

汇川技术（300124）/电气设备

Q1 业绩超预期，工控龙头再起航

评级：买入（维持）

市场价格：5.04

分析师：苏晨

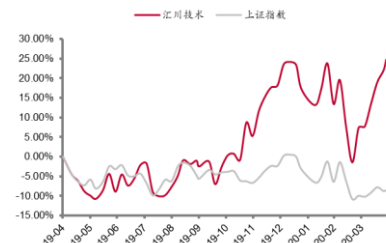
执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1732
流通股本(百万股)	1381
市价(元)	31.14
市值(百万元)	53925
流通市值(百万元)	42997

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,874.36	7,390.37	10,034.62	13,438.38	16,778.59
增长率 yoy%	22.96%	25.81%	35.78%	33.92%	24.86%
净利润	1,166.90	951.94	1,428.01	1,743.27	2,108.97
增长率 yoy%	10.08%	-18.42%	50.01%	22.08%	20.98%
每股收益(元)	0.67	0.55	0.82	1.01	1.22
每股现金流量	0.31	0.64	0.36	0.51	1.23
净资产收益率	18.69%	11.05%	14.39%	15.36%	16.04%
P/E	46.2	56.6	37.8	30.9	25.6
PEG	3.14	1.89	3.47	2.10	0.86
P/B	8.6	6.3	5.4	4.8	4.1

备注：股价取自 2020 年 4 月 27 日收盘价

投资要点

- **公司发布 2019 年年报：**实现营收 73.90 亿元，同比增长 25.81%；实现归母净利润 9.52 亿元，同比下滑 18.42%；实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比下滑 22.88%；毛利率为 37.65%，同比下降 4.16pct；净利率为 13.67%，同比下降 6.91pct；EPS 为 0.58 元，基本符合市场预期。
- **公司发布 2020 年一季报：**实现营收 15.48 亿元，同比增长 40.69%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 33.57%；毛利率为 38.53%，同比下滑 2.88pct；净利率为 11.94%，同比下滑 0.81pct；EPS 为 0.10 元，超市场预期。
- **2019 年：贝思特并表致营收大幅增长，毛利率下降及费用增长致业绩下滑。**2019 年营收大幅增长原因主要为贝思特并表，剔除贝思特公司营收 59.86 亿元，同比增长 1.90%，在 2019 年工控市场需求下滑背景下逆势增长，产品份额进一步提升。2019 年净利润下滑原因主要为：1) 整体毛利率降低（主要为控制类与新能源汽车产品等）、2) 人员费用与财务费用增长、3) 增值税软件退税金额减少等。
- **2020 年一季度：贝思特并表及伺服、控制系统收入高增长致 Q1 营收高增，业务结构变动及降本增效带来部分产品毛利率提升。**2020Q1 营收增速较高原因为：1) 新增合并主体贝思特、2) 伺服及控制系统收入快速增长等；业绩增速较高原因为：1) 销售结构变化及降本增效带来伺服、控制及电梯一体化等产品毛利率提升、2) 公司收到的软件退税与政府补助金额增加、3) 汇率波动导致公司对海外并购基金投资损失减少等。
- **“三大”业务：通用自动化逆势小幅增长，贝思特并表完成强化电梯领导地位，新能源汽车持续突破。**2019 年国内工控市场需求较为疲软，公司通用自动化业务（含电液伺服）实现营收 29 亿元，同比逆势增长约 1%，份额持续提升。2019 年国内电梯行业需求保持增长，公司完成贝思特并购，在跨国企业渗透、后市场、海外大配套等方面进展顺利，电梯领导地位进一步强化。2019 年新能源汽车（尤其商用车）产销规模有所调整，公司乘用车业务国内外客户拓展顺利，业务规模持续快速增长。
- **“两小”业务：工业机器人与轨交均实现快速增长。**汽车与电子产业需求疲软，2019 年国内工业机器人销量下滑，公司在手机制造与锂电等行业实现批量销售，工业机器人营收 1.05 亿元，同增 25%。2019 年国内城市轨交新建项目减少，公司新增中标金额 3.92 亿元，营收 3.49 亿元，同增 65%，2019 年底在手订单规模达 10.88 亿元。
- **投资建议：**公司为内资工控龙头，产品、技术及管理团队优势凸显；2019 年以来持续深化组织变革、强化优势细分行业、加速外资替代，持续超越行业增长。2020Q2 起国内新基建有望推动下游需求回暖，制造业升级确保长期增长逻辑，本土化供应链助力抢占外资份额，公司全年业绩高增可期。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 14.3/17.4/21.1 亿元，EPS 分别为 0.82/1.01/1.22 元，对应 2020 年 4 月 27 日收盘价 PE 分别为 37.8/30.9/25.6 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、新能源汽车业务不及预期、市场竞争加剧

内容目录

事件	- 3 -
贝思特并表致营收大幅增长 2020Q1 经营超预期	- 4 -
“三大”业务：通用自动化逆势小幅增长 贝思特并表完成 新能源汽车持续突破	- 8 -
“两小”业务：工业机器人与轨交均实现快速增长	- 10 -
组织变革：2020 变革深化年 支撑全年业绩高增	- 11 -
投资建议	- 11 -
风险提示	- 12 -

事件

- **公司发布 2019 年年报:** 报告期内实现营收 73.90 亿元, 同比增长 25.81%; 实现归母净利润 9.52 亿元, 同比下滑 18.42%; 实现扣非归母净利润 8.11 亿元, 同比下滑 22.88%; 毛利率为 37.65%, 同比下降 4.16pct; 净利率为 13.67%, 同比下降 6.91pct; EPS 为 0.58 元, 基本符合市场预期。
- **公司发布 2020 年一季报:** 2020Q1 实现营收 15.48 亿元, 同比增长 40.69%; 实现归母净利润 1.72 亿元, 同比增长 33.57%; 毛利率为 38.53%, 同比下滑 2.88pct; 净利率为 11.94%, 同比下滑 0.81pct; EPS 为 0.10 元, 超市场预期。

