

毛利率下滑，招标价反弹

买入（维持）

2019年03月31日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001
021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	28,731	37,887	45,672	57,757
同比（%）	14.3%	31.9%	20.5%	26.5%
归母净利润（百万元）	3217	3483	4265	5349
同比（%）	5.3%	8.3%	22.4%	25.4%
每股收益（元/股）	0.90	0.98	1.20	1.50
P/E（倍）	16.09	14.86	12.13	9.67

投资要点

- 18年业绩增长5.30%：**公司发布2018年年报，报告期内公司实现营业收入287.31亿元，同比增长14.33%；实现归属母公司净利润32.17亿元，同比增长5.30%。对应EPS为0.9元。其中2018Q4，实现营业收入109.15亿元，同比增长34.38%，环比增长60.85%；实现归属母公司净利润7.98亿元，同比增长5.15%，环比下降10.29%。2018Q4对应EPS为0.22元。
- 风机销售复苏，运营稳定增长：**1) 风机收入210.16亿元，同比增长12.33%；风机外销5.86GW，同比上升15.34%。受成本上行压力风机毛利率下滑6.35个百分点至19.19%，风机及零部件整体盈利8.7亿元，同比下降35.24%。2) 风电场开发，发电量0.76TWh，同比增长17.4%，实现收入39.15亿元，同比增长20.30%；风电场开发盈利20.0亿元同比增长31.57%。毛利率64.17%，同比下降1.74个百分点。3) 风电服务收入16.52亿元，同比下降19.82%。毛利率19.72%，同比上升4.37个百分点，贡献利润0.74亿元。4) 水务、投资收益等业务收入9.23亿元，同比增长150.52%。
- 招标订单创新高，投标价格反弹：**2018年，国内公开招标量为33.5GW，同比增长23.15%，2.0MW、2.5MW级别机组2018年12月投标均价为3327元/千瓦、3450元/千瓦，比较9月份价格低点上升5%、3.6%。期末，在手外部订单合计18.5GW，创新高。
- 运营规模扩张，盈利持续改善：**18年底累计并网权益装机容量4720MW，权益在建容量1540MW，核准未开工权益容量2012MW；18年新增权益装机容量900MW（处置了48MW），新增核准889MW。
- 费用率下降，现金流改善、存货增加：**报告期内，公司在利润表中从“管理费用”项目中分拆“研发费用”项目，同口径2018期间费用同比增长2.55%至52.97亿元，期间费用率下降2.12个百分点至18.44%。其中销售费用同比下降12.60%，销售费用率下降了1.79个百分点。质保金转回的影响。财务费用增加了21.76%，主要是因采购零部件及构建风电场支出大量现金，同时因持续加大投资风电项目增加长期借款。2018经营活动现金流量净流入31.25亿元，同比增长1.44%；销售商品取得现金265.3亿元，同比增长15.14%。期末预收款项+合同负债40.71亿元，同比下降12.61%。期末应收账款148.23亿元，同比下降1.19%，应收账款周转天数下降24.8天至186.85天。期末存货+合同资产52.66亿元，同比增长28.98%；存货周转天数上升2.13天至76.83天。
- 投资建议：**我们预计2019-2021年归属母公司净利润分别为34.83、42.65、53.49亿元，同比分别增长8.3%、22.4%、25.4%，EPS分别为0.98元、1.20、1.50元。对应PE分别为14.86、12.13、9.67倍，维持买入评级。
- 风险提示：**需求不达预期；风机价格竞争超预期；风电场业务不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.55
一年最低/最高价	7.66/16.47
市净率(倍)	2.25
流通A股市值(百万元)	49472.33

基础数据

每股净资产(元)	6.46
资产负债率(%)	67.46
总股本(百万股)	4101.56
流通A股(百万股)	3400.16

相关研究

- 《金风科技(002202)：业绩小幅增长，行业吊装复苏》2019-02-25
- 《风机销售复苏，运营稳定增长》2018-08-27
- 《运营驱动增长，投标价格企稳》2018-05-02

表 1: 2018 收入 287.31 亿元, 同比增长 14.33%; 盈利 32.17 亿元, 同比增长 5.30%

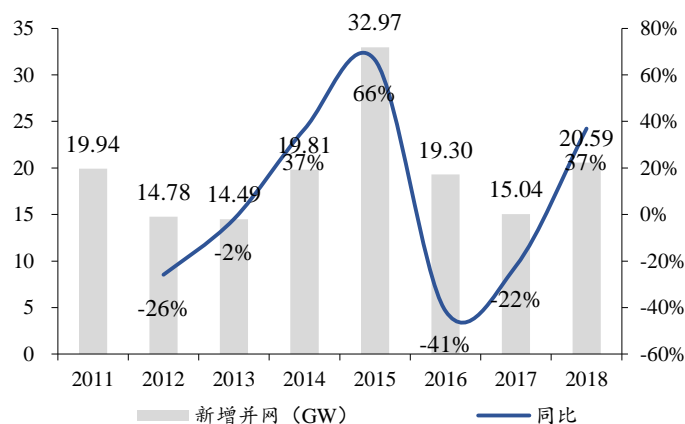
金风科技	2018	2017	同比	2018Q4	2017Q4	同比	2018Q3	环比
营业收入 (亿元)	287.31	251.29	14.33%	109.15	81.23	34.38%	67.86	60.85%
毛利率	25.96%	30.24%	-4.28%	20.11%	30.36%	-10.25%	26.89%	-6.78%
营业利润 (亿元)	37.18	35.09	5.98%	9.43	8.42	12.00%	9.79	-3.69%
归属母公司净利润 (亿元)	32.17	30.55	5.30%	7.98	7.58	5.15%	8.89	-10.29%
净利率	11.20%	12.16%	-0.96%	7.31%	9.34%	-2.03%	13.10%	-5.79%
股本 (亿股)	35.56	35.56	-	35.56	35.56	-	35.56	-
EPS (元)	0.90	0.86	5.30%	0.22	0.21	5.15%	0.25	-10.29%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1. 风机销售复苏, 运营驱动增长

