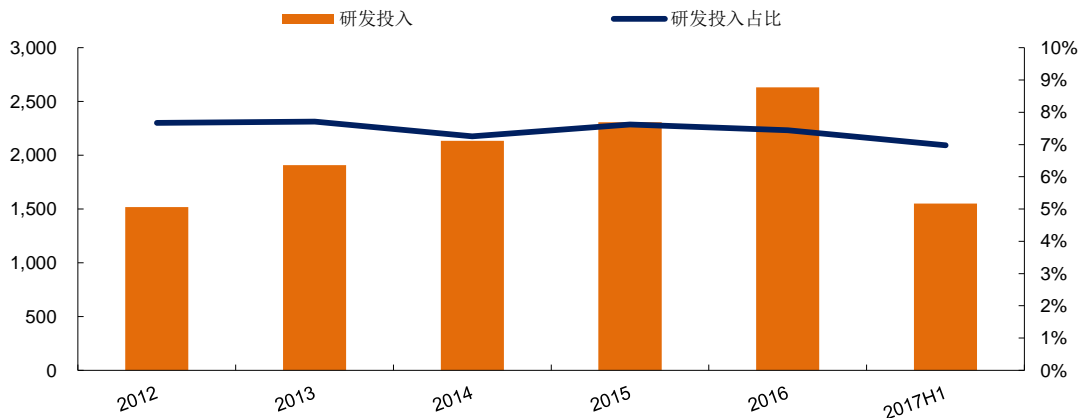
图 3：公司 2016 年毛利构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

工业自动化装备行业是典型的技术密集型行业,持续的研发投入是保持产品市场竞争力和拓展新产品系列的重要手段。公司近几年研发费用投入占营收比重稳定在 7%左右,公司 2016 年研究开发费用 2633 万元,占营业收入的 7.45%。

图 4：公司历年研发投入及占总营收比重（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司已经形成了企业研发为主、产学研相互促进的良性技术研发体系，目前已授权发明专利 25 项、实用新型专利 18 项、外观设计专利 3 项、软件著作权 24 项。公司通过引进消化再创新的方式，在 PLC、伺服驱动、机器视觉、智能装备控制器等技术大类分别拥有 5 项，3 项，2 项和 3 项核心技术。

公司在三大系列 PLC，六大系列 HMI 基础上，自主开发了 DS2 系列伺服驱动器，并与江南大学合作研发了 X-SIGHT 机器视觉产品。2012 年，公司将具备运动控制功能的可编程控制器、视觉传感器、智能信息处理、人机交互等技术升级融合创新，研发了智能装备控制器。2014 年，公司通过对 XD 系列可编程控制器、TG 系列触摸屏、DS3 系列伺服驱动器产品开发的技术整合，形成了现场可编程的运动总线控制整体方案。

图 5：公司产品布局

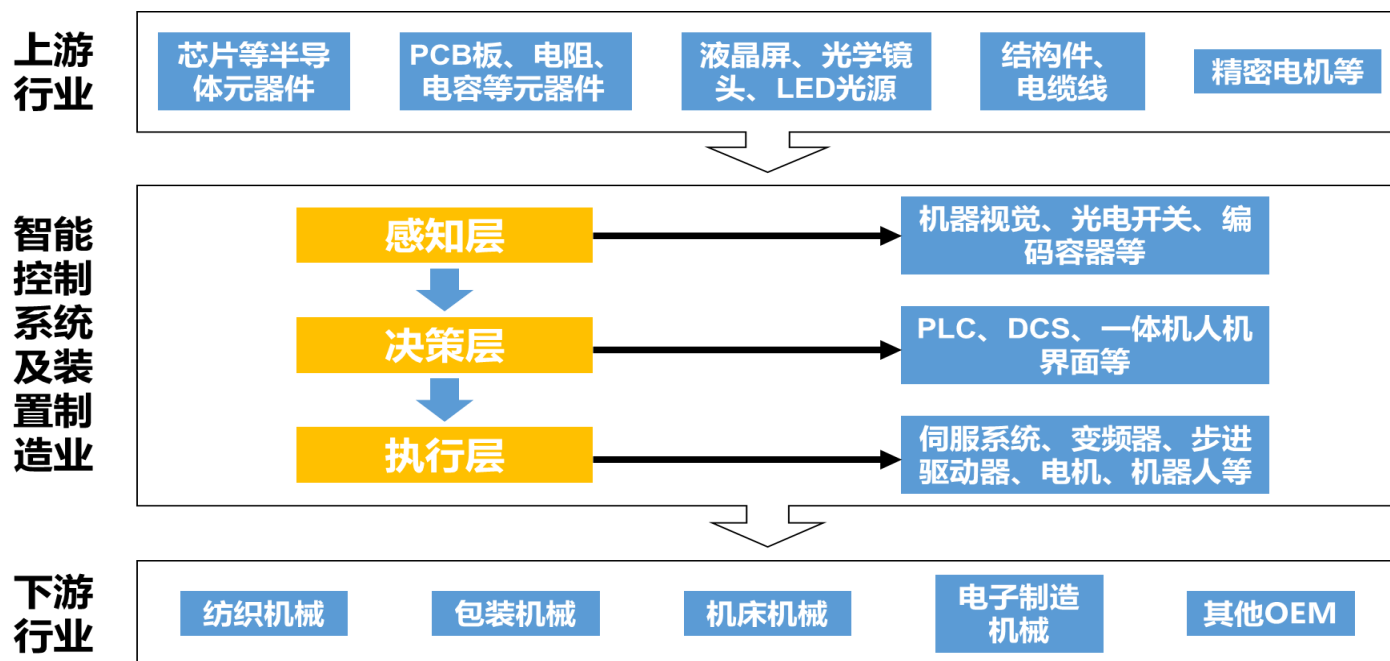


资料来源：公司招股说明书及年报，华金证券研究所整理

## 2、以 PLC 为核心，提供工业自动化整体解决方案

公司是智能控制系统及装置制造企业，上游行业是装置零部件制造企业，主要生产电子元器件、集成电路、线缆、液晶屏、电机以及光学镜头等；下游是细分行业众多且分散的 OEM 厂商。公司主要产品是感知层的机器视觉，决策层的 PLC 和人机界面，以及执行层的伺服系统等，此外公司正从多品类自动化核心部件向系统解决方案供应商的角色转变。

图 6：智能控制系统及装置制造业的上下游





资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所整理

公司产品主要为通用型工控产品，所使用原材料多为大宗电子材料，国内外应商众多，供应充足。目前公司的芯片等半导体器件主要为国外品牌，近几年价格相对稳定。其他普通的电子元器件、结构件、液晶屏等设备供应商主要来自国内，公司有更多的选择。由此，总体来说上游行业对公司的影响相对较小。

