

三一重工 (600031.SH) 更新需求和新基建背景下, 持续看好工程机械龙头企业业绩平稳增长

2020年05月13日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期	2020/5/12
当前股价(元)	20.56
一年最高最低(元)	21.03/11.43
总市值(亿元)	1,734.35
流通市值(亿元)	1,733.29
总股本(亿股)	84.36
流通股本(亿股)	84.30
近3个月换手率(%)	63.89

段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

● 新基建逐渐落地, 存量更新需求旺盛, 公司盈利能力持续增长, 首次覆盖给予“买入”评级

受工程机械行业周期性影响, 经历了 2011-2015 年行业调整后, 受益于下游基建/地产/矿采以及设备更新等多重需求, 2016 年工程机械行业开始回暖, 公司营收和归母净利润大幅回升。我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 134.4/151/160.4 亿元, 分别同比增长 19.9%/12.4%/6.2%; EPS 分别为 1.59/1.79/1.90 元; 当前股价对应 PE 分别为 12.8/11.4/10.7 倍。参考可比上市公司, 公司 2020-2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平, 考虑到公司作为工程机械龙头企业, 市场份额持续提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 多品类经营+国际化拓展, 龙头盈利能力持续增强

公司从单一业务向多品类发展, 2003 年公司混凝土机械营收占比达 83.8%, 2006 年以来先后开拓起重机/挖掘机业务, 2019 年公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械营收占比分别为 36.5%/30.7%/18.5%。国际化战略布局, 海外业务不断拓展。公司先后在印度/美国/德国和巴西建立海外研发生产基地, 成立了覆盖非洲、亚太、俄罗斯、中东、拉美等地区的十个销售大区, 海外营收持续增长。

● 三大主营业务齐发力, 未来业绩有望保持平稳增长态势

工程机械以挖掘机/起重机/混凝土机械为主要品类, 行业景气度受基建/地产/采矿业投资驱动。公司挖掘机市占率接近 26%, 并且在小/中/大挖掘机细分市场中市占率持续提高。公司混凝土机械稳居全球第一品牌, 市场地位持续巩固, 保持稳健发展态势。公司起重机械销售收入 2019 年创历史新高, 市场地位显著提升, 履带式起重机稳居行业第一。2020 年下半年新基建逐渐落地, 旧存量设备更新需求旺盛, 公司未来业绩收入有望保持平稳增长态势。

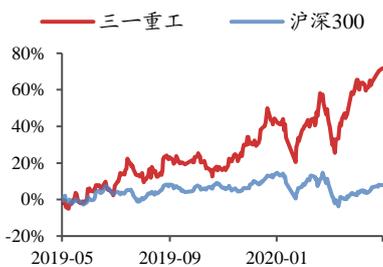
● 风险提示: 地产基建投资额增速不达预期; 海外扩张进程存在不确定性; 行业竞争加剧等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	55,822	75,666	87,259	95,976	101,866
YOY(%)	45.6	35.5	15.3	10.0	6.1
归母净利润(百万元)	6,116	11,207	13,440	15,100	16,043
YOY(%)	192.3	83.2	19.9	12.4	6.2
毛利率(%)	30.6	32.7	31.9	31.7	30.4
净利率(%)	11.0	14.8	15.4	15.7	15.7
ROE(%)	19.4	25.2	23.7	22.5	19.6
EPS(摊薄/元)	0.73	1.33	1.59	1.79	1.90
P/E(倍)	28.1	15.3	12.8	11.4	10.7
P/B(倍)	5.5	3.9	3.2	2.5	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 深耕工程机械三十年，坐稳行业龙头	3
2、 多品类经营国际化拓展，龙头盈利能力持续增强	4
3、 受益新基建和更新需求旺盛，三大主业齐发力	6
3.1、 工程机械行业周期性较强	6
3.2、 挖掘机械：连续 9 年国内销量冠军	7
3.3、 混凝土机械：稳居全球第一品牌	8
3.4、 起重机械：工程起重机三足鼎立	9
2、 盈利预测与投资建议	10
3、 风险提示	11
附： 财务预测摘要	12

图表目录

图 1： 三一集团为公司控股股东	3
图 2： 公司 2016 年以来营收快速增长	4
图 3： 公司 2016 年以来业绩高速增长	4
图 4： 公司海外收入不断增长，2019 年达 141.7 亿元	4
图 5： 2003 年公司主营业务单一	5
图 6： 2011 年公司多品类转化初显成效	5
图 7： 2019 年三大主营业务支撑业绩发展	5
图 8： 挖掘机械板块盈利能力最强	5
图 9： 2016 年以来公司毛利率持续上升	6
图 10： 2016 年以来公司费用率持续下降	6
图 11： 现处于工程机械新一轮上行周期	7
图 12： 固定资产投资额增速稳定	7
图 13： 挖掘机行业 2016 年以来销量持续走高	7
图 14： 三一重工在挖掘机市场市占率不断提升	8
图 15： 三一重工各吨位挖掘机市占率不断提高	8
图 16： 挖掘机械业务营业收入持续高增长	8
图 17： 挖掘机业务毛利率维持在高位水平	8
图 18： 泵车 2016 年以来销量持续走高	8
图 19： 搅拌车 2016 年以来销量持续增长	9
图 20： 混凝土机械营收平稳增长	9
图 21： 混凝土机械毛利率水平低于上个景气周期	9
图 22： 汽车起重机销量持续增长	10
图 23： 2016 年以来公司起重机械营收快速增长	10
图 24： 起重机械毛利率水平低于上个景气周期	10
表 1： 公司在工程机械行业不断深耕	3
表 2： 工程机械不同种类设备应用场景不同	6
表 3： 公司估值低于可比上市公司平均估值水平	11

