

苏美达 (600710)

公司研究/深度报告

工贸结合，打造现代制造服务平台

深度研究报告/机械

2018年06月20日

报告摘要：

● 产业链布局全球，多业务齐发力

公司保持健康稳定增长的经营业绩，央企市营的体制机制全面激发活力，实施多元化发展战略，子公司争取做到行业“数一数二”，多业务发展有利于对冲风险。公司产业链布局全球，业务范围遍及 145 个国家和地区，拥有全产业链体系，客户、技术等资源丰富。在“一带一路”国家承接了一批项目工程，在东南亚缅甸和非洲埃塞俄比亚通过管理输出建立了大型服装制造基地，在土耳其通过技术输出建立光伏组件制造工厂，实施海外并购完善产业链，多利润增长点为公司发展注入了源源动力。

● 工贸技金结合，“联合舰队”扬帆起航

公司“工贸技金”结合的发展模式具有相当强的竞争优势：相比较单纯贸易公司来说，公司实业、技术、研发见长；与工厂和科研院所比较，公司贸易、金融能力见长。贸易和服务板块主要有轨交零部件、汽车零配件、服装、智能机器人几大业务，其中轨交业务成长空间巨大，去年收购德国 ISH，加速国际、国内的汽配板块的协同，进一步切入主机厂，打造“大汽配”板块，智能机器人符合国家制造与服务相结合的战略。工程承包板块中清洁能源面向国际国内两个市场，广泛布局“一带一路”沿线市场，未来成长空间较大，节能环保在国内重点城市均有布局，海外 EPC 项目众多，是下一步着力打造的工程承包业务。另外，公司拟收购中机六院 100% 股权，填补苏美达在工程承包链条上的空白环节。

● 产投双轮驱动，打造多利润增长点

公司不断通过投资完善产业链，对“产业+投资”双轮驱动发展模式和道路进行探索，完善“6+N”布局（五金公司、机电公司、轻纺公司、船舶公司、成套公司、技术公司与其他版块相结合模式）。公司完成对南京金正奇交通设备有限公司、德国 ISH 公司和扬州伟牌轮毂厂收购，顺势切入了轨道交通零部件研发、制造及贸易行业，形成了新的利润增长点，并加快“一带一路”布局，实施产业链转移，提升全球资源配置能力和效率。

● 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入 904.19/1086.65/1246.33 亿元，EPS 分别是 0.30/0.36/0.44 元/股，对应当前股价的 PE 为 18X/15X/12X，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

汇率波动，价格竞争导致毛利率下降

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	74,086	90,419	108,665	124,633
增长率（%）	47.7%	22.0%	20.2%	14.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	358	397	473	579
增长率（%）	73.3%	10.9%	19.2%	22.4%
每股收益（元）	0.27	0.30	0.36	0.44
PE（现价）	20	18	15	12
PB	1.8	1.6	1.4	1.3

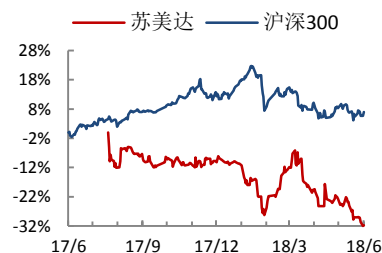
强烈推荐 首次评级

当前价格： 4.33 元

交易数据 2018-6-19

近 12 个月最高/最低	9.57/4.33
总股本（百万股）	1306.75
流通股本（百万股）	640.28
流通股比例%	49%
总市值（亿元）	56.58
流通市值（亿元）	27.72

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘振宇

执业证号： S0100517050004

电话： 010-85127653

邮箱： liuzhenyu@mszq.com

相关研究

目录

一、重组完成，打造多元化现代制造服务集团	3
（一）重组完成，央企市营体制激发组织活力	3
（二）经营业绩持续健康增长	4
（三）实施员工持股，激励与约束并行	4
（四）贸工技结合，打造多元化现代制造服务集团	5
二、工贸技金结合，“联合舰队”扬帆起航	6
（一）贸易和服务板块	6
（二）工程承包板块	12
（三）投资发展板块	16
三、产投双轮驱动，打造多个利润增长点	16
（一）产业为手段，资本为基础，“6+N”布局更加完整	17
（二）抓“一带一路”机遇，加快“走出去”步伐	18
四、风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一、重组完成，打造多元化现代制造服务集团

(一) 重组完成，央企市营体制激发组织活力

江苏苏美达集团有限公司成立于 1978 年，前身为中国机械设备出口总公司江苏省分公司。1998 年组建集团公司，同时将当时六个部门成立为子公司，即苏美达集团现在的六大子公司：五金公司、机电公司、轻纺公司、成套公司、船舶公司、技术公司，2004 年苏美达集团上划中国机械工业集团有限公司，成为其二级子公司。2016 年 11 月，在中国机械工业集团有限公司的部署下，江苏苏美达集团有限公司和*ST 常林完成重大资产重组。*ST 常林业务、资产和负债全部置出，苏美达集团 100% 股权整体置入，苏美达集团成为*ST 常林的唯一、全资子公司。央企市营的机制有助于整合、获取资源，促进业务拓展，公司各项业务均处于完全充分竞争市场中，有利于激发员工的活力与动力。

表 1：公司战略定位

时间	
创业阶段	
1978 年	中国机械设备出口公司江苏分公司成立
1987 年	于美国洛杉矶设立首个海外办事处；开启船舶业务
1988 年	更名为江苏省机械设备进出口公司
1992 年	SUMEC 商标国内注册, 目前已经在全球 39 个国家和地区成功注册
1993 年	更名为中设江苏机械设备进出口集团公司；开启纺织品业务；开启自营（含联营）进口业务
奋进阶段	
1998 年	实施专业化经营，成立船舶、成套、五金、机电、轻纺、进口六大业务子公司
2001 年	实施“贸工技结合”战略，苏美达科技工业园奠基开工；设立苏美达船舶工程研究中心
2002 年	苏美达科技工业园落成并投入使用；机电、五金工厂同年开工；苏美达制衣厂落成并投入使用
2003 年	设立上海苏美达国际贸易有限公司；创立 FIRMAN 品牌；设立苏美达服装打样技术中心
成长阶段	
2004 年	上划为中国机械工业集团公司的二级公司；
2005 年	设立苏美达动力工具工程技术研究中心；苏美达家纺厂落成并投入使用，正式进军光伏产业
2007 年	于德国设立首个海外分公司——苏美达欧洲公司；成立江苏省动力工具工程技术研究中心
2008 年	设立江苏辉伦太阳能科技有限公司；120MW 生产线在苏美达工业园落成并投入使用；创立 Phono 品牌
2009 年	集团承建的亚洲最大污水处理厂上海白龙港污水处理厂投入使用；伊顿纪德(ETON KIDD)校服品牌创立
跨越阶段	
2010 年	辉伦太阳能光伏实验室正式投入使用；于德克萨斯州伍德兰兹设立苏美达北美公司；设立苏美达新加坡公司；设立天津苏美达国际贸易有限公司；提供全部光伏组件的全球第九大、中东欧第一大太阳能光伏——VEPREK, 35MW 电站并网发电
2011 年	于约克设立苏美达英国公司；苏美达汽车配件基地投入使用，有效支撑轮毂业务开展
2012 年	实施公司制改造，更名为江苏苏美达集团有限公司；创立注册 CleanForce 品牌；设立福建苏美达机电设备有限公司；设立北京苏美达北方国际贸易有限公司
2013 年	设立苏美达香港公司；设立苏美达柬埔寨办事处，推进产业国际化转移；丹阳 15 兆瓦丹阳大亚科技屋顶光伏电站项目并网发电；东台 50MWp 地面光伏电站项目并网；智能割草机器人通过德国莱茵 TÜV 认证，获得全球首张 GS 证书
2014 年	完成集团首次海外收购，成功收购美国著名家纺企业部分股权；在缅甸也妮工业区建立缅甸双赢服饰有限公司；苏美达日本公司成立。
2015 年	"首次成功发行中期票据，实现直接融资；创立苏美达资本控股有限公司，实现产业+资本双轮驱动的目标。
2016 年	收购 BBH 公司 100% 股权；苏美达集团整体注入 ST 常林

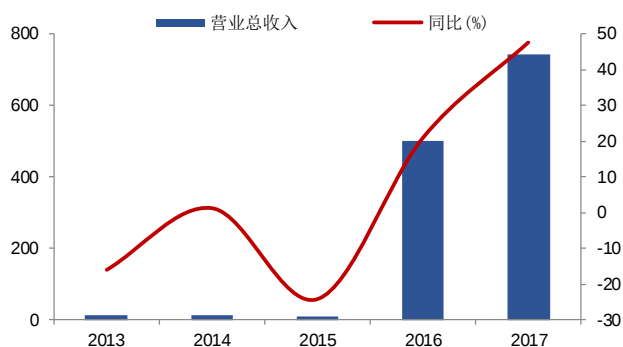
2017 年 并购 ISH 公司; 缅甸双赢雪碧达厂区开业; 苏美达五金工具有限公司工业设计中心被认定为国家级工业设计中心; 高铁零部件板块军工产品已获得行业进入资质, 顺利通过“IRIS”体系复审; 巴基斯坦 18MW 光伏电站项目并网;

