

2019年01月26日

诺力股份 (603611.SH)

## 签6亿订单夯实自动化龙头实力， 锂电产业再迎一轮扩产高峰

■事件1: 2019年1月24日, 公司公告, 中鼎集成与孚能科技签订6亿元合同, 提供动力锂电池生产智能化物流成套系统两套。

事件2: 2019年1月20日, 公司公告, 公司与捷尔杰(天津)签订日常经营性合同, 为捷尔杰(天津)提供委托生产业务。根据合同约定的最低采购数量和产  
品初始单价估算, 合同总金额自合同生效日起第一年不少于2400万, 第二年不  
少于4900万。

■获全球高空作业平台龙头厂商认可, 彰显优异制造实力。捷尔杰(天津)系JLG  
在国内的产能, 经营范围包含高空作业平台及其零部件的生产、组装、设计、销  
售等, JLG公告显示, FY2018公司高空作业事业部实现收入37.77亿美元, 同比  
增长24.8%, 为全球第一大高空作业平台厂商; 截至FY2018年末, JLG在手订单  
9.62亿美元, 同比增长113%, 全球高空作业平台市场高景气, 在手订单充裕。  
公司本部原先以搬运车辆代加工为主, 凭借优异的加工及成本控制能力获得如日  
本丰田、德国凯傲、比利时TVH等重要客户认可。积累多年, 公司自有品牌及  
销售渠道不断成熟, 自主品牌销售比例呈逐年上升趋势。此次与捷尔杰的合作,  
对公司传统业务具有重要战略意义。

■锂电行业扩产预期强烈, 无锡中鼎显著受益。据我们前期产业链调研及分析,  
中性预期下, 预计2019年锂电池行业总扩产137GWh, 同比增长128%。行业“马  
太效应”不断突出, 2019年扩产份额更多集中于龙头厂商。公告显示, 公司与  
CATL、比亚迪、LG化学、松下、muRATA(村田)、天津力神、亿纬锂能、北  
京盟固利、江苏力信等国际一流电池企业以及国内排名前二十动力电池企业保持  
着长期合作互信关系, 竞争实力领先, 预计将显著受益本轮锂电池行业扩产。

■投资建议: 预计2018年、2019年、2020年收入增速分别为22.6%、21.7%和24%,  
净利润增速分别为38.9%、35.9%和16.8%, 对应EPS分别为0.83元、1.12元和  
1.31元。对公司采用分部估值法, 维持买入-A评级, 6个月目标价17.29元。

■风险提示: 原材料价格上涨, 汇率波动, 行业竞争加剧。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,309.8	2,119.6	2,599.0	3,161.8	3,922.2
净利润	144.8	159.5	221.6	301.1	351.6
每股收益(元)	0.54	0.60	0.83	1.12	1.31
每股净资产(元)	4.84	5.94	17.49	18.56	15.70

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	25.0	22.7	16.3	12.0	10.3
市净率(倍)	2.8	2.3	0.8	0.7	0.9
净利润率	11.1%	7.5%	8.5%	9.5%	9.0%
净资产收益率	11.2%	10.0%	4.7%	6.1%	8.4%
股息收益率	2.9%	2.6%	1.8%	3.2%	3.4%
ROIC	23.5%	23.3%	23.6%	26.7%	31.9%

数据来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

专用汽车

投资评级 买入-A

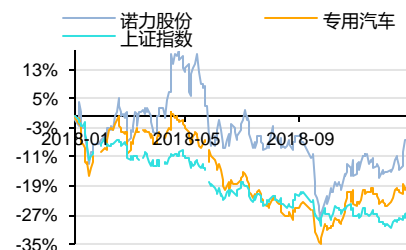
维持评级

6个月目标价: 17.29元  
股价(2019-01-25) 14.86元

### 交易数据

总市值(百万元)	3,616.30
流通市值(百万元)	3,057.70
总股本(百万股)	267.68
流通股本(百万股)	226.33
12个月价格区间	10.30/24.48元

### 股价表现



资料来源: Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.18	20.0	20.4
绝对收益	10.74	19.56	-6.79