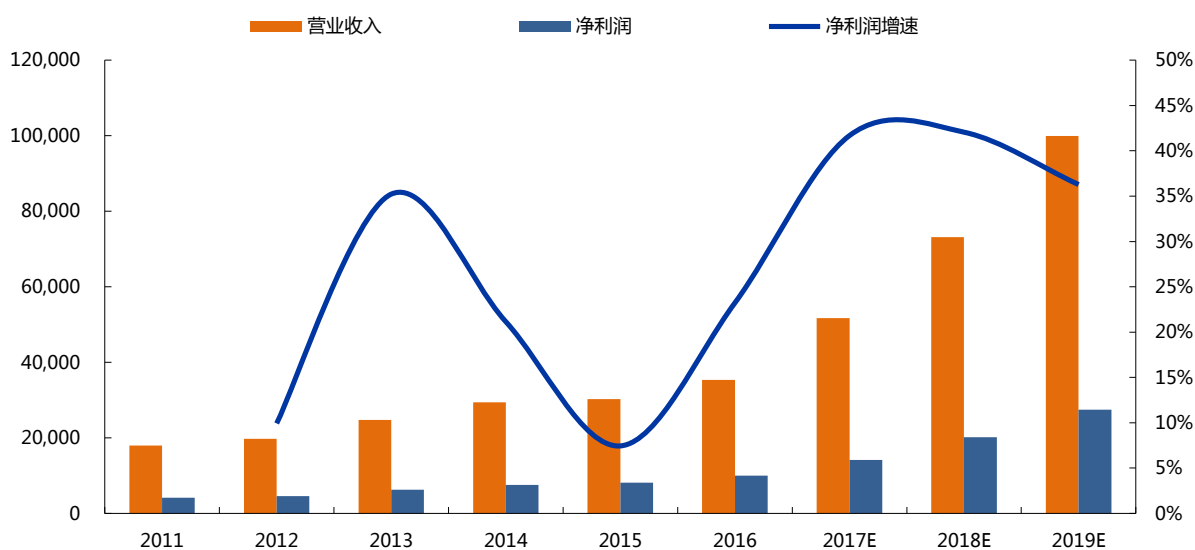
公司产品的下游主要是较为分散的 OEM 厂家，行业分布十分广泛，几乎覆盖工业生产的各个领域。公司通用类产品，如 PLC、HMI、伺服系统等以经销为主。2013 年度至 2016 年上半年，年销售额 100 万元（半年度假设 50 万元）以上的经销商分别有 51 家、58 家、60 家和 64 家，其中超过六成的经销商与公司建立了 3 年以上的中长期合作关系。

公司有着丰富的产品定位于本土技术人员，充分考虑我国自动化行业的特点，产品简单，易学易用，操作门槛低，同时性价比优异，价格亲民，在多年的竞争具有较强的市场地位。近年来公司在市场开拓上不断横向拓展新的行业，如生物医药、交通运输、新能源等行业，增加公司产品的应用广度；而且纵向深入挖掘原有机床、纺织、食品包装、电子制造设备等行业的每一道工序，为客户量身定做适合企业发展阶段的解决方案。

经过长期的经营，公司的品牌效应良好，营销网络完善，在产品稳定性、技术维护、二次开发等方面形成了一定客户粘性。受益于公司产品竞争力持续提升、下游行业的深度开发，以及加强成本费用控制，公司营业收入和毛利润等主要财务指标实现了持续稳定的增长。公司 2017 年上半年实现营收 2.22 亿元，同比增长 40.30%；实现归母净利润 6396 万元，同比增长 50.94%；营收增速与一季度持平，净利润增速明显提升至营收增速匹配水平；公司当前存货为 1.23 亿元，较相比去年同期 8040 万元，增长 52.89%；公司主营产品 PLC、HMI、伺服系统等产品通用性强，生产备货以销售预测为主，存货的快速增长反映公司对未来市场需求预判较为积极。

我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 5.17 亿元、7.31 亿元、10.00 亿元；实现归母净利润分别为 1.42 亿元、2.02 亿元、2.75 亿元；每股收益分别为 1.01 元、1.43 元和 1.95 元。

图 7：公司营业收入、净利润、净利润增速及预测（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所预测



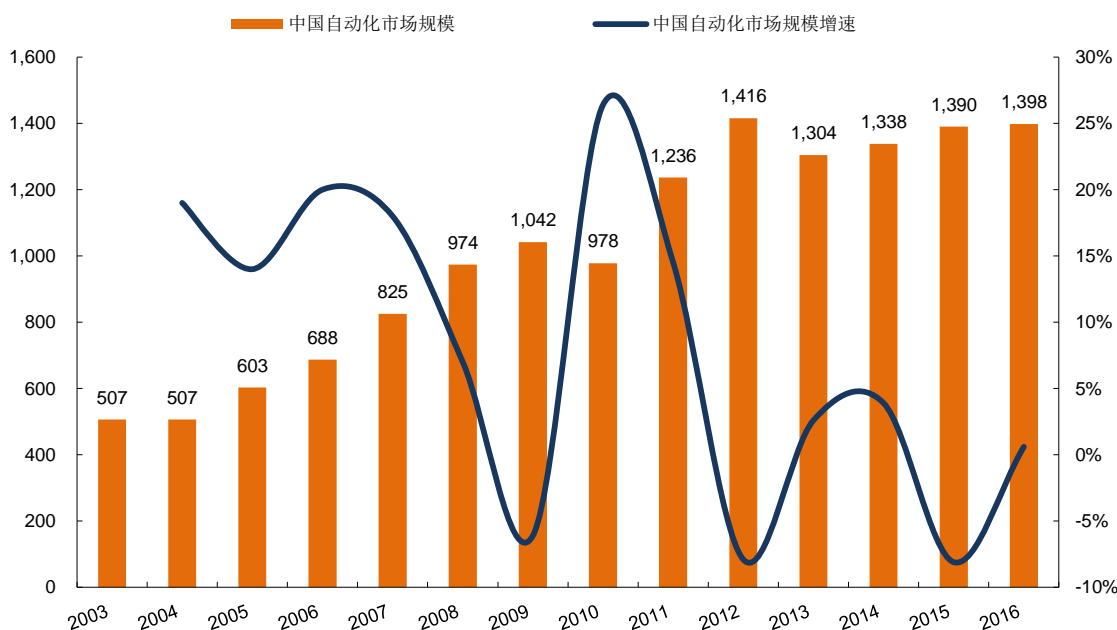
## 二、产业升级叠加进口替代，国产自动化装备大有可为

### （一）转型升级关键期，工业自动化潜力巨大

我国丰富的劳动力资源和较低的劳动力成本是中国制造具有较强竞争力的原因之一。近年来随着人口结构的变化，我国的劳动力成本持续上升，据国家统计局，城镇非私营单位的制造业就业人员的年平均工资已经由2005年的15934元上升到了2016年的67569元，年复合增速12.8%。人口红利的逐步消失对制造业的自动化水平提出了新的要求，通过自动化产业的发展降低人工成本，提升生产效率，是进一步提升我国制造业竞争力的必由之路。

我国一直极力推动制造业转型升级，大力发展工业自动化行业。《中国制造2025》中提出，要推进信息化与工业化深度融合，加快发展智能制造装备和产品。组织研发具有深度感知、智慧决策、自动执行功能的高档数控机床、工业机器人、增材制造装备等智能制造装备以及智能化生产线，突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统、伺服电机及驱动器和减速器等智能核心装置，推进工程化和产业化。在机器人领域，要突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈。我国人口结构的改变和政策的引导，进一步扩大了市场工业自动化产品的需求，推动着自动化行业的不断发展。

图8：我国工业自动化控制行业市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

然而我国的工业自动化行业起步较迟，在发展初期主要通过引进整套国外自动化流水线，并在此基础上不断摸索和反复实践消化吸收，本世纪以来国产品牌才开始不断涌现。由于我国在该产业的起步较晚，基础薄弱，国外企业占据了先发优势，因此在高端、精密、高附加值产品领域基本由外资品牌垄断。

我国工业自动化市场潜力巨大，前景广阔，政策趋好，但是市场竞争激烈，同质化现象严重。从海外工业自动化发展史看，低端向高端发展的历程，也是优胜劣汰，品牌集中度提升的过程。