1、深耕工程机械三十年，坐稳行业龙头

三一重工股份有限公司(以下简称“三一重工”)作为国内工程机械的龙头企业，深耕工程机械三十年。前身为1989年设立的湖南省涟源市焊接材料厂，1994年三一重工有限责任公司成立，2000年完成重组成立三一重工股份有限公司，2003年A股上市，2006年起先后在印度、美国、德国和巴西建立海外研发基地和制造基地。现如今公司多品类经营，产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、筑路机械。其中，混凝土设备稳居全球第一品牌，挖掘机自2011年连续八年蝉联国内销售冠军，大吨位起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品也已成为中国第一品牌，市占率稳步提升。

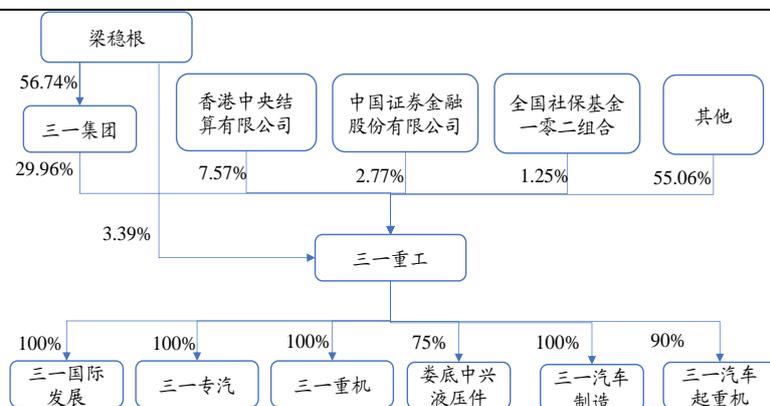
表1: 公司在工程机械行业不断深耕

时间	发展历程
1989年	湖南省涟源市焊接材料厂成立
1994年	三一重工有限责任公司成立，成功开发并开始销售混凝土输送泵
2000年	完成重组，成立三一重工股份有限公司
2003年	三一重工A股在上海证券交易所上市
2006年	与马哈拉斯特邦(印度)政府签订投资备忘录，投资6000万美元在普纳建设首个海外研发制造基地，开始海外拓展之路
2007年	投资6000万美元在乔治亚州建设研发制造基地
2009年	投资1亿欧元在北威州建设研发制造基地，是中国企业在欧洲最大一笔工业投资
2010年	收购三一汽车制造有限公司和湖南汽车制造有限公司，将产品组合扩大至汽车起重机和混凝土搅拌运输车业务；与圣保罗(巴西)政府签订意向书，投资2亿美元在巴西圣保罗建设制造基地；浦那(印度)的首个海外工业园投入运营
2011年	挖掘机全年销量达20614台，市占率为12.3%，是中国挖掘机市场20多年来国产品牌首次超越外资品牌获得第一
2016年	正式取得《武器装备科研生产许可证》，进入军工领域

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司控股股东为三一集团有限公司，实际控制人为董事长梁稳根。截至2020Q1，公司前十大股东持股49.06%，其中，第一大股东三一集团有限公司持股29.96%，公司董事长梁稳根直接持股3.39%，通过三一集团间接持股17%，为公司实际控制人。

图1: 三一集团为公司控股股东



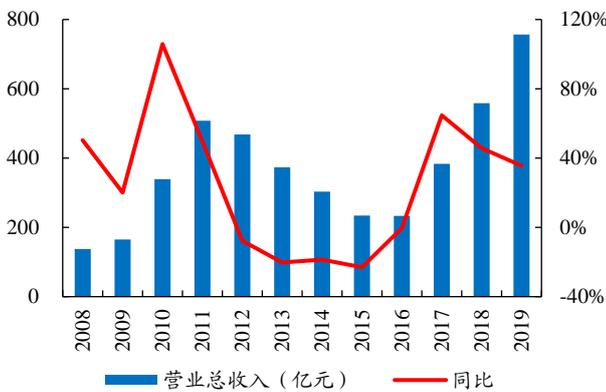
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、多品类经营国际化拓展，龙头盈利能力持续增强

受工程机械行业周期性影响，经历了 2011-2015 年行业调整后，受益下游基建、地产、矿采以及设备更新等多重需求，2016 年工程机械行业开始回暖，公司营收和归母净利润大幅回升。2019 年营业收入达 756.66 亿元，同比增长 35.5%，创公司历史新高，实现归母净利润 112.07 亿元，同比增长 83.2%。在工程机械上行周期中，2016-2019 年，公司营收 CAGR 达 48.13%，归母净利润 CAGR 达 280.77%。

