汇川技术(300124)/电气自动化设备

工控龙头强者恒强，新能源动力总成渐入收获期

评级：买入(维持)

市场价格：

分析师：邹玲玲

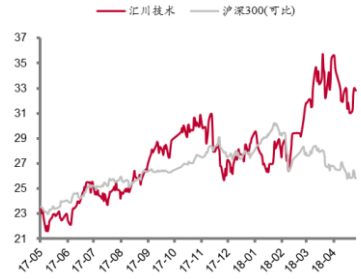
执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1664
流通股本(百万股)	1228
市价(元)	32.82
市值(百万元)	54618
流通市值(百万元)	40291

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 业绩快报符合预期，工控业务望持续高增

2 业绩符合预期，工控高增，新能源汽车业务放量

3 工控持续景气增速放缓，新能源汽车业务厚积薄发

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,660.05	4,777.30	6,171.77	8,110.89	10,620.16
增长率 yoy%	32.11%	30.53%	29.19%	31.42%	30.94%
净利润	931.8	1,060.0	1,215.0	1,674.8	2,097.4
增长率 yoy%	15.14%	13.76%	14.62%	37.85%	25.23%
每股收益（元）	0.56	0.64	0.73	1.00	1.26
每股现金流量	0.25	0.30	0.41	0.24	1.22
净资产收益率	19.76%	19.54%	18.50%	22.52%	24.59%
P/E	58.6	51.5	45.1	32.7	26.1
PEG	2.8	2.0	3.1	1.6	1.0
P/B	11.6	10.1	8.3	7.4	6.4

备注：

投资要点

- **事件：1）公司发布 2017 年年报**，实现营收 47.77 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润为 10.60 亿元，同比增长 13.76%，扣非归母净利润 9.27 亿元，同比增加 8.24%；综合毛利率 45.12%，同比下滑 3 个百分点。**三项费用上，**销售/管理分别为 4.41/8.47 亿元，同比+44.06%/+44.99%，相应费率为 9.23%/17.73%，同比变动 0.86/1.77 个 pct；其中研发费用 5.92 亿，同比增加 53.69%。**2）公司发布 2018 年一季报，**实现营收 9.75 亿元，同比增长 24.73%；归母净利润为 1.96 亿元，同比增长 13.94%，扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增加 21.94%。**3）公司 2018 年度经营目标：**销售收入同比增长 20%-40%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 10%-30%。

- **工控超预期增长，未来有望保持稳定。**自 2016 年下半年以来年，工控行业在制造业升级及设备更新替代周期下持续复苏。据工控网，2017 年中国工业自动化市场规模同比增长 16.5%。长期来看“产业升级+工程师红利+国产替代”将从内生驱动工业自动化稳定发展。公司在 2018 年公司战略中提出，将坚持聚焦“一轴一网一生态”战略，打造“小业务、强平台”的核心能力，坚持技术营销+行业营销+进口替代”的经营策略。该策略在 2017 年效果显著。在其构建的平台下，公司逐渐从部件销售转向提供机电液一体化解决方案。2017 年工控景气度回升下，公司的竞争优势充分体现，工控业务超预期增长，变频器及伺服产品已经处于行业领先地位，**市占率逐步提升。具体分业务来看：**

  1）2017 年，公司通用自动化（通用变频器、伺服系统、PLC&HMI 等）通过聚焦行业与大客户，实现收入约 19.7 亿元，同比 78%高增长。经过我们测算，通用变频器实现收入约 11 亿元（同比+59%），通用伺服 6.9 亿元（同比+117%左右），PLC&HMI 实现约 1.66 亿元。通过采取“行业营销+技术营销+品牌营销”策略下，公司通用自动化业务在下游 3C 制造、印刷&包装、纺织、机床、起重、空压机、冶金、化工等行业出现快速增长，其中部分产品还引领行业技术发展。

  2）“电梯一体化”17 年增速 16%，18 年 Q1 订单下滑，预计 Q2 将回暖。2017 年实现营收 11.21 亿元，同比增长 16%，实现高增长的原因，一方面是国内房地产市场景气，另一方面，公司突破国际大客户开拓增量市场；行业线上针对不同细分市场（别墅梯、旧楼加装电梯、自动扶梯、轿顶一体化等）提供竞争力的解决方案，市占率不断提升。2018 年 Q1，公司电梯一体化业务一季度订单受房地产行业影响，有所下滑，但二季度订单有望出现好转。

