

2020年07月08日

工控龙头王者归来，中报预告大超预期 买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,390	10,740	13,140	16,048
同比（%）	25.8%	45.3%	22.4%	22.1%
归母净利润（百万元）	952	1627	2063	2581
同比（%）	-18.4%	71.0%	26.7%	25.2%
每股收益（元/股）	0.55	0.95	1.20	1.50
P/E（倍）	72.69	42.20	33.29	26.60

投资要点

- **20H1 营收同比+60%~80%，利润同比+70%-100%，大超市场预期。**
H1 预告，上半年实现营收 43.5-48.9 亿，同比+60%~80%，实现归母净利润 6.8~8.0 亿元，同比+70-100%，扣除 BST，测算 H1 营收同比+15%~35%、利润同比+41%~71%。按中值测算，20H1 营收 46.2 亿、+70%、利润 7.4 亿、+85%，扣除贝思特并表贡献后营收+25%、利润+56%。H1 非经常损益贡献 0.66 亿、上年同期 0.55 亿。**20Q2 净利润率达 18-19%，同环比大幅改善。**
- **毛利率超预期改善、拐点初现。**工控产品力提升+降本优化使盈利能力改善，19Q2 剔除 BST 归母净利率 21% 左右，大幅改善。
- **工控行业先进制造需求旺盛、传统行业开始复苏，汇川持续体现强经营阿尔法。**工控行业疫情后重回复苏轨道、同时进口替代加速；汇川工控上半年订单同比+50~60%、收入预计+50%以上，其中伺服、PLC 翻番，变频高速增长，下游先进锂电、光伏、3C 等需求旺盛，传统行业纺织、电液、起重等快速增长，叠加疫情经济贡献。下半年先进制造持续高景气、传统行业复苏，工控有望实现 40% 增长。同时工控业务毛利率显著改善。
- **机电电控厚积薄发，乘用车进入收获期、商用车边际改善。**机电电控乘用车收获成效，1-5 月装机 2.6 万台，同比+169%，增量来自理想、小鹏、威马、五菱等，客户端持续开拓国内一线车企 A 点和外资客户；物流车高增、客车暂时下滑。下半年行业排产恢复，全年营收有望同比+50%以上、利润端大幅减亏 1 亿。
- **电梯上半年稳健，电梯事业部+BST 个位数增长，同时汇川+BST 加速融合，提升外资客户开拓能力和大配套解决方案能力。**上半年预计 BST 贡献营收 12 亿+、利润 1.1 亿左右，预计全年汇川+BST 维持 5-10% 稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 16.3 亿/20.6 亿/25.8 亿，同比+71%/+27%/+25%，对应现价 PE 分别 42 倍、33 倍、27 倍，给予目标价 54 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.93
一年最低/最高价	21.73/40.84
市净率(倍)	7.73
流通 A 股市值(百万元)	55160.92

基础数据

每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	38.17
总股本(百万股)	1719.72
流通 A 股(百万股)	1381.44

相关研究

- 1、《汇川技术（300124）：Q1 订单超预期，工控、电控驱动高增》2020-04-28
- 2、《汇川技术（300124）：业绩大超预期，工控、电控驱动高增，电梯并表增厚》2020-04-11
- 3、《汇川技术（300124）：变革赋能，工控和电控龙头二次腾飞》2020-04-07

20H1 营收同比+60%~80%，利润同比+70%~100%，大超市场预期。公司发布 2020 年半年报预告，上半年实现营收 43.5-48.9 亿，同比+60%~80%，实现归母净利润 6.8~8.0 亿元，同比+70-100%；其中 Q2 营收同比+73%~107%，归母净利润同比+87%~132%。假设 H1 贝思特并表贡献收入 12 亿、并表利润 1.1 亿(19H1 营收 11.4 亿、利润 1.25 亿，并表后利润端有评估增值)，测算 H1 营收同比+15%~35%、利润同比+41%~71%；Q2 营收+24%~+57%、利润同比+47%~91%。按中值测算，20H1 营收 46.2 亿、+70%、净利润 7.4 亿、+85%，扣除贝思特并表贡献后营收 22.75 亿，+25%、利润 4.55 亿，+56%，扣非净利润 4.21 亿，+73.5%，均创历史新高！大超市场预期！H1 非经常损益贡献 0.66 亿、上年同期 0.55 亿。**20Q2 净利润率达 18-19% (剔除贝思特预计 21%左右)，同环比大幅改善。**