作为我国自动化关键部件厂商，定位好产品和市场是提升竞争力的必要条件。我国在自动化发展初期由于制造业偏向低端，OEM 厂家对自动化部件性能要求相对不高，采购策略以价格优先，这为国内刚刚出现的一些自动化部件公司提供了生存的条件；而目前是我国工业转型升级关键时期，对制造过程控制和产品输出质量均有较大的提升需求，势必对核心部件的性能和稳定性有较高的要求，而另一方 OEM 以中小民营企业并未改变，对价格仍然较为敏感，因此自动化核心部件的高性价比逐渐成为下游 OEM 厂商采购标准。

## （二） PLC 是控制系统的“大脑”

### 1、 PLC 是工业自动化三大支柱之一

可编程控制器、工业机器人、CAD/CAM 被誉为工业自动化三大支柱。可编程控制器( PLC )是一种专用于工业控制的计算机，使用可编程存储器储存指令，执行诸如逻辑、顺序、计时、计数与计算等功能，并通过模拟或数字 I/O 组件，控制各种机械或生产过程的装置。它是连接 IPC、视觉、HMI、运动控制执行单元（伺服、变频器、步进）的桥梁，并能实现系统的逻辑控制和运算功能，处于控制系统“大脑”地位。PLC 作为现代工业自动化三大支柱之一，其使用量居于各种工业控制装置榜首。

图 9：PLC 发展历程



资料来源：互联网，华金证券研究所整理

PLC 按结构形式可分为整体式和模块式两类。**整体式结构**是将 PLC 的基本部件，如 CPU 板、输入板、输出板、电源板等紧凑的安装在—个标准的机壳内，构成—个整体，组成 PLC 的—个基本单元或扩展单元。基本单元上设有扩展端口，通过扩展电缆与扩展单元相连，配有许多专用的特殊功能的模块，如模拟量输入/输出模块、热电偶、热电阻模块、通信模块等，以构成 PLC 不同的配置。**模块式结构** PLC 是由—些模块单元构成，这些标准模块如 CUP 模块、输入

模块、输出模块、电源模块和各种功能模块等，将这些模块插在框架上和基板上即可。各个模块功能是独立的，外型尺寸是统一的，可根据需要灵活配置。目前大、中型 PLC 都采用这种方式。

图 10：整体式结构 PLC（西门子 S7-200 系列）



资料来源：西门子官网，华金证券研究所

图 11：模块式结构 PLC（三菱 Q 系列）



资料来源：三菱产品样本，华金证券研究所

目前欧美企业在大中型可编程控制器占据主导地位，在网络、软件、接口开放性方面具有优势，适合于大型项目，价格偏高；日系品牌在中小型 PLC 占据主导地位，灵活性强、体积小、价位方面占优势。我国国产品牌一般选择从技术壁垒相对较低的中小型 PLC 进入市场，通过较高的性价比获得较高的市场份额，特别在针对某个行业的定制机型方面，由于在硬件设计阶段就做了裁剪，因此价格具备明显优势，但在系统弹性上略差。

PLC 下游一般分为 OEM 市场（中小型 PLC）和项目型市场（中大型 PLC）。其中而 OEM 市场主要是纺织、包装、机床、3C 自动化等行业；项目型市场主要为汽车、冶金、市政、电力、轨交等行业，这与国家宏观形势，下游行业的投资规模密切相关。据工控网，2015 年我国 57% 的 PLC 销售额来自 OEM 市场，而其中，OEM 占据了中型 PLC 销量中的 31% 和小型 PLC 中的 94%。

## 2、我国 PLC 每年市场规模约 70 亿元

PLC 能通过编程的方式，便捷地实现自动化中的逻辑控制。输入/输出（I/O）点数量越多，则控制关系复杂程度，程序容量越大，而需要的 PLC 指令越多。而指令执行时间及刷新周期决定着 PLC 的性能和响应速度。通常 PLC 按 I/O 点的数量可分为小型、中型和大型。

表 1：PLC 按 I/O 数量分类

IO 数量	程序存储容量	典型能力	适用场合	主流机型	
小型 PLC	<256	<4K	开关量控制，少量的模拟量处理能力，少量运算，一定的通信能力	适合单台设备控制	西门子 S7-200 系列，欧姆龙 CPM2A 系列，三菱 FX 系列，汇川 H2U、H1U、H0U 系列 信捷 XC、XD、XE 系列
中型 PLC	256-2048	4-16K	开关量控制，模拟量处理能力，数字计算能力，通信能力，多路 A/D 及 D/A 转换	更复杂的逻辑控制，连续生产线的过程控制系统	西门子 S7-300 系列，欧姆龙 C200H 系列，三菱 A 系列，A-B 公司 SLC500，汇川 AM 系列

IO 数量	程序存储容量	典型能力	适用场合	主流机型
大型 PLC	>2048	>16k	控制能力, 计算能力, 调节能力, 网络能力, 通信能力, 冗余能力	设备自动化, 过程自动化控制, 过程监控系统 西门子 S7-400 系列, 欧姆龙 CVM1 和 CS1 系列, A-B 公司 SLC5/05, 三菱 Q 系列

资料来源：华金证券研究所整理

国内小型 PLC 市场竞争激烈，其中西门子、三菱、欧姆龙销量排名前三。相同配置的 PLC 从定价上看，欧系最贵、日系次之、台系和内地品牌价格最亲民。日系小型 PLC 在全球占据主导地位，市占率 70% 左右，主要品牌有欧姆龙、三菱、松下、富士等；国产品牌以信捷、汇川、台达为代表。信捷近五年 PLC 销量从 2012 年的 1.47 亿元增长至 2016 年的 2.57 亿元，复合增速 14.99%；汇川近五年 PLC 销量从 2012 年的 0.44 亿元增长至 2016 年的 1.06 亿元，复合增速 24.60%。国产品牌增速明显高于行业，市占率得到进一步提升。

中型 PLC 以西门子为代表，主要有两个应用方向：一个是 OEM 的中高端应用，特别是 OEM 行业中设备的控制逻辑复杂，要求执行周期更快及对运动控制精度有较高要求的场合；另一个是项目型应用。中型 PLC 在通信能力、运控能力、指令处理速度及程序容量均明显高于小型 PLC。较有代表性的产品如施耐德的 M340、西门子 S300 系列、三菱的 Q 系列等。

大型 PLC 基本都应用在大型项目中，如轨道交通、电力、冶金等行业，项目对安全可靠要求较高，系统复杂且要求有一定的设计冗余。项目型投资规模大，对 PLC 成本不敏感，这也决定着客户在选择时更看重品牌、质量和可靠性。另外，大型 PLC 在应用中大量使用组网，对 PLC 的通信能力要求很高。

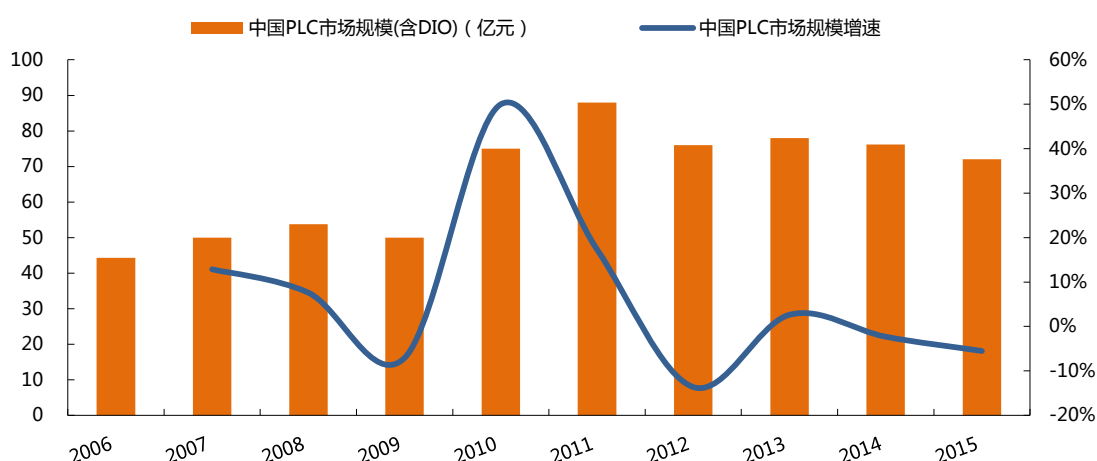
表 2：2015 年 PLC 市场分析

PLC 类型	OEM 市场 (亿元)	占比	项目型市场 (亿元)	占比
小型	26.56	94.18%	1.64	5.82%
中型	6.63	31.11%	14.67	68.89%
大型	0.88	8.74%	9.22	91.26%
合计	34.07	57.16%	25.53	42.84%