  3）专用伺服上，除了注塑机伺服外，公司积极拓展至油压机行业并实现批量销售。2017 年，电液伺服事业部+伊士通团队合计完成销售收入 4.82 亿元，同比增长 22%。

  4）工业机器人增长加速。公司凭借对下游行业的深刻理解与“核心部件+整机+工艺”的竞争优势，在手机制造业等领域实现批量供应，实现 8300 万收入。

- **新能源汽车动力总成系统战略持续推进，乘用车实现零突破，18 年贡献主力**

仍为物流车领域。2017 年，新能源汽车业务实现 9.14 亿元，同比增长 8%，主要系新能源汽车客车平稳，在补贴退坡及竞争加剧情况下，产品价格下跌导致客车业务下滑。在物流车领域，公司通过提供物流车特定车型的动力总成解决方案，同时凭借产品性能，2017 年销量达 3 万台，市占率达 20%。从其年度经营计划来看，2018 年物流车将是重要的增长来源。在乘用车领域，公司已开始为部分车型批量供货，完成多家客户定点，2018 年公司将持续完成三合一动力总成产品的 B 样开发，并争取定点 2 家以上战略客户。在双积分制度下，国内外新能源乘用车车型有望在 2019 年陆续投放，我们认为，公司在乘用车动力总成业务上，有望在 2019 年逐步进入收获期。

- **轨交成功实现异地扩张。**2017 年公司轨交实现收入 1 亿元，同比下滑 56%，主要系地铁项目建设周期和收入确认的原因。公司轨交业务突破地域限制，实现宁波、贵州的轨交订单突破，截止 2018.3.31，公司存量订单合计 6.36 亿元，若考虑中标苏州 5 号轨交项目（4.2 亿，中标候选人），当前在手订单合计或超过 13 亿元。根据项目的交付日期，我们预计 2018 年将有部分轨交项目进入交付期。
- **研发持续大力投入，导致管理费用率较高。**公司连续几年持续加大在新能源乘用车领域研发投入，截止 2017 年底，公司研发人数 1697 人，相较于 2016 年新增 407 人，研发投入 5.92 亿，同比增长，53.77%，研发占比营收 12.39%（2016 年 3.85 亿，占比 10.53%），预计在未来 1-2 年研发投入仍会保持较高水平，从而使得公司管理费用率将维持较快增长。
- **投资建议：**公司管理层优异，以“小业务—强平台—大公司”成长模式，成为工控领军，未来将受益智能制造升级。公司立足“为客户提供机电一体化解决方案”，战略上大力布局新能源汽车动力总成，我们认为公司凭借其研发、服务、制造等本土化优势，有能力在乘用车电控领域及动力总成领域成为行业领军者。预计 2018-2020 年分别实现归母净利润 12.15/16.75/20.97 亿元，同比增长 14.62%/37.85%/25.23%，对应 PE 分别为 45/33/26 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、新能源汽车业务拓展不及预期、房地产市场下滑、行业竞争加剧、制造业产业升级不及预期；

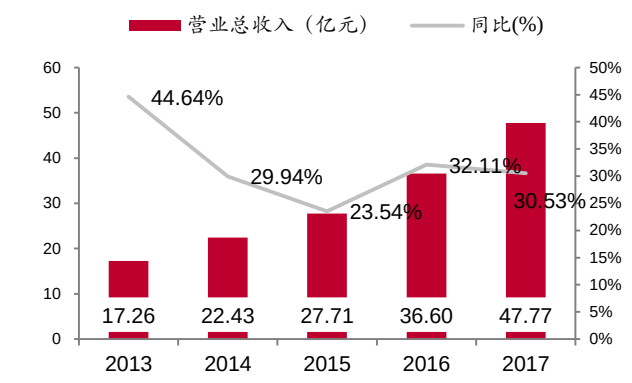
2017 年工控超预期增长

- **公司发布 2017 年年报**，实现营收 47.77 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润为 10.60 亿元，同比增长 13.76%，扣非归母净利润 9.27 亿元，同比增加 8.24%；综合毛利率 45.12%，同比下滑 3 个百分点。三项费用方面：销售/管理/财务费用分别为 4.41/8.47/-0.26 亿元，同比变动 44.06%/44.99%/-208.9%，相应费率为 9.23%/17.73%/-0.55%，同比变动 0.86/1.77/-0.32 个 pct，其中，管理费用中，研发费用 5.92 亿，同比增加 53.69%，以及 0.53 亿股权激励费用，使得管理费用增速高于营收。分行业看，工业自动化及工业机器人，实现营收 37.6 亿，同比高增长 46.13%；新能源及轨交实现营收 10.16 亿，同比下滑 6.43%。