表 1: 汇川分季度业绩摘要与测算

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2E	2020Q2 中值	2020H1E	2020H1 中值
营收 (亿元)	11.00	16.19	21.89	24.86	15.48	28.03~33.47	30.75	43.50~48.94	46.22
YOY	12.8%	8.1%	49.3%	28.5%	40.7%	73%~107%	89.9%	60%~80%	70.0%
营收 (扣除贝思特, 亿元)	11.00	16.19	14.89	17.86	11.28	20.03~25.47	22.75	31.30~36.74	34.02
YOY	12.8%	8.1%	1.6%	-7.7%	2.5%	24%~57%	40.5%	15%~35%	25.1%
归母净利润 (亿元)	1.29	2.69	2.47	4.01	1.72	5.05~6.25	5.65	6.77~7.97	7.37
YOY	-34.3%	-10.1%	-16.9%	7.5%	33.6%	87%~132%	109.7%	70%~100%	85.0%
归母净利润 (扣除贝思特, 亿元)	1.29	2.69	2.22	3.26	1.67	3.95~5.15	4.55	5.62~6.82	6.22
YOY	-34.3%	-10.1%	-25.3%	-12.6%	29.7%	47%~91%	68.8%	41%~71%	56.1%
扣非归母净利润 (亿元)	1.01	2.43	2.22	1.49	1.49	4.71~5.91	5.31	6.20~7.39	6.79
YOY	-44.1%	-12.3%	-19.4%	46.6%	46.6%	94%~143%	118.8%	80%~115%	97.6%
扣非归母净利润 (扣除贝思特, 亿元)	1.01	2.43	1.97	1.48	1.48	3.61~4.81	4.21	5.09~6.28	5.68
YOY	-44.1%	-12.3%	-28.5%	45.6%	45.6%	49%~98%	73.5%	48%~83%	65.3%
归母净利润/营收	11.7%	16.6%	11.3%	16.1%	11.1%	18%~19%	18.4%	16%~16%	16.0%

*BST 并表按收入 12 亿、利润 1.3 亿、并表 1.1 亿测算

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国内疫情后工控行业重回复苏轨道，以光伏、锂电、电子等下游需求好于预期，同时进口替代加速；汇川产品迭代叠加管理、营销发力，上半年订单 50%以上高增长，其中伺服、PLC 超过翻番增长、变频快速增长，上半年收入大幅增长、毛利率提升超预期，全年有望实现 40%左右高增

- 疫情后工控行业回归复苏轨道，以电子、光伏、锂电等为代表先进制造业工控需求强劲。工控行业 18 年中起受贸易战影响，19Q4 开始弱复苏，20Q1 受疫情影响行业同比-12.4%，但去年 Q4 开始率先复苏的电子半导体(+17.9%)、锂电(+14.9%)、3C(+12.8%)等行业需求强劲，疫情经济口罩机、熔喷布等需求火热。Q2 起制造业迅速回到复苏轨道，从宏观指标看，6 月制造业 PMI 50.9，连续 4 个月站上荣枯线，4/5 月工业增加值同比+3.9%/+4.4%，结束了 Q1 的回落，制造业固投累计降幅也逐月收窄；中游产销也明显改善、工控企业订单 Q2 也改善明显。展望下半年，一方面先进制造行业因为新兴行业的产品周期推动需求持续向好，另一方面随着制造业回暖，注塑、纺织、起重等传统行业复苏，工控行业重回复苏轨道。

