



智能系统等产品与集成业务为主。我们认为，工业自动化与智能电网均属电力设备领域的高景气方向，实际上也是公司电力电子主业的自然延伸（这些领域的高端市场同样是被西门子、ABB、施耐德等外资品牌占据），均能够与公司当前主业形成协同，如果顺利收购，公司优秀的研发与管理能力叠加高景气行业将助力公司进一步实现对外资品牌的进口替代。

**投资建议。**公司作为国内高端低压电器的领军企业，有望持续受益进口替代及配网建设提速。暂不考虑此次收购，预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.50、0.60 和 0.71 元，对应 PE 分别为 20/17/14 倍，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；地产增速下滑并持续低迷。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1452 | 1766  | 2179  | 2632  |
| (+/-%)    | 18%  | 22%   | 23%   | 21%   |
| 净利润(百万元)  | 210  | 264   | 315   | 375   |
| (+/-%)    | 30%  | 26%   | 19%   | 19%   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.40 | 0.50  | 0.60  | 0.71  |
| 市盈率(PE)   | 26   | 20    | 17    | 14    |

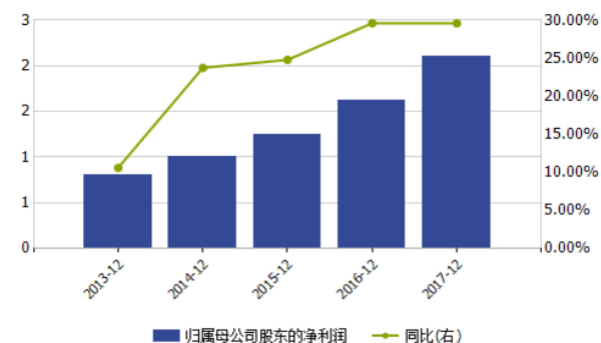
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：公司营业收入及增速



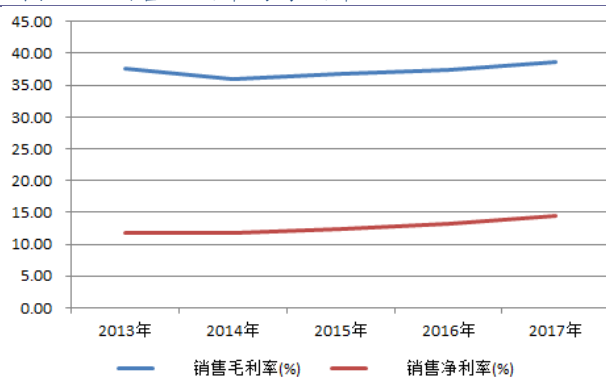
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：公司归母净利润及增速



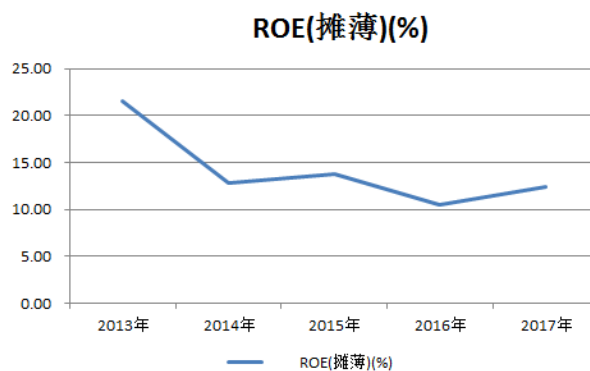
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：净资产收益率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