李哲

分析师

SAC执业证书编号: S1450518040001  
lizhe3@essence.com.cn

王书伟

分析师

SAC执业证书编号: S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-35082037

### 相关报告

- 诺力股份: 老主业盈利稳步提升, 无锡中鼎在手订单充裕/王书伟 2018-08-28
- 诺力股份: 深耕大物流智能装备集成, 迎锂电&物流智能化浪潮/王书伟 2018-05-09
- 诺力股份: 毛利率略有改善, 电动搬运车及智能物流高景气/王书伟 2018-05-03

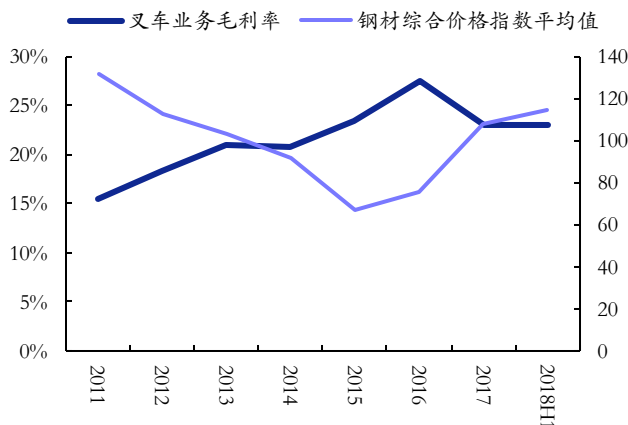
## 1. 传统主业毛利率有望回升，与捷尔杰签订订单

### 1.1. 原材料成本下降，预计毛利率将有所回升

公司本部叉车加工业务，原材料主要为钢材、铸钢件、油缸件及车架等其他钢材制品，2011-2014 上半年，钢材制品采购成本占主营业务成本的比例分别为 50.77%、49.67%、52.66% 和 46.22%，占比较高，钢材价格的波动将对公司毛利率产生较大影响。

历史数据看，公司叉车业务毛利率与钢材价格呈现显著负相关关系。我们对钢材综合价格指数进行跟踪发现，2018 年 11 月起至今，钢材价格经历了大幅回落，预计公司未来叉车业务毛利率将逐步回升。

图 1：公司叉车业务毛利率与钢材价格负相关



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2018 年 11 月起，钢材价格大幅回落



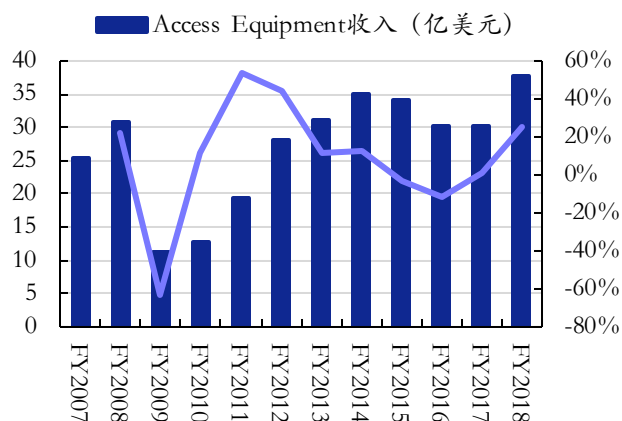
资料来源：wind，安信证券研究中心

### 1.2. 制造工艺精湛，获得高空作业平台龙头捷尔杰认可

1 月 20 日公司公告，公司与捷尔杰（天津）签订日常经营性合同，为捷尔杰（天津）提供委托生产业务。根据合同约定的最低采购数量和产品初始单价估算，合同总金额自合同生效日起第一年不少于 2400 万，第二年不少于 4900 万。

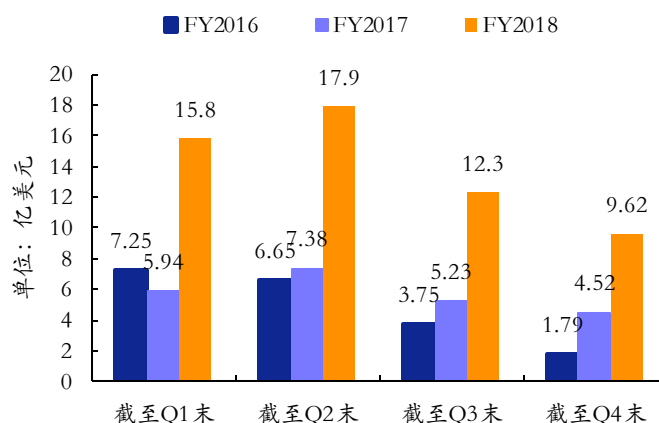
捷尔杰（天津）系 JLG 在国内的产能，经营范围包含高空作业平台及其零部件的生产、组装、设计、销售等，JLG 公告显示，FY2018 公司高空作业事业部实现收入 37.77 亿美元，同比增长 24.8%，为全球第一大高空作业平台厂商；截至 FY2018 年末，JLG 在手订单 9.62 亿美元，同比增长 113%，全球高空作业平台市场高景气，在手订单充裕。