图表 1: 公司 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览

	2019	2018	同比	2019Q4	2019Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入 (亿元)	73.90	58.74	25.81%	24.82	21.89	19.35	28.25%	13.37%
毛利 (亿元)	27.82	24.56	13.28%	9.04	7.63	7.57	19.40%	18.50%
归母净利润 (亿元)	9.52	11.67	-18.42%	3.06	2.47	3.73	-17.94%	23.62%
扣非归母净利润 (亿元)	8.11	10.51	-22.88%	2.45	2.22	3.19	-23.06%	10.73%
毛利率	37.65%	41.81%	-4.16%	36.42%	34.85%	39.13%	-2.70%	1.58%
净利率	13.67%	20.58%	-6.91%	11.90%	12.87%	19.51%	-7.61%	-0.96%
ROE	13.79%	19.99%	-6.20%	3.98%	3.74%	6.15%	-2.17%	0.24%
EPS	0.58	0.71	-18.31%	0.18	0.15	0.22	-21.22%	18.59%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 2020 年一季报关键数据总览

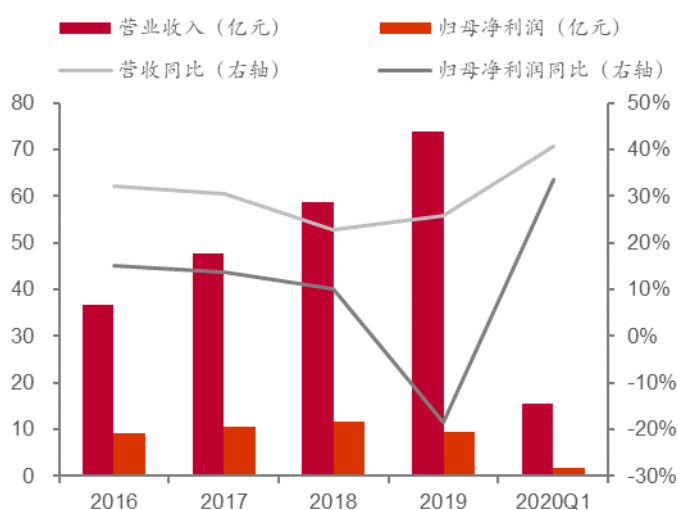
	2020Q1	2019Q1	同比
营业收入 (亿元)	15.48	11.00	40.69%
毛利 (亿元)	5.96	4.56	30.90%
归母净利润 (亿元)	1.72	1.29	33.57%
扣非归母净利润 (亿元)	1.49	1.01	46.63%
毛利率	38.53%	41.41%	-2.88%
净利率	11.94%	12.75%	-0.81%
ROE	1.97%	2.03%	-0.05%
EPS	0.10	0.08	28.19%

来源: wind, 中泰证券研究所

贝思特并表致营收大幅增长 2020Q1 经营超预期

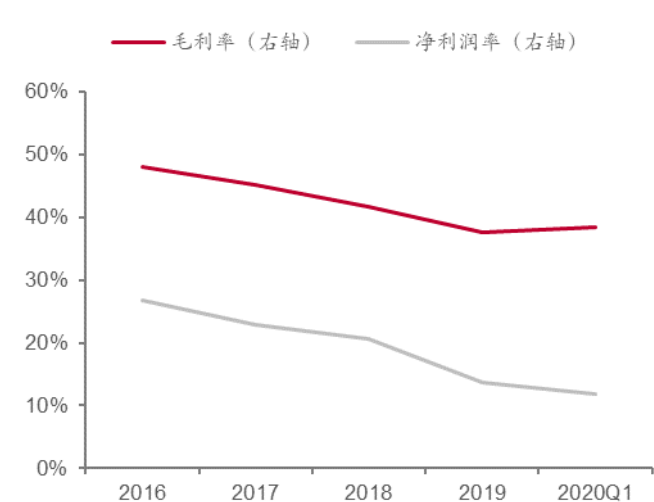
- 2019 年：贝思特并表致营收大幅增长，毛利率下降及费用增长致业绩下滑。**公司 2019 年营收 73.90 亿元，同比增长 25.81%；实现归母净利润 9.52 亿元，同比下滑 18.42%；实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比下滑 22.88%；公司 2019 年毛利率为 37.65%，同比下降 4.16pct；净利率为 13.67%，同比下降 6.91pct。2019 年营收大幅增长原因主要为贝思特并表，剔除贝思特并表影响，实现营收 59.86 亿元，同比增长 1.90%，在 2019 年工控市场需求下滑背景下取得逆势增长，工控产品份额进一步提升。2019 年净利润下滑原因主要为：1) 整体毛利率降低（主要为控制类与新能源汽车产品等）、2) 人员费用与财务费用增长、3) 增值税软件退税金额减少等。**2019 年单四季度：**公司实现营收 24.82 亿元，同比增长 28.25%；实现归母净利润 3.06 亿元，同比下滑 17.94%；毛利率为 36.42%，同比下滑 2.70pct；净利率为 11.90%，同比下滑 7.61pct。
- 2020 年一季度：贝思特并表及伺服、控制系统收入高增长致 Q1 营收高增，业务结构变动及降本增效带来部分产品毛利率提升。**公司 2020 年一季度实现营收 15.48 亿元，同比增长 40.69%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 33.57%；毛利率为 38.53%，同比下滑 2.88pct；净利率为 11.94%，同比下滑 0.81pct。一季度营收速较高原因为：1) 新增合并主体贝思特、2) 伺服及控制系统收入快速增长等；业绩增速较高原因为：1) 销售结构变化及降本增效带来伺服、控制及电梯一体化等产品毛利率提升、2) 公司收到的软件退税与政府补助金额增加、3) 汇率波动导致公司对海外并购基金投资损失减少等。