数据来源：中国工控网，华金证券研究所

中国的 PLC 市场近几年波动明显，其市场规模在 2011 年达到峰值，随后受中国经济增速放缓的影响，在 2013 年后有逐年小幅下降的趋势。从《2017 中国自动化及智能制造市场白皮书》，2016 年整体自动化市场全年表现好于预期，2016 年中国自动化市场同比增长 0.6%，在经历了上半年的市场低迷，下半年市场订单出现了明显反弹，尤其在 OEM 行业的需求的反弹拉动尤为明显。

图 12：中国 PLC 市场规模（含 DIO）及增长率（亿元，%）

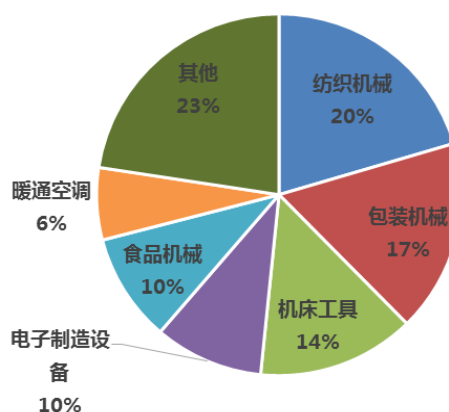


资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所整理

### 3、小型 PLC 占据着重要的市场地位

在全球制造分工协作的背景下，我国人力资源和规模生产优势显著，这也带动了加工贸易的庞大市场，其中又以 OEM 贴牌生产为主。我国 OEM 行业市场庞大，OEM 设备电控系统控制变量较少，以起停、传动控制、运动控制等为主，控制简单因此不需要太多 I/O。这是我国小型 PLC 占据 PLC 大部分市场的主要原因。近几年全国 PLC 市场在 70-80 亿元，而小型 PLC 占据 45 亿元左右的市场，主要包括纺织机械、机床工具、包装机械，食品机械，电子制造设备和暖通空调等行业。

图 13：2015 年中国小型 PLC 在 OEM 市场的行业分布



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所整理

公司的小型 PLC 产品具有运动控制功能强，通讯口多，编程方式灵活的特点，并能够多途径加强用户程序保护，保护用户的知识产权，防止用户程序被盗用拷贝。公司注重科技研发，开发出具备网络通信增强功能的 XD 系列小型可编程控制器，其中最具有代表性的 XDC 子系列包含两大新功能：运动总线技术和图块编程技术。另外，XDC 通过与 DS3 系列伺服的技术整合，将运动总线技术在小型可编程控制器上完整实现，使其无需编程即可同时控制 20 轴电机的运动和



停止。公司小型 PLC 在 2016 年销售额为 1.66 亿元，市场份额约 5%，在国内市场处于民族品牌龙头地位。

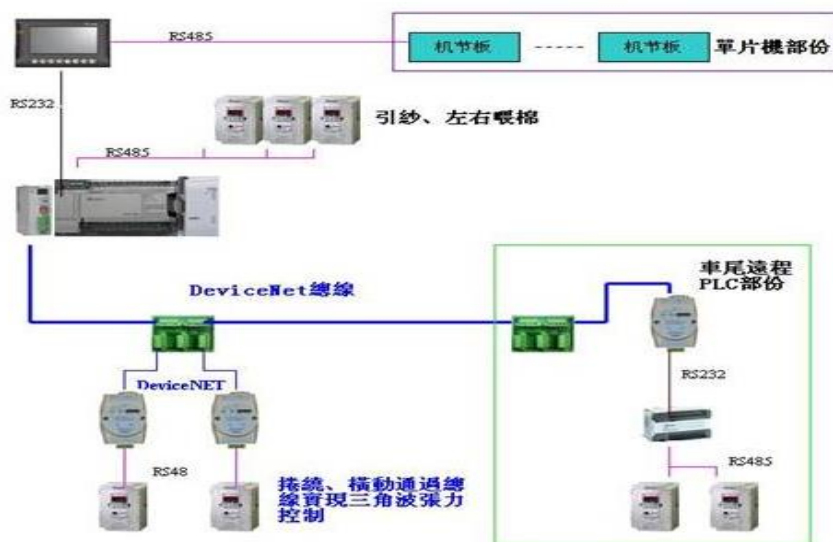
#### 4、 PLC 在纺织行业应用分析

纺织机械行业是为纺织工业发展提供技术装备的基础性产业，是纺织工业产业升级、技术进步的重要保障，是纺织工业综合实力和技术水平的集中体现。纺织机械作为纺织行业上游产业，其走势完全取决于纺织行业景气程度。从 2007 年至 2016 年以来，纺织机械的出口总额在 2014 年达到峰值，随后出现了两年的小幅下滑，但总体保持平稳。

目前发达国家的纺织公司已经形成了以实验室为基地，研发能力和工艺研究能力超前，机电一体化能力强的技术研发格局，但我国纺织机械的自主研发能力较差，高档纺机较进口产品有很大差距。要实现从纺织大国建设成纺织强国的转型，必须提升纺织机械的技术水平，推进以少人化、自动化、智能化为标志的产业升级，这将带动智能控制系统和装置的巨大市场需求。

大部分纺织机械都是由可编程控制器控制，并涉及大量的伺服、变频器等驱动产品。我国的纺织机械行业市场中，小型 PLC 和伺服系统分别占有两成和一成的市场规模，同时纺织机械是小型 PLC 的第一大市场。

图 14：PLC 在纺机行业中转杯纺的应用



资料来源：台达官网，华金证券研究所

#### 5、 OEM 市场之变孕育中型 PLC 市场


我国在人口红利时代承担了全球较多的 OEM 市场，OEM 行业机械装备初期以测绘、拷贝为主。经过多年仿制之路，部分制造业领先者在这个过程中积累和沉淀了技术和经验，并逐步开始重视研发，满足市场中高端需求以避免与低端设备厂商的竞争。OEM 厂商的成长伴随着机械装备产业附加值的提高，自动化设备趋于复杂，对工业自动化设备需求不再局限于简单的逻辑控制、单机运行，而把需求提升至运动控制、现场总线网络互连、多机协作等复杂应用。对于 PLC 产品在通信能力、运控能力、指令处理速度及程序容量等需求越来越急迫。中型 PLC 中以西门子 S300

代表，在中高端 OEM 市场及项目型市场应用也较为广泛。国产品牌向中型 PLC 拓展是大势所趋，但在高端项目型市场有突破，难度颇大；而国产品牌利用自身积累的庞大 OEM 用户数量，在 OEM 市场推广中型 PLC 将是很好的突破口。