资料来源: 公司官网, 公司公告, 民生证券研究院

(二) 经营业绩持续健康增长

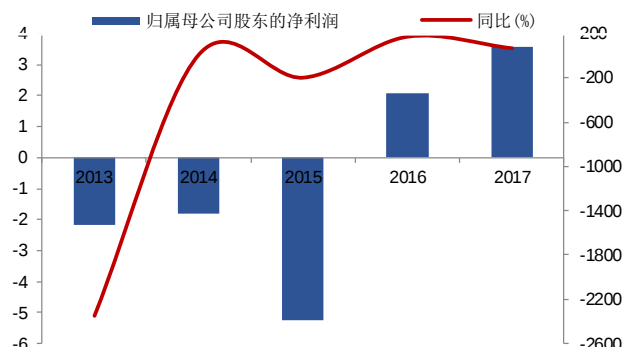
苏美达长期秉承“创新超越、行稳致远”的经营理念, 2013 年至 2017 年期间, 苏美达营业收入、净利润年均复合增长率均超过 20%, 经营业绩呈现健康稳定增长的良好态势。资产注入 ST 常林后, 2017 年公司完成营业收入 740.86 亿元人民币, 同比增长 47.7%。实现进出口总额 56.56 亿美元同比增长 32.2%; 出口总额 25.52 亿美元, 同比增长 17.6%; 进口总额 31.04 亿美元, 同比增长 47.2%。实现国内贸易总额 354.24 亿元人民币, 同比增长 64%。进出口总额在江苏省外贸重点联系企业中名列第一。归属于上市公司股东的净利润 3.58 亿, 同比增 73.3%。受到人民币升值的不利影响, 2017 年境外业务的毛利率同比有所下降, 经营业绩仍持续健康增长。

图 1: 2013-2017 公司营业收入及增速



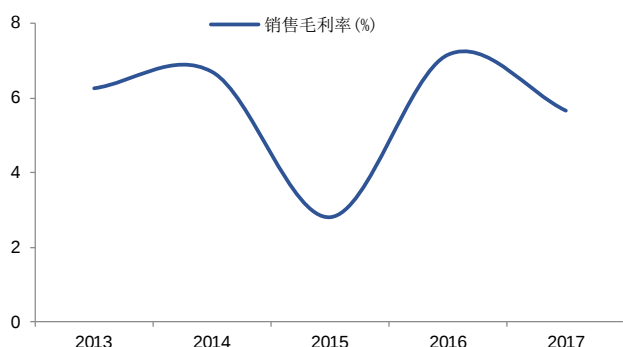
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 2: 2013-2017 归母净利润及增速



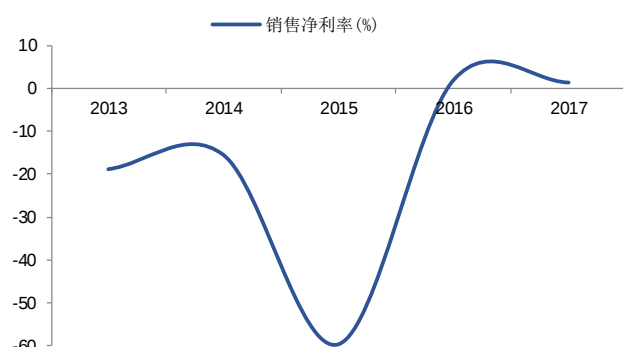
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 3: 2013-2017 销售毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 4: 2013-2017 销售净利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 实施员工持股, 激励与约束并行

1998 年, 公司在行业面临重大变革的背景下开始实施骨干员工持股制度。回首公司 40

年发展历程，当时与公司一同设立的中国机械设备进出口总公司其他分公司大多已经消失，而公司凭借包括骨干员工持股制度在内的竞争优势仍然保持了健康的发展。因此，从公司 40 年发展探索和实践来看，骨干员工持股制度是有利于企业发展的。同时，子公司实施员工持股计划，各子公司成立时国有持股比例和骨干员工即确定为 35%：65%。骨干员工持股制度为公司注入了源源不断的人才与活力，是公司四十年来持续发展的动力之源。

骨干员工持股制度打造了员工与公司的“三个共同体”（事业共同体、利益共同体、命运共同体），形成了央企市营的独特优势，充分发挥了“央企”和“市营”的两种体制的活力，为公司发展注入了源源动力。为确保企业决策和运营高效，企业应对职工股权进行统一的动态化管理、制度化管理，确保员工股权“能上能下、能高能低、能进能出”，员工动力和压力始终不减。

激励方面，以中长期业绩目标为导向，加大对骨干员工的中长期激励力度，引导骨干员工长期奋斗、不断进取。配套优化薪酬制度，调节股权激励和非股权激励比例，提升整体激励效果。

约束方面，强化实施岗位评估、目标管理和绩效考核，推动员工股权“能上能下，能高能低，能进能出”，以此实现责任、收益和风险的统一，不断巩固国家、股东、企业和员工之间的“利益共同体”“事业共同体”“命运共同体”建设，吸引和粘合了一大批优秀人才队伍，成为公司“偷不去、买不来、拆不开、带不走”的核心资产。

（四）贸工技结合，打造多元化现代制造服务集团

公司专注于贸易和服务、工程承包、投资发展三大主业，力争打造国际化、多元化现代制造服务业集团。

图 5：公司战略定位

贸易和服务 进出口贸易、国内贸易、自主品牌、综合解决方案和金融服务等	工程承包 环境工程、能源工程、船舶工程等
投资发展 战略投资、产业投资、项目投资和财务投资	国际化 面向国际国内两个市场、充分整合资本技术、人才、品牌、渠道、及制造资源，实现真正意义上的全球化运作
多元化 基于公司在贸易服务、系统集成及全球化运作方面的核心能力，实施有限多元化战略，打造综合性产业平台，并致力于推动每个业务板块成为行业领导者；	现代制造服务业集团 依托国际化的市场营销、研发制造、投融资平台和人才队伍，全面掌控产业链、价值链关键环节，致力于成为有核心制造能力的全球供应链管理，打造现代制造服务业集团

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司全面推进转型升级、创新发展。由规模扩张向依靠模式创新、技术提升、管理升级的内生增长转变，由低端、低附加值向高端、高附加值转变，由产品经营向品牌经营转变，由一般服务向系统服务转变，由产业运营向资本运作迈进。

图 6：公司战略路径



资料来源：公司官网，民生证券研究院

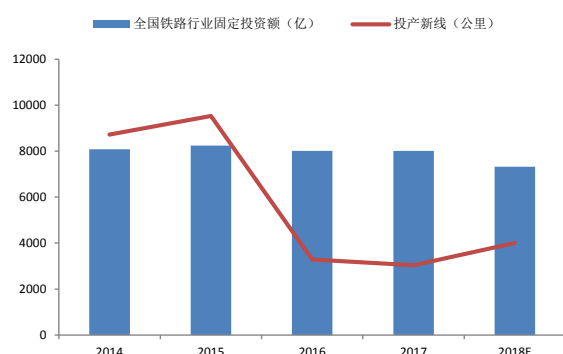
二、工贸技金结合，“联合舰队”扬帆起航

（一）贸易和服务板块

（1）轨道交通零部件板块：伴随国内铁路建设以及中国高铁装备走出去，轨交业务成长空间巨大。公司拥有核心技术资质、产品认证等竞争壁垒，确保高盈利能力。

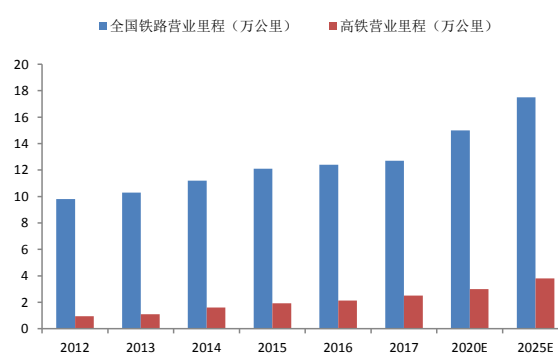
我国铁路和城市轨道交通的快速发展，轨道交通装备产业规模不断扩大，“十二五”期间，我国轨道交通装备产业销售收入增速接近 10%。2018 年铁总工作会议指出，2018 年全国铁路固定资产投资安排 7320 亿元，其中国家铁路 7020 亿元，预计到 2020 年全国铁路营业里程将达到 15 万公里，公司订单和零部件有望放量。