图表 3：2019 年营收同比增长 25.81% 归母净利润同比下滑 18.42%

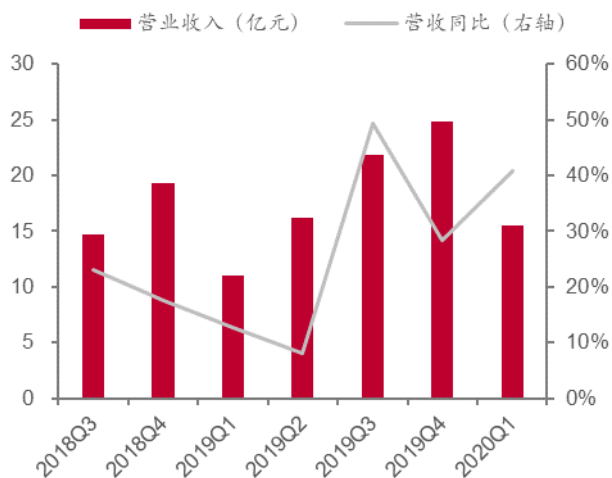


来源：wind，中泰证券研究所

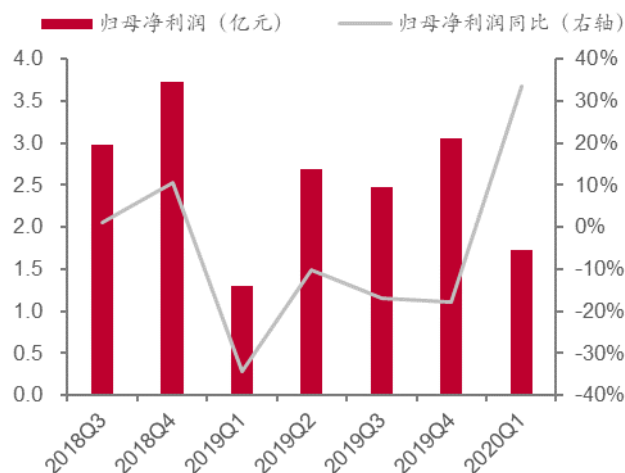
图表 4：2019 年毛利率及净利率分别同比下降 4.16/6.91pct



来源：wind，中泰证券研究所

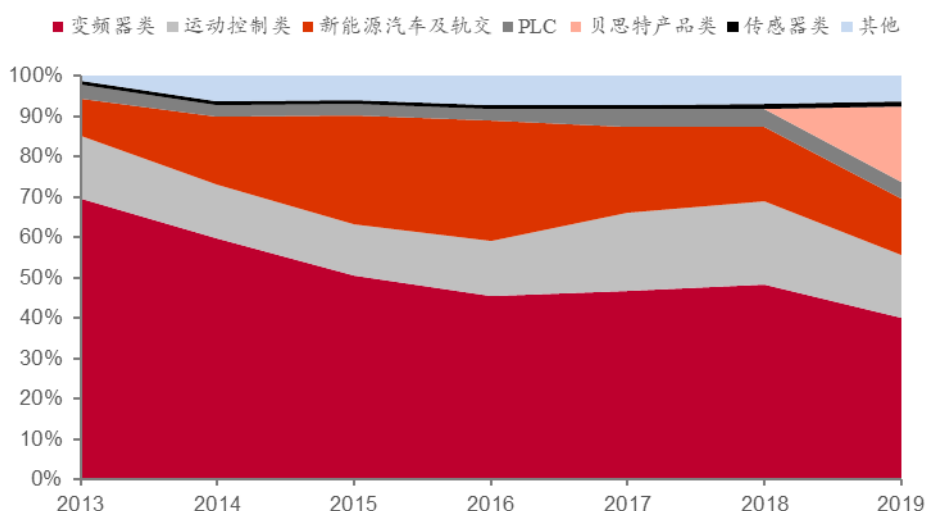
图表 5: 2019Q4 营收同比增长 28.25%; 2020Q1 营收同比增长 40.69%


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2019Q4 归母净利润同比下滑 17.94%; 2020Q1 归母净利润同比增长 33.57%


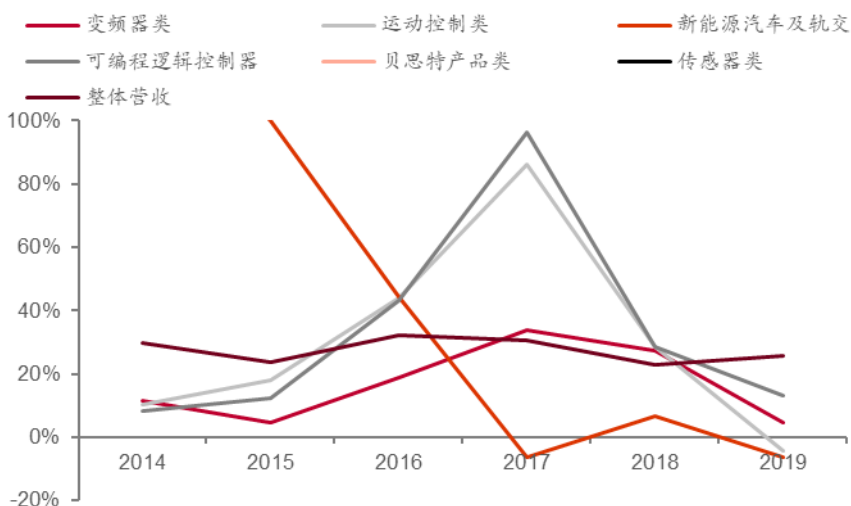
来源: wind, 中泰证券研究所

- 2019 年新增贝思特产品类, 营收占比 19%, 新能源汽车及轨交、运动控制类业务占比有所下降。**2019 年收入结构来看, 公司新增贝思特产品类业务, 业务占比为 19%; PLC、传感器及变频器业务增速相对较高, 2019 年分别同比增长 13.0%/18.7%/4.7%; 新能源汽车及轨交业务、运动控制类业务同比下滑, 业务占比有所下降。2019 年各业务毛利率来看, 运动控制类、传感器类业务毛利率有不同程度提升, 变频器类业务毛利率保持相对稳定, 新能源汽车及轨交业务、PLC 业务毛利率有所下滑。