## 6、 PC-Based 不会对 PLC 构成替代威胁

PC-Based 控制器由 PC 发展而来，硬件架构和 PC 类似，并针对工业自动化控制集成了现场总线、软 PLC（如 Codesys）、工业级保护等功能。PC-Based 控制器在网络通信、运算、监控、客户自定义功能开发等方面有一定优势，但 PC 架构决定了系统在实时性控制方面具备先天劣势。而 PLC 在设计之初就以设备自动化控制为目标，在软硬件架构上更贴近自动化设备底层，因此拥有更高的执行效率。一方面 PLC 厂商逐步把 PC-based 技术融入 PLC 中，另一方面在中小型 PLC 领域，客户对价格较为敏感，因此 PC-based 控制器很难切入 PLC 既有市场。

表 3：研华 APAX-5580CDS 配置

研华 APAX-5580CDS	
	CODESYS V3.5 Control RTE
	2 个千兆以太网口、4 个 USB2.0/3.0、RS-232 /422/485、VGA、Audio
	通过板载 LAN 口和 iDoor 支持现场中线协议
	3G/GPS/GPRS/Wi-Fi 通信(mPCIe)
	RTC 电池 10 年寿命
	一键式系统恢复
	与研华远程 I/O 模块系统的全面整合
通过本地 VGA 和 Web 浏览器两种可选的显示选项	

资料来源：研华官网，华金证券研究所整理

### （三） 人机交互界面竞争格局稳定

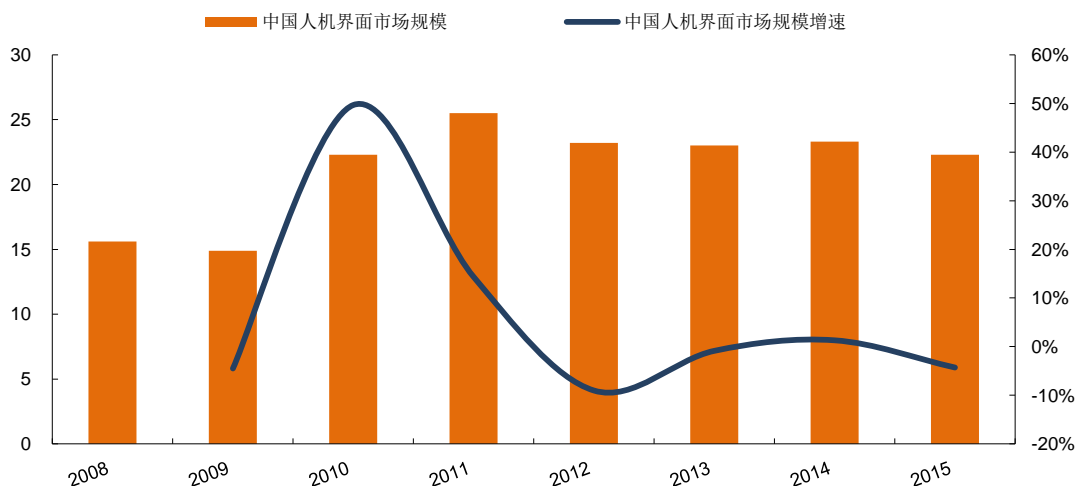
人机交互界面（HMI），一般为工业触摸屏，实现设备操作人员和设备之间的交互功能，基本功能包括显示设备的状态画面，接收操作人员的指令。工业触摸屏上显示的画面、指令按钮、显示的图表等交互内容，也是设备设计人员设计和编制的。

#### 1、 竞争格局稳定，销量与 PLC 同步

近几年人机界面市场格局变化不大，主要有欧洲西门子，日本三菱等传统领先企业，以及 Pro-face，北尔电子等人机界面的专业制造商。人机界面进入门槛相对较低，随着成本降低及竞争日趋激烈，价格上有逐年下降的趋势。



图 15：中国人机界面市场规模及增长率（亿元，%）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所整理

据睿工业调查，国内接近 80% 的小型可编程控制器、超过 85% 的中型可编程控制器、10% 的大型可编程控制器都会连接人机界面产品，所以人机界面的市场走势与中小型的市场走势基本一致。人机界面和 PLC 协同效应明显，市场规模波动情况与 PLC 基本一致。目前人机界面市场中高端需求增多，文本显示器市场日渐萎缩，触摸屏市场继续增长，但低端产品价格竞争激烈。由于国内经济下行压力大，且行业内竞争激烈，其市场规模自 2011 年达到峰值以来总体呈下降趋势，仅有 2014 年有小幅增长。

## 2、一站式服务需求为人机界面与 PLC 搭售提供空间

人机界面行业竞争激烈，但随着下游厂商对设备交互的人性化，便利化需求的增加，中大屏需求有明显提升，对于具备网口、并口、USB 口等数据接口的中高端人机界面更受青睐。另一方面，随着分工的细化，下游 OEM 厂商更依赖与一站式的解决方案服务，这也为公司利用 PLC 的品牌优势，通过整体方案打包出售人机界面产品。

公司致力于人机界面产品的操作简便化改进，不断提高产品的安全性和可靠性。另外，公司已经着手进行带有互联功能的人机界面产品的立项。同时，通过与 XD 系列可编程控制器产品的技术整合，TG 系列触摸屏也实现图块编程功能，使得传统“可编程控制器+触摸屏”的使用方式发生了很大变化，客户可以通过触摸屏修改可编程控制器上执行的程序逻辑，实现了现场编程，更好贴近客户满足其需求，实现公司“为中国本土技术人员服务”的产品定位。

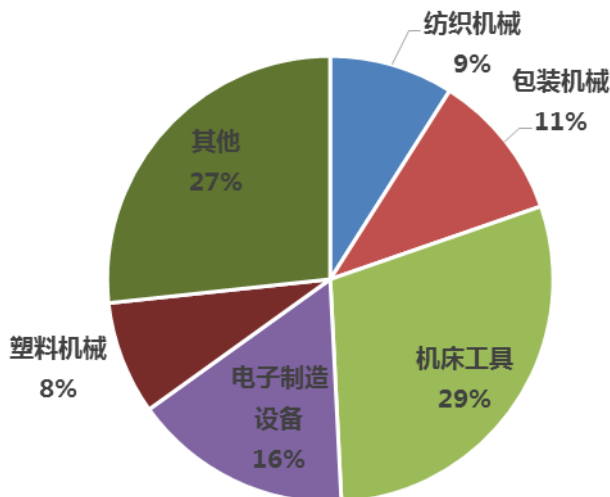
## （四）伺服系统逐渐迈入内资第一梯队

### 1、伺服系统市场增长更为稳健

电动执行部件一般由两部分组成：电机和驱动器。驱动器接收主控制器给定的指令，控制电机的旋转速度、位置、转矩，实现对机械运动结构的控制。工业现场常用的电机类型有三类：伺服电机、异步电机、步进电机。对应的驱动器分别为：伺服驱动器、变频器、步进驱动器。

伺服驱动是驱动系统中单价和技术含量最高的产品。我国伺服驱动器行业各主要企业的市场份额相对分散，外资品牌占据绝大部分市场份额，国产品牌数量较多，但多数企业规模较小，产品以中低端为主，主要凭借高性价比和本土化售后服务优势，在低端市场近几年发展较快。但近几年，随着技术积累量变引起质变，部分企业如汇川技术、英威腾、埃斯顿等已具备逐步替代日系品牌的能力。