- **海外疫情影响下，进口替代与行业集中度提升加速。**3月以来海外疫情持续发酵，部分国内市场的外资工控供应商产品供应紧张，加速了内资龙头进口替代进程，6月紧张态势趋缓，但部分下游厂商已经加速完成了国产化切换；另一方面国内工控行业元器件（IGBT、芯片等）供应紧张，影响内资中小厂商的产品工艺，而汇川的元器件战略库存相对充沛，同时也在积极推动“保供应、保交付”，行业份额加速向汇川等内资龙头倾斜。

表2：工控行业下游行业增速

单位： 百万元	2019								2020	
	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY
OEM市场合计	16051	-8.9%	17290	-14.9%	15684	-2.9%	15832	14.7%	15248	-5.0%
机床	4328	-30.6%	4737	-28.3%	3602	-18.5%	4088	25.1%	3229	-25.4%
电子及半导体	1149	-7.9%	1427	-0.7%	1473	7.5%	1386	30.5%	1355	17.9%
电池制造设备	676	10.6%	743	11.1%	677	13.2%	612	19.5%	777	14.9%
纺织机械	993	-11.1%	1213	-14.8%	1118	-12.9%	878	-8.3%	645	-35.0%
暖通空调	550	20.9%	690	17.5%	709	20.0%	538	20.9%	638	16.0%
包装机械	648	-5.1%	802	-12.8%	788	-5.7%	694	-0.3%	583	-10.0%
起重机械	655	19.7%	628	-13.3%	563	-12.7%	430	-4.4%	556	-15.1%
物流设备	452	6.4%	603	6.5%	629	9.8%	491	11.8%	510	12.8%
电梯	687	-3.0%	996	-3.0%	918	-2.4%	835	19.1%	500	-27.2%
工业机器人	431	-15.2%	456	-10.9%	417	4.3%	401	25.7%	366	-15.1%
食品饮料机械	359	-6.5%	459	-1.3%	444	-3.5%	363	4.9%	300	-16.4%
橡胶机械	335	1.8%	388	1.3%	367	0.3%	297	3.1%	288	-14.0%
塑料机械	356	-9.0%	464	-5.5%	458	-0.9%	370	3.1%	284	-20.2%
印刷机械	291	-11.3%	363	-8.3%	360	-8.2%	297	-3.9%	238	-18.2%
纸巾机械	207	-3.7%	280	-1.4%	266	6.8%	228	17.5%	238	15.0%
3C制造设备	196	-18.0%	185	-20.6%	206	-3.7%	207	19.0%	221	12.8%
建材	204	-1.0%	246	3.8%	251	4.6%	236	10.8%	210	2.9%
工程机械	218	11.8%	294	9.7%	314	7.9%	212	12.2%	189	-13.3%
制药机械	148	-2.0%	163	0.0%	156	2.0%	148	11.3%	122	-17.6%
造纸	130	-7.1%	183	-2.7%	182	-3.7%	146	-2.0%	110	-15.4%
陶瓷卫浴	51	10.9%	60	13.2%	57	16.3%	43	16.2%	48	-5.9%
烟草机械	23	0.0%	30	7.1%	35	6.1%	29	3.6%	23	0.0%
其他	2964	21.5%	1880	-28.9%	1694	22.0%	2903	14.2%	3818	28.8%
项目型市场合计	13955	14.2%	14087	-4.0%	14516	0.6%	13240	2.8%	11024	-21.0%
化工	3066	22.6%	3198	8.6%	2728	12.6%	2424	5.4%	2084	-32.0%
市政及公共设施	2315	31.5%	2741	16.4%	2888	18.8%	2611	21.4%	2019	-12.8%
石化	1625	28.2%	1476	5.6%	1724	12.6%	1489	8.5%	1443	-11.2%
电力	1540	8.1%	1759	-4.5%	1695	-5.3%	1566	-1.8%	1132	-26.5%
冶金	887	33.8%	1022	21.7%	1045	23.1%	1000	30.2%	733	-17.4%
汽车	468	9.6%	681	-0.3%	451	6.4%	345	1.2%	290	-38.0%
采矿	192	28.0%	214	18.9%	294	26.2%	271	26.0%	193	0.5%
造纸	182	0.0%	182	-7.1%	224	-7.4%	192	-11.9%	152	-16.5%
其他	3680	-4.2%	2814	-33.7%	3467	-23.0%	3342	-14.8%	2978	-19.1%
工控行业合计	30006	0.5%	31377	-10.3%	30200	-1.2%	29072	8.9%	26272	-12.4%