图 7：全国铁路行业固定资产投资额及投产新线里程



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图 8：全国铁路及高铁营业里程（万公里）

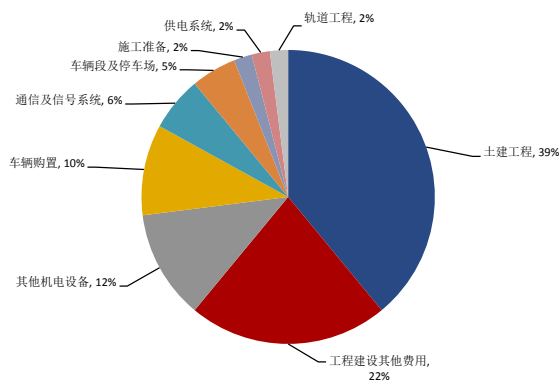


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

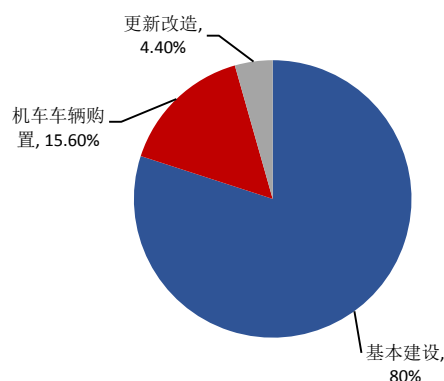
轨道交通零部件行业有较多的细分领域，不同轨道交通零部件的市场容量不等，据中国市场调查网测算，2020 年我国地铁牵引系统的市场容量有望达到 410 亿元，铁路及地铁制动系统市场规模将达到 500 亿元以上。

公司主要生产转向架，转向架是轨道交通装备领域的核心装备之一，需求与新增车辆需

求密切相关，机车车辆购置大约占整个轨交产业链的 10%，2016 年机车车辆购置占到整个铁路投资的 15%，随着机车车辆购置占比的不断提高，预计“十三五”期间机车车辆购置投资占比将超过 20%。

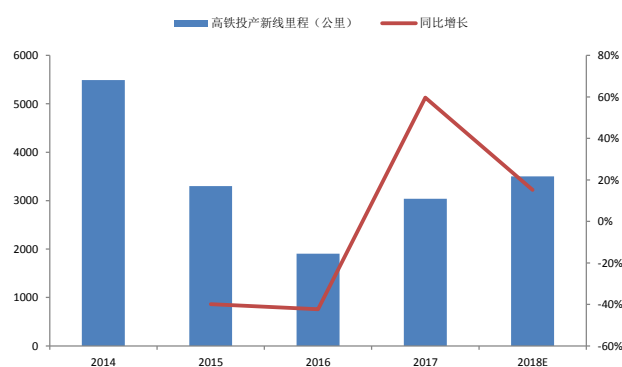
图 9：轨交产业链投资构成


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

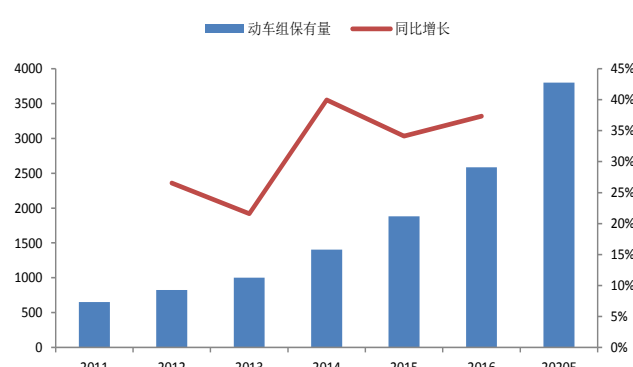
图 10：2016 年我国铁路固定资产投资结构图


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

2017 年，公司高铁零部件板块军工产品已获得行业进入资质，顺利通过“IRIS”体系复审，以“复兴号”为代表的高铁系列转向架零配件产品已形成批量化、专业化生产，供货进度和质量得到用户好评。中国铁路总公司 2018 年工作会议指出，2018 年将投产新线 4000 公里，其中高铁 3500 公里；2020 年动车组保有量目标达 3800 标准组左右，其中“复兴号”动车 900 组以上，铁路建设将迎来大年，轨交零部件增长空间巨大。

图 11：高铁投产新线里程（公里）


资料来源：国家铁路局，民生证券研究院

图 12：动车组保有量及规划


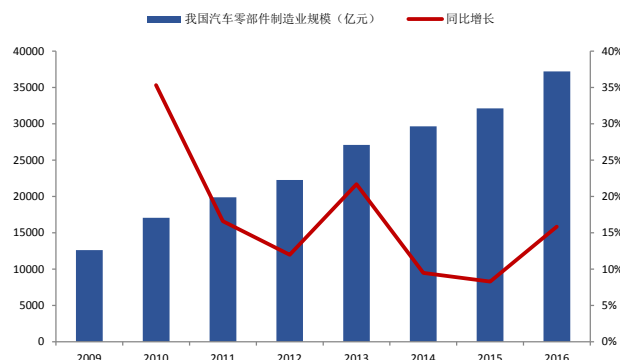
资料来源：产业信息网，民生证券研究院

（2）汽车零配件：去年收购德国 ISH，加速国际、国内的汽配板块的协同，进一步切入主机厂，打造“大汽配”板块。

从全球来看，日本、美国、德国在汽车零配件上占据强势地位，法国、韩国、加拿大属于第二梯队，中国在汽车零配件领域的竞争力较弱，盈利能力较差，国内汽车零部件行业平均利润率 6%-8%，而外资、合资企业的利润率超过 15%。近年来，国内汽车零部件企业积极寻求海外并购，通过承接海外产业转移拓宽市场，为成为全球汽车零部件供应商创造条件。2016 年我国汽车零部件行业产值规模超过 3 万亿，我中国汽车零部件产值比上整车产值 1:1

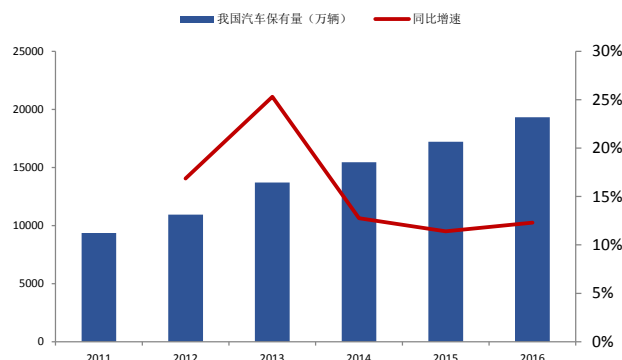
的比例仍然远低于汽车产业链成熟国家 1.7:1 的比例，未来仍有提升空间。

图 13：我国汽车零部件制造业规模（亿元）



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

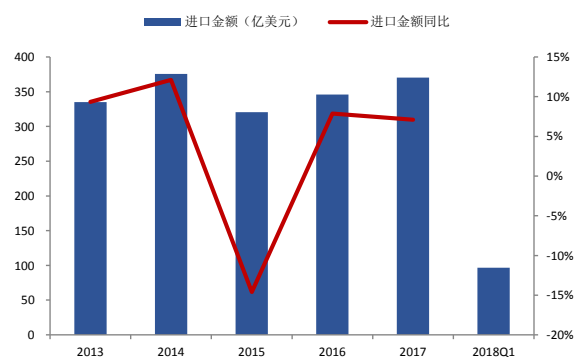
图 14：我国汽车保有量及增速



资料来源：中国汽车流通协会，民生证券研究院

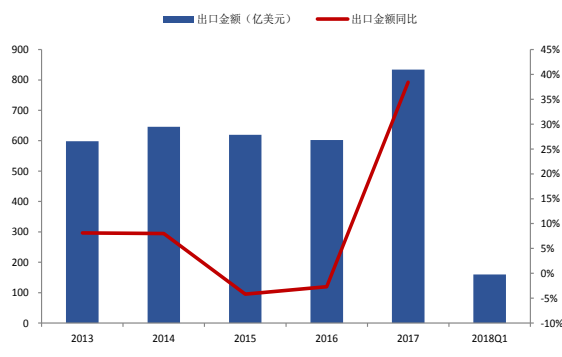
2016 年中国汽车零部件规模以上企业的主营业务收入 3.7 万亿，同比增长 15.2%，利润总额 2858 亿元，同比增长 17%。我国汽车零配件企业的自主创意思和能力不断增强，部分关键核心技术领域实现了突破，汽车零部件采购逐渐全球化，进口关税的调整有望进一步扩大进口市场。