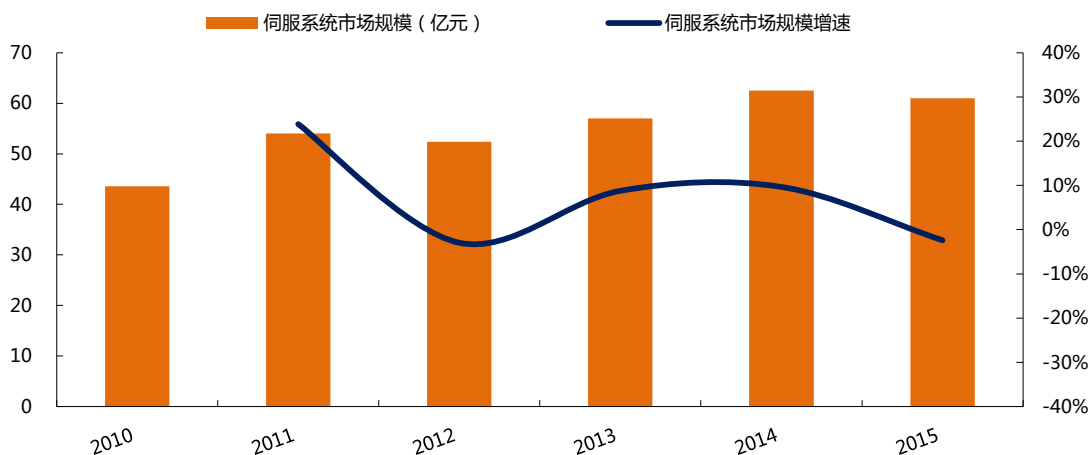
图 16：2015 年中国伺服系统产品主要行业分布



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

伺服系统的市场规模与运动控制市场规模变化基本保持一致。与 PLC 和人机界面相比，伺服系统市场规模增长更为稳定，近几年中仅有 2012 年和 2015 年有小幅下降，总体保持稳中有增的态势。目前中国制造业面临“去产能调结构”的巨大挑战，因此预计未来几年伺服系统的市场规模不会发生快速的增长，总体保持稳定。

图 17：中国伺服系统市场规模及增速（亿元，%）

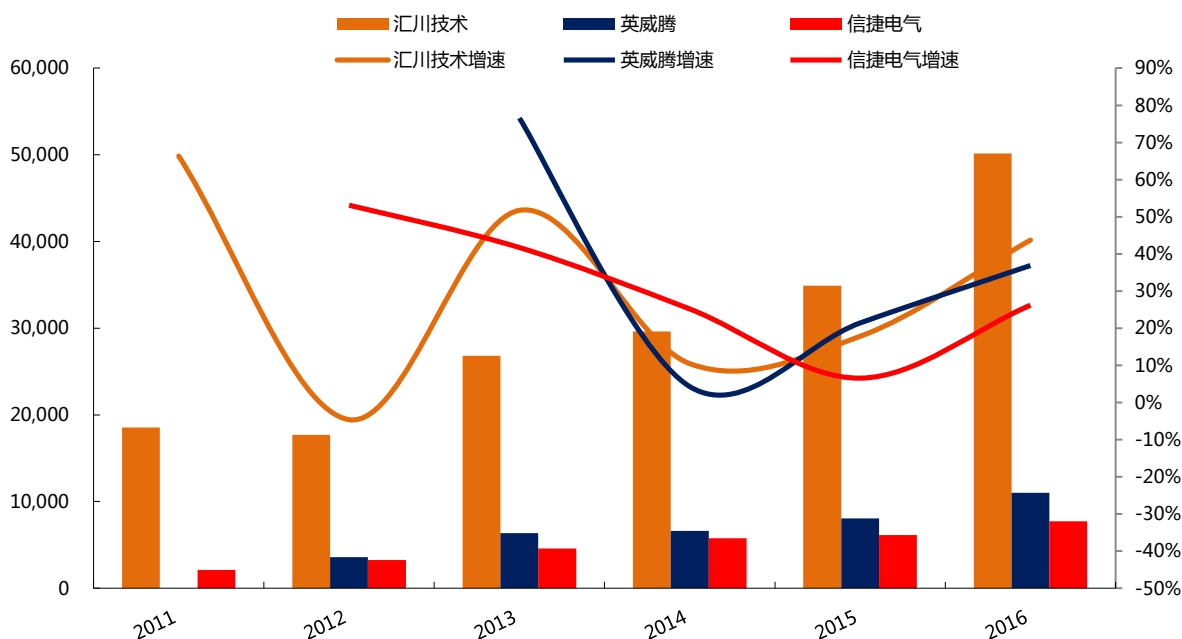


资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所整理

## 2、公司伺服系统增长强劲，坐享品牌和客户资源优势

驱动系统产品是公司近几年销量增长最快的产品。公司的驱动系统产品以单价较高的伺服驱动器及伺服电机为主，二者的销售额之和在 2015 年的达到了整个驱动系统产品的 86.40%。公司在编码器分辨率等硬件指标以及软件算法上将缩小与外资品牌的差距，并通过与 XDC 系列可编程控制器产品的技术整合，加入了运动总线技术，实现基于运动总线技术的整体运动控制方案。公司在伺服产品上一方面加大研发投入，缩小技术差距，另一方面依靠丰富的产品线优势逐步实现由单纯产品制造商向上下游产品线及解决方案方向拓展，巩固竞争优势。

图 18：汇川技术，英威腾，信捷电气伺服系统销售额及增速（万元，%）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所整理

马达控制技术中，伺服系统在控制上算法最为复杂，而如掌握伺服系统关键技术并以此横向拓展至其他马达控制领域，则具备先天优势。国内马达控制领域除了伺服为百亿市场，新能源汽车的电机电控、变频器、步进控制系统市场空间更为庞大。

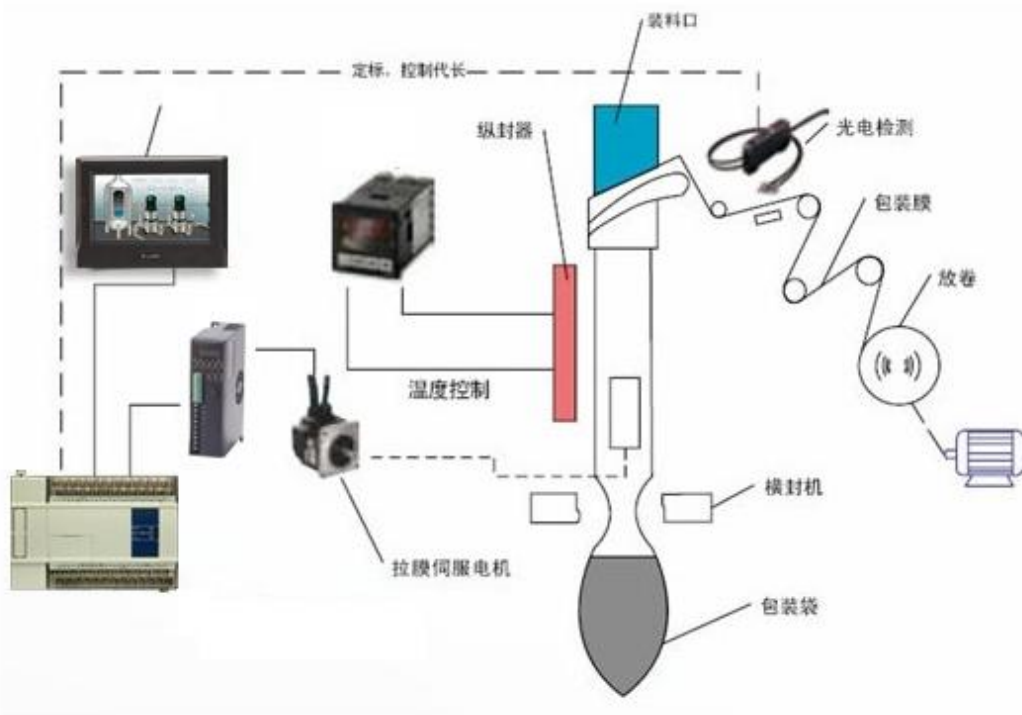
### 三、以提供工厂自动化一站式解决方案为目标

#### （一）从单一产品到多品类，最后实现一站式解决方案

我国工业自动化从二十一世纪初才出现一些企业研发单一产品，如变频器、伺服、PLC、运动控制器等。在企业创立初期以销售中低端工业自动化产品为主，稳定性、可靠性等方面于进口品牌差距很大，但以低廉价格和贴身服务为优势，在低端应用场合和价格非常敏感的行业逐渐替代进口和台资品牌。经过十多年的发展，国内追赶的步伐在加快，另一方面国内在工业控制领域的核心技术也在流动，市场上能够生产单品的企业越来越多；中低端工控市场中，销售单个产品的商业模式逐渐成为红海。