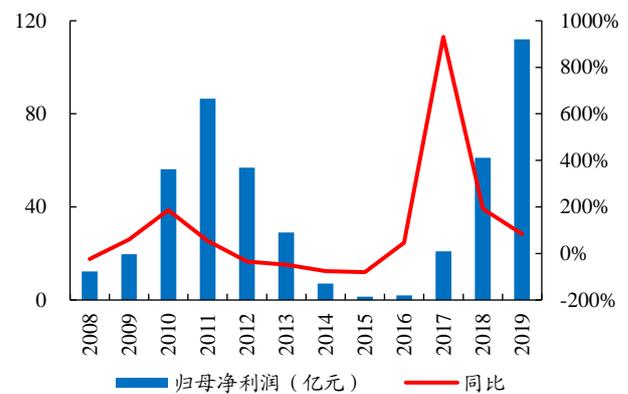
疫情因素，需求推迟兑付，2020Q1 公司营收/归母净利润较大幅度下降。受疫情影响基建/矿山开采/房地产等下游行业的开工及投资，设备需求推迟，2020Q1 公司实现营业收入 172.66 亿元，同比下降 18.92%；实现归母净利润 19.48 亿元，同比下降 37.27%。工程机械需求取决于国家在固定资产的投资增速，2020 年基本面上有强支撑：2020 年全面小康、GDP 翻一番等政治要求，以及逐渐落地的新基建，有望带动公司全年营收/业绩平稳增长。

图2：公司 2016 年以来营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

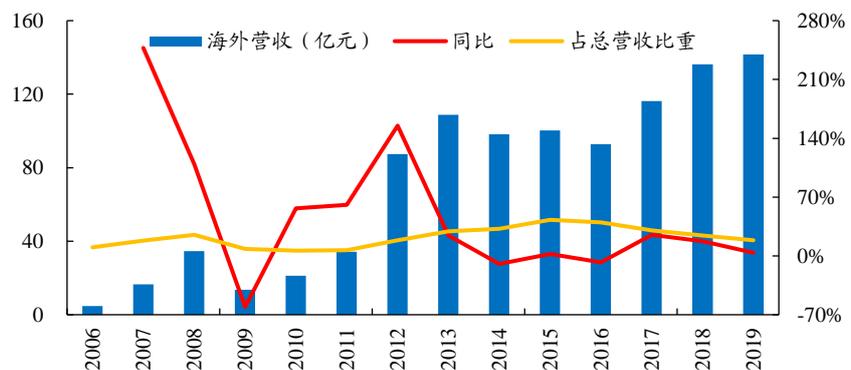
图3：公司 2016 年以来业绩高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

国际化战略布局，海外业务不断拓展。2006 年，公司投资 6000 万美元在普纳（印度）建设首个海外研发制造基地，开启海外拓展之路，又接连在美国、德国和巴西建立海外研发生产基地，成立了覆盖非洲、亚太、俄罗斯、中东、拉美等地区的十个销售大区。2019 年实现海外营收 141.67 亿元，同比增长 4%，占公司总营收的 18.7%，2006-2019 年海外营收 CAGR 达 29.81%。随着公司国际化战略不断推进，海外营收将进一步提升。

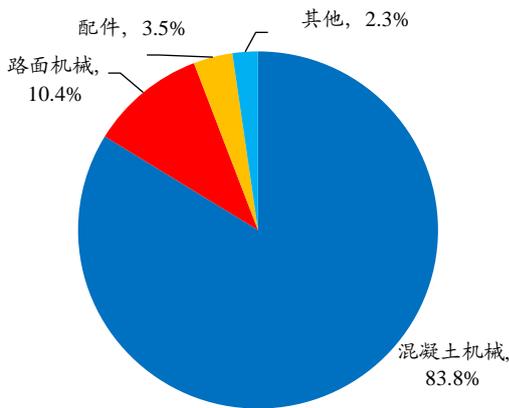
图4：公司海外收入不断增长，2019 年达 141.7 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

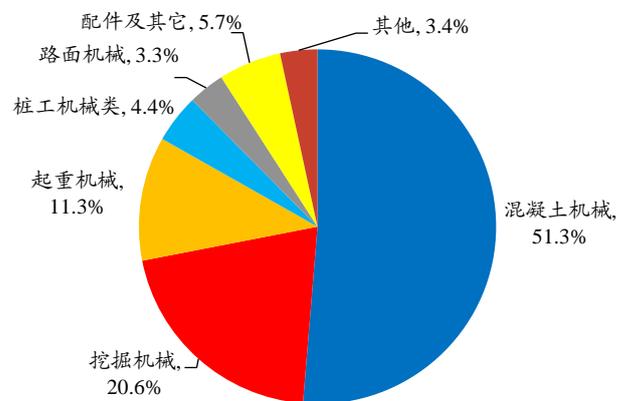
公司从单一业务向多品类发展，挖掘机接棒混凝土机械成为公司第一大业务。2003年刚上市时，公司混凝土机械营收占比达83.8%，主营业务单一。公司2006年开拓起重机械业务，2010年收购三一重机，挖机资产注入，受益于工程机械行业景气周期，公司业务多元化拓展，营收/业绩大幅增长，至2011年公司营收规模超过500亿元，其中，混凝土机械占比51.30%，挖掘机械占比20.6%，起重机械占比11.3%。2011年以后，三一重工挖掘机连续8年蝉联国内销量第一，2017年挖掘机械收入规模首次超过混凝土机械，成为公司第一大业务。截至2019年，公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械营收占比分别为36.5%/30.7%/18.5%。其中，挖掘机械的盈利能力最强，毛利率高达38.6%，传统的混凝土机械毛利率为29.8%，起重机械毛利率为24.3%。随着公司挖掘机械的销量不断提升，有望带动公司综合毛利率进一步提升。