图表 7: 2019 年新增贝思特产品类 新能源及轨交业务占比有所下降


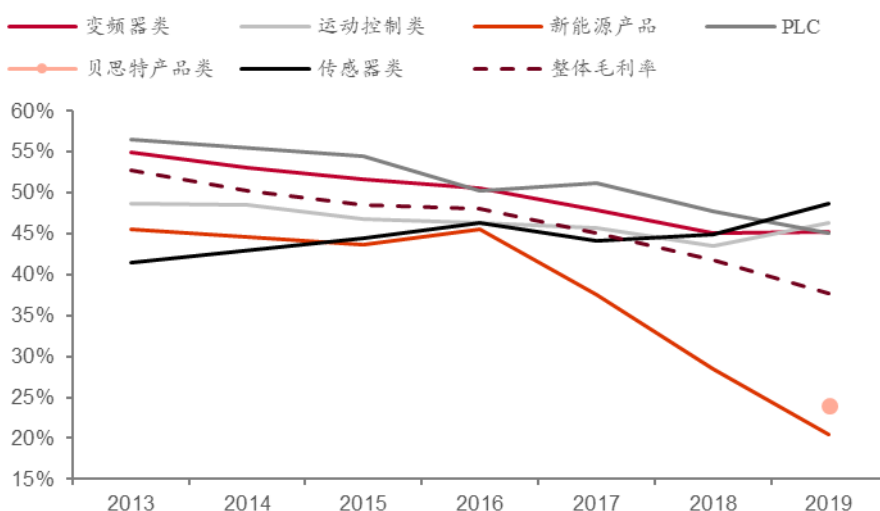
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 2019 年 PLC、传感器及变频器业务增速相对较高



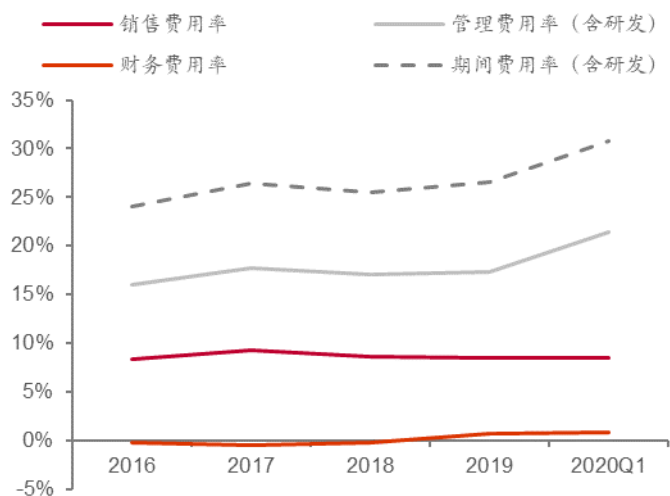
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 2019 年新能源及轨交业务毛利率出现较大下滑

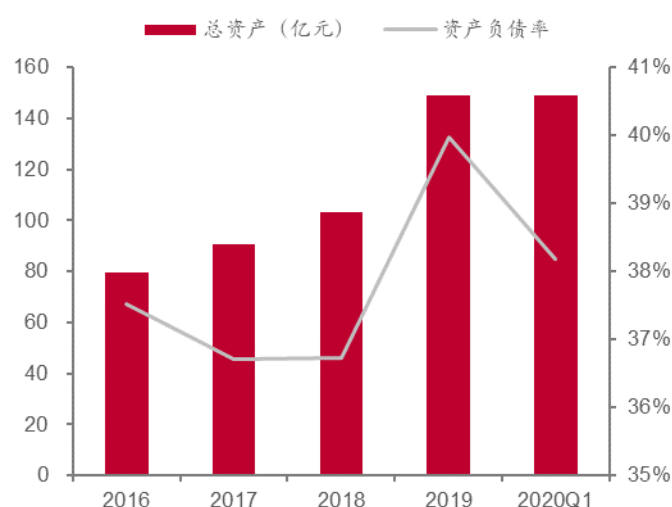


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **2019 年合并贝思特致期间费用率有所提升, 2020Q1 费用管控良好。**公司 2019 年管理费用(含研发费用)、销售费用、财务费用分别为 12.79/6.27/0.53 亿元, 分别同比变动+24.18%/+27.39%/513.30%, 费用率分别为 8.48%/17.31%/0.72%, 期间费用率为 26.50%, 同比提升 1.04%; 其中管理费用增长主要由于新增合并主体贝思特, 财务费用增长主要由于借款增加导致的利息费用增长。2020 年一季度管理费用(含研发费用)、销售费用、财务费用分别为 1.32/3.30/0.14 亿元, 期间费用率为 30.76%, 同比下降 0.22pct, 费用管控良好。截至 2020 年一季度末, 公司总资产规模为 149.04 亿元, 资产负债率为 38.17%, 同比提升 4.17pct, 原因主要为新增合并主体贝思特负债规模相对较大。