数据来源：睿工业，东吴证券研究所

- **汇川工控订单持续高增长，预计全年工控实现40%左右增长。**Q1起汇川紧抓先进制造高增、疫情经济和进口替代加速机会，同时基于19年通用事业部下设的区域销售SBU，坚持“上顶下沉”经营策略、“行业+区域”营销模式，“下沉”市场开拓在Q2开始收获成效。我们预计20年上半年汇川工控订单实现50-60%高增长，分产品看，伺服、PLC预计超过翻番增长、变频快速增长；分下游看先进制造业

电、光伏、3C 等行业需求一直很好，本来是汇川的优势行业，预计超大幅度增长，传统行业进口替代加速，注塑机、纺织、起重等也有较好增长，还有新行业比如风电，进口替代突破增长，当然 3\4 月份口罩机行业订单也很火爆；节奏上看 Q1 订单高增，但受疫情影响收入确认延后；Q2 订单、收入预计均高增。

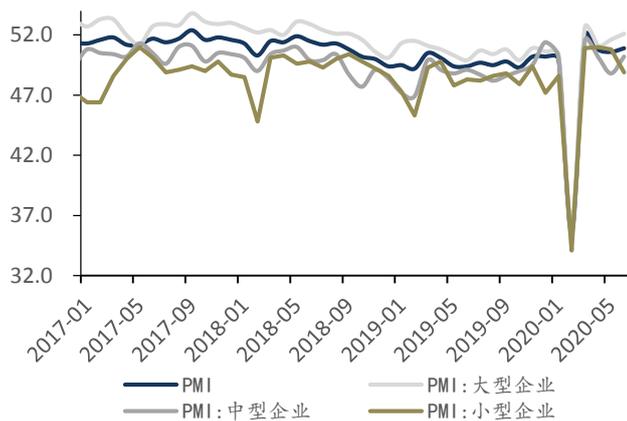
- **通用产品毛利率同比提升显著。**20Q1 起汇川通用产品毛利率改善，我们预计 Q2 同比提升 2-4 个点、环比继续改善，来自：1) 19 年推出伺服新平台产品 SV660、PLC 新平台产品等，销售价格、毛利率提升；2) 降本增效措施初显成效，去年底组织变革以来注重内部挖潜和工艺优化，伺服、控制系统等产品毛利率同比明显提升。
- **全年来看，一方面**是工控行业复苏，尤其是先进制造业需求向好、进口替代加速，**另一方面**汇川自我夯实基础，新产品提升能力+“上顶下沉”营销策略+组织变革赋能，工控业务全年有望实现 40%以上的高增长，且毛利率同比明显提升。

表 3: 工控行业分产品增速

	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY
低压变频器	5113	15.4%	4934	-6.5%	5133	-0.8%	4674	1.1%	4153	-18.8%
交流伺服	3458	-10.5%	3806	-17.4%	3339	1.6%	3338	10.4%	3504	1.3%
大中型PLC	1325	2.5%	1558	-4.6%	1611	-4.4%	1557	-0.6%	1232	-7.0%
小型PLC	1217	-4.5%	1253	-14.1%	1389	-7.2%	1350	2.3%	1193	-2.0%
HMI	767	-1.8%	929	-3.4%	910	-2.6%	820	0.0%	726	-5.3%
CNC	2533	-30.0%	2761	-28.0%	1966	-21.1%	2321	40.3%	1646	-35.0%