图5：2003年公司主营业务单一



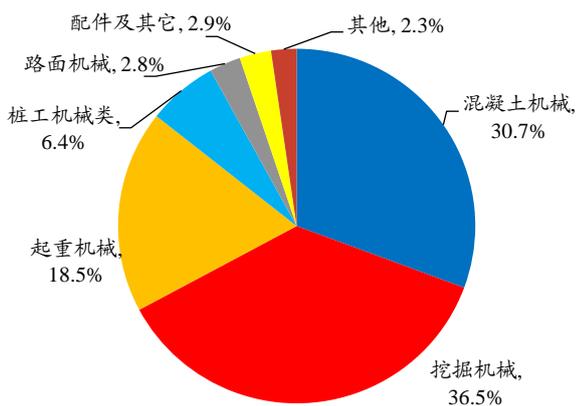
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2011年公司多品类转化初显成效



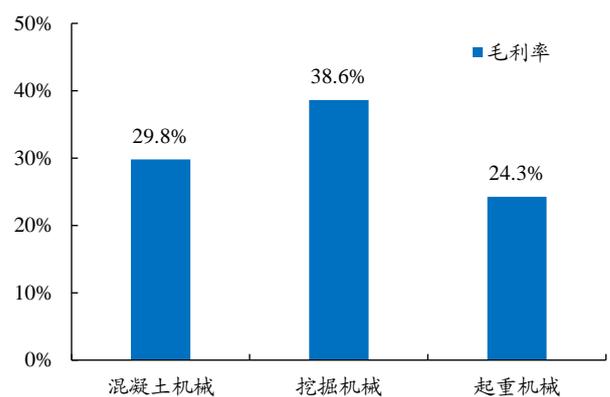
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2019年三大主营业务支撑业绩发展



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：挖掘机械板块盈利能力最强

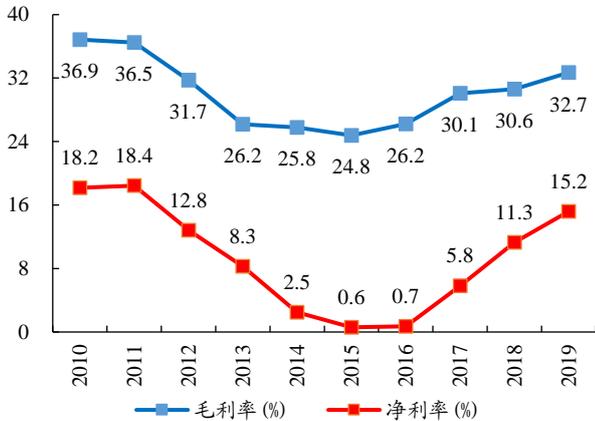


数据来源：Wind、开源证券研究所

2016年以来公司毛利率持续上升，整体费用率持续下降，盈利质量高。公司2019年毛利率为32.7%，较2018年的30.6%上升2.1pct；公司2019年净利率为15.2%，较2018年的11.3%上升3.9pct。在工程机械设备价格战的背景下，公司的毛利率水平持续保持提升，表明公司产品的竞争力得到终端检验。2016-2019年，公司整体费用率呈明显下降趋势，其中，管理费用率下降幅度最为明显，由2016

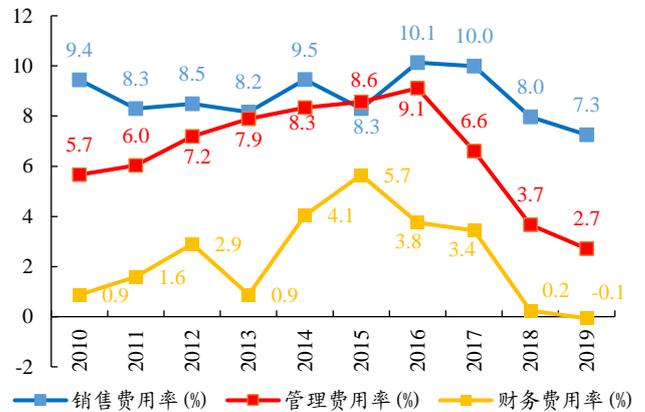
年 9.1% 下降至 2019 年 2.7%，降幅达 6.4pct，主要是由于实施薪酬激励制度改革，管理效率的提升，人均生产率大幅提升；财务费用率由 3.8% 下降至 -0.1%，下降 3.9pct，主要系利息支出减少；销售费用率从 10.1% 下降至 7.3%，下降 2.8pct。

图9：2016 年以来公司毛利率持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2016 年以来公司费用率持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、受益新基建和更新需求旺盛，三大主业齐发力

3.1、工程机械行业周期性强

工程机械以挖掘机、起重机、混凝土机械为主要品类，行业景气度受基建/地产/采矿投资驱动。行业上游为生产设备所需的原材料及零部件，如钢材、汽车底盘、发动机、油缸、泵阀等，下游为基础设施建设、房地产开发、矿山采掘、农田、水利等。以挖掘机为例，基建对挖掘机需求最大，约占 45%，采矿业对挖掘机需求约为 15%，房地产建设对挖机需求约为 25%。我国工程机械种类繁多，拥有 20 大类，109 组，450 种机型，1090 个系列，上万个型号的产品设备。

表2：工程机械不同种类设备应用场景不同

种类	型号	应用场景
挖掘机械	大挖、中挖、小挖、迷你挖等	基建、地产、市政工程、农田水利和人工替代等领域
起重机械	汽车起重机、履带起重机、塔式起重机等	设备吊装、原材料跨区域、跨高度搬运、预制件吊装等
混凝土机械	泵车、搅拌车、搅拌站等	地产、基建等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