  2）公司发布 2018 年一季报，实现营收 9.75 亿元，同比增长 24.73%；归母净利润为 1.96 亿元，同比增长 13.94%，扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增加 21.94%。其中电梯订单受到房地产影响，订单略有下滑，预计 Q2 将回升；其余工业自动化板块特别是通用自动化保持较好增速。

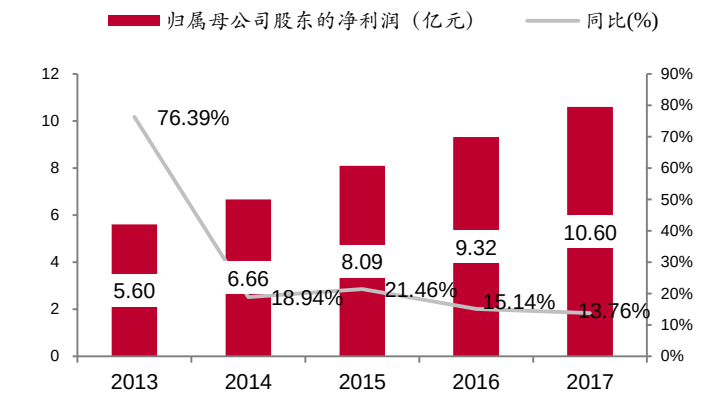
  3）公司提出 2018 年度经营目标：销售收入同比增长 20%-40%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 10%-30%。

图表 1：营业收入及同比增速（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：归母净利润及同比增速（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2017 年工控超预期增长，未来有望保持稳定。**自 2016 年下半年以来年，工控行业在制造业升级及设备更新替代周期下持续复苏。据工控网，2017 年中国工业自动化市场规模同比增长 16.5%，其中变频器类产品同比增长 13%左右，PLC&HMI 产品同比增长超过 20%，运动控制类产品同比增长超过 25%。长期来看“产业升级+工程师红利+国产替代”将从内生驱动工业自动化稳定发展；

- **“小业务，强平台”构筑核心竞争力。**公司在 2018 年的公司战略中提出，将持续坚持聚焦“一轴一网一生态”战略，打造“小业务、强平台”的核心能力，以电力电子技术、电机驱动与控制技术、工业网络技术为立足点，坚持技术营销、行业营销及进口替代的经营策略。该策略在 2017

年效果显著。在其构建的平台下，汇川从部件销售转向机电液一体化解决方案，凭借其对下游客户需求的快速响应，能为客户提供有效提供集成化产品、行业解决方案，实现进口替代。在 2017 年工控景气度回升下，工控业务超预期增长，公司的竞争优势充分体现，变频器及伺服产品已经处于行业领先地位，市占率逐渐提升。

■ **公司作为国内工控领域领军，工业自动化业务超越行业增速。具体分业务来看（详见下图表）：**

1）**2017 年，公司通用自动化**（通用变频器、伺服系统、PLC&HMI 等）通过聚焦行业与大客户，发挥“工控+工艺”优势等，实现收入约 19.7 亿元，同比 78%高增长。经过我们测算，通用变频器实现收入约 11 亿元（同比+59%），通用伺服 6.9 亿元（同比+117%左右），PLC&HMI 实现约 1.66 亿元。在“小业务+强平台”发展模式下，采取“行业营销+技术营销+品牌营销”策略下，通用自动化业务在下游 3C 制造、印刷&包装、纺织、机床、起重、空压机、冶金、化工等行业出现快速增长，其中部分产品还引领行业技术发展。