| 利润表        | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E | 财务指标        | 2016   | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 1226  | 1452  | 1766  | 2179  | 2632  | 成长性         |        |       |       |       |       |
| 减:营业成本     | 766   | 891   | 1084  | 1334  | 1604  | 营业收入增长率     | 21%    | 18%   | 22%   | 23%   | 21%   |
| 营业税费       | 7     | 7     | 9     | 11    | 13    | 营业利润增长率     | 22%    | 29%   | 28%   | 20%   | 20%   |
| 销售费用       | 148   | 182   | 211   | 266   | 322   | 净利润增长率      | 30%    | 30%   | 26%   | 19%   | 19%   |
| 管理费用       | 141   | 179   | 208   | 258   | 315   | EBITDA增长率   | 27%    | 30%   | 30%   | 20%   | 18%   |
| 财务费用       | (3)   | (0)   | (1)   | (1)   | (1)   | EBIT增长率     | 23%    | 31%   | 28%   | 20%   | 20%   |
| 资产减值损失     | 8     | (1)   | 0     | 0     | 0     | NOPLAT增长率   | 24%    | 33%   | 27%   | 20%   | 20%   |
| 加:公允价值变动收益 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资资本增长率     | 100%   | 15%   | -13%  | 8%    | 5%    |
| 投资和汇兑收益    | 12    | 25    | 25    | 25    | 25    | 净资产增长率      | 71%    | 9%    | 18%   | 16%   | 16%   |
| 营业利润       | 171   | 220   | 280   | 336   | 403   | 利润率         |        |       |       |       |       |
| 加:营业外净收支   | 20    | 24    | 27    | 29    | 32    | 毛利率         | 37%    | 39%   | 39%   | 39%   | 39%   |
| 利润总额       | 190   | 244   | 307   | 366   | 435   | 营业利润率       | 14%    | 15%   | 16%   | 15%   | 15%   |
| 减:所得税      | 28    | 34    | 43    | 51    | 61    | 净利率         | 13%    | 14%   | 15%   | 14%   | 14%   |
| 净利润        | 162   | 210   | 264   | 315   | 375   | EBITDA/营业收入 | 16%    | 17%   | 18%   | 18%   | 18%   |
| 资产负债表      | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E | EBIT/营业收入   | 14%    | 15%   | 16%   | 15%   | 15%   |
| 货币资金       | 196   | 126   | 658   | 981   | 1316  | 运营效率        |        |       |       |       |       |
| 交易性金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 固定资产周转天数    | 73     | 61    | 57    | 55    | 45    |
| 应收帐款       | 82    | 110   | 153   | 150   | 219   | 流动营业资本周转天数  | 150    | 210   | 173   | 142   | 137   |
| 应收票据       | 245   | 273   | 382   | 412   | 546   | 流动资产周转天数    | 304    | 334   | 335   | 358   | 372   |
| 预付帐款       | 1     | 1     | 2     | 1     | 3     | 应收帐款周转天数    | 24     | 24    | 27    | 25    | 25    |
| 存货         | 154   | 189   | 248   | 283   | 351   | 存货周转天数      | 46     | 42    | 44    | 44    | 43    |
| 其他流动资产     | 635   | 679   | 468   | 594   | 581   | 总资产周转天数     | 459    | 487   | 463   | 450   | 439   |
| 可供出售金融资产   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资资本周转天数    | 279    | 338   | 279   | 219   | 193   |
| 持有至到期投资    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资回报率       |        |       |       |       |       |
| 长期股权投资     | 4     | 0     | 0     | 0     | 0     | ROE         | 10.4%  | 12.4% | 13.3% | 13.6% | 14.0% |
| 投资性房地产     | 42    | 39    | 39    | 39    | 39    | ROA         | 8.6%   | 10.3% | 10.5% | 10.7% | 10.8% |
| 固定资产       | 244   | 245   | 314   | 349   | 314   | ROIC        | 22.5%  | 14.9% | 16.4% | 22.6% | 25.1% |
| 在建工程       | 181   | 225   | 113   | 23    | 0     | 费用率         |        |       |       |       |       |
| 无形资产       | 59    | 60    | 58    | 55    | 52    | 销售费用率       | 12.1%  | 12.6% | 12.0% | 12.2% | 12.2% |
| 其他非流动资产    |       |       |       |       |       | 管理费用率       | 11.5%  | 12.3% | 11.8% | 11.9% | 12.0% |
| 资产总额       | 1892  | 2034  | 2507  | 2946  | 3475  | 财务费用率       | -0.3%  | 0.0%  | -0.1% | 0.0%  | 0.0%  |
| 短期债务       | 0     | 0     | 28    | 27    | 26    | 三费/营业收入     | 23.3%  | 24.8% | 23.7% | 24.0% | 24.2% |
| 应付帐款       | 257   | 253   | 392   | 412   | 535   | 偿债能力        |        |       |       |       |       |