工程机械上一轮景气周期受益于固定资产投资加速，本轮景气周期以更新需求为主。工程机械上一轮（2008-2011 年）景气周期因“四万亿计划”刺激地产/基建投资加速，带动设备销量猛增。2009 年基建增速达 42.18%，2010 年房地产增速达 33.63%，与此同时，工程机械在 2010-2011 年达到销量高点。2011-2015 年，房地产投资及基建投资增速放缓，期间工程机械保有量高，需求透支严重，行业景气度下行。工程设备 8-16 年左右更新周期，2016 年在基建低增速、地产投资小幅反弹的背景下，本轮工程机械销量快速增长，一方面工程机械旧存量无法满足新场景应用，刺激下游新增需求，另一方面工程机械更新需求旺盛。

图11: 现处于工程机械新一轮上行周期



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 固定资产投资额增速稳定

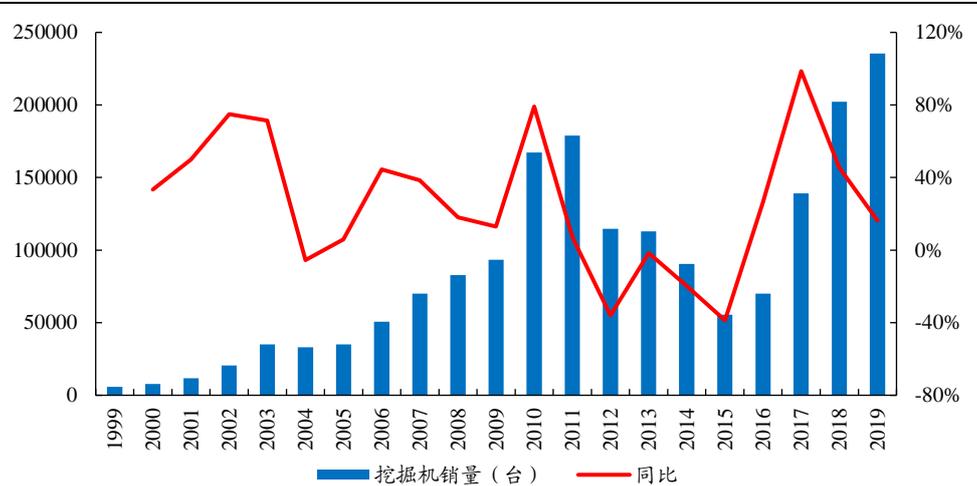


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、挖掘机: 连续 9 年国内销量冠军

挖掘机通常最快反映工程机械行业景气周期性变化。2003 年以前, 我国挖掘机行业处于早期发展阶段, 年销量不足 2 万台; 2005-2011 年, 我国基础设施建设和房地产投资均保持每年 15% 以上增长, 推动挖掘机销量从 3.38 万台增长至 19.38 万台, CAGR 达 33.75%, 2011 年以后工程机械行业进入 5 年调整期。挖掘机使用寿命通常 8 年左右, 上一轮行业销量高峰的设备在 2016 年陆续开始更新换代, 刺激了本轮行业的复苏, 最先开启增长工程机械新一轮上行周期。2019 年, 我国挖掘机销量 23.57 万台, 同比增长 15.87%。

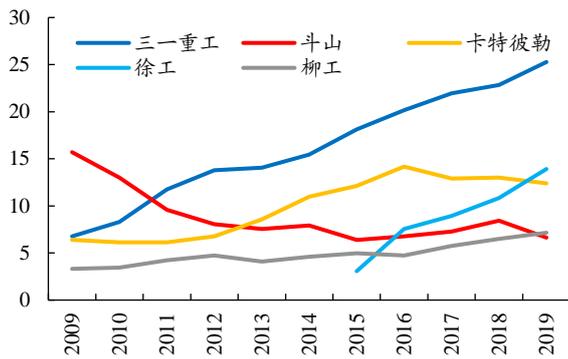
图13: 挖掘机行业 2016 年以来销量持续走高



数据来源: Wind、中国工程机械工业协会、开源证券研究所

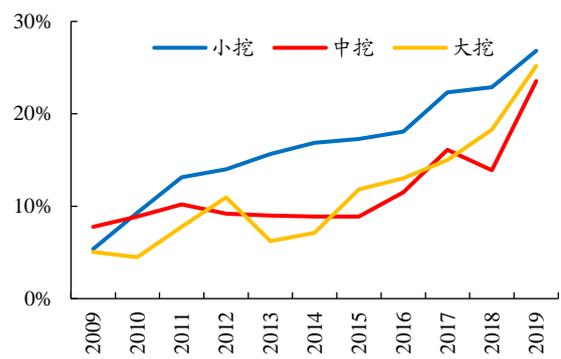
营收占比快速提升, 成为公司主导产品。2019 年, 三一重工挖掘机全年销量突破 6 万台, 销售收入 276.24 亿元, 同比增长 43.52%。截至 2019 年, 公司挖掘机市占率约 26%, 并且在小、中、大挖掘机上均实现市占率的持续提高。公司挖掘机业务的营业收入从 2010 年 62.35 亿元增长到 2019 年 276.24 亿元, CAGR 达 17.99%, 占公司主营业务比例从 2010 年 18.36% 提升至 2019 年 36.5%。挖掘机毛利率从 2010 年 30.34% 增加到 2019 年 38.6%, 提高了 8.3pct。挖掘机业务已成为公司主营业务收入的最主要来源, 并凭借较高的盈利能力推动公司业绩增长。