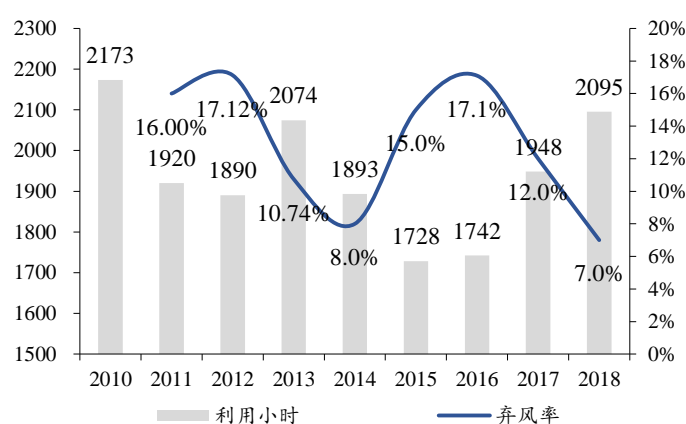
2018 年, 国内风电市场经历两年的下滑后, 重新恢复增长, 根据能源局口径, 风电新增并网容量 20.59GW, 同比增长 37%; 新增吊装约 22GW, 同比增长约 12%。2018 年全国风电利用小时数 2095 小时, 同比增加 147 小时, 全年弃风电量 277 亿千瓦时, 同比减少 142 亿千瓦时, 平均弃风率 7%, 同比下降 5 个百分点, 弃风限电状况明显缓解。

图 1: 2018 全国新增并网 20.59GW, 同比增长 37%



资料来源: 能源局, 东吴证券研究所

图 2: 2018 全国风电利用小时数增长 147 小时

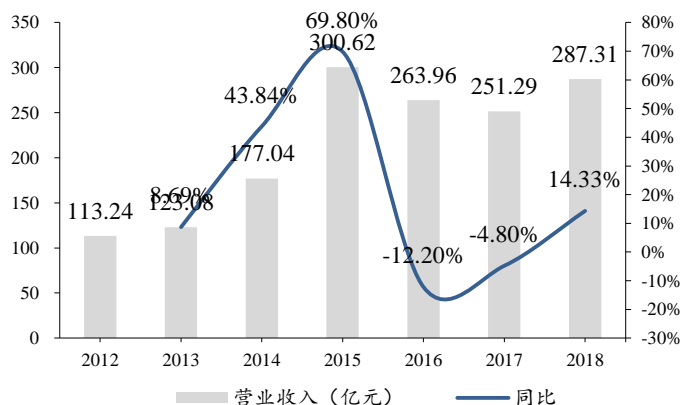


资料来源: 能源局, 东吴证券研究所

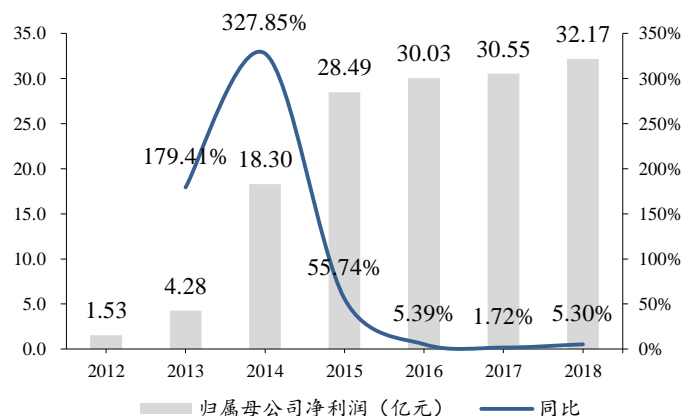
受此风电行业复苏和弃风限电持续改善大背景影响, 1) 公司风机销售恢复增长, 毛利率受价格下行及成本上行影响下滑明显, 风机盈利下降; 2) 风电场发电量增长, 业绩快速增长, 占比提升。总体而言, 公司收入同比增长了 14.33%, 盈利同比增长了 5.30%。

图 3: 2018 收入 287.31 亿元, 同比增长 14.33%

图 4: 2018 净利润 32.17 亿元, 同比增长 5.30%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

分业务来看:

1) 风机及零部件, 销售收入 222.40 亿元, 同比增长 14.37% (其中风机收入 210.16 亿元, 同比增长 12.33%); 风机外销 5.86GW, 同比上升 15.34%。受原材料成本上行压力风机及零部件毛利率下行 6.35 个百分点至 18.88% (其中风机毛利率下滑 6.35 个百分点至 19.19%), 风机及零部件整体盈利 8.7 亿元, 同比下降 35.24%。

2) 风电场开发, 发电量 0.76TWh, 同比增长 17.4%, 实现收入 39.15 亿元, 同比增长 20.30%; 风电场开发盈利 20.0 亿元同比增长 31.57%。毛利率 64.17%, 同比下降 1.74 个百分点。

3) 风电服务收入 16.52 亿元, 同比下降 19.82%。毛利率 19.72%, 同比上升 4.37 个百分点, 贡献利润 0.74 亿元。

4) 水务、投资收益等业务收入 9.23 亿元, 同比增长 150.52%。

表 2: 分业务收入及毛利率情况

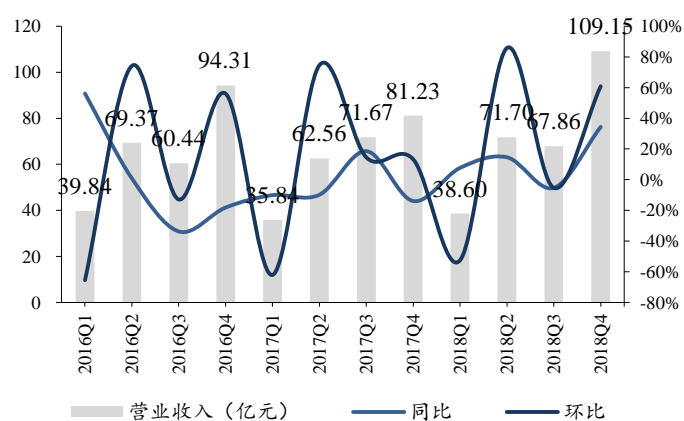
金风科技	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营收同比%	成本同比%	毛利率同比
分行业						
风机及零部件销售	222.40	180.42	18.88%	14.37%	24.09%	-6.35%
风电服务	16.52	13.27	19.72%	-19.82%	-23.95%	4.37%
风电场开发	39.15	14.03	64.17%	20.30%	26.45%	-1.74%
其他	9.23	5.00	45.83%	150.52%	263.86%	-16.87%
分产品						
6.0MW	3.71	3.97	-7.01%	-	-	-
3.0MW	19.07	15.37	19.38%	524.44%	536.22%	-1.49%
2.5MW	28.92	23.70	18.04%	-48.19%	-42.75%	-7.78%
2.0MW	143.97	116.20	19.29%	36.60%	47.55%	-5.99%
1.5MW	14.49	10.59	26.93%	-36.52%	-36.70%	0.20%