| 应付票据       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产负债率       | 17.9%  | 16.9% | 20.5% | 21.7% | 22.8% |
| 其他流动负债     |       |       |       |       |       | 负债权益比       | 21.8%  | 20.4% | 25.8% | 27.6% | 29.5% |
| 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 100   | 126   | 流动比率        | 3.89   | 4.07  | 3.80  | 4.55  | 4.57  |
| 其他非流动负债    |       |       |       |       |       | 速动比率        | 3.43   | 3.51  | 3.31  | 4.02  | 4.04  |
| 负债总额       | 338   | 344   | 514   | 638   | 793   | 利息保障倍数      | -48.73 | ##### | ##### | ##### | ##### |
| 少数股东权益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 分红指标        |        |       |       |       |       |
| 股本         | 259   | 524   | 524   | 524   | 524   | DPS(元)      | 0.20   | -     | -     | -     | -     |
| 留存收益       | 1308  | 1205  | 1469  | 1784  | 2158  | 分红比率        | 63.8%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 股东权益       | 1553  | 1689  | 1993  | 2308  | 2683  | 股息收益率       | 1.9%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 现金流量表      | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E | 业绩和估值指标     | 2016   | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润        | 162   | 210   | 264   | 315   | 375   | EPS(元)      | 0.31   | 0.40  | 0.50  | 0.60  | 0.71  |
| 加:折旧和摊销    | 37    | 43    | 47    | 58    | 60    | BVPS(元)     | 2.96   | 3.22  | 3.80  | 4.40  | 5.12  |
| 资产减值准备     | 8     | (1)   | 0     | 0     | 0     | PE(X)       | 33     | 26    | 20    | 17    | 14    |
| 公允价值变动损失   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | PB(X)       | 3      | 3     | 3     | 2     | 2     |
| 财务费用       | (1)   | 1     | (1)   | (1)   | (1)   | P/FCF       | (11)   | 371   | 11    | 18    | 16    |
| 投资收益       | (12)  | (25)  | (25)  | (25)  | (25)  | P/S         | 4      | 4     | 3     | 2     | 2     |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA   | 33     | 25    | 14    | 11    | 9     |
| 营运资金的变动    | (519) | (112) | 154   | (149) | (125) | CAGR(%)     | 24.7%  | 21.3% | 28.3% | 24.7% | 21.3% |
| 经营活动产生现金   | 222   | 171   | 439   | 198   | 285   | PEG         | 1.4    | 1.2   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 投资活动产生现金   | (676) | (177) | 25    | 25    | 25    | ROIC/WACC   | 2.0    | 1.3   | 1.4   | 2.0   | 2.2   |
| 融资活动产生现金   | 430   | (64)  | 69    | 100   | 26    | REP         | 2.6    | 3.3   | 2.5   | 1.6   | 1.3   |

资料来源: WIND, 太平洋证券



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
| 内，行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；  
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；

## 销 售 团 队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                      |
|---------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com        |
| 北京销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com        |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com          |
| 北京销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com      |
| 北京销售    | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com        |
| 上海销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com      |
| 上海销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com       |
| 上海销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com       |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com       |
| 广深销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com        |
| 广深销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com          |
| 广深销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhaf@tpyzq.com          |
| 广深销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com       |
| 广深销售    | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com         |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。