2）**“电梯一体化”2017 年增长 16%，市占率提升，2018 年 Q1 订单回落，预计 Q2 将有所好转。**2017 年实现营收 11.21 亿元，同比增长 16%。实现高增长，一方面是国内房地产市场景气，另一方面，公司突破国际大客户开拓增量市场；行业线上针对不同细分市场（别墅梯、旧楼加装电梯、自动扶梯、轿顶一体化等）提供竞争力的解决方案，市占率不断提升。2018 年 Q1，公司电梯一体化业务一季度订单受房地产行业影响，有所下滑，但二季度订单有望出现好转。

3）**专用伺服上，**除了注塑机伺服外，公司积极拓展至油压机行业并实现批量销售。2017 年，电液伺服事业部+伊士通团队合计完成销售收入 4.82 亿元，同比增长 22%。

4）**工业机器人增长加速。**公司凭借对下游行业的深刻理解与“核心部件+整机+工艺”的竞争优势，在手机制造业等领域实现批量供应，实现 8300 万收入。

图表 3：公司分业务营收及同比、环比增速

分产品（亿元）	2017H1	同比增长	2017H2	同比增长	环比
变频器类	99,977.33	40.71%	122,940.00	28.87%	22.97%
伺服系统	45,864.71	92.92%	47,549.00	80.19%	3.67%
新能源产品	21,695.22	-38.24%	79,972.00	8.77%	268.62%
可编程逻辑控制器	9,244.19	92.82%	11,603.00	98.99%	25.52%
传感器类	2,112.95	58.53%	2,407.00	12.37%	13.92%
其他主营业务	14,806.58	42.40%	19,556.00	20.43%	32.08%

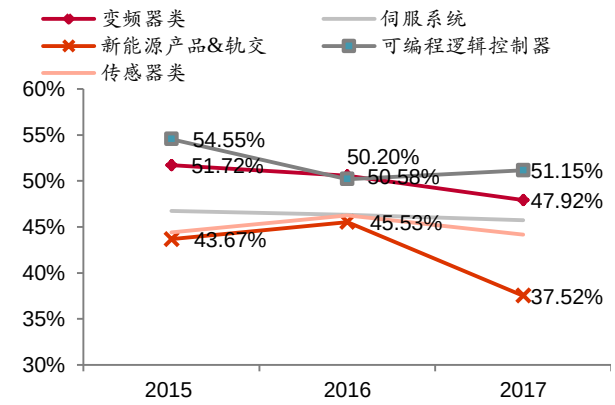
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：公司历年分产品营收及同比/环比增速（分季度/半年度对比）

产品（亿元）	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	Q4 同比	Q4 环比	2017 年	2017 年同比
通用自动化(1+2+3)	3.81	5.40	4.52	5.92	133.00%	30.9%	19.65	78.0%
1)通用变频器	2.15	2.85	2.40	3.68	308.89%	53.3%	11.08	59.2%
2)通用伺服	1.33	2.07	1.74	1.77	14.18	0.02	6.91	117.20%
3)PLC&HMI 等	0.33	0.48	0.38	0.47	-81.7%	24.0%	1.66	1.85
电梯一体化业务	1.93	3.07	3.14	3.07	20.4%	-2.2%	11.21	0.16
电液伺服(电液事业部+伊士通)	0.93	1.38	1.19	1.32	-66.1%	10.9%	4.82	0.22
新能源汽车	0.44	1.02	2.27	5.41	475.5%	138.3%	9.14	0.08
轨道交通	0.46	0.23	0.12	0.19	-94.7%	58.3%	1.00	(0.56)
工业机器人							0.83	184%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：2017 年分业务毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：公司历年及 2017H2 毛利率及同比变动表

报表类型	2017H2	环比变动 pct	同比变动 pct	2017	同比变动 pct
变频器类	47.51%	-0.92%	-4.71%	47.92%	-2.66%
伺服系统	44.02%	-3.46%	-5.26%	45.72%	-0.61%
新能源产品	39.85%	10.93%	-10.94%	37.52%	-8.01%
可编程逻辑控制器	50.65%	-1.12%	4.51%	51.15%	0.95%
传感器类	43.71%	-0.97%	-7.58%	44.16%	-2.11%
其他主营业务	44.58%	0.84%	-4.88%	44.22%	-1.81%