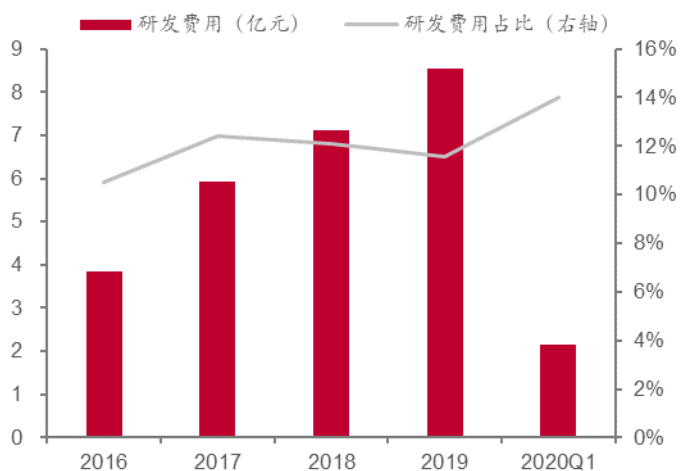
图表 10: 2019 年并购贝思特致期间费用率有所提升, 2020Q1 费用管控良好


来源: wind, 中泰证券研究所

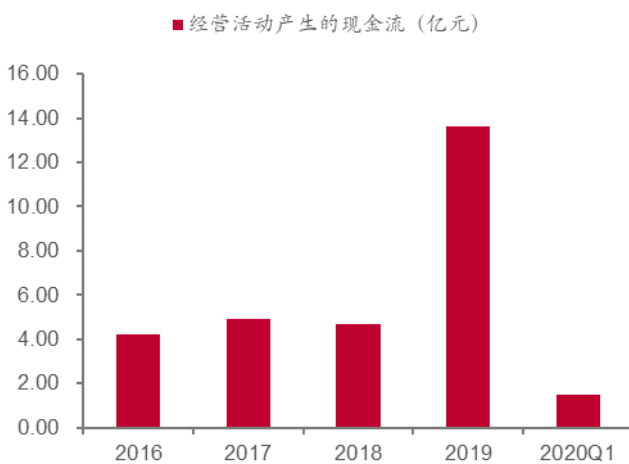
图表 11: 并购贝思特致公司资产负债率有所提升


来源: wind, 中泰证券研究所

- 研发投入占比维持高位, 贝思特并表致研发投入与现金流净额大幅提升。** 2019 年公司研发投入金额为 8.56 亿元, 同比提升 20.20%, 研发投入占比维持在 12% 左右; 2020 年一季度公司研发投入金额为 2.16 亿元, 同比提升 36.24%, 研发投入占比为 13.99%, 研发投入增幅较大原因为新增合并主体贝思特和阿斯科纳。2019 年公司经营现金流净额为 13.61 亿元, 同比大幅提升 188.82%, 原因为现金回款和票据托收及贴现款增加、新增合并主体贝思特; 2020 年一季度公司经营现金流净额为 1.50 亿元, 同比大幅提升 600%, 原因为新增合并主体贝思特、汇票兑付金额减少、预缴所得税金减少。

图表 12: 2019 及 2020Q1 研发投入占比持续提升


来源: wind, 中泰证券研究所

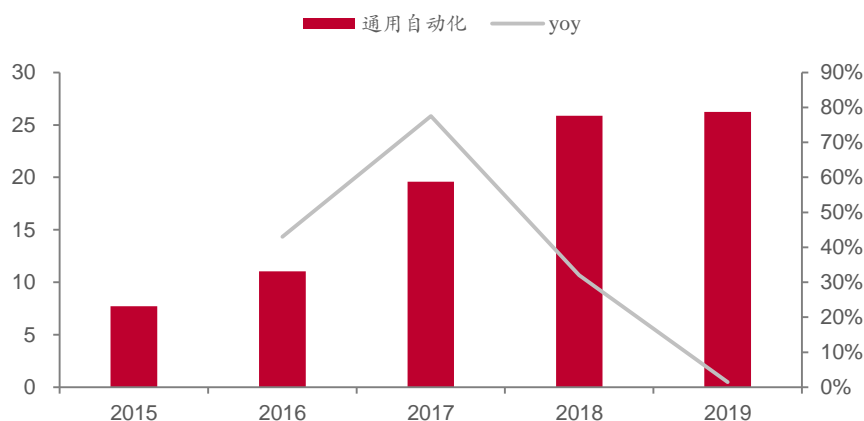
图表 13: 2019 经营现金流净额保持健康


来源: wind, 中泰证券研究所

“三大”业务：通用自动化逆势小幅增长 贝思特并表完成 新能源汽车持续突破

- **2019 年通用自动化业务逆势增长，公司份额进一步提升。**宏观经济增速放缓与复杂国际环境影响下，2019 年国内低压变频、伺服系统、PLC 市场需求分别同比变动+0.4%/-5.6%/-2%，市场需求较为疲软。公司推行“上顶下沉”经营策略与“行业+区域”协同营销策略，聚焦行业 top 客户，深耕区域散单市场，在需求较好的空调制冷、风电、起重等下游行业，利用“行业专机”或“工控+工艺”产品解决方案提升客户 TVO 价值，部分 top 客户份额快速提升；在需求较差的手机制造、车载空调等行业，公司持续优化解决方案。2019 年公司实现通用自动化(含电液)营收约 29 亿元，同比逆势增长约 1%，其中通用变频 15.5 亿元、通用伺服 8.7 亿元、PLC&HMI 1.97 亿元、电液伺服系统 2.75 亿元，份额持续提升。