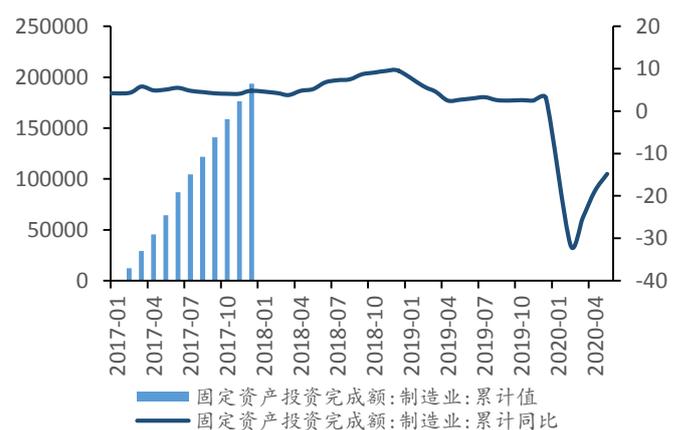
数据来源：睿工业，东吴证券研究所

图 1: 20 年 5 月 PMI 50.9, 连续 4 月站上荣枯线



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2: 20 年 5 月制造业固投累计值降幅收窄



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 20 年 5 月工业增加值同比+4.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 20 年 5 月金属切削机床产量同比+17.1%



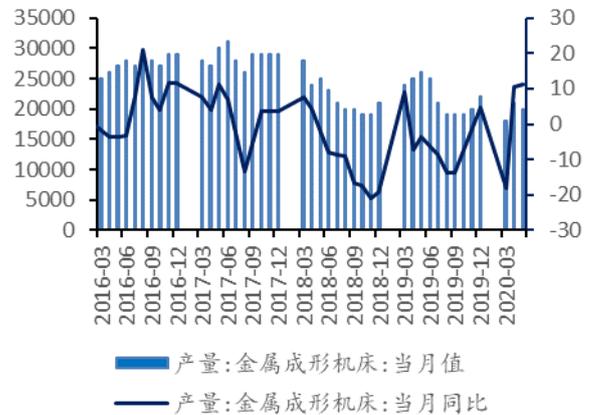
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 20 年 5 月工业机器人产量同比+16.9%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 20 年 5 月金属成型机床产量同比+11.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

机电控乘用车今年起进入收获期, 客户国内外全面突破, 商用车见底, 去年亏损 3.5 亿左右, 今年预计营收 50% 以上增长、利润端大幅减亏 1 亿以上。

- 疫情影响国内电动车销售, 但新势力、特斯拉结构性增长显著, 下半年将恢复较快增长轨道。上半年合格证产量 35.5 万辆, 同比-42%, 1-5 月乘用车产量 23.5 万辆 (-47%), 但特斯拉、新势力表现突出, 1-5 月特斯拉产量 3.9 万辆、蔚来 0.77 万辆 (+92%)、理想 0.88 万辆; 1-5 月专用车产量 2.5 万辆 (-37%)、客车 1.0 万辆 (-57%), 其中宇通产量 2071 辆, 同比-71%。下半年产业链排产逐步恢复, 中游排产 7 月目前看环比提升 20-30%, 车企 8 月排产大增, 下半年有望增长 40% 以上。
- 乘用车业务厚积薄发、进入收获期, 专用车边际改善。乘用车方面, 公司最早定点的互联网车企今年开始放量, 去年仅有的威马继续放量, 今年初理想 ONE 大幅起量, 年中开始小鹏 P7 开始起量, 汇川 1-5 月乘用车装机 2.6 万台, 同比 +169%, 市占率从 19H2 的 3.3% 大幅提升到 11.1%, 一线车企广汽、长城等 19