图 15：汽车零部件进口额及增速



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

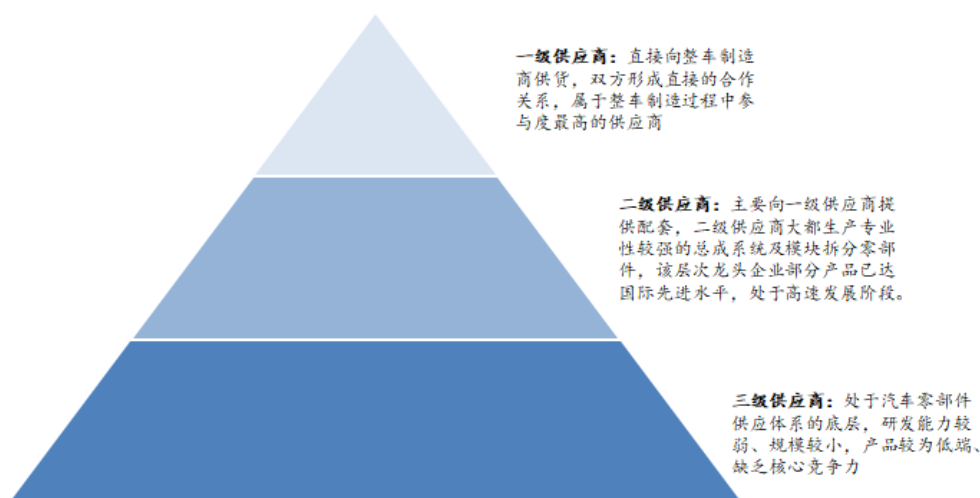
图 16：汽车零部件进出口额及增速



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

公司去年收购了主营汽车门铰链的 ISH 公司是德国奔驰的供货商，占其汽车门铰链供货量的三分之二。同时，公司积极推进国内基地建设，2017 年公司并购的扬州炜烨轮毂厂获得整车厂一级供应商资质，实现了轮毂板块从单一汽车售后市场到售后与 OE 市场并行的业务格局。合格的一级供应商资质，使得公司可以直接与整车厂对接，也为公司汽车零配件业务的收入提供了有力保障。

图 17：汽车零部件供应商结构



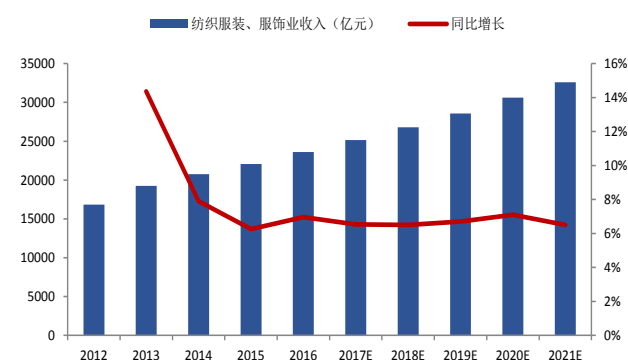
资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司在江苏扬州投资建立了江苏苏美达车轮有限公司，专业生产制造铝合金车轮、轮毂配件、汽摩配件等，先后引进了国内外先进生产设备 200 多台，目前年轮毂产能可达到 100 万只。2017 年，公司汽车零配件板块引入卡巴轮项目，全年实现产销超 3 万只。

(3) 自主品牌：“伊顿纪德”设计能力强，逐渐涉足零售行业。

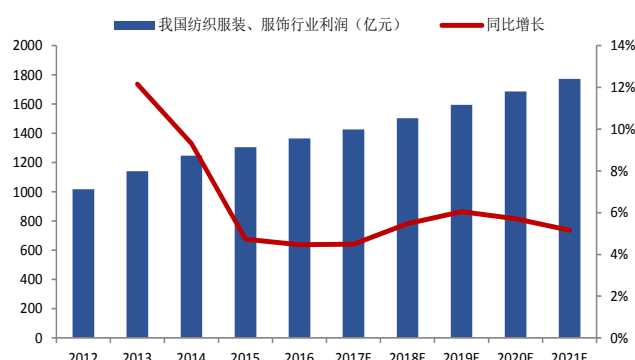
工信部《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》提出“十三五”期间，行业增长目标为规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在 6%-7%，2017 年以来，纺织服装行业开始底部复苏，2017 年达到 5.8%，我国纺织工业发展基本从换挡期过渡到平滑期。

图 18：纺织服装服饰业收入（亿元）



资料来源：国家统计局，产业信息网，民生证券研究院

图 19：我国纺织服装服饰行业利润（亿元）

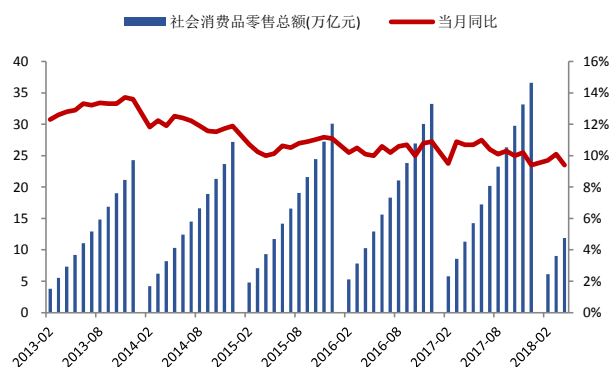


资料来源：国家统计局，产业信息网，民生证券研究院

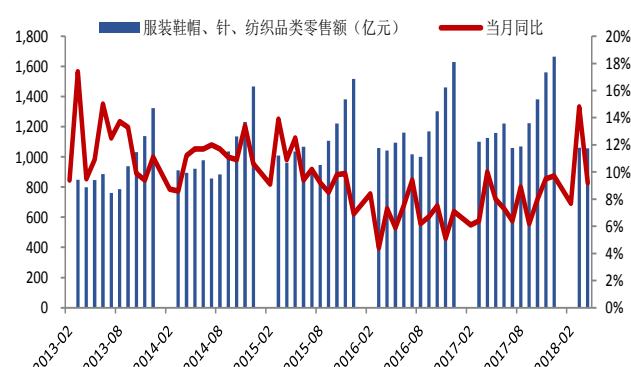
2017 年我国社会消费品零售总额为 36.63 万亿元，同比增长 10.21%，其中服装鞋帽、针纺织品的零售额也在不断增长，达到 1664.2 亿元，同比增长 2.15%。从专业市场来看，服装产品在各品类中成交额最大为 10631.60 亿元，占比 70.65%；原、面（辅）料成交额为 5821.26 亿元，占比第二，为 26.30%。

图 20：社会消费品零售总额

图 21：服装鞋帽、针纺织品零售额



资料来源: 教育部, 民生证券研究院



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

外需市场逐渐回暖, 传统出口市场中的欧盟、美国以及日本市场均扭转上年负增长。我国对一带一路出口纺织品服装 834.35 亿美元, 同比增长 3.11%, 扭转两年负增长, 对一带一路纺织品服装出口增速高于行业出口增速, 一带一路纺织品服装出口占比超过 1/3。

2016 年公司纺织服装板块持续推进“小前端、大平台”组织生态建设, 不断推进产品、市场和客户结构升级, 实现逆势突破, 出口实现 14% 增长, 按照海关编码统计, 轻纺公司 (苏美达集团子公司) 在全国纺织服装出口企业百强排行榜上名列第 7 位, 成为全国纺织服装行业的一面旗帜。公司深度推进“走出去”战略, 通过“一带一路”供应链体系的布局和建设, 2017 年上半年东南亚海外工厂带来超 1 亿美元的增量订单。家纺业务板块在完成美国 BK 公司收购后, 加强资源整合和文化协同, 将国内的技术研发、实业制造和 BK 公司的渠道能力有效整合, 协同效应显著。

校服的面向群体主要以中小学生为主, 目前我国中小学生人数已经超过 2 亿, 校服市场需求基数大, 并且随着人们生活水平的提高及受日本、台湾等校服文化的影响, 越来越多的学校开始要求学生着校服上学, 进一步提升对校服的需求量。根据产业信息网报告预测, 2020 年之前校服市场的保守增速在 8% 左右, 到 2020 年整个中国校服市场的空间将达到 1200 亿元左右。

图 22: 2016 年各教育阶段在校生人数

图 23: 伊顿纪德门店款式

国内校服市场分化、竞争者众多, 质量参差不齐, 中国目前校服生产企业至少有几千家。

校服行业内的家庭作坊和体量庞大的代工厂共存，市场集中度非常低，品质问题一直困扰着市场。由于订单的获取基本来源于会议营销，通过与当地教育部门或校长沟通获取订单，公开招投标中对于在当地有纳税记录或注册资金的公司呈现出偏好，直接导致了异地扩张的难度，全国性品牌的建立需要时间与过程，目前国内主流的校服品牌业务基本呈现出强烈的地区性。

表 2：国内主要校服品牌

品牌名称	主打区域	介绍
乔治白	浙江、厦门	依托已有职业装生产经验，2015 年进军校服市场，为厦门市部分学校提供校服，未来计划推进福州、上海、北京等地的校服市场
大杨创世	大连	与地方教育部门合作，已设立凯门学生装设计研发中心。
伊顿纪德	长江中下游	江苏苏美达集团旗下品牌，已为全国 30 省超过 3400 所名校提供校服，是国际知名校服品牌 U.S.POLO、FRENCHTOAST 等的指定生产基地。
优卡科技	北京	主打优卡品牌校服业务，已在北京市场奠定领先地位，为北京四中等多所名校提供校服。
哈芙琳	上海	在上海及江浙地区开拓了超 300 所校园客户，服务学生超 30 万。杜兰德：主打英伦风，专为 6-18 岁学生设计正装；半成人：创立于 2004 年，为中小學生提供运动休闲服饰。
育星服饰	东南沿海	国内最早致力于学生装的集团化企业之一，主要针对深圳、南宁、厦门、青岛等地，校服包括中国风、英伦系列、科技系列。
布森股份	江浙地区	旗下“Busen School Club”品牌为 6-18 岁学生提供服饰。