风机零部件销售	12.24	10.58	13.52%	66.21%	73.87%	-3.81%
风电服务	16.52	13.27	19.72%	-19.82%	-23.95%	4.37%
风电场开发	39.15	14.03	64.17%	20.30%	26.45%	-1.74%
其他	9.23	5.00	45.83%	150.52%	263.86%	-16.87%
分地区						
国内销售	266.82	196.05	26.52%	15.80%	22.01%	-3.47%
国际销售	20.48	16.66	18.67%	-1.89%	14.01%	-11.34%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

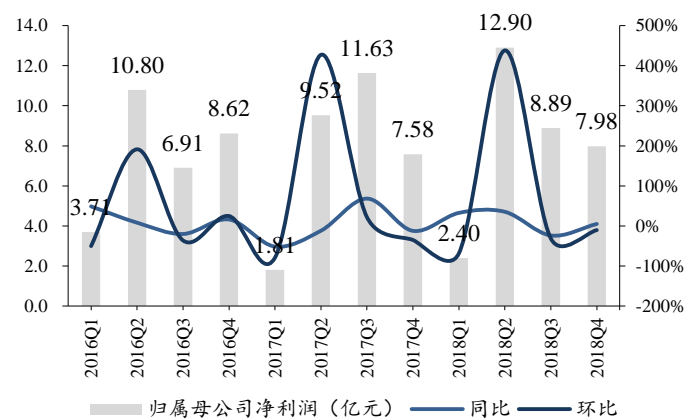
分季度来看，2018Q4 营收 109.15 亿元，同比增长 34.38%，环比增长 60.85%；盈利 7.98 亿元，同比增长 5.15%，环比下降 10.29%。

图 5：Q4 营收 109.15 亿元，同比 34.38%，环比 60.85%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

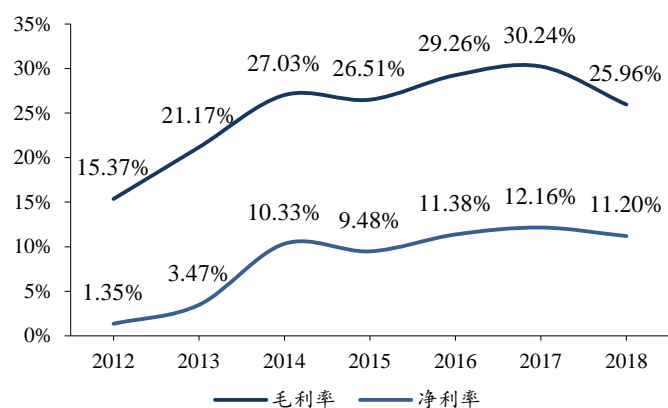
图 6：Q4 盈利 7.98 亿元，同比 5.15%，环比下降 10.29%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

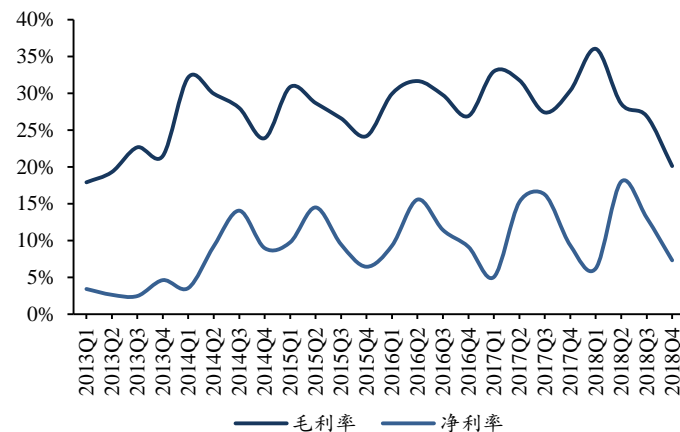
整体盈利能力方面，风机毛利率下降超预期，高毛利能力的风场收入比重上升，整体毛利率下降 4.28 个百分点至 25.96%；整体净利率下降 0.96 个百分点至 11.20%。

图 7：18 年毛、净利率同比下降 4.28、0.96 个百分点



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：18Q4 毛、净利率同比下降 10.25、2.03 个百分点

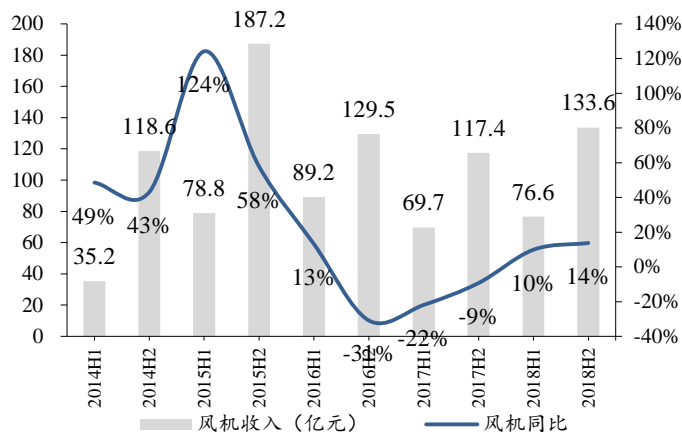


资料来源：Wind，东吴证券研究所

2. 风机销量增长，毛利率下滑

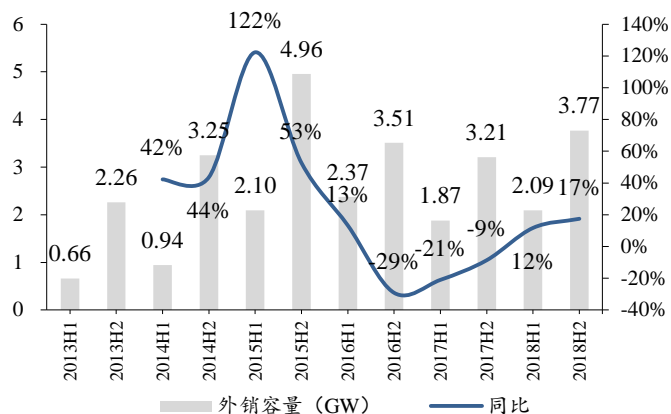
风机销售收入 210.16 亿元，同比增长 12.33%；零部件销售 12.24 亿元，同比增长 66.21%。风机对外销售 5.86GW，同比增长 15.35%，其中 2.0MW 机组销售容量明显增加，销售容量占比由去年同期的 59.66% 增至 74.39%。

图 9：2018 风机收入 210.16 亿元，同比增长 12.33%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

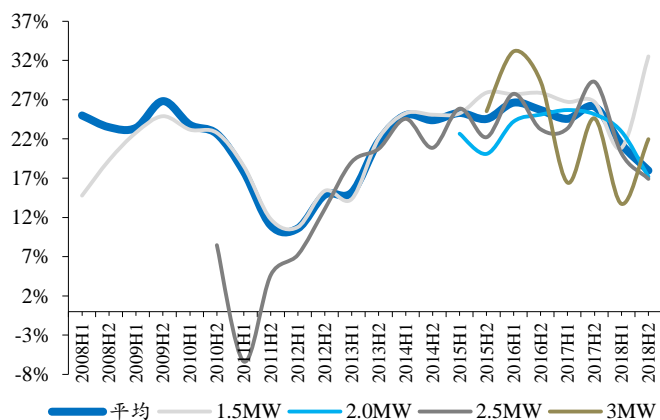
图 50：2018 风机外销 5.86GW，同比增长 15.35%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

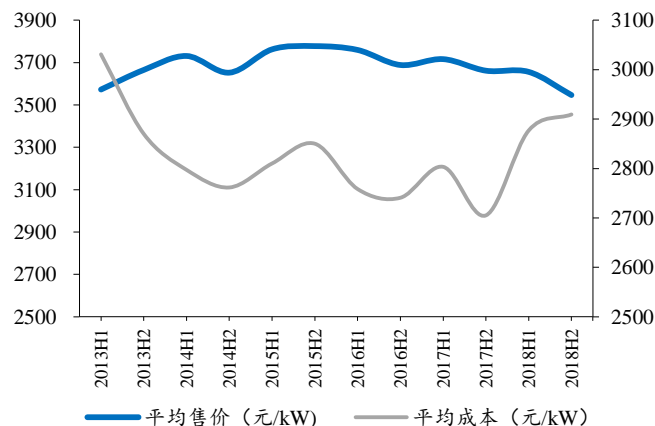
风机毛利率下滑 6.35 个百分点至 19.19%，略超预期。重点机型 2.0MW 机型毛利率下降 5.99 个百分点，2.5MW 机型毛利率分别下降 7.77 个百分点。其中 2018 年下半年，风机毛利率同比下降 8.15 个百分点至 17.97%，环比下降了 3.34 个百分点，风机平均税后价格 3546.5 元/kW，成本过快上涨的势头得到遏制。2018 年下半年 2.0MW、2.5MW 机型税后单价降低至 3225、3720 元/kW，税前价格接近 2017 年底的招标价格。

图 11：2018H2 毛利率同比下滑了 8.15 个百分点



资料来源：Wind，东吴证券研究所

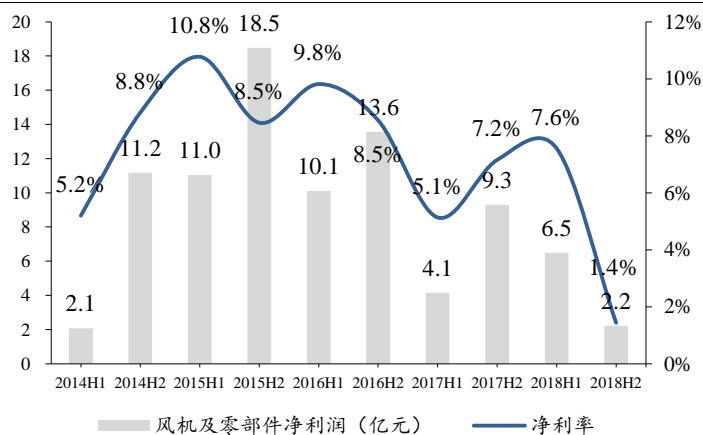
图 12：风机平均价格（税后，左）、平均成本（右）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

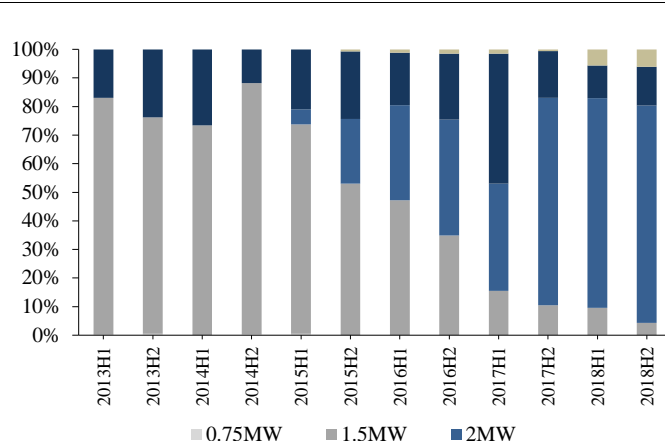
风机及零部件整体盈利 8.7 亿元，同比下降 35.24%，净利率 3.6%，同比下降 2.8 个百分点。净利率表现优于毛利率，主要是因为费用率的降低。

图 13: 2018H2 风机盈利 2.2 亿元，同比下降 76.12%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14: 2.0MW 机型销售容量占比 73%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从结构上来看，1) 2.0MW 作为市场主流机型，销售容量达到 4360MW，同比提升 43.8%，占比 74.4%；2) 2.5MW 实现销售容量 745MW，占比 12.7%；2) 1.5MW 机型随着产品生命周期的变化，销售容量持续减少至 360MW，同比下降 42.6%，占比 6.1%；3) 3MW 快速增长，全年实现销售 342MW，同比增长 660%，占比 5.8%；3) 6MW 实现销售 54MW，占比 0.9%。

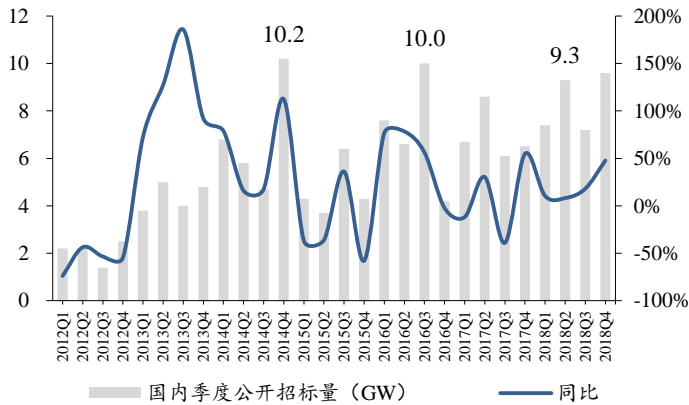
3. 招标订单创新高，投标价格反弹

2018 年，国内公开招标量为 33.5GW，同比增长 23.15%。其中，海上风电招标 4.8GW，同比增长 42%，占比 14.4%。南方市场招标 12.3GW，占比 36.6%，北方项目 18.7GW，占比 55.6%，集中采购招标量 2.6GW，占比 7.8%。指定招 2.0MW 级别机组的项目占全国招标量的 62.1%，2.5MW 级别机组的项目占全国招标量的 5.9%，3MW 级别机组的项目占全国招标量的 21.0%。

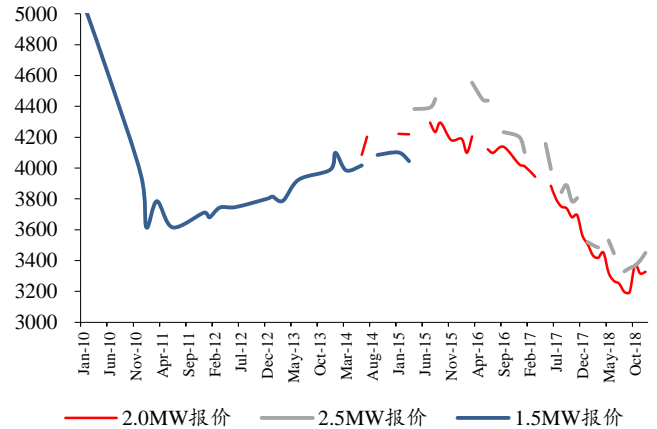
招标价格方面，自 2018 年四季度以来，各机组投标均价企稳回升，价格维持在 3300 元/千瓦以上。2.0MW 级别机组 2018 年 12 月投标均价为 3327 元/千瓦，比较 9 月份价格低点上升 5%。2.5MW 级别机组 2018 年 12 月投标均价为 3450 元/千瓦，比较 8 月份价格低点上升 3.6%。

图 15: 2018Q4 国内公开招标 9.6GW，同比增长 48%

图 16: 机型招标价格反弹 (单位: 元/千瓦)



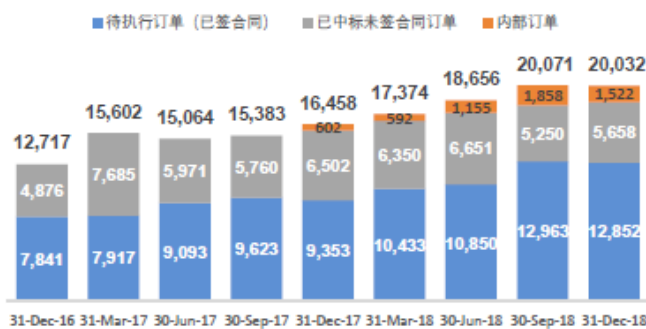
资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

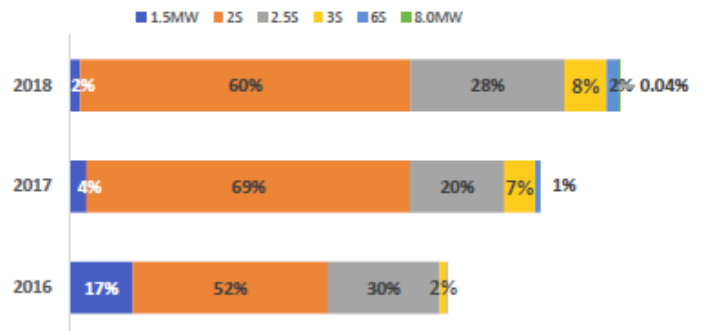
截至 2018 年年底，公司在手外部订单合计 18.5GW，同比增长 16.7%，外部订单持续刷新历史记录。已签订合同订单充足，同比增加 37.4%，达到 12.9GW。其中，公司海上风电在手订单容量为 741.8MW，公司国际外部订单 656.6MW。另有 1522MW 的内部订单，主要为国内及海外自营风电场的供货需求。截至 2018 年底，公司产品结构持续优化。随着产品交付及新增需求的变化，2S 平台产品订单占比从上一年度 69% 降至 60%。外部在手订单容量 11GW，其中 2.0MW 仍为最主要的细分机型，占外部订单总量的比例达 32%。2.5S 机型增长明显，占比增至 28%，订单容量超过 5GW。3S、6S 增长潜力较大，截至 2018 年底，占比分别达到 8% 及 2%。8MW 机型获得首单，新产品将为公司开启新的市场空间。

图 17: 期末在手订单 18.50GW



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18: 在手订单中 2SMW 机型占比 60%



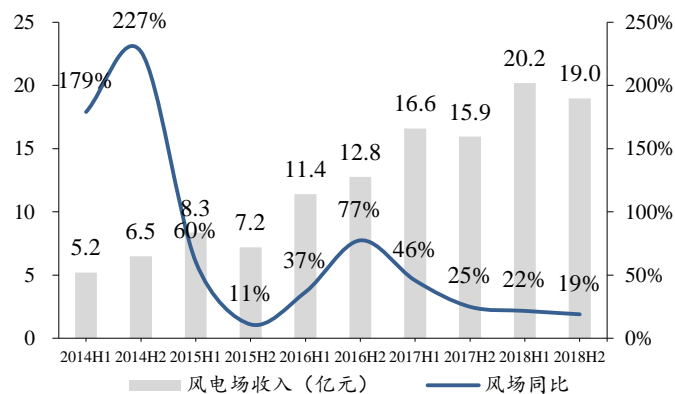
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司积极开拓国际市场，并取得良好的业绩。澳洲 Cattle Hill、Moorabool 项目，阿根廷 Loma Blanca 等项目相继开工，新开工项目容量接近 700MW；签订海外首个 3S 机组客户订单，并成功拓展南美洲服务市场。截至 2018 年底，公司海外在手外部订单为 656.6MW，海外在建及待开发项目权益容量合计达到 1528MW。

4. 运营规模扩张，盈利持续改善

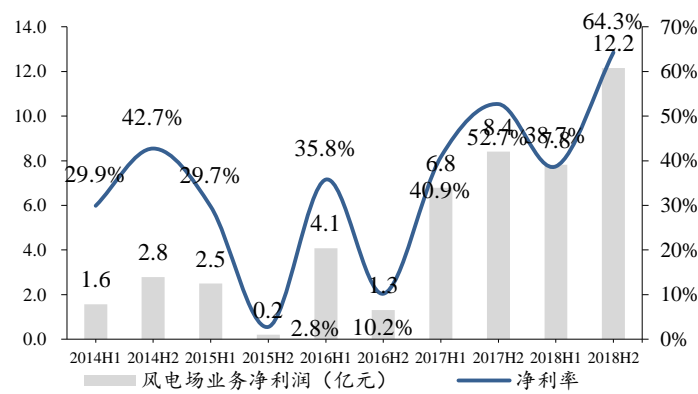
风电场运营实现收入 39.16 亿元，同比增长 20.30%；盈利 20.0 亿元，同比增长 31.57%。

图 19：2018H2 风场收入 19.0 亿元，同比增长 19%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

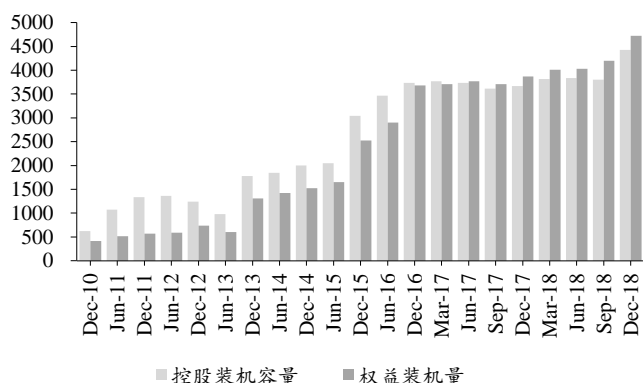
图 20：2018H2 风场盈利 12.2 亿元，同比增长 64.3%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

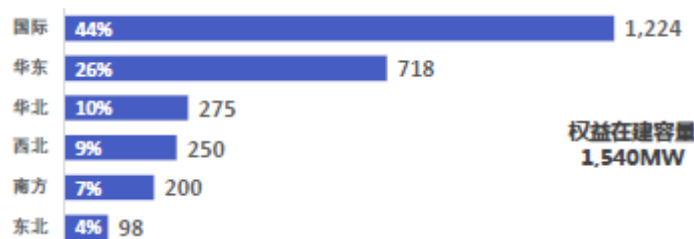
截至 2018 年 12 月 31 日，公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量 4720MW，其中 34% 位于西北地区，同比降低 7 个百分点；33% 位于华北地区；22% 位于华东及南方地区，同比增长 5 个百分点。2018 年公司国内外新增权益并网装机容量 900MW，同比提升 161%，增量主要来源于华东、华北地区及澳洲。公司同时处置了 48MW 的权益容量。截至 2018 年底，公司国内权益在建容量 1540MW；国内在建容量中，西北地区出现恢复性开工，南方和华东等消纳较好地区占比 60%。2018 年公司新增国内权益核准容量 889MW，截至 2018 年底国内已核准未开工的权益容量为 2012MW。

图 21：截至 2018 期末并网权益装机容量 4720MW



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：权益在建容量 1540MW



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

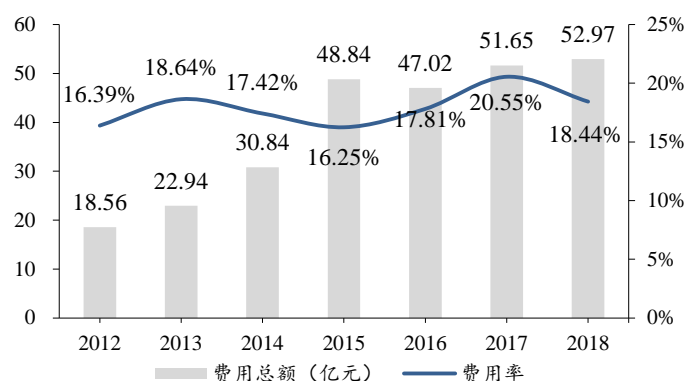
得益于西北地区限电情况得到改善以及南方新增项目陆续投运，2018 年公司自营风电场的标准运行小时数同比增加 250 小时至 2244 小时，高于全国平均水平 149 小时。

2018 年公司合并报表口径发电量 765MWh，同比增长 17.4%。参与市场化交易电量占天润总发电量的比例为 26.9%。

5. 费用率下降，现金流改善、存货增加

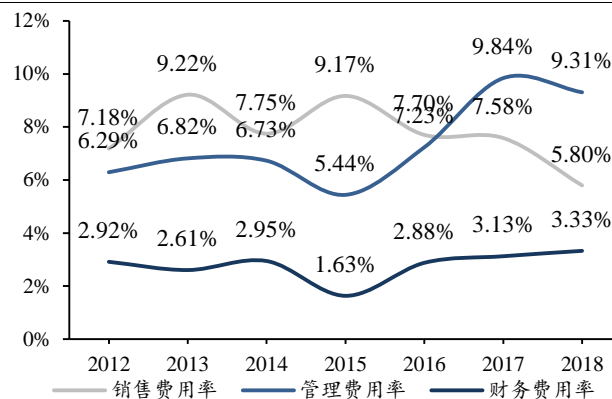
报告期内，公司在利润表中从“管理费用”项目中分拆“研发费用”项目，同口径 2018 期间费用同比增长 2.55%至 52.97 亿元，期间费用率下降 2.12 个百分点至 18.44%。

图 23：2018 期间费用 52.97 亿元，同比上升 2.55%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 24：2018 期间费用率 18.44%，同比下降 2.12 个百分点



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中销售费用同比下降 12.60%，销售费用率下降了 1.79 个百分点。质保金转回的影响。财务费用增加了 21.76%，主要是因采购零部件及构建风电场支出大量现金，同时因持续加大投资风电项目增加长期借款。

表 3：预计负债（质保金）科目

质量保证金 (亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016H	2017H	2018H
年初数	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	34.93	39.66	38.70
本年增加	5.18	9.50	21.10	15.57	15.85	15.66	4.42	4.17	4.47
本年转回	0.47	1.00	1.31	2.08	6.25	7.93	0.20	0.92	3.34
销售费用-产品质量保证准备	4.71	8.49	19.79	13.48	9.59	7.73	4.22	3.25	1.13
本年消耗	2.27	3.45	5.82	8.74	10.56	10.97	3.28	3.73	8.12
外币报表折算差额	-0.01	0.04	0.02	-0.02	0.00	0.07	0.01	-0.01	0.00
	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	35.52	35.86	39.17	31.72
减：划分为流动负债的部分	6.27	8.33	12.90	15.99	17.73	15.70	13.07	18.30	14.97
	9.71	12.66	22.03	23.67	20.97	19.83	22.78	20.87	16.75
风机销售收入	106.53	153.77	266.04	218.68	187.09	210.16	89.21	69.66	76.56
新增质保金比例	4.86%	6.18%	7.93%	7.12%	8.47%	7.45%	4.95%	5.99%	5.84%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2018 经营活动现金流量净流入 31.25 亿元，同比增长 1.44%；销售商品取得现金 265.3

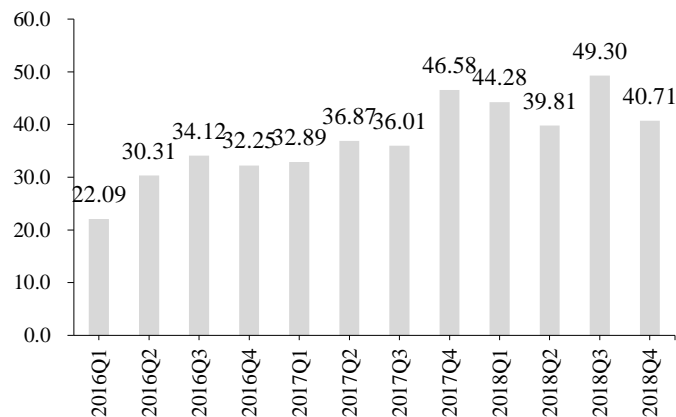
亿元，同比增长 15.14%。期末预收款项+合同负债 40.71 亿元，同比下降 12.61%。期末应收账款 148.23 亿元，同比下降 1.19%，应收账款周转天数下降 24.8 天至 186.85 天。

图 25: 2018 现金净流入 31.25 亿元, 同比增长 1.44%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

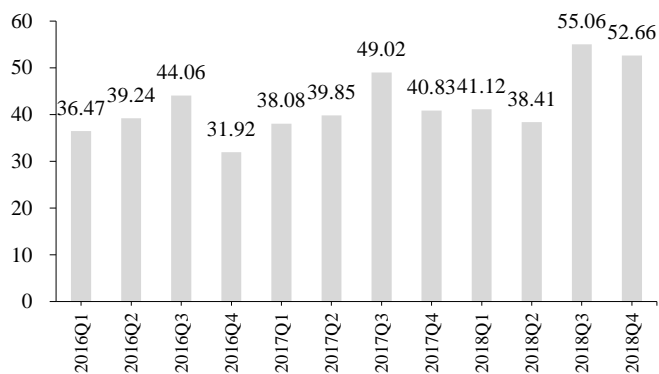
图 26: 期末预收款项+合同负债 40.71 亿元, 同比下降 12.61%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

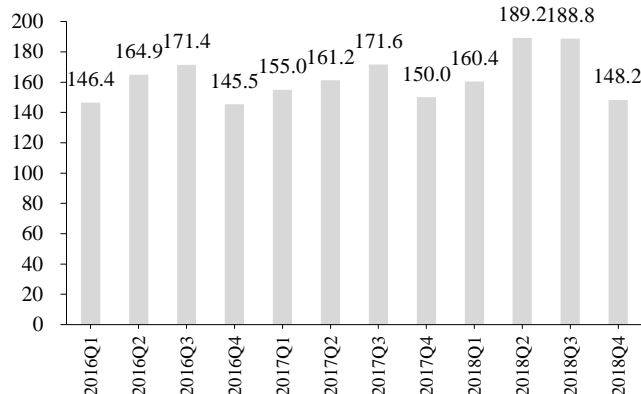
期末存货+合同资产 52.66 亿元, 同比增长 28.98%; 存货周转天数上升 2.13 天至 76.83 天。

图 27: 期末存货+合同资产 52.66 亿元



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 28: 期末应收账款 148.23 亿元



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 投资建议

我们预计 2019-2021 年归属母公司净利润分别为 34.83、42.65、53.49 亿元，同比分别增长 8.3%、22.4%、25.4%，EPS 分别为 0.98 元、1.20、1.50 元。对应 PE 分别为 14.86、12.13、9.67 倍，维持买入评级。