公司已推出多个行业定制化解决方案，市场占有率快速提升。公司目前已经在包装机械、数控机床、玻璃机械、木工机械、纺织机械等多个行业细分领域推出了行业解决方案，为细分行业量身定做极具附加值的解决方案，而且整套产品均为信捷电气自主品牌。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电气较高的毛利率水平，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，能够迅速推广到行业内广大客户，市场份额得到明显提升。

图 19：公司立式包装机智能控制系统解决方案



资料来源：公司官网，华金证券研究所

## （二）公司以提供工厂自动化方案为目标

工厂自动化（FA）指自动完成产品制造的全部或部分加工过程的技术，包括设计制造加工等过程的自动化，企业内部管理、市场信息处理以及企业间信息联系等信息流的全面自动化。工厂自动化的控制对象为离散型变量，强调控制的精确性，主要应用于 OEM 自动化市场。它的常规组成方式是将各种加工自动化设备和柔性生产线连接起来，配合计算机辅助设计和计算机辅助制造系统，在中央计算机统一管理下协调工作，使整个工厂生产实现综合自动化。

公司主营工业自动化控制产品的研发、生产和销售，为 OEM 自动化行业提供智能控制系统解决方案。产品主要集中在工业控制系统中的电气控制系统，包括主控制器、人机界面和电动执行部件，拥有较完备的智能控制系统核心部件产品线，具体包括可编程控制器、人机界面、驱动系统（主要是伺服驱动器和伺服电机）等，此外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“整体工业自动化解决方案”。

图 20：公司整体工业自动化解方案



资料来源：公司年报，华金证券研究所

目前公司已经初步具备了为工厂自动化（FA）领域客户提供“整体工业自动化解方案”的能力，已具备大规模工业自动化控制零部件所需的研发、生产、销售及综合管理能力。预计公司今年将推出中型 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。

#### 四、盈利预测与估值

公司 2017 年上半年实现营收 2.22 亿元，同比增长 40.30%；实现归母净利润 6396 万元，同比增长 50.94%；营收增速与一季度持平，净利润增速明显提升至营收增速匹配水平；上半年理财产品收益 390 万元，对净利润增长亦有贡献，去年同期为 28 万元；公司当前存货为 1.23 亿元，较相比去年同期 8040 万元，增长 52.89%；公司主营产品 PLC、HMI、伺服系统等产品通用性强，生产备货以销售预测为主，存货的快速增长反映公司对未来市场需求预判较为积极。

我们认为，面对劳动力成本上升的压力和产业升级的需求，我国制造业智能装置系统和服务的需求逐年上升，这对公司所处的工业自动化行业是个长期利好。此外，公司通过募投加强研发能力，将为公司带来更优更有竞争力的产品；未来新增的产能将提升公司产品的产量，营销渠道的拓展将进一步扩张产品的销路，提升产品的市场占有率。我们预测公司未来几年各业务板块主要财务指标如下：

**PLC 将继续保持快速增长**：PLC 作为自动化控制系统的核心，是装备国产化的重要组成部分。公司 PLC 已具备进口替代的实力，不断蚕食日系和台系品牌市场，近几年增速明显高于行业增



速，下游 OEM 行业中 3C 自动化、汽车电子、包装等行业增速较快，公司将保持 30%以上增速，毛利率稳定在 57%左右。

**人机界面竞争激烈，短期成本压力将得到释放：**人机界面 80%以上是配合 PLC 进行销售，销量增速存在一致性。而人机界面主要为 LCD 屏，近一年 LCD 由于日韩产能退出，供不应求导致价格上涨，但随着国内新增产能的平稳供给，价格将逐渐进入均衡阶段。公司的采购成本明显增加，导致了该产品毛利率存在短期下滑的压力。但随着 LCD 产能的稳定，LED 市场的爆发及价格的下降，将使 LCD 价格回归到下降通道；同时人机界面技术日趋成熟，竞争竞争激烈，价格逐年小幅下滑是行业趋势。成本下降的同时售价下滑，公司人机界面毛利率或将稳定在 35%水平。

**驱动系统产品迭代加快，市场占有率提升空间大：**公司伺服驱动控制器及电机搭建的驱动系统近几年异军突起，产品迭代加快，逐步迈入国产品牌第一梯队。驱动系统与 PLC 在下游客户方面有高度的重合性，公司可凭借在 PLC 领域的良好的品牌口碑，通过系统解决方案等方式推广驱动系统。经验上，一个 PLC 可控制多个驱动系统，因此驱动系统不管从单价还是数量上，市场空间均大于 PLC。2016 年公司驱动系统（主要为伺服驱动系统）销售额 7700 万元，市占率仅 1%左右，有较大的提升空间，预计公司的驱动系统产品增速会持续高于 PLC 增速。

表 4：分项业务盈利预测（万元，%）

单位：万元		2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PLC	营业收入	12,100	14,066	14,393	16,644	23,801	33,321	45,650
	增长率	32.1%	0.1625468	0.0231901	15.64%	43.00%	40.00%	37.00%
	营业成本	5,175	6,454	6,104	7,155	10,234	14,328	19,858
	毛利率	57.2%	54.1%	57.6%	57.01%	57.00%	57.00%	56.50%
人机界面	营业收入	7,337	8,226	7,907	8,761	11,827	15,730	20,606
	增长率	12.9%	12.1%	-3.9%	10.80%	35.00%	33.00%	31.00%
	营业成本	4,696	5,637	5,299	5,680	7,924	10,146	13,291
	毛利率	36.0%	31.5%	33.0%	35.16%	33.00%	35.50%	35.50%
驱动系统	营业收入	4,595	5,752	6,129	7,734	12,375	18,562	25,986
	增长率	41.7%	25.2%	6.6%	26.20%	60.00%	50.00%	40.00%
	营业成本	3,518	4,451	4,403	5,366	8,415	12,344	16,891
	毛利率	23.4%	22.6%	28.2%	30.62%	32.00%	33.50%	35.00%
智能装置	营业收入	579	1,281	1,677	2,022	3,438	5,157	7,220
	增长率	-9.5%	121.0%	31.0%	20.58%	70.00%	50.00%	40.00%
	营业成本	256	649	819	912	1,270	1,969	3,051
	毛利率	55.7%	49.3%	51.1%	54.89%	55.00%	55.00%	55.00%
其他	营业收入	82	30	11	20	20	20	20
	增长率	-59.4%	-64.0%	-63.7%	84.79%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	53	33	8	18	10	13	16
	毛利率	35.7%	-10.2%	21.7%	7.57%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	营业收入	24,694	29,354	30,116	35,181	51,460	72,790	99,483
	增长率	25.1%	18.9%	2.6%	16.82%	46.27%	41.45%	36.67%
	营业成本	13,698	17,223	16,634	19,131	27,854	38,799	53,108
	毛利率	44.5%	41.3%	44.8%	45.62%	45.87%	46.70%	46.62%