资料来源：产业信息网，民生证券研究院

公司自主校服品牌“伊顿纪德”，品牌设计能力强，具有一定时尚感，适合学校外的多种场景，学生家长对于伊顿纪德产生了多种需求，2017 年“伊顿纪德”校服品牌增长快速，市场影响力和美誉度进一步增强，稳居中国校服第一品牌。

(4) 智能机器人：符合国家制造与服务相结合的战略，同时成立苏美达智能科技有限公司深入研发。

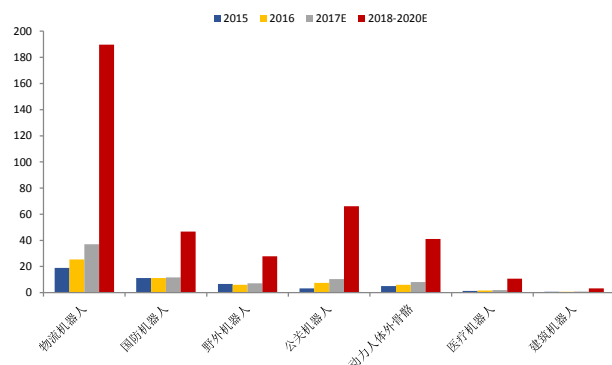
2016 年全球专用服务机器人增长 24% 达到 6 万台，产值达到 47 亿美元，IFR 预计 2020 年将达到 4 万台左右，预计增速将达到 20%-25% 之间。服务机器人在价格和数量上与专业服务机器人有着较大的区别，由于主要面向大众市场，单价通常较低，2016 年个人/家庭服务机器人总量达到 679 万台，同比增长 24%，产值为 26 亿美元，同比增长 15%，预计 2018-2020 年总共将超过 4 千万台。

表 3：各类服务机器人数量及增速

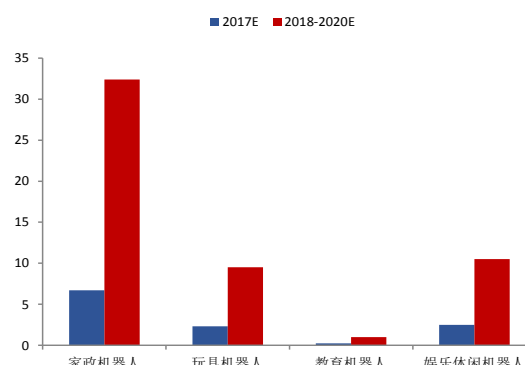
	2016	2017E	2018-2020E
专业服务机器人	59,700 台 +24%	78,700 台 +17%	397,000 台 年均 20%-25%
个人/家庭服务机器人	4.7 百万台 +25%	6.1 百万台 +30%	32.4 百万台 年均 30%-35%
休闲娱乐服务机器人	2.1 百万台 +22%	2.6 百万台 +22%	10.5 百万台 年均 20%-25%

资料来源：IFR，民生证券研究院

图 24：专业服务机器人细分领域数量（千台）
图 25：个人/家庭服务机器人细分领域数量



资料来源: IFR, 民生证券研究院



资料来源: IFR, 民生证券研究院

公司在服务机器人领域不断深入研究,在智能机器人互联关键技术等研发方面实现了技术突破。2016年,公司旗下稀土永磁无刷电机开发制造技术国家地方联合工程研究中心获批成为国家级重大科技创新平台,该中心的建设将进一步推动公司“贸工技金”一体化发展战略的落地,公司相关产品的市场竞争力和行业领先地位不断提高,有利于公司盈利能力的提升和综合竞争力的打造。

2017年五金公司主动整合资源、调整架构,搭建起公司化运作的产业平台,成立了南京苏美达智能技术有限公司,集中力量打造智能服务机器人产业板块。目前南京苏美达智能技术有限公司已成为中国服务机器人产业联盟成员,现在拥有成型的产品,即五金公司的割草机器人,已经面向市场。

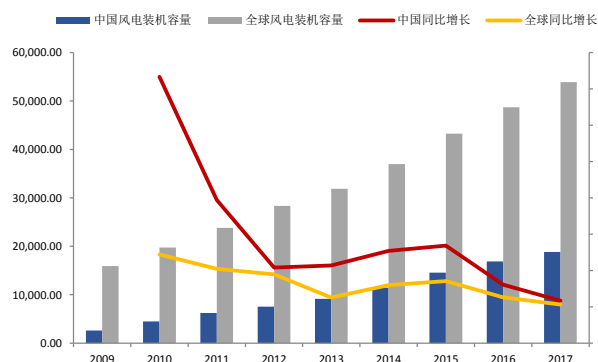
(二) 工程承包板块

(1) 清洁能源: 面向国际国内两个市场, 广泛布局“一带一路”沿线市场, 未来成长空间较大。

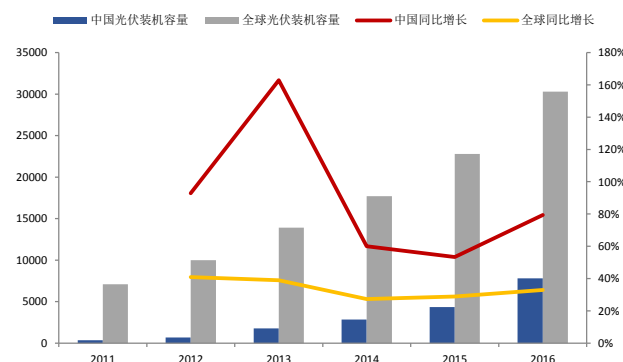
根据 REN21 统计, 2016 年全球可再生能源装机容量达到 2017GW, 同比增长 9%。从电力生产结构上看, 可再生能源发电总量占总发电量的 24.5%, 其中水电、风电、生物质能、光伏发电量占总发电量的比例分别为 16.6%、4%、2%、1.5%。在清洁能源领域, 无论是从增量还是存量市场份额来看, 我国都处于领先地位, 在新增可再生能源装机容量中, 中国的贡献份额遥遥领先于世界上其他国家, 其中新增水电占比超过三分之一、新增光伏占比 46%, 2016 年全球水电装机容量为 1096GW, 中国占比 28%。根据《BP Statistical Review of World Energy June 2017》的报告, 全球光伏发电总量为 333.1 TWh, 年增长 29.6%, 其中中国占全球总量的 19.9%, 美国仅占第二位, 为 17.1%。2017 年在全球新增光伏装机约 100GW, 同比增长 43% 的情况下, 我国光伏产业呈现爆发式增长, 我国光伏发电新增装机容量 53GW, 同比增长 54%, 新增和累计装机容量均为全球第一, 远远超过预期。

图 26: 我国及全球风电装机容量

图 27: 我国及全球光伏装机容量



资料来源: 中国风能协会、全球风能协会, 民生证券研究院

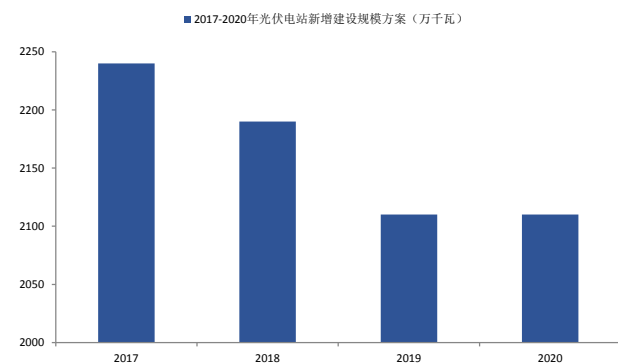


资料来源: BP、21 世纪可再生能源政策网络, 民生证券研究院

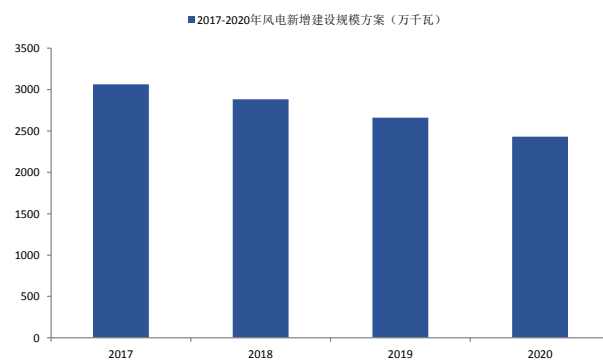
2017 年国家能源局发布了《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》, 该《意见》对我国 2017-2020 年各省风电、光伏电站、生物质能的建设规模作出了规划布局, 其中风电新增建设规模总计 11041 万千瓦, 由于部分省弃风限电并未下达新增建设规模目标, 实际风电新增建设规模应更高; 光伏电站新增建设规模总计 8650 万千瓦, 其中 2017-2020 年每年 800 万千瓦的领跑基地项目由国家能源局统一安排竞争优选, 由于此规划不包括分布式光伏发电项目、村级扶贫电站以及跨省跨区输电通道配套建设的光伏电站, 以及部分省因弃光限电未下达新增指标, 实际光伏电站新增建设规模更大。