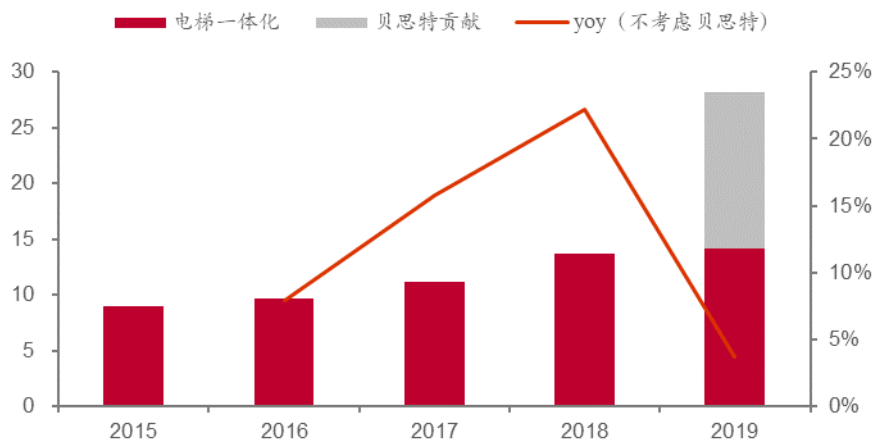
图表 14: 2019 年通用自动化业务同比增长约 1% (已剔除电液伺服, 单位亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **贝思特并表完成，电梯领导地位强化。**新型城镇化、老旧小区改造、公共基础设施建设拉动、建筑住宅电梯配比率持续提升、改造及维保需求提升等因素下，2019 年国内电梯行业需求保持增长。公司 2019 年完成贝思特并购，实现销售端及产品端较好协同效应，在跨国企业渗透、后市场、海外大配套等方面进展顺利，2019 年电梯业务实现营收 28.2 亿元，其中贝思特贡献 14 亿元、原电梯事业部贡献 14.2 亿元，同比增长 4%。

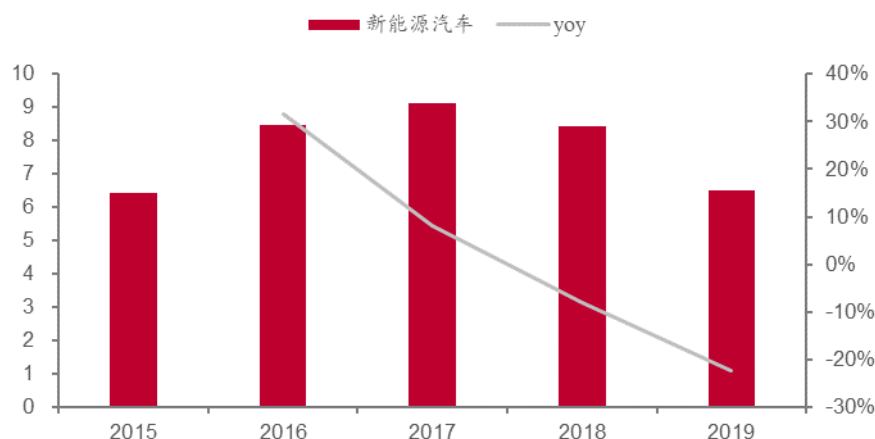
图表 15: 2019 年原电梯事业部业务同比增长约 4% (已剔除贝思特, 单位亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **新能源乘用车业务持续快速增长，商用车业务有所下滑。**2019 年新能源汽车补贴退坡，国内产销规模有所调整，其中商用车下滑幅度较大。公司在新能源客车领域批量交付新一代五合一产品；在物流车领域实现陕汽、奇瑞、江铃、东风汽车等多个重点客户突破，份额快速提升；在微面领域，新一代五合一和高速单减产品实现批量销售；同事公司积极拓展环卫车和重卡等新领域。在乘用车领域，公司借助动力总成、电机电控、电源等产品取得国内一线主机厂多个定点，2020 年部分车型已批量供货；借助电源、电控产品实现 PSA 等海外客户定点，取得阶段性突破。2019 年公司新能源汽车业务实现营收 6.52 亿元 (yoy-22%)，其中乘用车业务保持快速增长，但新能源客车及物流车业务出现较大下滑。

图表 16: 2019 年新能源汽车业务同比下滑约 22% (单位亿元)

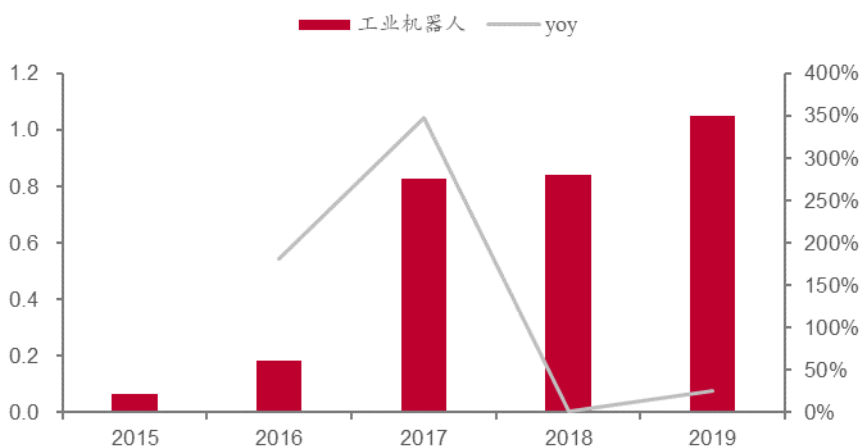


来源：公司公告，中泰证券研究所

“两小”业务：工业机器人与轨交均实现快速增长

- **2019 年国内工业机器人产量下滑，公司实现高速增长。**受汽车与电子产业需求疲软，2019 年国内工业机器人销量出现下滑，尽管 2019 年 10 月有所回暖，但全年工业机器人累计产量同比下滑 6%左右；公司凭借对下游行业的深刻理解以及“核心部件+整机+工艺”的竞争优势，在手机制造与锂电等行业已实现批量销售，2019 年工业机器人实现营收 1.05 亿元，同比大幅增长 25%。