图14: 三一重工在挖掘机市场市占率不断提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 三一重工各吨位挖掘机市占率不断提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 挖掘机械业务营业收入持续高增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 挖掘机业务毛利率维持在高位水平

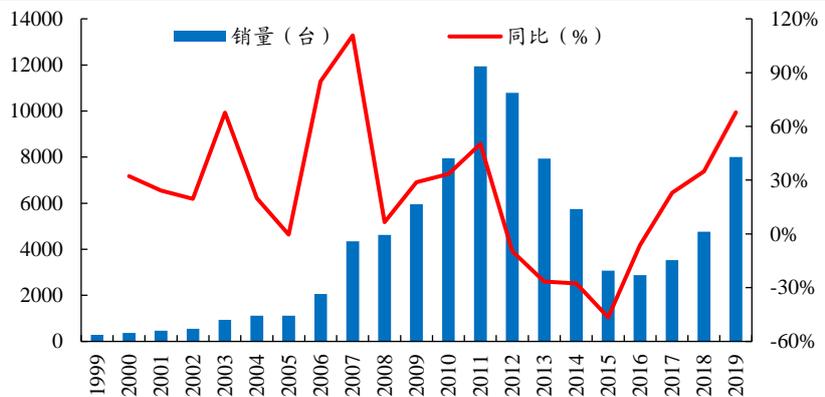


数据来源: Wind、开源证券研究所

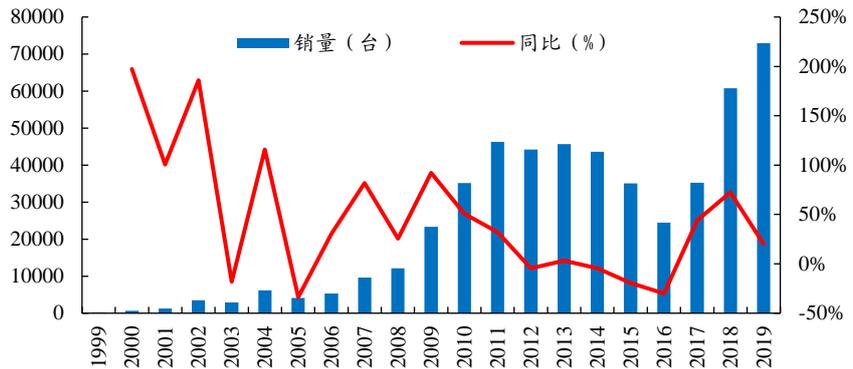
3.3、混凝土机械: 稳居全球第一品牌

2017年本轮混凝土机械销量回升, 晚于挖掘机符合设备后周期的特点。混凝土机械的寿命通常10年左右, 混凝土机械设备更新集中, 我们预计更新需求在2021年达到最大。中联重科和三一重工两家主机厂混凝土机械收入在2018/2019年均保持30%以上增速, 反映行业需求的持续增长。

图18: 泵车2016年以来销量持续走高

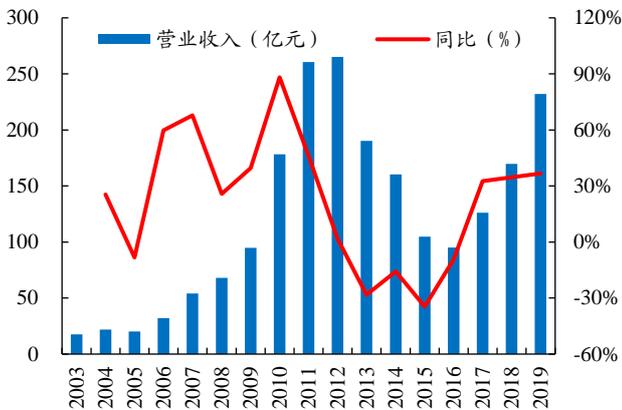


数据来源: Wind、开源证券研究所

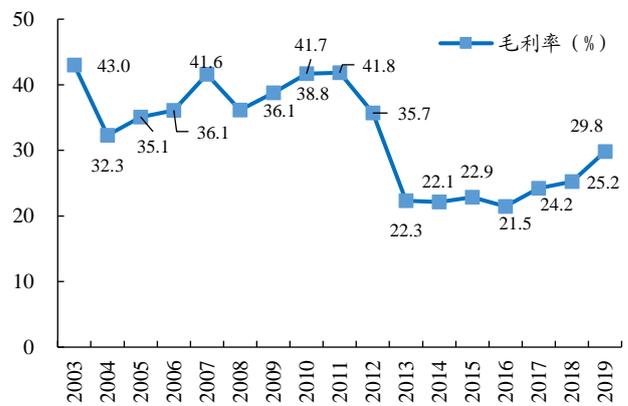
图19: 搅拌车 2016 年以来销量持续增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

2019年,三一重工混凝土机械实现销售收入232亿元,同比增长36.76%,稳居全球第一品牌,市场地位持续巩固。混凝土机械业务是公司1994年成立时的唯一业务,2000年占据中国市场份额第一。2003年公司上市时,混凝土机械收入占比高达84%,2012年公司通过国际化收购普茨迈斯特,打破行业竞争格局,坐稳全球第一品牌。公司经营多品类化,混凝土机械收入占比从2003年的83.76%下降到2019年的29.79%。2019年公司混凝土机械收入232亿元,毛利率回升至29.82%,但相比上一轮行业高点的盈利能力,仍有较大差距。