图 28: 2017-2020 年光伏新增建设规模方案

图 29: 2017-2020 年风电新增建设规模方案



资料来源: 国家能源局, 民生证券研究院



资料来源: 国家能源局, 民生证券研究院

公司新能源板块着力突破材料技术、系统技术, 黑硅电池技术在国内光伏企业中率先实现量产, 并取得一批拥有自主知识产权的研发成果。“高效光伏并网发电技术及产业化项目”获国机集团 2016 年度科学技术奖。2017 年公司新能源板块所属“辉伦”品牌, 多年被彭博新能源财经评为 Tier-1 组件制造商, 在美国最具影响力的独立光伏组件测试实验室 PVEL 测试中与京瓷公司并列 TOP 等级, 已成为业内领先品牌。

2017 年新能源工程板块为土耳其合作伙伴建设了一期 400MW 的光伏组件产能, 打造了从工艺流程设计、生产设备组装、技术人员培训, 到技术路线确定、原辅材料供应, 以及辉伦品牌授权和欧盟市场开发等一揽子的实施方案, 涵盖管理输出、技术输出、品牌许可和市场输出的国际产能合作新模式, 战略性布局了海外产能, 有效践行了“一带一路”倡议。

在地面电站方面，公司有大量地面电站工作，项目涉及地包括美国、墨西哥、巴拿马、德国、丹麦、英国、日本、澳大利亚、巴基斯坦等国家和地区。2017 年公司深耕巴基斯坦市场，在该当地市场顺利并网巴基斯坦 18MW 光伏电站项目，正在建设 50MW 风电项目，新中标屋顶光伏储能系统等项目，在智利、希腊、哈萨克斯坦以及尼日利亚等地区也有累计超 200MW 的项目中标或执行。

图 30：公司地面电站工程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

针对分布式业务，公司在行业内率先开发和推出了 BLOT 商业模式（即“建设-租赁-运营-移交”模式），创新了分布式项目融资解决方案。同时公司拥有“步步为盈”、“宅电宝”两大品牌，为工商业以及居民用分布式电站投资人、业主提供一揽子投资收益计划，其中“宅电宝”产品被评为“2017 中国户用光伏金牌企业”。经过长期打造，新能源业务已成为公司重要的战略性产业板块。

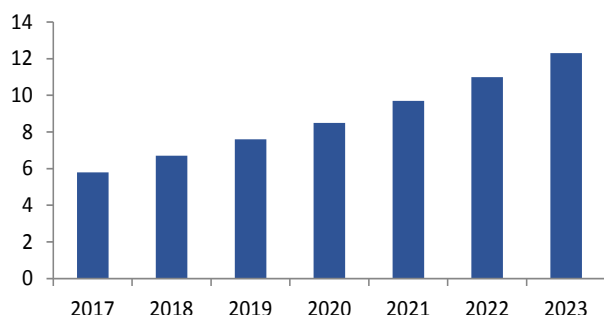
（2）节能环保：在国内重点城市均有布局，海外 EPC 项目众多，是苏美达集团下一步着力打造的工程承包业务之一。

我国环保产业企业数较多，行业集中度较低，随着国家对节能环保领域投入的增加，企业间并购逐渐增加，行业整合度有望提高。“十二五”期间，我国节能环保产业以年 15%-20% 的速度增长，约为同期 GDP 目标增速的 2-3 倍，“十三五”期间环保行业环保产业产值年均增长率将达 15% 以上，2020 年我国节能环保产业产值预计可达 8.5 万亿元，2023 年有望超过 12 亿元。“十三五”期间环保行业环保产业产值年均增长率将达 15% 以上，2020 年我国节能环保产业产值预计可达 8.5 万亿元，2023 年有望超过 12 亿元。

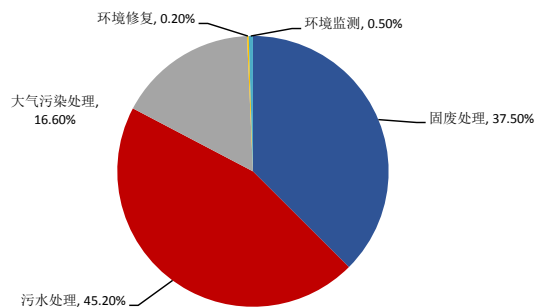
图 31：2017-2023 年我国节能环保产业产值预测

图 32：环保产业结构

■节能环保产业产值预测 (万亿元)



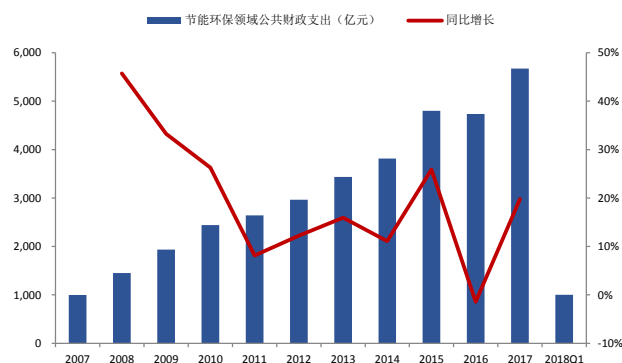
资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院



资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

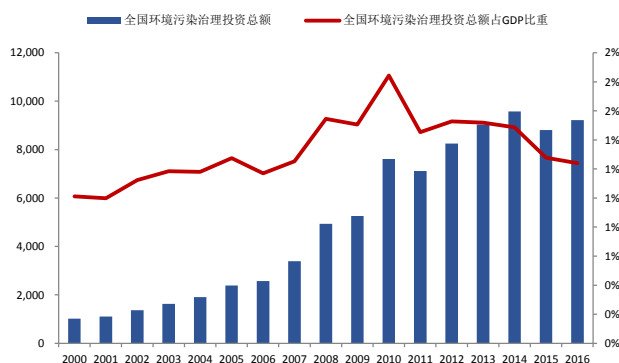
国家在节能环保领域的财政支出也呈上升趋势, 根据国家统计局数据显示, 2017 年我国公共财政在节能环保领域的支出为 5672 亿元, 比去年增长约 20%。另外, 《全国城市生态保护与建设规划》指出到 2020 年环境保护投资占 GDP 比例不低于 3.5%, 2016 年我国环境污染治理投资总额占 GDP 比例为 1.24%, 还有较大上涨空间, 受益于环保治理, 环保行业需求将得到释放。

图 33: 全国公共财政在节能环保行业领域的支出



资料来源: 财政部, 国家统计局, 民生证券研究院

图 34: 我国环境污染治理投资总额占 GDP 比例



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

2017 年公司在市政水处理领域, 相继中标和签约上海竹园提标改造工程和武汉南太子湖扩建工程等多座污水处理和供水工程项目, 中标项目数量和中标合同金额再创新高; 在固废处置领域, 承揽了国内餐厨废弃物处理领域的标杆项目——南京江北废弃物综合处置中心一期工程, 实现了固废处置项目新的突破。

在市政污水处理业务上, 公司拥有目前亚洲最大的污水处理厂——上海白龙港污水处理厂, 该厂一二期总处理规模达 280 万吨/天, 同时, 公司的杭州七格污水处理厂一二三期总处理规模达 120 万吨/天。

在工业废水处理业务方面, 公司宁波北区工业污水处理项目是浙江省规模最大的石化行业工业废水处理工程, 一二期总设计规模达 6 万吨/天。公司北京的大兴区黄村再生水厂的再生水生产能力达到 1.2 亿立方米/天, 出水主要指标达到地表水四类水体水质标准。

2、拟收购中机六院, 工程承包链条更加完整

本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

为填补公司在工程承包产业链条上的核心资质和技术环节，实现优质资源的整合，公司将通过现金方式购买控股股东国机集团旗下中机六院 100% 股权，初步估计交易对价约为 10 亿元人民币。中机六院是中国最早成立的设计单位之一，拥有中国工程设计综合甲级的资质，将作为公司发展“充电器”的工程承包板块提供有力支撑，填补苏美达在工程承包链条上的空白环节，有力推动工程承包业务的发展。

中机六院完成了大中型项目 20000 余项，在信息智能化、绿色工业建筑、大型工厂和园区规划、企业生产流程再造、高难度结构、暖通空调、工业除尘、市政和环境工程等诸多方面具有国内一流的工程技术。通过重组，公司将获得工程设计核心资质，填补在工程承包产业链条上的短板和空白环节，中机六院将与公司相关板块的业务发挥联动效应，有力推动公司工程承包业务的发展。在此基础上，通过内部协同，有助于实现“乘数效应”，实现“1+1>2”。