资料来源：wind，华金证券研究所预测

表 5：可比公司估值对比

可比公司 (2017年8月28日)	代码	市值(亿元)	最新股价	PE(2017)	PE(2018)	PE(2019)	PEG(2017)
汇川技术	300124.SZ	438	26.28	38	30	24	1.50
埃斯顿	002747.SZ	106	12.69	104	78	59	2.55
拓斯达	300607.SZ	71	54.57	58	43	34	1.25
华中数控	300161.SZ	31	18.17	46	33	27	0.28
弘讯科技	603015.SH	43	10.54	55	45	34	1.61
维宏股份	300508.SZ	45	78.99	66	49	40	1.52
新时达	002527.SZ	69	11.06	32	27	22	1.43
蓝海华腾	300484.SZ	55	26.63	27	19	15	0.76
合康新能	300048.SZ	55	5.01	25	19	16	0.97
英威腾	002334.SZ	61	8.01	38	29	22	0.51
可比公司中位数		58	15	42	32	26	1.34
可比公司均值		97		49	37	29	1.24
信捷电气	603416.SH	50	35.77	35	25	18	1.02

资料来源：Wind，华金证券研究所



我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 5.17 亿元、7.31 亿元、10.00 亿元；实现归母净利润分别为 1.42 亿元、2.02 亿元、2.75 亿元；每股收益分别为 1.01 元、1.43 元和 1.95 元。我们得到同行业可比上市公司 2018 年 Wind 一致预期 PE 中位数为 32。我们选取 32 倍作为公司 2018 年合理市盈率，公司 2018 年预期每股收益为 1.43 元，则对应六个月目标价 45.76 元，给予“买入-A”评级。

## 五、风险提示

市场竞争加剧导致盈利能力下降，经济回暖持续性差导致下游 OEM 行业投资增速下滑，新产品及新技术研发风险等。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	302.6	353.5	517.0	731.3	999.5	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	167.0	191.7	279.9	389.8	533.6	营业收入增长率	2.9%	16.8%	46.3%	41.4%	36.7%
营业税费	2.9	3.5	5.2	7.3	10.0	营业利润增长率	12.4%	24.9%	47.8%	46.8%	39.3%
销售费用	16.9	19.4	27.8	39.1	51.0	净利润增长率	7.4%	23.3%	41.7%	42.1%	36.3%
管理费用	33.0	39.1	55.8	77.5	103.9	EBITDA 增长率	11.3%	23.9%	46.7%	47.0%	38.5%
财务费用	-0.7	-1.6	-0.9	1.2	1.8	EBIT 增长率	11.8%	24.0%	49.4%	48.6%	39.4%
资产减值损失	6.6	5.1	6.8	7.2	7.6	NOPLAT 增长率	12.4%	23.7%	49.8%	48.6%	39.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.8%	0.8%	67.8%	10.6%	39.4%
投资和汇兑收益	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	净资产增长率	24.3%	151.0%	69.9%	11.5%	14.1%
<b>营业利润</b>	77.5	96.8	143.0	210.0	292.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	16.4	19.2	20.9	22.9	24.8	毛利率	44.8%	45.8%	45.9%	46.7%	46.6%
<b>利润总额</b>	93.9	116.0	163.9	232.8	317.3	营业利润率	25.6%	27.4%	27.7%	28.7%	29.3%
减:所得税	12.6	15.8	22.0	31.2	42.5	净利润率	26.9%	28.3%	27.5%	27.6%	27.5%
<b>净利润</b>	81.3	100.2	141.9	201.6	274.8	EBITDA/营业收入	26.7%	28.3%	28.4%	29.5%	29.9%
						EBIT/营业收入	25.4%	26.9%	27.5%	28.9%	29.4%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	18.2%	10.7%	17.4%	18.9%	20.2%
货币资金	140.8	634.4	1,262.6	1,426.1	1,545.9	负债权益比	22.3%	12.0%	21.0%	23.3%	25.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.81	9.58	6.74	6.18	5.75
应收帐款	54.7	57.1	104.8	129.7	186.9	速动比率	3.77	8.65	6.09	5.63	5.03
应收票据	44.6	51.1	78.0	117.3	145.1	利息保障倍数	-102.76	-59.05	-158.66	179.57	161.21
预付帐款	1.1	2.5	2.6	4.2	5.4	<b>营运能力</b>					
存货	66.8	80.4	156.1	163.5	269.3	固定资产周转天数	48	54	38	25	17
其他流动资产	1.2	0.1	0.8	0.7	0.5	流动营业资本周转天数	122	107	116	122	122
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	338	578	846	848	719
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	60	57	56	58	57
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	84	75	82	79	78
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	438	676	913	892	750
固定资产	50.4	56.2	52.2	48.1	44.1	投资资本周转天数	208	188	173	161	148
在建工程	8.2	7.5	7.5	7.5	7.5	<b>费用率</b>					
无形资产	30.4	29.8	29.1	28.3	27.6	销售费用率	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.1%
其他非流动资产	4.1	5.6	3.5	3.2	2.6	管理费用率	10.9%	11.1%	10.8%	10.6%	10.4%
<b>资产总额</b>	402.2	924.8	1,697.2	1,928.6	2,235.0	财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.2%
短期债务	-	-	125.0	150.0	175.0	三费/营业收入	16.2%	16.1%	16.0%	16.1%	15.7%
应付帐款	42.0	62.1	90.1	118.4	167.2	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	24.7%	12.1%	10.1%	12.9%	15.4%
其他流动负债	22.2	24.1	22.9	29.7	32.5	ROA	20.2%	10.8%	8.4%	10.5%	12.3%
长期借款	-	-	50.0	60.0	70.0	ROIC	40.0%	44.7%	66.4%	58.8%	74.0%
其他非流动负债	9.2	13.1	7.0	7.0	6.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	73.4	99.3	295.0	365.0	451.6	DPS(元)	0.08	0.13	0.20	0.29	0.39
少数股东权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	分红比率	13.5%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	75.3	100.4	140.6	140.6	140.6	股息收益率	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	1.3%
留存收益	253.6	725.1	1,261.6	1,422.9	1,642.7						
<b>股东权益</b>	328.9	825.4	1,402.2	1,563.6	1,783.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	81.3	100.2	141.9	201.6	274.8	EPS(元)	0.58	0.71	1.01	1.43	1.95
加:折旧和摊销	4.4	5.4	4.8	4.8	4.8	BVPS(元)	2.34	5.87	9.98	11.12	12.69
资产减值准备	6.6	5.1	-	-	-	PE(X)	53.6	43.5	30.7	21.6	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.2	5.3	3.1	2.8	2.4
财务费用	-	-0.0	-0.9	1.2	1.8	P/FCF	69.0	44.1	22.8	21.4	25.0
投资损失	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8	-0.9	P/S	14.4	12.3	8.4	6.0	4.4
少数股东损益	0.0	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	27.1	24.7	22.2	14.5	10.2
营运资金的变动	-8.5	-9.8	-128.4	-37.5	-139.9	CAGR(%)	35.4%	40.0%	23.3%	35.4%	40.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	75.7	95.5	16.8	169.3	140.6	PEG	1.5	1.1	1.3	0.6	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-17.6	-7.1	0.6	0.8	0.9	ROIC/WACC	3.9	4.4	6.5	5.8	7.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	-13.4	405.1	610.8	-6.6	-21.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn