

## 智能制造持续发力，汽车电子硕果累累 买入 (维持)

2018年04月27日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001  
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 张月

021-60199586

zhangyue@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,777	6,562	8,783	12,436
同比 (%)	30.5%	37.4%	33.8%	41.6%
净利润 (百万元)	1060	1327	1696	2221
同比 (%)	13.8%	25.2%	27.8%	30.9%
每股收益 (元/股)	0.64	0.80	1.02	1.33
P/E (倍)	51.55	41.15	32.20	24.59

### 投资要点

■ 公司 2017 年收入增长 30.53%，净利润增长 13.76%；2018Q1 收入增长 24.73%，净利润增长 13.94%；2018 年经营目标收入增长 20-40%，净利润增长 10-30%。公司发布 2017 年年报及一季报，报告期内公司实现营业收入 47.77 亿元，同比增长 30.53%；实现归属母公司净利润 10.6 亿元，同比增长 13.76%。对应 EPS 为 0.64 元。其中第 4 季度，实现营业收入 16.48 亿元，同比增长 36.53%，环比增长 38.16%；实现归属母公司净利润 3.37 亿元，同比增长 38.48%，环比增长 14.39%。4 季度对应 EPS 为 0.2 元。公司 2018Q1 收入 9.75 亿，同比增长 24.73%，归母净利润 1.96 亿，同比增长 13.94%，符合此前收入 20-30%、利润 5-25% 的预告范围；从扣非净利润角度来看，公司 2018Q1 扣非净利润 1.81 亿，同比实现 21.94% 的较好增长。此外，公司公布 2018 年经营目标，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%。

■ 工控超越制造，龙头超越周期，公司通用自动化业务 17 年实现 78% 高增长，我们预计 18 年有 50% 左右增长、2020 年有望超 50 亿体量。

◆ 工控行业迎高质量长周期复苏。2017 年中国自动化产品市场规模 1188 亿元，同比增长 16.9%，是 2011 年以来增速最高的一年；其中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%。我们认为工控行业将持续向好，一是因为政策大力支持，二是越来越多的专业化、自动化、信息化要求催化智能制造需求，三是人口红利消失与中国工程师红利夹击，我们预计未来 3 年工控行业将保持接近 10% 的增长。

◆ 公司通用自动化 17 年营收约 20 亿，同比增长 78%；我们预计 2018Q1 增长 40%、全年增长 50% 左右。公司在核心部件方面拥有行业领先的硬实力，通用变频器部分领域已经做到行业第一，17 年在项目型市场有替代西门子 ABB 的突破性成果，在冶金市场变频器销售过亿，在鞍钢替代西门子的轧钢线已经有 2-3 条，成功中标中海油海洋钻机模块电控系统变频器部分、实现中国制造第一次在海洋深井钻机模块的应用，市占率站三争一，2017 年通用变频器类产量 53 万套，预计营收增长 50% 以上，达到 10 亿左右规模，我们预计公司通用变频业务有望 2020 年达 20 亿左右的规模；伺服通过

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	32.82
一年最低/最高价	20.81/36.49
市净率(倍)	9.56
流通 A 股市值(百万元)	40290.88

### 基础数据

每股净资产(元)	3.43
资产负债率(%)	34.52
总股本(百万股)	1664.16
流通 A 股(百万股)	1227.63

### 相关研究

- 1、《工控持续景气，电控渐进佳境》2018-04-11
- 2、《轨交有望再填订单，稳住苏州走向全国》2018-03-14
- 3、《全年业绩符合预期，四季度增长提速，全年受益于智能制造、电动车浪潮》2018-02-27

国际专家持续突破，2017 年底推出全新 SV820N 系列伺服紧抓下游，2017 年产量 42 万套，我们预计实现收入 7 亿左右，同比增长 120% 以上，我们预计未来 3 年将保持 50% 以上的复合增速、体量赶超通用变频器，持续提升市占率；PLC+HMI 类采用倍福 EtherCAT 协议用性强，推进解决方案营销，整体跟随通用自动化板块发展，我们预计 2017 年实现收入 2 亿左右，同比增长高达 96%，未来将跟随通用自动化业务增长。

- ◆ **整体而言，公司 2017 年通用自动化事业部营收约达 20 亿，实现了 78% 的高增长。**2018 年一季度，公司订单增长 30%，我们预计通用自动化业务收入在 40% 左右增长，并且公司一季度整体存货增长 46% 高于收入增速，公司二季度将确认部分 3 月份订单；全年来看，公司产业链营销不断深化，产品实力逐步被认可，进口替代不断突破，我们预计公司通用自动化板块 2018 年有望实现 50% 左右的增长，到 2020 年超过 50 亿体量。

图表 1: 公司历史订单

订单	2017Q1	2017Q2	2017Q1-2	2017Q1-4	2018Q1
智能装备&机器人	8.9	11.4	20.4	45.6	11.6
yoy	60%	35%	45%	43%	30%
新能源&轨道交通	0.4	3.0	3.5	13.3	2.4
yoy	-55%	-61%	-60%	-20%	449%
合计	9.4	14.5	23.8	58.8	14.0
yoy	43%	-10%	5%	22%	50%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **智能制造“三步走”战略开启成长天花板，目前第二步工业机器人 2017 年收入同增 184% 已迎爆发元年，未来第三步软件布局值得期待。**
  - ◆ **公司在智能制造领域策略稳健，正在成为产业推进者。**公司智能制造推行“三步走”战略，第一步为产品+解决方案、也就是目前的通用自动化业务，第二步为产品+解决方案+工业机器人，第三步为产品+解决方案+工业机器人+软件，一步一步开启业务天花板。目前，公司已成立智能制造中心，并即将推出《智能制造白皮书》，汇川正在成为中国智能制造的产业真正的推进者。
  - ◆ **公司 2017 年工业机器人同增 184%，我们预计 2018 年订单将达 4-5 亿、收入两倍以上增长。**工业机器人是公司智能制造第二步，公司将工业机器人单独设立为一个事业部管理，定位为体量大、增速最高的泛 3C 行业，主攻 SCARA、六关节，与外资巨头差异化竞争，2017 年工业机器人、南京汇川、上海莱恩合计收入 0.83 亿、同比增长 184% 超预期，2018 年我们预计出货量有望实现 4000-5000 台，订单有望实现 4-5 亿，收入将实现两倍以上增长，与公司通用自动化协同作用逐步加强，未来有望达十几亿收入体量。
  - ◆ **软件布局未来值得期待。**公司早在电梯物联网就积累了十万用户，在为客户提供设备与解决方案时早已留好扩展接口，目前打造的 Uweb 已有丰富的设备积累。

- **汽车电子收入同增 8%，我们预计 18Q1 有望翻番增长，全年有望实现 30% 左右的增速。**1-3 月全国电动车销量 14.3 万台，同比增长 154%，其中 3 月销量 6.8 万辆，同比增长 117%，环比增长 97%，上半年抢装行情火爆，下半年高端乘用车升级、新车型上市时间或超预期，全年电动车持续高景气。2017 年，公司在新能源汽车领域累计销售电机控制器超过 18 万台，正在逐步成长为世界级电控企业。
- ◆ **客车深化宇通战略合作，17 年略有下降，我们预计 18Q1 跟随宇通翻番增长，全年保持平稳。**公司客车电控营收占汽车电子 60% 左右，其灯塔客户宇通 2017 年四个季度产量分别为 500/2674/6186/16020 辆，同比变化分别为 -37%/56%/+9%/+12%，公司业绩跟随宇通，整体发货数量保持平稳，但由于价格下滑，导致该业务收入出现下降。2018 年，宇通客车 18Q1 排产量 3000 辆同比增长 200%，全年目标预计 2.7 万辆左右同比小幅增长，另外公司产品在珠海银隆、南京金龙等辅控也有所放量，因此我们预计公司客车电控营收 2018Q1 随宇通排产量一样有望翻倍以上的增长，2018Q2 量上由于去年低基数仍将有较高增速，而由于逐步执行新价格，Q2 单价将有一定下降，收入整体全年将相对平稳。
- ◆ **物流车 17 年超预期，18 年下半年有望放量，全年有望继续贡献汽车电子最大增量。**公司物流车电控营收占汽车电子 40% 左右，在 2017 年降补贴导致门槛提高的情况下，公司针对 4.5T 轻卡、微型面包车开发动力总成解决方案，针对“运营商-物流平台-车企”开发 T-BOX 物流车车联网平台解决方案，全年共销售约 3 万台/套的电控或总成产品，市占率约 20%。2018 年受到补贴政策影响，我们预计国内物流车上半年市场量较小，下半年开始放量。公司 2018 年即将推出第二代产品，有望开始实现配套电机的动力总成产品供货，实现销量、成套价格同时提升，我们预计公司物流车电控市占率有望回升至近 40% 比例，下半年开始将随市场趋势一样同比有望高增长，2018 年有望继续贡献汽车电子最大增量。
- ◆ **乘用车实现动力总成产品“零”突破，部分车型开始供货，国内已有一线定点，国外预计已通过大众三项认定。**公司 2017 年通过了 ISO26262 功能安全流程认证和 TS16949 体系认证，搭建“电控+电机+减速箱+电源”等动力总成技术平台，在市场推广方面实现动力总成“零”的突破，INOSA 品牌在行业内得到提升。目前公司在国内已经定点十几个车型，一线品牌中已经定点吉利 G11 平台、广汽 2 款车型等，2017 年产品已有 3 个车企销售（东南、猎豹、威马），海外通过大众三大认证，宝马、戴姆勒等多次验厂。2017 年我们预计已有的几千万的营收，18 年有望海内外更多重磅车型落地、有一定放量，大幅放量将在 2019 年，表现值得期待。
- ◆ **整体而言，2017 年公司新能源汽车动力总成类产量 12 万台，汽车电子收入 9.14 亿，增长 8%；我们预计 2018 年一季度业务有望实现了翻番的增长；2018 年客车稳步增长，物流车即将供货动力总成类产品、市占率提升空间广阔，乘用车车型逐步放量，全年汽车电子预计毛利率受价格下滑有一定压力，但是公司定位动力总成，单车供货价值有望逐步提升，我们预计公司 2018 年汽车电子收入有 40% 左右增长，市场空间相当广阔，长期来看，未来汽车电子有望实现与通用自动化相当的体量。**

- **电液伺服市占率继续提升，全年电液伺服+伊士通实现 22%收入增长。**2017年在巩固拓展注塑机行业、市占率持续提升的同时，也积极布局油压等领域并实现批量销售，布局全电注塑机领域实现小批量销售，公司已经是行业内少数几家能够提供全电动注塑机核心部件及系统解决方案的供应商。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%；其中我们预计电液伺服事业部收入 2.43 亿，同比增长 27%左右，该板块未来将保持平稳增长。
- **电梯一体机全年收入同增 16%超预期，预计 18 年实现 10%左右增长。**2017年，公司电梯一体机在国产品牌电梯市场的占有率持续提升，国外方面与跨国企业深化合作。公司根据 OEM 和 EU 板块不同特点设立了多个行业线组织，通过行业线运作，推出了别墅梯、旧楼加装电梯等多个极具竞争力的解决方案，并积极推进“攻关行业 TOP 客户、拓展改造市场及海外市场”的经营策略的落地，老客户份额持续提升，新客户数量增多，多产品销售，使得公司 2017 年电梯一体机产量 28 万台、累计已经超过 150 万台，2017 年全年实现销售收入 11.21 亿元，同比增长 16%超预期，我们预计 2018 年有望实现 10%左右的增速，与此同时毛利率受到搭配低毛利产品成套销售增加的影响有一定的压力。
- **轨交收入下滑 56%，18 年即将进入密集交付期，在手订单 6.36 亿支撑未来增长。**目前，在苏州地区，江苏经纬已经中标轨交 2、3、4、5 号线（5 号线为中标第一候选人），有轨电车 2 号线牵引系统，中标率几乎 100%；在非苏州深圳地区，已经中标宁波 4 号线及 2 号线二期、贵阳 2 号线一期及二期（贵州为中标第一候选人）。此外，公司获得青岛地铁电机项目，电机对外销售取得突破；中标无锡地铁 1 号 2 号线架修项目，获得首单地铁架修业务；顺利通过自主化牵引系统载客后评审，跨入国产化第一方阵。2017 年，公司轨道交通业务实现收入 1 亿元，同比下滑 56%。从订单角度来看，公司 17 年新增 0.2 亿订单、已确认 1.17 亿订单，期末存量订单 5.13 亿；2018Q1，公司新增订单 1.36 亿、已确认 0.13 亿，期末存量订单 6.36 亿。展望 2018 年，一方面即将进入苏州地铁 3 号线及其他项目的交付高峰、收入有望大幅增长，另一方面按照投资者庄仲生的业绩承诺 18 年有望再获至少一条非苏州深圳的完整订单，未来 3 年轨交业绩高速增长可期。

图 2：公司分业务营业收入情况（元）

汇川技术	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
工业自动化&工业机器人	3,760,621,167.22	1,986,701,905.00	47.17%	46.13%	51.99%	-2.04%
新能源&轨道交通	1,016,674,523.47	635,230,217.34	37.52%	-6.43%	7.32%	-8.01%
分产品						
变频器类	2,229,170,781.19	1,160,881,550.91	47.92%	33.92%	41.13%	-2.66%
运动控制类	934,137,361.20	507,045,839.56	45.72%	86.22%	88.33%	-0.61%
控制技术类	208,469,929.38	101,844,719.01	51.15%	96.20%	92.48%	0.95%
新能源&轨道交通类	1,016,674,523.47	635,230,217.34	37.52%	-6.43%	7.32%	-8.01%
传感器类	45,203,918.73	25,240,479.55	44.16%	30.09%	35.19%	-2.11%
其他	343,639,176.72	191,689,315.97	44.22%	29.01%	33.35%	-1.81%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **2017 质量年成果显著；2018 品牌年值得期待。**2017 年是公司的质量年，公司新增 5 条自动化产线，完成 18 项关键工序的自动化导入，持续推进精益生产模式；在质量体系建设方面，公司根据汽车流程体系要求，对 22 个程序进行了优化，并通过了 IATF16949 体系认证，2017 年共完成超过 50 家客户审核（从调查表到现场审核，到问题改进关闭），并通过多家国际客户审核；工程基建方面，苏州工厂三期工程、深圳总部基地的建设工作已经启动，预计 2020 年底前启用。松山湖研发中心已经完成前期规划，预计在 2018 年 6 月份进行建设。2018 年是公司的品牌年，公司在进口替代、市占率攀升的节骨眼上，将品牌宣传与管理放在重要位置，目前长尾效应已经体现，“汇川技术”的名字已经在国内、甚至国际上吸引到了越来越多的关注和重视。
- **2017 年毛利率下滑 3 个百分点，主要受到汽车电子降价影响；2018Q1 毛利率略有回升。**毛利率因业务结构变化、电动车价格下滑等因素影响，全年 45.12%，同比下滑 3 个百分点。其中，变频器类毛利率 47.92%，下滑 2.66 个百分点，我们预计主要是由于电梯一体机增加搭售产品毛利率有所下滑；运动控制类毛利率 45.72%，同比下滑 0.61 个百分点，我们预计注塑机伺服毛利率有所下降；控制技术类产品毛利率 51.15%，同比增加 0.95 个百分点；新能源及轨交板块毛利率 37.52%，同比下滑 8.01 个百分点，预计主要是受到新能源汽车电控降价影响，轨交部分基本稳定；传感器类毛利率 44.16%，同比下滑 2.11 个百分点。2018Q1，公司整体毛利率 45.54%，与 2017 年整体水平相比略有回升，我们预计公司 2018 年汽车电子业务毛利率有所下滑，通用自动化业务毛利率基本稳定。
- **费用率增长高点已过，预计利润和收入剪刀差逐步收敛。**公司 2017 年研发人员合计 1697 人，研发投入 5.92 亿元，同比增长 53.69%，研发费用率为 12.40%；预计研发人员中电动车团队超过 1/3，研发投入中电动车研发费用占 1/2 左右。2018 年，公司电动车团队有望继续扩至 1000 人左右，但是增长高点已过，预计全年管理费用率略有增长，而销售费用率等有所下降，全年费用率相对稳定。2018Q1 公司利润增速低于营收增速，一方面受到毛利率下滑影响，另一方面也是由于政府退税对营业利润的贡献时间有不稳定性，这一部分受到的影响二季度有望补回来，因此我们预计公司 2018Q2 开始公司营收与利润有望逐级提高，利润增长仍将低于营收增长，但是其剪刀差将相比于 2017 年有所收敛。

图表 3：公司研发费用及人员

时间	总营收(亿元)	总员工数	支付员工现金(亿元)	人均薪酬(万元)	人均产值(万元)	研发人员	研发人员占比	生产人员	生产人员占比	销售人员	销售人员占比	其他	其他人员占比
2011/12/31	11	1660	1.53	9.2	63	409	25%					1251	75%
2012/12/31	12	1834	2.17	11.9	65	492	27%			404	22%	938	51%
2013/12/31	17	2410	2.68	11.1	72	547	23%			457	19%	1406	58%
2014/12/31	22	2950	3.82	13.0	76	694	24%			550	19%	1706	58%
2015/12/31	28	3657	4.69	12.8	76	869	24%			679	19%	2109	58%
2016/12/31	37	4522	5.95	13.2	81	1290	29%	1859	41%	871	19%	502	11%
2017/12/31	48	6619	8.72	13.2	72	1697	26%	2905	44%	1176	18%	841	13%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4: 公司三费情况

汇川技术	销售费用		管理费用		财务费用		三项费用总额	
	费用额	费用率	费用额	费用率	费用额	费用率	费用额	费用率
2016Q1	0.60	10.56%	1.15	20.33%	-0.05	-0.82%	1.71	30.06%
2016Q2	0.70	7.79%	1.36	15.13%	-0.05	-0.58%	2.00	22.35%
2016Q3	0.75	7.57%	1.51	15.24%	-0.03	-0.26%	2.23	22.55%
2016Q4	1.02	8.41%	1.83	15.13%	0.04	0.33%	2.88	23.87%
2017Q1	0.84	10.75%	1.84	23.57%	-0.10	-1.28%	2.58	33.03%
2017Q2	0.98	8.52%	2.11	18.30%	-0.02	-0.21%	3.07	26.61%
2017Q3	0.89	7.47%	1.91	16.05%	-0.01	-0.07%	2.80	23.45%
2017Q4	1.70	10.29%	2.60	15.78%	-0.13	-0.77%	4.17	25.30%
2018Q1	0.90	9.21%	2.20	22.60%	-0.18	-1.86%	2.92	29.95%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

- **现金流、应收账款等整体稳定向好。**2017 年经营活动现金流量净流入 4.92 亿元, 同比增长 16.97%; 销售商品取得现金 33.92 亿元, 同比增长 32.93%。期末预收款项 2.96 亿元, 同比增长 75.18%。期末应收账款 14.19 亿元, 较期初增长 2.88 亿元, 应收账款周转天数上升 2.03 天至 96.07 天。期末存货 10.31 亿元, 较期初上升 2.8 亿元; 存货周转天数下降 3.45 天至 122.35 天。
- **盈利预测和估值:**公司通用自动化产业链营销持续升级, 替代外资企业成果显著, 工业机器人迎来爆发式增长打开智能制造成长天花板, 汽车电子布局卓有成效, 18 年有望持续突破高端车型, 19-20 年乘用车有望迎来爆发式增长, 因此我们预计 2018-2020 年归母净利润为 13.3/17.0/22.2 亿, 分别同增 25/28/31%; EPS 分别为 0.80/1.02/1.36 元。给予 2018 年 50 倍 PE, 目标价 40 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**宏观经济增速下滑、制造业投资增速超预期下降、新产品开发进度低于预期。