表 4：收购产生的乘数效应

效应	具体说明
提升公司工程类业务核心竞争力	中机六院作为综合甲级工程技术公司，拥有一流的资质和技术平台， 将和公司形成优势和能力互补，打造以技术为驱动的 EPC+ 一体化产业链 ，显著增强公司工程类业务核心竞争力。
促进公司产业结构优化升级	工程承包业务是公司重点打造的战略性业务板块，是公司发展的“充电器”。中机六院的注入， 将有力推动公司工程承包板块业务的发展 ，致力于打造公司新的支柱产业，优化产业结构，推动公司战略调整升级
促进公司实业制造能力提档升级	中机六院在 智能制造和数字工厂方面具有行业领先的专业能力 ，而实业则是公司“贸工技金”战略的核心要素之一，中机六院的技术平台将有力促进和推动公司实业制造提档升级。
提升上市公司业绩	中机六院盈利能力突出 ，是国机集团的优质资产。中机六院进入公司后，将进一步提升上市公司盈利水平、提高公司经营业绩。
带动中机六院自身发展	中机六院将利用公司平台，与公司所属现有各板块进行客户、金融、技术等 资源共享 ；中机六院的技术和人才优势加上公司的体制机制优势，将进一步激发其内生活力和动力，有利于进一步增强中机六院实力，提升中机六院经营业绩和盈利能力，实现共赢发展。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）投资发展板块

投资发展业务板块是公司三大板块之一，战略对该板块的定位是培育业务，是助推既有产业整合壮大、新兴产业发展的“孵化器”，对公司推进产融互动、实施“产业+投资”双轮驱动、发挥公司“贸工技金”联合舰队中金融催化作用具有重要意义。

在资本运作层面，探索通过战略投资、联合投资等方式促进子公司更好更快发展，支持新能源、校服自主品牌、汽车零配件等高成长性业务引进战略投资者，优化资本结构。在投资发展层面，将按照既定的产业布局，重点围绕自主品牌、先进制造以及相关跨境并购等领域，实施产业投资，促进现有产业发展、培育新兴增长点，要进一步切入轨道交通零部件、清洁能源、现代服务等领域，打造梯次产业格局。通过优化现有业务结构、培育新兴业务，持续拓展产业格局，发展新的主力板块和核心成员企业，打造一支联合舰队。

三、产投双轮驱动，打造多个利润增长点

（一）产业为手段，资本为基础，“6+N”布局更加完整

公司不断通过投资完善产业链，对“产业+投资”双轮驱动发展模式和道路进行探索，完善“6+N”布局：

五金公司：以市场营销为龙头，以技术研发为驱动，以自主实业为支撑，持续推进“贸工技金”一体化的产业化发展步伐。主要经营电动工具、园林工具、工业零部件、小型动力机械，同时拥有国家级工程研究中心——“稀土永磁无刷电机开发制造技术国家地方联合工程研究中心”。立足于公司在园林机械产品领域的能力和优势，五金公司目前正在投入服务机器人的研发、制造以及市场化运营，目前已取得较好成效。

机电公司：致力于发电设备、家用电器、电子电器、汽车配件等机电产品的研发、生产和进出口经营。机电公司不断提高企业的技术研发能力，拥有一支专业化的技术队伍及完善的企业技术平台，并建立了各类产品研发中心。机电公司还积极推进企业实业化进程，先后投资了多家独资或合资企业，并正通过核心产品制造能力的提升，持续增强企业在国际市场的核心竞争能力。自主品牌“FIRMAN”小型汽油发电机组，在中国出口非洲同类产品市场占有率第一。公司去年收购德国 ISH 公司，主要产品为门铰链，该公司为德国奔驰一级供货商，目前整合绩效良好。“大汽配”业务未来将成为机电公司乃至苏美达集团的重要业务板块。

轻纺公司：专注于服装、家用纺织品和家具用品领域。随着世界经济形势的变化和国际产业布局调整的加快，轻纺公司顺势而为，以变应变，加快发展模式转型，在稳固发展国际市场出口业务的同时，发挥公司在供应链上已经建立起来的比较优势，着力培育自主品牌，大力开拓国内市场。

船舶公司：专业从事造船、船舶改造、海洋工程等。江苏拥有非常优质的港口资源，苏美达经过多年外贸实践，拥有世界一流的船舶订单，了解先进的造船理念和技术、工艺，因此我们把订单介绍给江苏的船厂，让船厂了解船东需求，将船厂和船东连接起来，带动江苏船厂的转型升级。截至目前，已为各国船东累计建造各类船舶 280 多艘。

成套公司：专业从事各类工程总承包及机电设备成套供应业务。具有国际工程承包经营权和对外劳务合作经营权。业务范围包括环境工程、能源工程、工厂建造、基础建设工程承接，各类工程机械、工程车辆、机械设备供应等。设施工程均为节能环保工程，符合“十九大”提出绿色发展概念，专注于水处理、大气治理、清洁能源。

技术公司：立足于机电设备与大宗商品的进出口与国内贸易业务领域，全力打造“资源供应、商务咨询、金融支持、物流服务”四位一体的商业解决方案，为国内外客户提供从各类机电产品及技术设备的采购咨询、招标及进口，到钢铁、矿产、煤炭、石油化工品、林产、农牧等大宗商品的进口与国内贸易，以及木制品、钢材、卫浴等产品的出口业务等在内的供应链综合运营服务。技术公司机电设备进口南京关区连续 12 年第一。

2016 年苏美达集团以及下属的五金集团发起了面向轨道交通零部件企业南京金正奇交通设备有限公司的投资并购，顺势切入了轨道交通零部件研发、制造及贸易行业，形成了新

的利润增长点。

2016-2017 年, 汽车零配件板块陆续成功并购德国 ISH 公司和扬州伟烨轮毂厂。2017 年, 并购 ISH 公司后首个完整财年税前利润即达 360 万欧元, 提前两年完成了扭亏目标。公司积极推进国内基地建设, 南京基地获得奔驰中华区的一级供应商资格, 成为北京奔驰下一代平台车门铰链供应商。2017 年扬州伟烨轮毂厂获得整车厂一级供应商资质, 实现了轮毂板块从单一汽车售后市场到售后与 OE 市场并行的业务格局。

公司深入推进“产业+投资”双轮驱动发展战略, 专注于产业投资和管理。公司对募投电站形成了一套包括事前评估、投资决策、投后管理、投资处置的投资全流程可控在控的工作体系, 首批募投 140MW 光伏电站项目运行良好, 投资运营收益符合募投项目财务模型要求。随着二期 215MW 的项目并网, 合计 355MW 募投项目全部进入运营, 将为公司形成稳定的利润贡献。

表 5: 2016-2017 年公司投资发展板块重大事项

领域	事件说明
轨道交通零部件	以公司所属苏美达集团为领投、以及其所属五金公司为跟投, 发起了面向轨道交通零部件企业 南京金正奇交通设备有限公司 的投资并购, 此次并购标志着公司顺势切入了轨道交通零部件研发、制造及贸易行业, 形成了一个新的板块和增长点。
汽车零配件板块	成功并购德国 ISH 公司和扬州伟烨轮毂厂 。德国 ISH 公司主要生产 汽车门铰链 , 是德国奔驰的供货商, 占其汽车门铰链供货量的三分之二。扬州伟烨轮毂厂 2017 年获得整车厂一级供应商资质, 并取得了 汽车轮毂出口行业前 20 强 的成绩。
光伏电站	公司首批募投 140MW 光伏电站项目运行良好, 投资运营收益符合募投项目财务模型要求。随着二期 215MW 的项目并网, 合计 355MW 募投项目全部进入运营, 成为公司稳定利润贡献 。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 抓“一带一路”机遇, 加快“走出去”步伐

经过 40 年的国际化多元化发展, 公司业务范围已遍及全球 145 个国家和地区, 构建了从设计研发、产品制造、市场渠道、物流保障的全产业链能力体系, 积累了丰富的客户、渠道、技术、金融、供应商、公共关系等资源, 为可持续发展提供了坚实保障。

境外收入的增长, 主要来源于并购的两家公司, 美国 BBH 公司和德国 ISH 公司。在“一带一路”政策出台之前, 公司已在“一带一路”沿线国家开展业务, 获得先机。政策出台之后, 公司积极响应国家“一带一路”倡议, 加快“走出去”步伐, 深入实施国际化战略, 输出技术、管理、人才, 在东南亚缅甸和非洲埃塞俄比亚通过管理输出建立了大型服装制造基地, 在土耳其通过技术输出建立光伏组件制造工厂, 实施产业链转移, 提升全球资源配置能力和效率。

公司业绩增长主要来源于大宗和海外业务高增长, 2017 年出口额构成中大致 30% 为自产方式, 70% 为贸易方式: 公司既有欧洲市场, 也有美国和中东市场, 出口第一大市场是欧盟, 占整个出口市场约 30%。美国市场去年出口占比约 16%, 其中 70% 的份额是纺织服装出口。预计大宗商品需求韧性进一步提现, 随着需求预期的逐步改善, 以及供应端收缩持续 (去产

能、环保、整合)，大宗商品煤炭、矿产等需求有望继续增长。另外，公司现在持有的存量集中式地面电站总的数量已经不到 1GW，2016 年重组时配套募集资金 15 亿，计划建设接近 400 兆瓦的光伏电站，电站现金流相对稳定，预计 2018、2019、2020 年公司营业收入增速 20%、20%、15%。