风险提示: 需求不达预期；风机价格竞争超预期；风电场业务不达预期。

表 4：公司分季度经营情况简表

金风科技	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入	60.44	94.31	35.84	62.56	71.67	81.23	38.60	71.70	67.86	109.15	34.38%	60.85%
毛利率	29.76%	26.91%	32.97%	31.78%	27.39%	30.36%	36.03%	28.57%	26.89%	20.11%	-10.25%	-6.78%
毛利润	17.99	25.37	11.82	19.88	19.63	24.66	13.91	20.49	18.25	21.95	-10.98%	20.30%
期间费用率	18.40%	18.35%	27.16%	15.52%	18.24%	23.56%	30.99%	4.92%	18.06%	13.38%	-10.18%	-4.68%
销售费用	3.46	9.36	3.89	2.85	5.41	6.91	3.67	1.38	5.70	5.91	-14.53%	3.66%
管理费用	5.58	5.64	4.19	4.76	5.79	9.98	5.25	0.06	4.20	6.62	-33.74%	57.57%
财务费用	2.08	2.30	1.65	2.09	1.87	2.24	3.04	2.09	2.36	2.08	-7.21%	-11.81%
期间费用	11.12	17.30	9.73	9.71	13.07	19.14	11.96	3.53	12.25	14.60	-23.69%	19.15%
资产减值	0.81	0.40	0.21	0.92	1.17	0.29	1.11	-1.33	-0.20	0.52	82.68%	-366.77%
营业利润	6.95	9.34	1.86	11.57	13.24	8.42	2.84	15.13	9.79	9.43	12.00%	-3.69%
营业外收入	1.36	1.01	0.37	-0.33	0.01	0.03	0.00	0.02	0.01	0.02	-34.27%	148.98%
利润总额	8.26	10.20	2.22	11.14	13.21	8.34	2.83	15.12	9.79	9.09	9.02%	-7.18%
所得税	1.28	1.19	0.14	1.34	1.53	0.40	-0.01	1.91	0.86	1.24	207.06%	44.18%
归母净利	6.91	8.62	1.81	9.52	11.63	7.58	2.40	12.90	8.89	7.98	5.15%	-10.29%
净利率	11.43%	9.14%	5.04%	15.22%	16.23%	9.34%	6.21%	18.00%	13.10%	7.31%	-2.03%	-5.79%
存货	44.06	31.92	38.08	39.85	49.02	40.83	41.12	36.64	54.13	49.97	22.38%	-7.69%
股本	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56		
EPS	0.19	0.24	0.05	0.27	0.33	0.21	0.07	0.36	0.25	0.22	5.15%	-10.29%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

金风科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
-------------	------	-------	-------	-------	-----------	------	-------	-------	-------

流动资产	32917.5	44556.3	45269.0	60097.6	营业收入	28730.6	37887.1	45671.6	57757.2
现金	5065.9	4000.0	4000.0	4000.0	减:营业成本	21271.2	28863.6	34875.8	43776.2
应收账款	18126.8	28026.1	28779.4	38519.9	营业税金及附加	159.7	227.3	274.0	346.5
存货	4996.7	6721.7	5924.1	9304.5	营业费用	1665.7	2197.5	2649.0	3349.9
其他流动资产	4728.1	5808.6	6565.5	8273.1	管理费用	1746.7	3141.2	3535.6	4442.0
非流动资产	48446.6	54356.9	60921.2	67410.2	财务费用	956.8	1141.1	1206.4	1242.0
长期股权投资	3660.4	4930.0	6199.7	7469.3	资产减值损失				
固定资产	25508.7	30259.6	35664.5	40994.1	加:投资净收益	1346.4	1300.0	1300.0	1000.0
在建工程					其他收益	-558.4	387.6	434.3	506.8
无形资产	3306.9	3196.6	3086.4	2976.2	营业利润	3718.4	4003.9	4865.1	6107.3
其他非流动资产	15970.6	15970.6	15970.6	15970.6	加:营业外净收支	-36.0	-10.0	20.0	20.0
资产总计	81364.1	98913.2	106190.2	127507.8	利润总额	3682.4	3993.9	4885.1	6127.3
流动负债	31600.6	46593.0	50760.2	67694.6	减:所得税费用	399.8	399.4	488.5	612.7
短期借款	3470.1	9881.9	5264.7	10721.0	少数股东损益	66.0	111.4	131.9	165.4
应付账款	19999.8	24877.2	31067.6	39295.2	归属母公司净利润	3216.6	3483.1	4264.7	5349.2
其他流动负债	8130.7	11834.0	14427.9	17678.4	EBIT	4181.7	3795.0	4721.5	6299.3
非流动负债	23288.3	23710.2	24208.1	25315.1	EBITDA	5530.1	5106.0	6430.6	8381.4
长期借款	18000.5	18000.5	18000.5	18000.5	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	5287.8	5709.7	6207.6	7314.6	每股收益(元)	0.90	0.98	1.20	1.50
负债合计	54888.9	70303.3	74968.3	93009.7	每股净资产(元)	7.02	7.61	8.33	9.23
少数股东权益	1513.9	1558.8	1612.0	1678.6	发行在外股份(百万股)	3556.2	4101.6	4101.6	4101.6
归属母公司股东权益	24961.2	27051.1	29609.9	32819.4	ROIC(%)	8.3%	6.8%	8.1%	10.3%
负债和股东权益	81364.1	98913.2	106190.2	127507.8	ROE(%)	12.9%	12.9%	14.4%	16.3%
现金流量表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	26.0%	23.8%	23.6%	24.2%
经营活动现金流	3125.4	1075.4	14546.4	4704.5	销售净利率(%)	11.2%	9.2%	9.3%	9.3%
投资活动现金流	-6113.9	-7159.8	-8223.4	-8521.1	资产负债率(%)	67.5%	71.1%	70.6%	72.9%
筹资活动现金流	1201.4	5018.5	-6323.1	3816.6	收入增长率(%)	14.3%	31.9%	20.5%	26.5%
现金净增加额	-1734.2	-1065.9	0.0	0.0	净利润增长率(%)	5.3%	8.3%	22.4%	25.4%
折旧和摊销	1348.5	1310.9	1709.1	2082.1	P/E	16.09	14.86	12.13	9.67
资本开支	-3828.8	-5890.2	-6953.7	-7251.5	P/B	2.07	1.91	1.75	1.58
营运资本变动	-727.2	-3713.6	8569.5	-2743.4	EV/EBITDA	19.28	23.90	19.70	17.27

数据来源: 贝格数据, 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>