来源：公司公告，中泰证券研究所

新能源乘用车动力总成持续推进

- **新能源汽车动力总成系统战略持续推进，乘用车实现零突破，18 年贡献主力仍为物流车领域。**2017 年，新能源汽车业务实现 9.14 亿元，同比增长 8%，主要系新能源汽车客车平稳，在补贴退坡及竞争加剧情况下，产品价格下跌导致客车业务下滑。在物流车领域，公司通过提供物流车特定车型的动力总成解决方案，同时凭借产品性能，2017 年销量达 3 万台，市占率达 20%。从其年度经营计划来看，2018 年物流车将是重要的增长来源。在乘用车领域，公司已开始为部分车型批量供货，完成多家客户定点，从 2018 年经营规划来看，公司将持续完成三合一动力总成产品的 B 样开发，并争取定点 2 家以上战略客户。在双积分制度下，国内外新能源乘用车车型有望在 2019 年陆续投放，我们认为，公司在乘用车动力总成业务上，有望在 2019 年逐步进入收获期。

轨交成功实现异地扩张。

■ 2017 年公司轨交实现收入 1 亿元，同比下滑 56%，主要系地铁项目建设周期和收入确认的原因。公司轨交业务突破地域限制，成功中标贵阳、宁波轨交订单，截止 2018.3.31，公司存量订单合计 6.36 亿元（其中包括 Q1 签订合同的宁波轨交项目 1.23 亿元），其中报告期，公司签署宁波轨交（1.23 亿元）合同，中标贵阳轨交 2 号线（2.55 亿），苏州轨交 5 号线等项目（4.2 亿，中标候选人排名第一），若考虑中标苏州 5 号轨交项目，当前在手订单合计或超过 13 亿元。根据项目的交付日期，我们预计 2018 年将有部分轨交项目（如苏州 3 号轨交项目）进入交付期。

图表 7：江苏经纬在手订单及新增订单（亿元）

报告期（亿元）	公告日期	期初订单	新增订单	已确认	存量订单
截止 2017 年底		6.10	0.20	1.17	5.13
宁波市轨道交通 4 号线及 2 号线二期工程车辆牵引系统采购项目Ⅱ标段	2018.3.9（合同签订）		1.23		
截止 2018 年 Q1		5.13	1.36	0.13	6.36
贵阳市轨道交通	2018.3.28（中标）		2.55		
苏州市轨道交通 5 号线工程车辆牵引系统采购项目	2018.2.18 中标候选人位列第一		4.20		
当前总计（考虑苏州轨交 5 号）					13.10

来源：公司公告，中泰证券研究所

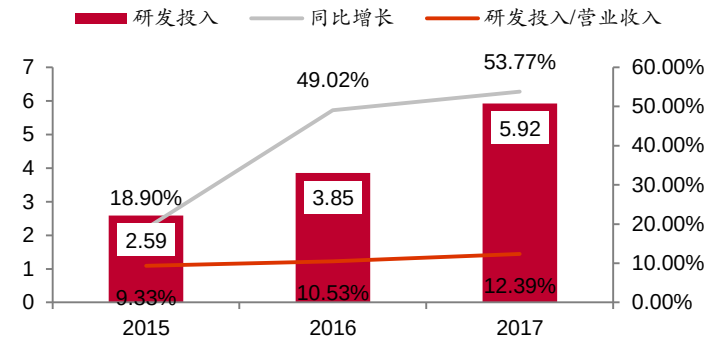
图表 8：江苏经纬订单明细（亿元）

中标日/合同签订	项目名称	预计中标金额(亿元)	项目交付期限
2018.3.14	贵阳市轨道交通 2 号线一期工程及二期工程车辆牵引系统采购项目	2.55	一期：2018 年 12 月至 2020 年 2 月 二期：待定
2018.3.9（合同签订）	宁波市轨道交通 4 号线及 2 号线二期工程车辆牵引系统采购项目Ⅱ标段	1.229	预计大部分收入将在 2018 年至 2019 年分期进行确认
2018.2.18（中标候选人）	苏州市轨道交通 5 号线工程车辆牵引系统采购项目	4.20	2019 年 11 月至 2021 年 6 月
2017.10.30（中标）	宁波市轨道交通 4 号线及 2 号线二期工程车辆牵引系统采购项目Ⅱ标段	1.23	2018 年 6 月至 2019 年 12 月
2016.5.3	佛山市南海区现代有轨电车项目	逾 0.8 亿元	
2015.12.28	苏州市轨道交通 3 号线工程车辆牵引系统采购项目	4.26	2017 年-2019 年分批交付