表 6：公司业绩拆分

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
金属产品					
营业收入	21,087.10	33,396.33	41,745.41	50,094.50	57,608.67
成本	20,621.77	32,858.41	40,910.50	48,090.72	55,304.32
毛利	465.33	537.92	834.91	2,003.78	2,304.35
毛利率	2.21%	1.61%	2.00%	4.00%	4.00%
机电产品					
营业收入	12,260.25	18,215.95	22,769.94	28,462.42	32,731.79
成本	11,167.37	16,885.72	21,062.19	26,185.43	30,113.24
毛利	1,092.88	1,330.23	1,707.75	2,276.99	2,618.54
毛利率	8.91%	7.30%	7.50%	8.00%	8.00%
纺织服装					
营业收入	5,683.56	7,434.67	9,665.07	12,564.59	15,077.51
成本	4,540.57	5,980.02	7,248.80	9,423.44	11,308.13
毛利	1,142.99	1,454.65	2,416.27	3,141.15	3,769.38
毛利率	20.11%	19.57%	25%	25%	25%
煤炭					
营业收入	2,842.68	4,784.01	5,262.411	5,788.6521	6,367.51731
成本	2,800.24	4,703.68	5,157.16278	5,672.879058	6,240.166964
毛利	42.44	80.33	105.24822	115.773042	127.3503462
毛利率	1.49%	1.68%	2.00%	2.00%	2.00%
工程项目					
营业收入	3,702.23	4,174.51	4,591.96	5,051.16	5,808.83
成本	3,391.59	3,845.12	4,224.60	4,647.06	5,227.95
毛利	310.64	329.39	367.36	404.09	580.88
毛利率	8.39%	7.89%	8%	8%	10%
矿产品					
营业收入	941.91	2,327.32	2,443.69	2,565.87	2,694.16
成本	930.16	2,297.03	2,411.92	2,532.51	2,659.14
毛利	11.75	30.29	31.77	33.36	35.02
毛利率	1.25%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
木材					
营业收入	1,432.37	1,757.63	1,845.51	1,937.79	2,034.68
成本	1,336.96	1,670.49	1,753.24	1,840.90	1,932.94
毛利	95.41	87.14	92.28	96.89	101.73
毛利率	6.66%	4.96%	5%	5%	5%
光伏发电					
营业收入		602.82	632.96	664.61	697.84
成本		269.64	316.48	332.30	314.03
毛利		333.18	316.48	332.30	383.81
毛利率		55.27%	50%	50%	55%

其他主营业务

营业收入	2,135.86	905.30	950.57	998.09	1,048.00
成本	1,704.43	897.77	942.96	990.11	1,037.52
毛利	431.43	7.53	7.60	7.98	10.48
毛利率	20.20%	0.83%	0.80%	0.80%	1.00%

其他业务

营业收入	86.77	487.19	511.55	537.13	563.98
成本	83.72	476.16	500.30	525.31	551.58
毛利	3.05	11.03	11.25	11.82	12.41
毛利率	3.52%	2.26%	2.20%	2.20%	2.20%

合计

营业收入	50,172.73	74,085.73	90,419.07	108,664.81	124,632.97
yoy		47.66%	22.05%	20.18%	14.69%
成本	46,576.81	69,614.40	84,528.16	100,240.67	114,689.02
毛利	3,595.92	4,471.33	5,890.91	8,424.14	9,943.96

资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、风险提示

汇率波动，价格竞争导致毛利率下降

表 7：可比公司估值

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600710.SH	苏美达	5.10	0.27	0.30	0.36	19	17	1.65
002091.SZ	江苏国泰	7.12	0.50	0.64	0.78	14	11	1.57
600575.SH	皖江物流	3.72	0.08	0.15	0.17	47	25	1.72
600787.SH	中储股份	9.19	0.61	0.47	0.51	15	20	1.92
600704.SH	物产中大	5.89	0.46	0.61	0.69	13	10	1.13
600711.SH	盛屯矿业	10.34	0.41	0.52	0.66	25	20	2.77

资料来源：Wind 资讯，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	74,086	90,419	108,665	124,633
营业成本	69,884	84,524	100,243	114,687
营业税金及附加	93	72	152	174
销售费用	1,191	723	1,793	2,119
管理费用	1,136	723	1,413	1,620
EBIT	1,782	4,376	5,064	6,032
财务费用	471	240	140	10
资产减值损失	98	0	0	0
投资收益	(26)	(26)	(26)	(26)
营业利润	1,322	4,111	4,898	5,996
营业外收支	103	0	0	0
利润总额	1,425	4,111	4,898	5,996
所得税	327	944	1,125	1,378
净利润	1,097	3,166	3,773	4,619
归属于母公司净利润	358	397	473	579
EBITDA	2,202	4,825	5,513	6,483

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7540	9042	10866	12463
应收账款及票据	8849	10051	12079	13855
预付款项	8409	10171	12062	13800
存货	3958	4449	5277	6037
其他流动资产	495	495	495	495
流动资产合计	31636	36759	43843	50162
长期股权投资	745	745	745	745
固定资产	7129	7139	7149	7159
无形资产	389	400	411	421
非流动资产合计	9682	9285	8887	8498
资产合计	41318	46045	52731	58660
短期借款	8830	7103	5325	2452
应付账款及票据	9176	9984	11841	13548
其他流动负债	459	459	459	459
流动负债合计	31200	32761	35674	36985
长期借款	1563	1563	1563	1563
其他长期负债	1496	1496	1496	1496
非流动负债合计	3059	3059	3059	3059
负债合计	34259	35820	38733	40044
股本	1307	1307	1307	1307
少数股东权益	3067	5836	9136	13176
股东权益合计	7059	10225	13998	18617
负债和股东权益合计	41318	46045	52731	58660

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	47.7%	22.0%	20.2%	14.7%
EBIT 增长率	10.7%	145.6%	15.7%	19.1%
净利润增长率	73.3%	10.9%	19.2%	22.4%
盈利能力				
毛利率	5.7%	6.5%	7.8%	8.0%
净利润率	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
总资产收益率 ROA	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
净资产收益率 ROE	9.0%	9.0%	9.7%	10.6%
偿债能力				
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.3
资产负债率	0.8	0.8	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	31.8	31.8	31.8	31.8
存货周转天数	19.2	19.2	19.2	19.2
总资产周转率	1.9	2.1	2.2	2.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.3	0.4	0.4
每股净资产	3.1	3.4	3.7	4.2
每股经营现金流	3.2	2.9	3.1	3.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	20	18	15	12
PB	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.3	1.7	0.9	0.1
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,097	3,166	3,773	4,619
折旧和摊销	518	448	450	451
营运资金变动	2,101	(299)	(569)	(538)
经营活动现金流	4,167	3,731	4,000	4,785
资本开支	2,732	52	52	62
投资	83	0	0	0
投资活动现金流	(2,998)	(77)	(77)	(87)
股权募资	263	0	0	0
债务募资	1,182	0	0	0
筹资活动现金流	35	(2,152)	(2,098)	(3,101)
现金净流量	1,204	1,502	1,825	1,597

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 2013-2017 公司营业收入及增速	4
图 2: 2013-2017 归母净利润及增速	4
图 3: 2013-2017 销售毛利率	4
图 4: 2013-2017 销售净利率	4
图 5: 公司战略定位	5
图 6: 公司战略路径	6
图 7: 全国铁路行业固定投资额及投产新线里程	6
图 8: 全国铁路及高铁营业里程 (万公里)	6
图 9: 轨交产业链投资构成	7
图 10: 2016 年我国铁路固定资产投资结构图	7
图 11: 高铁投产新线里程 (公里)	7
图 12: 动车组保有量及规划	7
图 13: 我国汽车零部件制造业规模 (亿元)	8
图 14: 我国汽车保有量及增速	8
图 15: 汽车零部件进口额及增速	8
图 16: 汽车零部件进出口额及增速	8
图 17: 汽车零部件供应商结构	8
图 18: 纺织服装服饰业收入 (亿元)	9
图 19: 我国纺织服装服饰行业利润 (亿元)	9
图 20: 社会消费品零售总额	9
图 21: 服装鞋帽、针纺织品零售额	9
图 22: 2016 年各教育阶段在校生人数	10
图 23: 伊顿纪德门店款式	10
图 24: 专业服务机器人细分领域数量 (千台)	11
图 25: 个人/家庭服务机器人细分领域数量	11
图 26: 我国及全球风电装机容量	12
图 27: 我国及全球光伏装机容量	12
图 28: 2017-2020 年光伏新增建设规模方案	13
图 29: 2017-2020 年风电新增建设规模方案	13
图 30: 公司地面电站工程	14
图 31: 2017-2023 年我国节能环保产业产值预测	14
图 32: 环保产业结构	14
图 33: 全国公共财政在节能环保行业领域的支出	15
图 34: 我国环境污染治理投资总额占 GDP 比例	15

表格目录

表 1: 公司战略定位	3
表 2: 国内主要校服品牌	11
表 3: 各类服务机器人数量及增速	11
表 4: 收购产生的乘数效应	16
表 5: 2016-2017 年公司投资发展板块重大事项	18
表 6: 公司业绩拆分	19
表 7: 可比公司估值	20

分析师简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学本科及硕士，本科学习金属材料学，研究生开发杂散电流数据采集系统。在中国冶金科工集团从事投资管理五年，在北京市规划委系统从事项目管理两年，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。