图20: 混凝土机械营收平稳增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

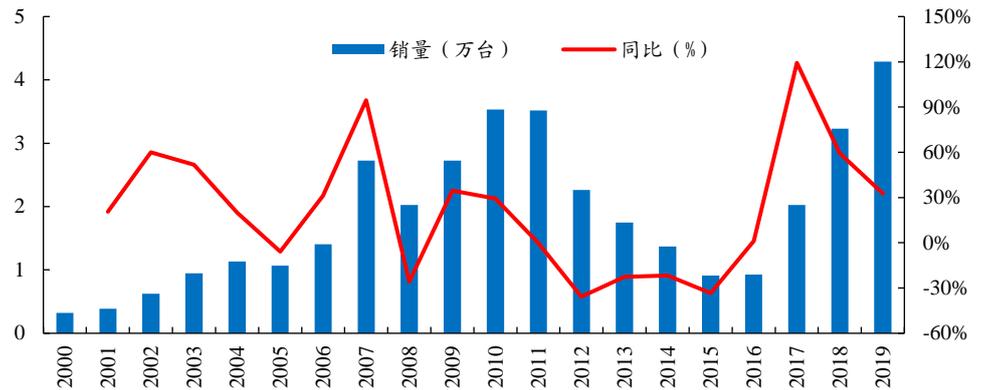
图21: 混凝土机械毛利率水平低于上个景气周期


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4、起重机械: 工程起重机三足鼎立

汽车起重机销量通常占到全部工程起重机销量的大约70%,汽车起重机往往能够反映整个工程起重机市场的需求。汽车起重机的寿命10年左右,我们预计2020年更新需求旺盛。本轮工程起重机销量从2016年开始恢复增长,至今仍保持较高增长速度。2019年,汽车起重机销量4.30万台,同比增长32.93%。

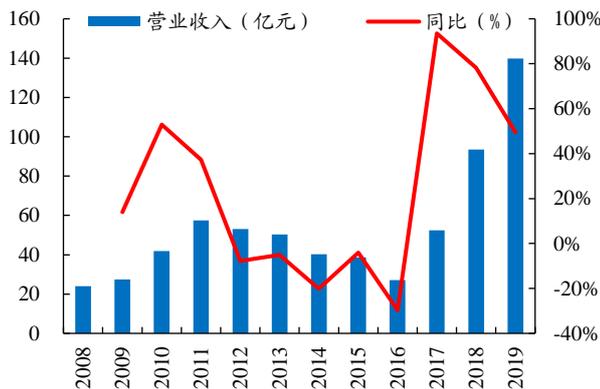
图22: 汽车起重机销量持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

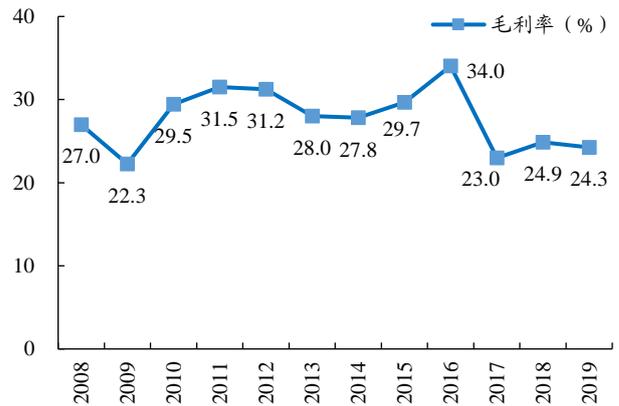
2019年,三一重工起重机械销售收入达139.79亿元,同比增长49.55%,销售创历史新高,市场地位显著提升,履带式起重机稳居行业第一。国内工程起重机市场呈现三足鼎立的竞争格局,徐工机械、中联重科和三一重工分居市场前三。2019年公司起重机械收入139.79亿元,同比增长49.55%,毛利率为24.3%。2020年更新需求旺盛,有望带动全年业绩平稳增长。

图23: 2016年以来公司起重机械营收快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 起重机械毛利率水平低于上个景气周期



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、盈利预测与投资建议

1) 挖掘机械: 挖机销量已突破历史高点,更新需求逐渐减弱,假设挖机2020-2022年营收增速17%/11%/7%;考虑到挖机周期下行时伴随毛利率下降,假设未来三年毛利率分别为38%/38%/36%;

2) 混凝土机械: 混凝土机械下游应用领域相对集中,公司竞争格局稳定。考虑到后周期属性、单位面积混凝土需求量增加,叠加环保要求,假设混凝土机械2020-2022年营收增速为16%/11%/6%;混凝土机械毛利率仍未到达历史高点,可能短时间仍难以突破,假设2020-2022年毛利率为29%/29%/27%;

3) 起重机械: 起重机械应用场景增多,下游需求旺盛,叠加公司市占率提升,假设2020-2022年营收增速20%/15%/10%;三一起重机械毛利率偏低,主要是产品结构导致,未来竞争格局优化后有进一步提升可能,假设未来三年毛利率24%/23%/23%;

我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 134.4/151/160.4 亿元，分别同比增长 19.9%/12.4%/6.2%；EPS 分别为 1.59/1.79/1.90 元；当前股价对应 PE 分别为 12.8/11.4/10.7 倍。