图 3: FY2018 JLG 高空作业平台业务收入 37.77 亿美元



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 4: 截至 FY2018Q4 末, JLG 在手订单 9.62 亿美元



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

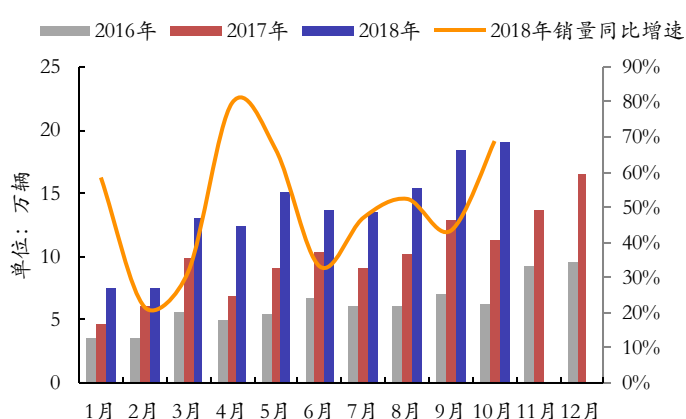
## 2. 锂电扩产正当时, 无锡中鼎高景气

### 2.1. “内生需求” 叠加 “竞争性扩产”, 锂电新一轮扩产浪潮启动

#### 2.1.1. 内生需求: 国内外新能源汽车产业高速发展, 龙头电池厂扩产忙

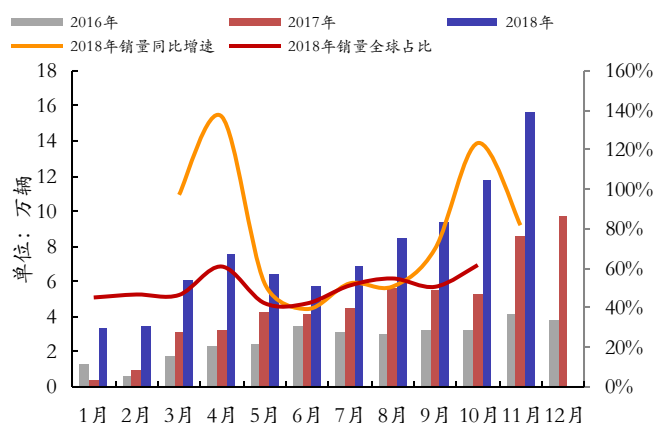
近年来, 以乘用车为代表的全球新能源汽车产业高速增长。高工锂电数据显示, 2018 年 1-10 月全球新能源乘用车总销量 135.58 万辆, 同比增长 149.9%。全球范围内相对看, 中国新能源汽车产业始终保持更高的景气度; 2018 年 1-10 月国内新能源乘用车销量占全球销量的 51%, 同比提升 10.3 个 pct。2018 年 1-11 月, 国内累计新能源乘用车销量 84.8 万辆, 同比增长 86.8%, 持续保持高增长态势。

图 5: 2018 年 10 月全球新能源乘用车销量 19 万辆



资料来源: 高工锂电, 安信证券研究中心

图 6: 2018 年 11 月国内新能源乘用车销量 15.7 万辆



资料来源: 高工锂电, 安信证券研究中心

我们测算, 到 2020 年, 国内新能源汽车总销量约 225 万辆, 其中乘用车、客车和专用车预计销量分别为 205 万辆、3 万辆和 17 万辆; 按照单车带电量分别为 50KWh、200KWh、73KWh 测算, 到 2020 年国内锂电池总需求量为 106.82GWh。