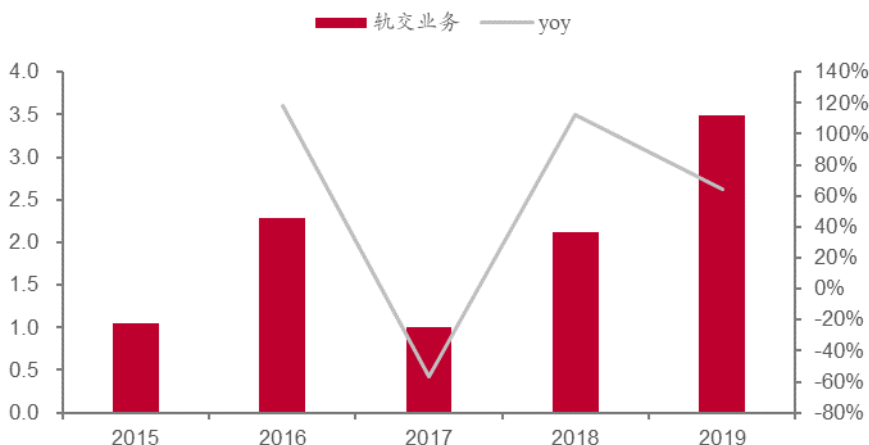
图表 17: 2019 年工业机器人业务同比大幅增长 25% (单位:亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2019 年国内轨交项目不及预期，公司在手订单超 10 亿。**2019 年国内城市轨交新建项目减少、重点目标项目进度延后，且市场竞争加剧，公司新增中标金额 3.92 亿元，未实现年初预期目标。公司轨交业务已逐步走向全国，已在苏州、宁波、青岛、长春等地持续获得订单，2019 年实现营收 3.49 亿元，同比大幅增长 65%，截至 2019 年底在手订单 10.88 亿元，同比增长 13%。

图表 18: 2019 年轨交业务同比大幅增长 65% (单位:亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 19: 截至 2019 年底公司轨交在手订单 10.88 亿元 (江苏经纬, 单位亿元)

时间	2016	2017	2018	2019
期初订单 (亿元)	3.46	6.10	5.13	9.63
新增订单 (亿元)	5.31	0.20	6.95	5.22
确认订单 (亿元)	2.67	1.17	2.45	3.97
期末在手订单 (亿元)	6.10	5.13	9.63	10.88

来源：公司公告，中泰证券研究所

组织变革：2020 变革深化年 支撑全年业绩高增

- 2019 年组织变革已见成效，2020 变革深化支撑业绩高增。**2019 年为公司组织变革年，旨在是通过搭建敏捷的流程型组织和行业领先的管理体系，让客户更满意、运营更高效，为公司未来高质量的可持续发展奠定坚实基础。2019 年公司开展了公司治理、战略管理、LTC 流程三个变革项目；在供应链管理方面，改进采购管理模式，优化供应商平台，有效降低采购成本；在质量管理方面，及时响应并高效解决客户问题；在 IT 管理方面，加强流程管理体系的建设与优化等。2020 年公司进入变革深化年，运营效率将持续提升，智能制造与数字化转型有望加速，从而支撑全年订单与业绩高速增长。

投资建议

- 公司为内资工控龙头，产品、技术及管理团队优势凸显；2019 年以来持续深化组织变革、强化优势细分行业、加速外资替代，持续超越行业增长。2020Q2 起国内新基建有望推动下游需求回暖，制造业升级确保长期增长逻辑，本土化供应链助力抢占外资份额，公司全年业绩高增可期。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 14.3/17.4/21.1 亿元，EPS 分别为 0.82/1.01/1.22 元，对应 2020 年 4 月 27 日收盘价 PE 分别为 37.8/30.9/25.6 倍，维持增持评级。

风险提示

■ 宏观经济形势不及预期

工控下游需求与宏观经济形势密切相关，当前国内经济发展形势错综复杂，海外疫情尚未结束，国内外宏观经济指标可能出现较大波动，从而影响制造业投资与工控产品需求，可能给公司产品及服务销售带来一定压力。

■ 新能源汽车销量及客户拓展不及预期

国内新能源汽车市场进入后补贴时代，销量扩张进度有不及预期风险；公司已搭建动力总成平台并积极拓展乘用车客户，可能存在客户拓展不及预期风险。

■ 竞争加剧风险

国内工控企业较多，外资品牌实力较强，如果未来市场竞争进一步加剧，公司可能面临份额下降、客户拓展不及预期的风险。

图表 20: 公司财务预测 (金额: 百万元)