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **研发持续大力投入。**公司连续几年持续加大研发投入，截止 2017 年底，公司研发人数 1697 人，相较于 2016 年新增 407 人，研发投入 5.92 亿，同比增长，53.77%，研发占比营收 12.39%（2016 年 3.85 亿，占比 10.53%）。

图表 9：研发投入及占比（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **投资建议:** 公司管理层优异，以“小业务—强平台—大公司”成长模式，成为工控领军，未来将受益智能制造升级。公司立足“为客户提供机电一体化解决方案”，战略上大力布局新能源汽车动力总成，我们认为公司凭借其研发、服务、制造等本土化优势，有能力在乘用车电控领域及动力总成领域成为行业领军者。预计 2018-2020 年分别实现归母净利润 12.15/16.75/20.97 亿元，同比增长 14.62%/37.85%/25.23%，对应 PE 分别为 45/33/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、新能源汽车业务拓展不及预期、房地产市场下滑、行业竞争加剧、制造业产业升级不及预期;

图表：公司盈利预测（百万元，股价日期截止 2018 年 4 月 27 日）

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**3,660.0**	**4,777.3**	**6,171.8**	**8,110.9**	**10,620.2**
减:营业成本	1,899.0	2,621.9	3,444.0	4,559.4	5,976.7
营业税费	37.3	45.9	61.1	79.1	104.4
销售费用	306.2	441.2	568.4	742.8	963.6
管理费用	584.3	847.2	1,103.1	1,361.2	1,822.4
财务费用	-8.4	-26.0	-17.7	71.1	155.7
资产减值损失	39.6	57.5	41.7	46.3	48.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	1.5	1.0
投资和汇兑收益	30.1	75.1	60.0	67.6	63.8
营业利润	**832.1**	**1,184.6**	**995.8**	**1,462.2**	**1,925.1**
加:营业外净收支	211.6	17.6	328.5	348.5	348.5
利润总额	**1,043.6**	**1,202.3**	**1,324.3**	**1,810.7**	**2,273.6**
减:所得税	63.5	110.9	75.6	87.6	113.5
净利润	**931.8**	**1,060.0**	**1,215.0**	**1,674.8**	**2,097.4**
资产负债表	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
货币资金	1,707.8	2,411.4	3,085.9	4,055.4	5,310.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,169.8	1,457.6	1,834.0	2,491.8	3,231.2
应收票据	966.8	1,484.7	1,086.9	2,247.6	2,059.5
预付帐款	27.9	55.2	40.6	95.0	77.0
存货	751.0	1,031.2	1,342.9	1,778.2	2,327.5
其他流动资产	1,766.9	633.2	1,200.0	916.6	1,058.3
可供出售金融资产	14.5	29.0	29.0	29.0	29.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	203.3	271.7	271.7	271.7	271.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	638.0	705.6	658.9	923.0	1,173.1
在建工程	8.4	83.5	545.9	439.2	236.4
无形资产	287.8	299.8	275.0	249.1	222.1
其他非流动资产	431.5	584.3	511.6	506.5	532.8
资产总额	**7,973.9**	**9,047.1**	**10,882.4**	**14,003.1**	**16,528.6**
短期债务	115.1	208.0	705.7	2,373.0	2,922.2
应付帐款	1,345.7	1,491.0	1,546.1	1,480.6	2,062.0
应付票据	474.3	793.2	852.3	1,338.9	1,525.1
其他流动负债	920.5	664.1	758.7	1,008.0	987.5
长期借款	11.0	-	-	-	-
其他非流动负债	125.0	165.3	119.7	0.5	95.2
负债总额	**2,991.6**	**3,321.6**	**3,982.6**	**6,201.0**	**7,592.0**
少数股东权益	**266.5**	**299.2**	**333.0**	**364.3**	**408.2**
股本	1,659.9	1,664.1	1,669.4	1,669.4	1,669.4
留存收益	3,574.3	4,265.8	4,897.6	5,768.5	6,859.1
股东权益	**4,982.3**	**5,725.5**	**6,899.9**	**7,802.1**	**8,936.7**
现金流量表	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
净利润	980.2	1,091.4	1,215.0	1,674.8	2,097.4
加:折旧和摊销	91.6	106.0	103.5	143.4	186.1
资产减值准备	39.6	57.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	1.5	1.0
财务费用	-30.0	-23.6	-17.7	71.1	155.7
投资收益	-30.1	-75.1	-60.0	-67.6	-63.8
少数股东损益	48.3	31.3	33.7	48.2	62.6
营运资金的变动	-480.2	-45.4	-593.6	-1,469.1	-409.1
经营活动产生现金	**420.3**	**491.7**	**681.0**	**402.4**	**2,029.9**
投资活动产生现金	**-400.2**	**-369.7**	**-434.4**	**-208.8**	**-143.6**
融资活动产生现金	**695.0**	**-762.2**	**427.9**	**776.0**	**-631.7**