表 1: 新能源汽车销量预测及电池产能需求测算

新能源汽车电池总用量 (Gwh)		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2025E	2030E
乘用车	EV	2.55	8.45	18.64	30.97	52.27	81.31	390.28	1,365.97
	YOY		232%	121%	66%	69%	56%	380%	250%
	PHEV	1.10	0.96	1.50	3.60	5.83	7.58	36.39	122.82
	YOY		-13%	57%	140%	62%	30%	380%	238%
	电池总用量	3.65	9.41	20.14	34.57	58.10	88.89	426.67	1488.79
	YOY		158%	114%	72%	68%	53%	380%	249%
客车	EV	12.03	13.98	13.55	8.95	6.89	5.69	6.26	6.89
	YOY		16%	-3%	-34%	-23%	-17%	10%	10%
	PHEV	0.60	0.80	0.59	0.25	0.16	0.11	0.14	0.18
	YOY		32%	-26%	-58%	-37%	-27%	25%	25%
	电池总用量	12.63	14.77	14.14	9.20	7.05	5.81	6.40	7.07
	YOY		17%	-4%	-35%	-23%	-18%	10%	10%
专用车	电池用量	2.67	2.50	5.27	6.96	9.19	12.13	30.32	64.44
	YOY		-6%	111%	32%	32%	32%	150%	113%
合计	电池总用量	18.94	26.69	39.55	50.73	74.34	106.82	463.40	1560.29
	YOY		41%	48%	28%	47%	44%	334%	237%

资料来源: 安信汽车团队, 安信证券研究中心

全球范围内, 燃油车禁售时间表临近, 包括宝马、奔驰等在内的各龙头整车厂, 纷纷在新能源汽车领域进行战略布局。国内电池厂商紧跟海外整车厂需求, 开始布局全球产能。

### (1) 宁德时代:

2018 年 7 月公司公告, 将在德国图林根州埃尔福特市建设研发基地, 开展动力电池生产和研发业务。前两期预计投资 2.4 亿欧元, 产品主要面向欧洲地区销售, 主要目标客户为欧洲地区整车厂。同时公司将根据前期项目建设和未来市场情况, 研究确定项目后续的建设计划。

### (2) 孚能科技:

盖世汽车信息显示, 2018 年 3 月高科技通过戴姆勒集团 VDA6.3 过程质量审核成功进入戴姆勒供应商体系。2018 年 9 月, 孚能科技在德国斯图加特开设办事处, 并宣布此前融资的 10 亿美金将用于欧洲工厂建设, 该工厂计划在 2021 年为欧洲主要汽车工厂提供支持。

### (3) 亿纬锂能:

2018 年 8 月公司公告与戴姆勒签订《供货协议》, 在协议生效之日起至 2027/12/31 期间, 公司向戴姆勒提供锂离子电池范围内的零部件。

国内电池厂商与全球整车厂的合作、海外的产能布局, 将全球的锂电需求引导至国内电池厂及设备厂。

## 2.1.2. 竞争性扩产: 多重不确定性共存, 竞争性扩产将成主旋律

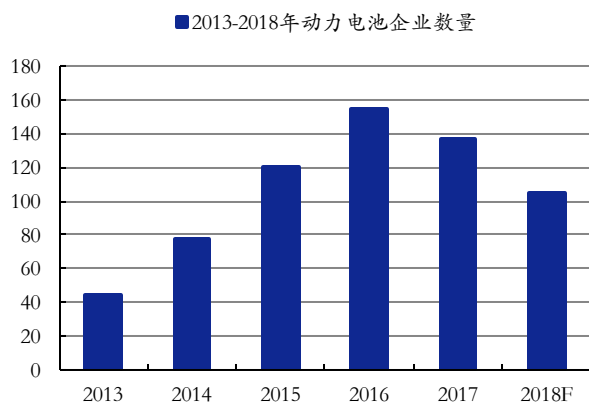
自 2013 年新能源汽车补贴政策进入推广应用阶段以来, 我国动力锂电厂商数量快速增加; 据高工锂电统计, 2013 到 2016 年锂电厂商数量从 50 家增加至 150 家左右, 扩张近 3 倍。

但 2017 年下半年开始，下述四重压力影响下，部分动力电池厂商经营难以为继，电池厂商数量自 2017 年开始下降，2016 年即成为锂电池厂商数量的峰值：

- (1) 补贴退坡且补贴技术门槛提高；
- (2) 客车、专用车发展低于预期；
- (3) 原材料涨价加剧企业经营压力；
- (4) 行业增速回归理性。

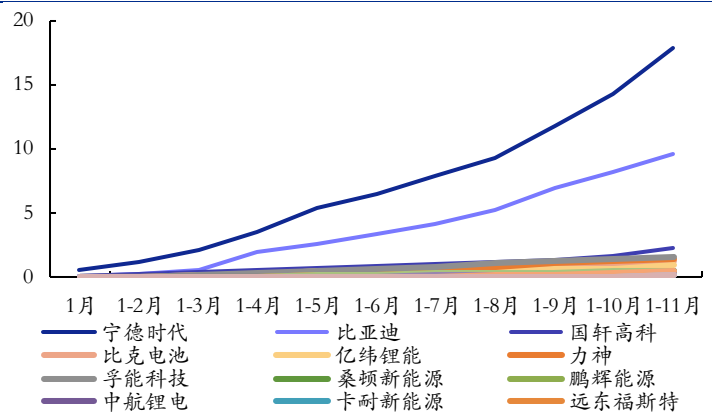
目前行业已明显呈现产能向头部龙头企业集中的明显趋势，2018 年 1-11 月，行业前 3 大电池厂：宁德时代、比亚迪、国轩高科合计装机量 29.77GWh，市占率已高达 68.23%。

图 7：2016 年动力电池企业数量出现峰值



资料来源：高工锂电，安信证券研究中心

图 8：2018 年动力锂电累计装机量 (GWh)



资料来源：高工锂电，安信证券研究中心

同时我们认为，电池行业并不会因为已经集中化而格局完全确定，在封装形式不定、技术路线不定、海外电池厂即将进场、电池和整车供应关系不定等前提下，行业正从“春秋”时期进入“战国”时期，头部厂商间的竞争趋于白热化。

## 2.2. 2019 年预计扩产 137GWh，2020~2025 年预计年增 20%

综上，我们综合内生需求（新增需求+替换需求）以及竞争性扩产需求两大方面，对锂电行业到 2025 年的新建产能需求进行了测算：

表 2：实际新建产能量测算

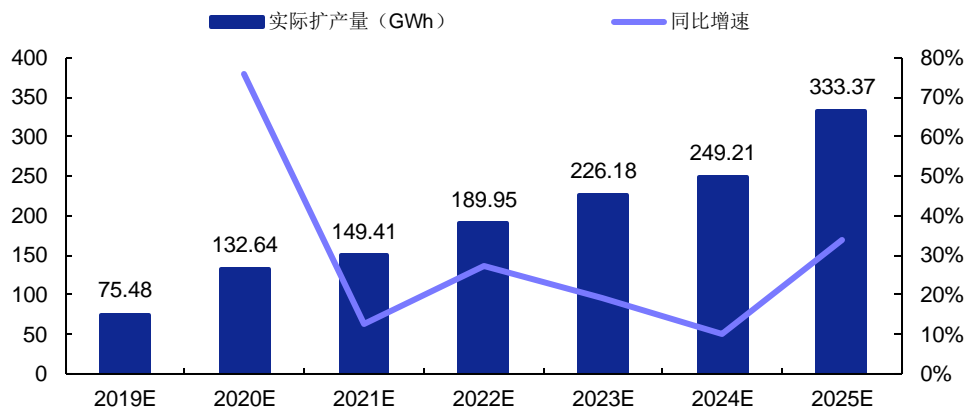
年份	最低新建产能 (GWh)	冗余度	实际新建产能 (GWh)	实际新建产能同比增速
2015 年	25.50			
2016 年	34.80			
2017 年	41.40			
2018 年	61.00			
2019E	37.74	100%	75.48	
2020E	66.32	100%	132.64	75.73%
2021E	75.46	98%	149.41	12.64%
2022E	97.41	95%	189.95	27.13%
2023E	119.04	90%	226.18	19.07%
2024E	132.56	88%	249.21	10.19%
2025E	180.20	85%	333.37	33.77%

资料来源：GGII，安信证券研究中心测算

由于新建产能建设期约为一年时间，以设备招标口径统计将比上表提前一年。因此，2019年新建产能为132.64GWh。本文除上表外，其它部分统计口径均为设备招标时间。

测算结果显示，2019年我国新设备招标产能达到132.64GWh；2020~2025年新招标产能仍将保持20.25%的复合增长率。

图9：2019年后设备将进入持续扩产高峰期



资料来源：安信证券研究中心测算

按照我们产业链调研信息汇总，我们预测2019年电池厂商扩产设备招标规划乐观、中性、悲观分别为187.5GWh、136.5GWh、93.5GWh，相比2018年分别同比增长212.5%、127.5%、55.8%。

### 2.3. 中鼎集成由核心装备至集成，将显著受益锂电行业扩产

自产核心设备是无锡中鼎主要竞争优势之一，在开展集成业务时，堆垛机、焊接式非标货架、特殊专机输送设备等关键核心设备均由无锡中鼎结合客户需求独立研发生产，普通货架、普通输送机等技术含量和附加值的产品倾向于外购获得，再进行集成和整合。拥有核心设备的自主生产能力可为无锡中鼎带来以下优势：

- (1) 可实现关键核心设备与整体物流设计方案的无缝对接，保证各设备间的兼容性，提升系统稳定性和运转效率，有效缩短设计、施工和调试周期。
- (2) 提高公司售后服务和维护能力。
- (3) 开展系统集成业务时拥有较强的质量控制和议价空间。

无锡中鼎的自产核心设备主要包括堆垛机、输送机和焊接式非标货架，**堆垛机方面**，公司研制并投入实用了超高、超重、超大的巷道堆垛机设备，技术水平国内领先，市占率名列前茅。**输送机**运用自动控制系统来实现自动化运输，具有载重能力大、运距长等特点，公司的主要输送机类型包括板链输送机、滚筒输送机和悬挂输送机等。**非标准焊接式货架**可实现对不规则托盘或较重托盘（单元托盘重量达到吨级以上）的承载，在强度、刚度、稳定性、抗震性、与配套物流设备的匹配性等都具有更高的要求。

自产核心设备基础之上，公司跨行业物流系统集成能力不断增强。公告显示，中鼎集成已拥有数十个行业、几百个大型智能物流项目和智能制造项目的管理和实施经验，是国内物流自动化领域的领军企业之一，在多个下游行业均拥有深厚客户资源。

图 10：无锡中鼎覆盖多行业优质客户



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

新能源锂电领域，中鼎集成自主研发的“动力锂离子电池生产智能化物流成套系统”技术在锂离子电池生产物流装备技术及生产管控集成技术领域填补国内空白，打破国际技术垄断。目前公司与 CATL、比亚迪、LG 化学、松下、muRATA（村田）、天津力神、亿纬锂能、北京盟固利、江苏力信等国际一流电池企业以及国内排名前二十动力电池企业保持着长期合作互信关系。官网显示，截至 2018 年 9 月，中鼎集成在新能源领域接到的订单已超过 8 亿元，同比增长两倍以上。

2018 年 10 月至今，伴随锂电行业各厂商招标逐步落地，公司接连公告中标公告：

(1) 2018 年 10 月，公司公告，中鼎集成与宁德时代、江苏时代、上汽时代合计签订 3 亿元左右自动化测试物流系统订单。

(2) 2019 年 1 月，公司公告，中鼎集成与孚能科技签订 6 亿元合同，提供动力锂电池生产智能化物流成套系统两套。

### 3. 投资建议

#### 3.1. 预测假设

**搬运车辆业务：**公告显示，受益人工成本的增加及物流效率提升的需要，搬运车辆市场需求稳步上升。公司作为搬运车辆龙头，预计 2018 年、2019 年、2020 年收入增速分别为 22%、15%和 17%，呈现平稳增长趋势。

**无锡中鼎：**根据在手订单情况，同时参考交易报告书中对无锡中鼎未来经营状况的预测，我们预计 2018 年、2019 年、2020 年公司收入增速分别为 50%、40%和 40%。

表 3: 收入分拆预测

收入拆分 (亿元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>老主业-搬运车辆</b>										
收入	13.04	12.09	11.20	12.06	11.49	13.09	16.50	20.13	23.15	27.08
成本	11.01	9.87	8.86	9.55	8.81	9.50	12.71	15.50	17.83	20.58
增速		-7%	-7%	8%	-5%	14%	26%	22%	15%	17%
毛利率	16%	18%	21%	21%	23%	27%	23%	23.0%	23.0%	24.0%
<b>无锡中鼎</b>										
收入				1.29	1.54	3.10	4.59	6.89	9.64	13.49
成本				0.85	1.05	2.06	3.21	4.82	6.55	9.18
增速						20%	102%	53%	50%	40%
毛利率				34%	32%	34%	30%	30%	32%	32%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

### 3.2. 盈利预测及投资建议

预计 2018 年、2019 年、2020 年公司收入增速分别为 22.6%、21.7%和 24%，净利润增速分别为 38.9%、35.9%和 16.8%，对应 EPS 分别为 0.83 元、1.12 元和 1.31 元。

对公司估值选用分部估值法，预测 2018 年公司搬运车辆业务和无锡中鼎分别实现净利润 1.52 亿元和 6800 万元。参考可比公司平均估值，公司经营质地优秀，管理团队优良，搬运车辆业务给予 17 倍动态市盈率，智能物流业务给予 30 倍估值；综上，预测公司市值可达 46.24 亿元，对应 18 年综合动态市盈率 20.83 倍。维持买入-A 评级，6 个月目标价 17.29 元。

表 4: 可比公司估值

		净利润 (亿元)			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018	2019
<b>智能物流业务</b>							
<b>300532.SZ</b>	今天国际	0.93	1.41	1.99	30.70	20.36	14.36
<b>300024.SZ</b>	机器人	4.32	5.42	6.48	50.63	40.36	33.80
	平均值				<b>40.66</b>	<b>30.36</b>	<b>24.08</b>
<b>搬运车辆业务</b>							
<b>603298.SH</b>	杭叉集团	4.75	5.61	6.65	16.31	13.81	11.64
<b>600761.SH</b>	安徽合力	4.08	5.54	6.89	17.04	12.54	10.09
					<b>16.68</b>	<b>13.17</b>	<b>10.87</b>

资料来源: wind 一致预测, 安信证券研究中心

表 5: 分部估值表

	预计 2018 年净利润 (亿元)	可比公司平均估值	预计市值 (亿元)
搬运车辆业务	1.52	17	25.84
智能物流业务	0.68	30	20.4
	2.2		46.24