参考可比上市公司，公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司作为工程机械龙头企业，市场份额持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 公司估值低于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000425.SZ	徐工机械	6.38	76.98	29.31	14.65	16.53	11.84	9.89	8.63	7.4
000157.SZ	中联重科	6.95	116.42	23.38	15.53	13.83	12.02	10.07	8.72	7.66
600984.SH	建设机械	16.35	236.47	49.03	39.9	33.62	16.58	19.36	13.84	10.36
603638.SZ	艾迪精密	43.80	51.96	41.5	32.51	24.75	36.76	38.2	28.83	23.11
000528.SZ	柳工	7.15	28.74	17.72	13.86	17.93	10.07	8.63	7.58	6.43
可比公司平均值							17.45	17.23	13.52	10.99
600031.SH	三一重工	20.52	38.6	19.9	12.4	6.2	55.4	12.8	11.4	10.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（除三一重工，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据，收盘价选用 2020 年 5 月 12 日）

3、风险提示

地产基建投资额增速不达预期；海外扩张进程存在不确定性；行业竞争加剧等

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	51896	68500	82308	94550	111328
现金	11985	13527	21815	32424	43815
应收票据及应收账款	20802	21793	27328	26700	30644
其他应收款	1704	2787	2392	3304	2741
预付账款	982	634	1229	820	1355
存货	11595	14252	15925	17337	18666
其他流动资产	4829	15509	13620	13965	14107
非流动资产	21879	22041	21642	21655	21127
长期投资	2328	2985	3580	4207	5015
固定资产	11867	10615	11420	11282	10533
无形资产	4027	3393	2833	2215	1564
其他非流动资产	3656	5048	3808	3950	4015
资产总计	73775	90541	103950	116205	132455
流动负债	33935	42149	46523	45676	48623
短期借款	5417	8641	11672	8641	8641
应付票据及应付账款	17191	20295	23471	24769	27446
其他流动负债	11328	13213	11381	12266	12536
非流动负债	7337	2866	2402	1874	1176
长期借款	5974	1303	839	311	-388
其他非流动负债	1363	1563	1563	1563	1563
负债合计	41273	45015	48925	47550	49799
少数股东权益	1017	1106	693	1015	1193
股本	7801	8426	8436	8436	8436
资本公积	1883	5948	5948	5948	5948
留存收益	22963	32177	39961	49074	59378
归属母公司股东权益	31485	44421	54332	67639	81463
负债和股东权益	73775	90541	103950	116205	132455

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10527	13265	11668	16994	14382
净利润	6303	11494	13027	15422	16221
折旧摊销	1932	2020	1796	2054	2240
财务费用	136	-46	-54	-563	-1029
投资损失	-637	-383	-795	-470	-611
营运资金变动	1788	531	-2306	551	-2440
其他经营现金流	1005	-352	0	0	0
投资活动现金流	-10765	-11981	-602	-1597	-1101
资本支出	1380	2355	284	-829	-1523
长期投资	-10285	-10043	-595	-568	-808
其他投资现金流	-19670	-19670	-913	-2994	-3431
筹资活动现金流	827	-1151	-5809	-1757	-1890
短期借款	3160	3224	0	0	0
长期借款	-1602	-4671	-464	-528	-699
普通股增加	133	626	9	0	0
资本公积增加	834	4065	0	0	0
其他筹资现金流	-1697	-4394	-5354	-1230	-1191
现金净增加额	595	131	5257	13640	11391

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	55822	75666	87259	95976	101866
营业成本	38728	50932	59465	65545	70947
营业税金及附加	326	371	428	470	499
营业费用	4447	5488	6396	6526	6621
管理费用	2046	2052	2443	2303	2241
研发费用	1754	3644	4276	4271	4380
财务费用	136	-46	-54	-563	-1029
资产减值损失	1095	-142	0	0	0
其他收益	342	568	420	456	463
公允价值变动收益	-362	290	0	0	0
投资净收益	637	383	795	470	611
资产处置收益	-28	569	0	0	0
营业利润	7878	13775	15520	18349	19280
营业外收入	123	183	149	156	158
营业外支出	451	504	420	453	451
利润总额	7550	13454	15249	18052	18987
所得税	1247	1960	2221	2630	2766
净利润	6303	11494	13027	15422	16221
少数股东损益	187	288	-413	322	178
归母净利润	6116	11207	13440	15100	16043
EBITDA	9845	15678	17165	19927	20606
EPS(元)	0.73	1.33	1.59	1.79	1.90

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	45.6	35.5	15.3	10.0	6.1
营业利润(%)	173.9	74.8	12.7	18.2	5.1
归属于母公司净利润(%)	192.3	83.2	19.9	12.4	6.2
获利能力					
毛利率(%)	30.6	32.7	31.9	31.7	30.4
净利率(%)	11.0	14.8	15.4	15.7	15.7
ROE(%)	19.4	25.2	23.7	22.5	19.6
ROIC(%)	14.2	20.4	19.4	19.7	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	55.9	49.7	47.1	40.9	37.6
净负债比率(%)	9.0	-1.8	-15.3	-32.9	-42.0
流动比率	1.5	1.6	1.8	2.1	2.3
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	2.8	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.33	1.59	1.79	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	1.57	1.38	2.01	1.70
每股净资产(最新摊薄)	3.69	5.27	6.44	8.02	9.66
估值比率					
P/E	28.1	15.3	12.8	11.4	10.7
P/B	5.5	3.9	3.2	2.5	2.1
EV/EBITDA	17.7	10.5	9.1	7.1	6.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835