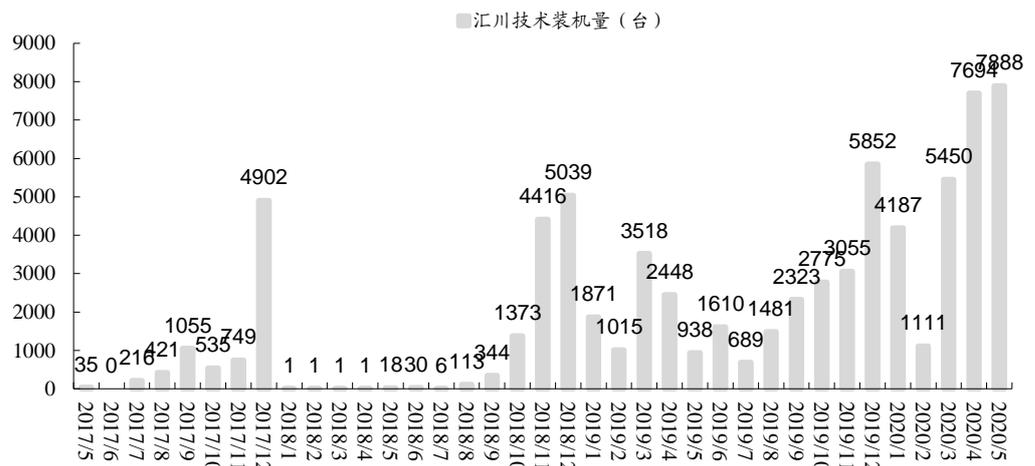
年成功 B 点、预计明年将明显放量，上半年汇川拿到奇瑞等一线车企 A 点，后续将继续开拓国内车企 A 点，国际车企 19 年定点 2 个，20 年预计将继续突破 2-3 个，客户端开始全面突破；商用车方面，上半年压力相对大，客车唯一大客户宇通下降明显，但专用车五菱、江铃、昌河等大客户放量，上半年装机量预计近 5000 台，上年同期仅 1000 台，同比增长明显。

表 4: 20 年 1-5 月汇川乘用车电控装机 2.6 万套

	2017H2		2018H1		2018H2		2019H1		2019H2		2020.1-5	
	装机量	占比										
威马汽车	0	0.0%	0	0.0%	5620	49.8%	9099	79.8%	8835	54.6%	6943	26.4%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3750	23.2%	17600	66.8%
小鹏汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	687	2.6%
广汽乘用车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	830	5.1%	160	0.6%
金康汽车	0	0.0%	0	0.0%	629	5.6%	4	0.0%	535	3.3%	418	1.6%
红星汽车	0	0.0%	2	3.8%	1635	14.5%	0	0.0%	10	0.1%	0	0.0%
昌河汽车	2918	37.0%	0	0.0%	600	5.3%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
东风裕隆	515	6.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	105	0.9%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
其他厂商:	4445	56.4%	50	96.2%	2704	23.9%	2297	20.1%	2215	13.7%	522	2.0%
合计	7878		52		11293		11400		16175		26330	
新能源汽车合计	431338		346883		749009		586899		490392		236481	
市占率	1.8%		0.0%		1.5%		1.9%		3.3%		11.1%	

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

图 7: 汇川技术乘用车电控分月度装机情况



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

电梯上半年稳健，汇川+贝思特加速融合、协同效应有望进一步体现。

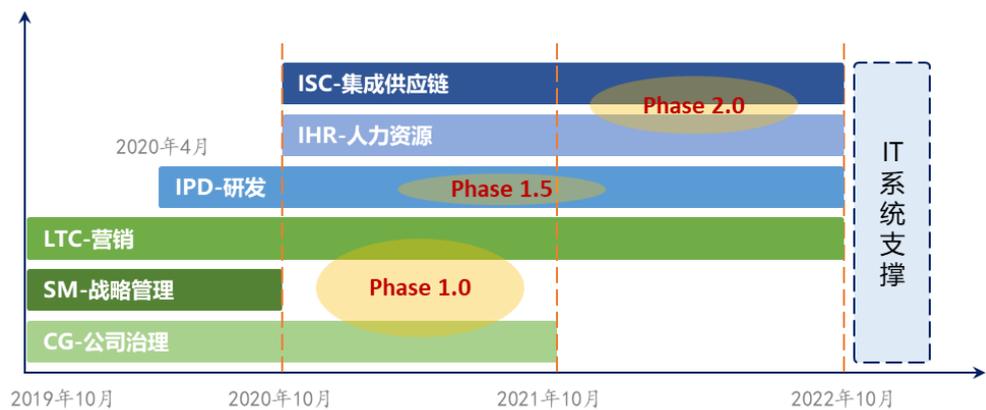
- 20Q1 电梯产品受疫情影响交付放缓，复工后逐步恢复正常，上半年来看电梯事业部+贝思特收入预计个位数稳健增长。汇川收购贝思特后加速整合，目前