财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	32.1%	30.5%	29.2%	31.4%	30.9%
营业利润增长率	14.8%	42.4%	-15.9%	46.8%	31.7%
净利润增长率	15.1%	13.8%	14.6%	37.8%	25.2%
EBITDA增长率	25.5%	3.3%	18.6%	37.4%	27.4%
EBIT增长率	21.2%	1.8%	20.8%	37.3%	27.2%
NOPLAT增长率	23.5%	36.0%	-11.7%	57.4%	35.3%
投资资本增长率	21.9%	-1.1%	32.8%	37.4%	6.8%
净资产增长率	16.1%	14.9%	20.5%	13.1%	14.5%
利润率					
毛利率	48.1%	45.1%	44.2%	43.8%	43.7%
营业利润率	22.7%	24.8%	16.1%	18.0%	18.1%
净利润率	25.5%	22.2%	19.7%	20.6%	19.7%
EBITDA/营业收入	24.9%	19.7%	18.1%	18.9%	18.4%
EBIT/营业收入	22.5%	17.6%	16.4%	17.2%	16.7%
运营效率					
固定资产周转天数	61	51	40	35	36
流动营业资本周转天数	179	138	119	134	134
流动资产周转天数	544	507	457	448	435
应收帐款周转天数	98	99	96	96	97
存货周转天数	65	67	69	69	70
总资产周转天数	685	641	581	552	517
投资资本周转天数	293	245	219	226	207
投资回报率					
ROE	19.8%	19.5%	18.5%	22.5%	24.6%
ROA	12.3%	12.1%	11.5%	12.3%	13.1%
ROIC	28.9%	32.2%	28.7%	34.1%	33.6%
费用率					
销售费用率	8.4%	9.2%	9.2%	9.2%	9.1%
管理费用率	16.0%	17.7%	17.9%	16.8%	17.2%
财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.3%	0.9%	1.5%
三费/营业收入	24.1%	26.4%	26.8%	26.8%	27.7%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	36.7%	36.6%	44.3%	45.9%
负债权益比	60.0%	58.0%	57.7%	79.5%	85.0%
流动比率	2.24	2.24	2.22	1.87	1.88
速动比率	1.97	1.91	1.88	1.58	1.57
利息保障倍数	-97.52	-32.20	-57.32	19.58	11.36
分红指标					
DPS(元)	0.28	-	0.35	0.48	0.60
分红比率	49.1%	0.0%	48.0%	48.0%	48.0%
股息收益率	0.8%	0.0%	1.1%	1.5%	1.8%
业绩和估值指标	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
EPS(元)	0.56	0.64	0.73	1.00	1.26
BVPS(元)	2.83	3.26	3.93	4.46	5.11
PE(X)	58.6	51.5	45.1	32.7	26.1
PB(X)	11.6	10.1	8.3	7.4	6.4
P/FCF	119.3	46.0	85.3	31.5	24.4
P/S	14.9	11.4	8.9	6.8	5.2
EV/EBITDA	35.4	48.9	47.0	34.7	26.9
CAGR(%)	20.7%	25.6%	14.4%	20.7%	25.6%
PEG	2.8	2.0	3.1	1.6	1.0
ROIC/WACC	2.8	3.1	2.7	3.3	3.2
REP	3.6	4.6	4.5	2.8	2.6

来源：wind，中泰证券研究所

备注：由于该财务模型尚未根据最新的会计准则调整，此模型将与政府相关的补助、增值税退税等计入营业外收入中，特此说明。

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。