2020年4月28日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润表						成长性					
营业收入	5,874.4	7,390.4	10,034.6	13,438.4	16,778.6	营业收入增长率	23.0%	25.8%	35.8%	33.9%	24.9%
减:营业成本	3,418.2	4,606.1	6,053.0	8,224.5	10,261.1	营业利润增长率	8.3%	-18.4%	50.5%	22.8%	21.5%
营业税费	45.7	46.1	79.0	98.0	119.7	净利润增长率	10.1%	-18.4%	50.0%	22.1%	21.0%
销售费用	504.5	626.9	883.0	1,182.6	1,476.5	EBITDA增长率	88.7%	13.3%	-25.0%	27.3%	20.7%
管理费用	292.2	423.4	1,781.1	2,385.3	2,978.2	EBIT增长率	95.4%	10.7%	-32.3%	28.3%	25.3%
财务费用	-12.8	52.9	1.4	3.9	11.3	NOPLAT增长率	13.7%	-12.0%	40.2%	23.0%	21.8%
资产减值损失	35.0	-40.7	80.0	40.0	40.0	投资资本增长率	82.9%	-17.6%	21.9%	-7.5%	-8.5%
加:公允价值变动收	2.8	10.9	-	-	-	净资产增长率	14.1%	36.8%	15.3%	14.7%	16.1%
投资和汇兑收益	57.5	76.3	69.6	67.8	71.2						
营业利润	1,282.7	1,047.3	1,576.7	1,936.9	2,353.0	利润率					
加:营业外净收支	1.0	8.5	14.7	13.7	14.7	毛利率	41.8%	37.6%	39.7%	38.8%	38.8%
利润总额	1,283.7	1,055.8	1,591.4	1,950.6	2,367.7	营业利润率	21.8%	14.2%	15.7%	14.4%	14.0%
减:所得税	74.9	45.6	103.4	126.8	153.9	净利润率	19.9%	12.9%	14.2%	13.0%	12.6%
净利润	1,166.9	951.9	1,428.0	1,743.3	2,109.0	EBITDA/营业收入	30.3%	27.3%	15.0%	14.3%	13.8%
						EBIT/营业收入	27.9%	24.5%	12.2%	11.7%	11.8%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	运营效率					
货币资金	515.8	1,751.9	2,378.7	3,259.7	5,394.0	固定资产周转天数	49	22	-7	-19	-29
交易性金融资产	458.2	1,985.4	1,985.4	1,985.4	1,985.4	流动资产周转天数	169	136	89	86	72
应收账款	2,002.7	2,432.3	2,027.5	3,945.1	3,325.6	流动资本周转天数	452	419	388	359	356
应收票据	1,445.2	102.7	2,127.2	709.8	2,739.1	应付账款周转天数	106	108	80	80	78
预付账款	46.5	80.2	86.2	139.9	142.2	存货周转天数	70	72	69	70	70
存货	1,263.8	1,709.7	2,157.5	3,097.0	3,458.7	总资产周转天数	594	614	554	459	428
其他流动资产	1,961.1	1,449.6	1,348.0	1,586.2	1,461.3	投资资本周转天数	280	262	194	153	113
可供出售金融资产	47.1	-	25.4	24.2	16.5						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	577.7	804.6	1,005.0	1,249.5	1,473.4	ROE	18.7%	11.0%	14.4%	15.4%	16.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.7%	6.8%	9.3%	10.0%	10.2%
固定资产	884.8	-	-417.0	-992.1	-1,729.0	ROIC	37.0%	17.8%	30.3%	30.6%	40.3%
在建工程	167.8	-	150.0	300.0	450.0	费用率					
无形资产	368.0	528.4	451.0	373.5	296.1	销售费用率	8.6%	8.5%	8.8%	8.8%	8.8%
其他非流动资产	590.6	4,041.2	2,665.0	2,581.2	2,599.9	管理费用率	5.0%	5.7%	17.8%	17.8%	17.8%
资产总额	10,329.4	14,886.0	15,989.9	18,259.4	21,613.3	财务费用率	-0.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.1%
短期债务	574.6	1,264.0	913.6	-	-	二费/营业收入	13.3%	14.9%	26.6%	26.6%	26.6%
应付账款	1,290.5	1,500.5	1,470.1	2,794.7	2,811.1	偿债能力					
应付票据	1,027.4	994.3	2,032.2	2,080.0	3,050.5	资产负债率	36.7%	40.0%	35.6%	35.3%	36.5%
其他流动负债	625.1	1,509.1	1,086.0	1,378.6	1,839.7	负债权益比	58.1%	66.6%	55.2%	54.6%	57.6%
长期借款	90.0	471.8	-	-	-	流动比率	2.19	1.81	2.20	2.35	2.40
其他非流动负债	187.1	209.9	187.4	194.8	197.4	速动比率	1.83	1.48	1.81	1.86	1.95
负债总额	3,794.6	5,949.6	5,689.3	6,448.1	7,898.7	利息保障倍数	-128.15	34.31	880.26	408.73	174.25
少数股东权益	292.7	318.5	378.5	459.1	563.9	分红指标					
股本	1,662.2	1,731.6	1,731.6	1,731.6	1,731.6	DPS(元)	0.19	-	0.21	0.18	0.17
留存收益	4,924.8	7,096.9	8,190.5	9,620.6	11,419.0	分红比率	28.5%	0.0%	25.2%	17.9%	14.4%
股东权益	6,534.8	8,936.4	10,300.6	11,811.3	13,714.6	股息收益率	0.6%	0.0%	0.7%	0.6%	0.6%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,208.7	1,010.1	1,428.0	1,743.3	2,109.0	EPS(元)	0.67	0.55	0.82	1.01	1.22
加:折旧和摊销	144.2	218.2	281.8	346.4	346.4	BVPS(元)	3.60	4.98	5.73	6.56	7.59
资产减值准备	35.0	40.7	-	-	-	PE(X)	46.2	56.6	37.8	30.9	25.6
公允价值变动损失	-2.8	-10.9	-	-	-	PB(X)	8.6	6.3	5.4	4.8	4.1
财务费用	-20.2	56.1	1.4	3.9	11.3	P/FCF	-51.1	17.6	-117.3	42.4	20.9
投资收益	-57.5	-76.3	-69.6	-67.8	-71.2	P/S	9.2	7.3	5.4	4.0	3.2
少数股东损益	41.8	58.2	60.0	80.6	104.9	EV/EBITDA	18.6	24.5	33.1	25.0	19.7
营运资金的变动	-2,085.0	-482.5	-198.8	-225.0	-449.4	CAGR(%)	14.7%	29.9%	10.9%	14.7%	29.9%
经营活动产生现金	471.3	1,361.2	1,502.7	1,881.4	2,051.0	PEG	3.1	1.9	3.5	2.1	0.9
投资活动产生现金	151.2	-1,307.1	106.9	225.1	396.7	ROIC/WACC	3.6	1.7	2.9	3.0	3.9
融资活动产生现金	-103.3	1,052.8	-982.8	-1,225.5	-313.4	REP	1.6	5.9	2.9	3.0	2.3

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。