已经并入电梯事业部管理，协同效应有望进一步体现，加速跨国客户开拓速度的同时，丰富了汇川电梯大配套解决方案能力。

- 19H1 贝思特营收 11.4 亿、利润 1.25 亿；全年营收 25 亿+，利润 2.6 亿、并表 1 亿左右（受评估增值以及年中并表影响）；今年上半年经营稳健，预计并表 1.1 亿。全年预计汇川+贝思特维持 5-10% 的稳健增长，贝思特并表贡献 1.3 亿以上。

深入推动组织变革，激活产业活力。组织变革进一步推进，19 年 10 月首批三大核心项目公司治理（CG）、战略（SM）、营销（LTC/MCR）已启动，预计 1-3 年显现成效，其中 LTC 已经形成框架，20 年继续细化、同时推动 IT 落地。20 年继续开展 IPD、ISC、IHR 三个变革项目，打造敏捷的流程型组织和行业领先的管理体系，同时继续推进 IPD、LTC 等变革项目的 IT 系统落地，固化变革经验。变革红利预计在 20 年开始凸显，汇川有望继续优化公司的竞争力、组织效率、成本费用管控能力、人均产值等。

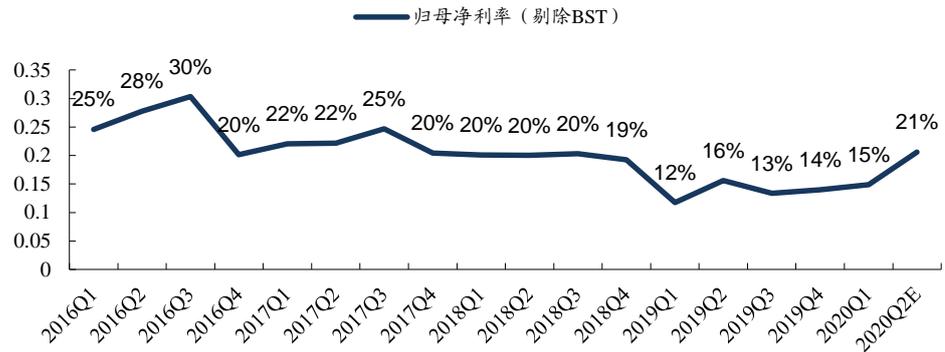
图 8：汇川组织变革推进计划



数据来源：汇川技术年度演讲，东吴证券研究所

得益于产品结构优化和毛利率提升，组织变革见效，净利润率开始明显回升。20Q2 汇川归母净利率大幅提升至 18% 左右，剔除 BST 影响估计在 21% 左右，来自：1) 管理变革、降本增效措施初显成效，伺服、控制系统、电梯一体化产品毛利率同比提升；2) 费用控制，销售费用、研发费用增速低于收入增速；3) 收到增值税退税、政府补助金额增加。

图 9：汇川技术剔除 BST 的归母净利率测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：由于通用产品订单超预期，考虑到公司在通用自动化的成长空间、行业地位，新能源汽车进入收获成效阶段，上修公司 2020-22 年归母净利润分别 16.3 亿/20.6 亿/25.8 亿（此前预期 14.8 亿/18.7 亿/23.2 亿），同比+71%/+27%/+25%，对应现价 PE 分别 42 倍、33 倍、27 倍，给予目标价 54 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、竞争加剧等