资料来源: 安信证券研究中心测算



#### 4. 风险提示

原材料价格上涨，汇率波动，行业竞争加剧。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,309.8	2,119.6	2,599.0	3,161.8	3,922.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	950.1	1,613.0	1,933.7	2,303.6	2,872.3	营业收入增长率	14.0%	61.8%	22.6%	21.7%	24.0%
营业税费	9.1	15.4	15.6	19.0	23.5	营业利润增长率	32.3%	20.2%	34.5%	35.4%	16.7%
销售费用	70.8	96.8	129.9	172.3	219.6	净利润增长率	35.1%	10.1%	38.9%	35.9%	16.8%
管理费用	127.9	201.4	233.9	290.9	372.6	EBITDA 增长率	28.5%	25.9%	46.7%	27.6%	13.2%
财务费用	-20.6	20.3	12.7	5.0	0.3	EBIT 增长率	31.7%	24.4%	54.9%	31.1%	15.2%
资产减值损失	4.9	14.2	5.2	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	32.4%	51.2%	27.0%	31.5%	15.6%
加:公允价值变动收益	-3.9	5.9	0.1	0.6	-0.5	投资资本增长率	52.0%	25.4%	16.3%	-3.3%	17.2%
投资和汇兑收益	5.3	-0.2	5.0	3.0	3.0	净资产增长率	51.3%	22.9%	47.7%	12.4%	-15.1%
<b>营业利润</b>	168.9	203.0	273.1	369.7	431.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	8.6	-0.4	4.6	6.7	6.7	毛利率	27.5%	23.9%	25.6%	27.1%	26.8%
<b>利润总额</b>	177.5	202.6	277.7	376.4	438.0	营业利润率	12.9%	9.6%	10.5%	11.7%	11.0%
减:所得税	32.3	36.2	51.4	68.9	78.8	净利润率	11.1%	7.5%	8.5%	9.5%	9.0%
<b>净利润</b>	144.8	159.5	221.6	301.1	351.6	EBITDA/营业收入	13.6%	10.6%	12.6%	13.3%	12.1%
						EBIT/营业收入	11.3%	8.7%	11.0%	11.9%	11.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	67	43	32	24	16
货币资金	597.0	634.3	2,206.0	1,016.1	1,176.6	流动营业资本周转天数	12	-4	18	24	29
交易性金融资产	-	1.9	0.6	0.8	1.1	流动资产周转天数	346	299	337	303	222
应收账款	325.2	500.2	-72.2	1,038.3	21.8	应收账款周转天数	66	70	30	55	49
应收票据	68.1	80.0	4.6	8.9	5.5	存货周转天数	72	90	90	48	61
预付账款	47.6	54.1	26.9	38.5	40.8	总资产周转天数	521	462	668	737	528
存货	381.6	675.5	623.1	221.6	1,102.9	投资资本周转天数	179	150	148	128	111
其他流动资产	142.6	15.2	121.5	93.1	76.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	13.9	2,800.0	2,900.0	1,904.6	ROE	11.2%	10.0%	4.7%	6.1%	8.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	5.6%	3.4%	4.9%	6.8%
长期股权投资	47.6	41.1	41.1	41.1	41.1	ROIC	23.5%	23.3%	23.6%	26.7%	31.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	261.8	242.2	220.4	193.1	159.0	销售费用率	5.4%	4.6%	5.0%	5.5%	5.6%
在建工程	112.1	206.7	216.7	224.7	231.7	管理费用率	9.8%	9.5%	9.0%	9.2%	9.5%
无形资产	90.8	91.2	86.9	83.4	81.5	财务费用率	-1.6%	1.0%	0.5%	0.2%	0.0%
其他非流动资产	404.4	407.8	402.0	402.0	402.0	三费/营业收入	13.6%	15.0%	14.5%	14.8%	15.1%
<b>资产总额</b>	2,478.8	2,964.2	6,677.7	6,261.6	5,245.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	25.0	28.8	-	-	123.7	资产负债率	46.8%	45.3%	29.3%	20.0%	18.9%
应付账款	655.7	647.4	405.4	1,091.9	711.3	负债权益比	87.9%	82.8%	41.5%	24.9%	23.3%
应付票据	38.1	114.8	-	-	-	流动比率	1.39	1.49	5.72	1.98	2.52
其他流动负债	408.1	522.5	103.5	128.5	128.6	速动比率	1.05	0.98	4.49	1.80	1.37
长期借款	-	-	1,423.2	-	-	利息保障倍数	-7.20	9.10	22.55	74.79	1,513.49
其他非流动负债	32.4	28.6	26.1	29.1	27.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,159.3	1,342.2	1,958.2	1,249.5	991.6	DPS(元)	0.40	0.36	0.24	0.43	0.46
少数股东权益	24.7	32.2	36.9	43.4	50.9	分红比率	73.1%	60.0%	28.6%	38.2%	34.7%
股本	174.9	191.4	267.7	267.7	267.7	股息收益率	2.9%	2.6%	1.8%	3.2%	3.4%
留存收益	1,125.1	1,470.6	4,414.8	4,701.0	3,935.2						
<b>股东权益</b>	1,319.5	1,622.0	4,719.5	5,012.1	4,253.8						
						<b>现金流量表</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	145.2	166.4	221.6	301.1	351.6	EPS(元)	0.54	0.60	0.83	1.12	1.31
加:折旧和摊销	32.3	41.7	43.0	44.6	43.0	BVPS(元)	4.84	5.94	17.49	18.56	15.70
资产减值准备	4.9	14.2	-	-	-	PE(X)	25.0	22.7	16.3	12.0	10.3
公允价值变动损失	3.9	-5.9	0.1	0.6	-0.5	PB(X)	2.8	2.3	0.8	0.7	0.9
财务费用	-19.1	23.3	12.7	5.0	0.3	P/FCF	-28.2	-41.8	2.5	-3.3	13.1
投资损失	-5.3	0.2	-5.0	-3.0	-3.0	P/S	2.8	1.7	1.4	1.1	0.9
少数股东损益	0.3	6.9	4.8	6.5	7.5	EV/EBITDA	34.6	15.3	0.2	-0.6	1.5
营运资金的变动	89.2	-42.5	-172.7	14.2	-219.3	CAGR(%)	28.4%	29.2%	27.5%	28.4%	29.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	144.8	72.1	104.4	369.0	179.6	PEG	0.9	0.8	0.6	0.4	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	67.0	-219.9	-2,805.4	-119.3	983.8	ROIC/WACC	2.5	2.4	2.5	2.8	3.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-46.6	145.3	4,272.7	-1,439.7	-1,002.9	REP	3.2	1.4	0.0	-0.1	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

李哲、王书伟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034