## 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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>7073.3</b>	<b>8285.6</b>	<b>10211.8</b>	<b>13964.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>4777.3</b>	<b>6562.2</b>	<b>8782.9</b>	<b>12435.7</b>
现金	2411.4	1795.7	1500.0	1500.0	营业成本	2621.9	3673.9	4973.8	7198.8
应收款项	2942.3	4135.1	5606.6	8108.8	营业税金及附加	45.9	62.3	81.7	111.9
存货	1031.2	1409.2	1839.6	2564.0	营业费用	441.2	610.3	790.5	1057.0
其他	688.4	945.6	1265.5	1791.9	管理费用	847.2	1168.1	1537.0	2114.1
<b>非流动资产</b>	<b>1973.9</b>	<b>2171.3</b>	<b>2439.4</b>	<b>2778.5</b>	财务费用	-26.0	-67.1	-56.2	-24.0
长期股权投资	271.7	271.7	271.7	271.7	投资净收益	75.1	65.0	70.0	75.0
固定资产	789.1	996.6	1274.7	1623.8	其他	262.4	300.0	360.0	414.0
无形资产	299.8	289.8	279.8	269.8	<b>营业利润</b>	<b>1184.6</b>	<b>1479.6</b>	<b>1886.2</b>	<b>2466.9</b>
其他	613.3	613.3	613.3	613.3	营业外净收支	17.6	18.0	21.6	25.9
<b>资产总计</b>	<b>9047.1</b>	<b>10456.9</b>	<b>12651.2</b>	<b>16743.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>1202.3</b>	<b>1497.6</b>	<b>1907.8</b>	<b>2492.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>3156.3</b>	<b>3850.1</b>	<b>5090.4</b>	<b>7935.6</b>	所得税费用	110.9	134.8	171.7	224.4
短期借款	219.0	0.0	48.1	900.4	少数股东损益	31.3	35.4	39.9	47.6
应付账款	1597.5	2214.4	2997.9	4339.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1060.0</b>	<b>1327.4</b>	<b>1696.2</b>	<b>2220.8</b>
其他	1339.7	1635.7	2044.3	2696.2	EBIT	821.1	1047.6	1400.0	1953.9
<b>非流动负债</b>	<b>165.3</b>	<b>165.3</b>	<b>165.3</b>	<b>165.3</b>	EBITDA	924.1	1145.7	1527.4	2122.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	165.3	165.3	165.3	165.3	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>3321.6</b>	<b>4015.5</b>	<b>5255.7</b>	<b>8100.9</b>	每股收益(元)	0.64	0.80	1.02	1.33
少数股东权益	299.2	318.4	339.6	364.8	每股净资产(元)	3.26	3.68	4.24	4.97
归属母公司股东权益	5426.2	6123.0	7055.9	8277.3	发行在外股份(百万股)	1665.1	1664.2	1664.2	1664.2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9047.1</b>	<b>10456.9</b>	<b>12651.2</b>	<b>16743.1</b>	ROIC(%)	14.1%	16.5%	19.5%	21.6%
					ROE(%)	19.5%	21.7%	24.0%	26.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	45.1%	44.0%	43.4%	42.1%
经营活动现金流	491.7	472.1	815.0	654.3	EBIT Margin(%)	17.2%	16.0%	15.9%	15.7%
投资活动现金流	-369.7	-238.2	-395.6	-507.2	销售净利率(%)	22.2%	20.2%	19.3%	17.9%
筹资活动现金流	-762.2	-849.7	-715.1	-147.1	资产负债率(%)	36.7%	38.4%	41.5%	48.4%
现金净增加额	-642.5	-615.7	-295.7	0.0	收入增长率(%)	30.5%	37.4%	33.8%	41.6%
折旧和摊销	103.0	98.1	127.5	168.2	净利润增长率(%)	13.8%	25.2%	27.8%	30.9%
资本开支	-173.0	-238.2	-395.6	-507.2	P/E	51.55	41.15	32.20	24.59
营运资本变动	110.4	-972.6	-1029.8	-1759.9	P/B	10.07	8.92	7.74	6.60
企业自由现金流	853.6	-159.3	-23.9	-320.9	EV/EBITDA	62.73	51.20	39.22	29.57

数据来源: Wind, 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>