汇川技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9511.8	12880.5	15053.9	17677.2	营业收入	7390.4	10739.6	13140.3	16048.4
现金	1751.9	800.0	840.0	882.0	减:营业成本	4608.1	6715.3	8187.8	10033.6
应收账款	2535.0	5296.2	6480.1	7914.3	营业税金及附加	46.1	67.0	81.9	100.1
存货	1709.7	2575.7	3028.4	3573.6	营业费用	626.9	837.7	972.4	1123.4
其他流动资产	3515.2	4208.5	4705.4	5307.3	管理费用	1135.2	1686.1	2010.5	2375.2
非流动资产	5374.2	5697.5	6011.6	6400.2	财务费用	52.9	85.3	114.4	123.5
长期股权投资	804.6	804.6	804.6	804.6	资产减值损失	51.6	80.0	84.0	88.2
固定资产	1278.8	1619.7	1951.4	2357.6	加:投资净收益	76.3	87.7	96.5	106.1
在建工程	364.5	90.0	132.0	174.6	其他收益	49.8	320.0	360.0	397.3
无形资产	528.4	510.7	493.1	475.5	营业利润	1047.3	1755.9	2229.8	2796.1
其他非流动资产	2762.5	2762.5	2762.5	2762.5	加:营业外净收支	8.5	10.2	12.2	14.6
资产总计	14886.0	18577.9	21065.5	24077.5	利润总额	1055.8	1766.0	2242.0	2810.7
流动负债	5267.9	8037.3	9360.7	10920.7	减:所得税费用	45.6	88.3	123.3	168.6
短期借款	1274.1	1585.9	1746.4	1904.5	少数股东损益	58.2	50.3	56.1	60.8
应付账款	2494.8	3679.6	4486.5	5497.9	归属母公司净利润	951.9	1627.4	2062.6	2581.3
其他流动负债	1499.0	2771.7	3127.8	3518.4	EBIT	974.1	1433.5	1887.7	2416.2
非流动负债	681.7	681.7	681.7	681.7	EBITDA	1174.3	1596.8	2084.1	2656.7
长期借款	471.8	471.8	471.8	471.8					
其他非流动负债	209.9	209.9	209.9	209.9	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	5949.6	8719.0	10042.4	11602.4	每股收益(元)	0.55	0.95	1.20	1.50
少数股东权益	318.5	346.0	375.8	408.0	每股净资产(元)	4.97	5.53	6.19	7.02
	8617.9	9512.9	10647.3	12067.0	发行在外股份(百万股)	1732.8	1719.7	1719.7	1719.7
归属母公司股东权益					ROIC(%)	13.3%	16.0%	18.2%	20.2%
负债和股东权益	14886.0	18577.9	21065.5	24077.5	ROE(%)	11.0%	17.1%	19.4%	21.4%
					毛利率(%)	37.6%	37.5%	37.7%	37.5%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	12.9%	15.2%	15.7%	16.1%
经营活动现金流	1361.2	-165.4	1234.1	1586.5	资产负债率(%)	40.0%	46.9%	47.7%	48.2%
投资活动现金流	-1307.1	-366.0	-426.5	-541.0	收入增长率(%)	25.8%	45.3%	22.4%	22.1%
筹资活动现金流	1052.8	-420.6	-767.6	-1003.5	净利润增长率(%)	-18.4%	71.0%	26.7%	25.2%
现金净增加额	1103.1	-951.9	40.0	42.0	P/E	72.69	42.20	33.29	26.60
折旧和摊销	200.2	163.4	196.4	240.5	P/B	8.03	7.22	6.45	5.69
资本开支	-417.9	-366.0	-426.5	-541.0	EV/EBITDA	63.99	48.79	38.02	30.41
营运资本变动	-90.5	-1903.6	-970.6	-1179.3					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>