安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 04 月 06 日

公司动态分析

证券研究报告

二次设备

汇川技术（300124.SZ）

拟收购贝思特，强强联合提升竞争力

投资评级 买入-A

维持评级

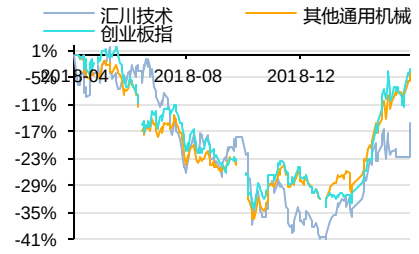
6 个月目标价: 36.00 元

股价（2019-04-04） 28.85 元

交易数据

总市值（百万元）	47,947.67
流通市值(百万元)	39,090.11
总股本（百万股）	1,661.96
流通股本(百万股)	1,354.94
12 个月价格区间	19.98/34.83 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.67	-0.76	-15.06
绝对收益	3.33	41.98	-16.66

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

吴用 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518070003
wuyong1@essence.com.cn

彭广春 报告联系人
penggc@essence.com.cn

丁肖逸 报告联系人
dingxy@essence.com.cn

相关报告

汇川技术：中报符合预期，新业务布局持续深入/邓永康	2018-08-19
汇川技术：收入持续放量，新能源车进展顺利/邓永康	2018-04-25
汇川技术：一季报预告符合预期，收入稳健增长/邓永康	2018-04-10

■拟以现金+股权收购贝思特电气 100%股权。近日，汇川技术公告拟以现金+股权的方式收购上海贝思特电气有限公司(以下简称贝思特)。贝思特 100%股权预估值为 24.87 亿元，本次交易总体方案包括：1、支付现金 12.69 购买贝思特 51%股权；2、发行股份 5,619 万股购买贝思特 49%股权；3、非公开发行股份募集配套资金 3.2 亿元，用以补充流动资金。双方还约定了基于毛利润、业务配套实现水平及核心人员离职率等相应的业绩承诺考核指标。

■未来几年，我国电梯行业呈现稳步上升态势。中国已是全球最大的电梯生产国与消费国，2017 年我国电梯产量已经达到 81 万台，2005-2017 年间复合增长率达到 16.10%。2018 年，我国电梯保有量达到了 600 成台。整体来看，我国电梯的需求仍将保持一定的增长，城镇化、旧梯升级报废、旧建筑物加装及海外出口等将推动电梯市场稳步上升。

■此次收购，将提升汇川技术在电梯业务方面的整体解决方案能力。整梯厂商之间的竞争越加激烈，基于成本和控制双重考虑，电梯整体厂商对能够提供打包整体方案的电梯部件供应商越加青睐。汇川以电梯控制类产品为主，贝思特则专注于人机界面、门系统等电子与结构类电梯配件。双方将在产品、客户、营销、管理等多方面产生协同，显著提升公司在电梯行业的整体解决方案能力和综合竞争力。通过与贝思特强强联合，公司将形成完整且具有领先水平的电梯电气类产品体系和技术能力，从而更好地满足电梯厂商个性化、多样化需求，提升核心竞争力，保持公司在电梯行业的领先地位。

■制造业 PMI 指数回升，公司智能装备业务有望重回高增长。公司的智能装备业务包括工业自动化、工业机器人及工业互联网等事业部。进入 2018 年下半年，工控行业的增速开始有所下滑， 18Q4 国内工业机器人产量 3.3 万台，同比和环比分别下滑 2.1%和 16.7%。2019 年 1 季度，我国制造业 PMI 指数开始逐步回升，制造业整体 PMI 指数为 50.50。随着制造业订单回升及企业盈利恢复，我们认为公司的智能装备业务在 2019 年有望重回快速增长态势。

■新能源车业务多点开花，持续快速增长。新能源车是公司的重点战略业务单元，主要产品包括各种电机控制器、辅助动力系统、高性能电机、DC/DC 电源及动力总成系统等。从政策及行业发展情况来看，2019 年国内新能源车产销仍保持快速增长态势，全年产量预计在 160-170 万台，同比增长 30%以上。公司在商用车领域聚焦战略客户和优质项目，在乘用车领域完成多家客户的定点车型并开始批量供货，未来有望充分受益。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 36.00 元。暂不考虑此次并购带来的业绩增厚，我们预计公司 2018-2020 年的营收增长分别为 35%、32%和 32%，归母净利增速分别为 10%、16%、29%，EPS 分别为 0.70/0.81/1.05 元。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 36.00 元。

■风险提示：宏观经济增速下滑、房地产投资下降、新能源车销量不达预期、

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

收购项目进展缓慢或整合不力等。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,660.0	4,777.3	6,432.3	8,492.7	11,242.7
净利润	931.8	1,060.0	1,165.72	1,349.6	1,742.0
每股收益(元)	0.56	0.64	0.70	0.81	1.05
每股净资产(元)	2.84	3.26	3.94	4.75	5.80

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	51.5	45.2	41.1	35.5	27.5
市净率(倍)	10.2	8.8	7.3	6.1	5.0
净利润率	25.5%	22.2%	18.1%	15.9%	15.5%
净资产收益率	19.8%	19.5%	17.8%	17.1%	18.1%
股息收益率	1.0%	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%
ROIC	28.9%	32.2%	33.9%	34.8%	35.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 拟以现金+股权收购贝思特电气 4
2. 电梯行业两极分化，强强联合势在必行 5
3. 夯实三大战略板块，长期竞争优势显著 6
4. 投资建议 7

图表目录

图 1：江川技术电梯一体化产品 4
图 2：江川技术电梯一体化业务营收（百万元） 4
图 3：贝思特电梯产品 5
图 4：贝思特近年经营情况（百万元） 5
图 5：我国近年来电梯产量（万台） 5
图 6：我国电梯保有量（万台） 5
图 7：我国近年来工业机器人产量 7
图 8：国内制造业 PMI 指数 7
图 9：公司新能源车业务经营情况（亿元） 7
图 10：我国新能源车将保持快速增长 7

表 1：收购贝思特电气交易方案 4
表 2：此次收购将带来显著协同效应 6
表 3：公司经营预测 8

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 拟以现金+股权收购贝思特电气

拟以现金+股权收购贝思特电气 100%股权。近日，江川技术公告拟以现金+股权的方式收购上海贝思特电气有限公司（以下简称贝思特）。贝思特 100%股权预估值为 24.87 亿元，本次交易总体方案包括：1、支付现金 12.69 购买贝思特 51%股权；2、发行股份 5,619 万股购买贝思特 49%股权；3、非公开发行股份募集配套资金 3.2 亿元，用以补充流动资金。

表 1：收购贝思特电气交易方案

交易对方	持有贝思特股权	交易总对价（万元）	现金购买 51%股权	发行股份购买 49%股权	
			支付对价（万元）	支付对价（万元）	发行股份
赵锦荣	84%	208,940	106,559	102,381	4,720.17
王建军	8%	19,899	10,149	9,751	449.54
朱小弟	8%	19,899	10,149	9,751	449.54
合计	100%	248,738	126,856	121,882	5,619

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

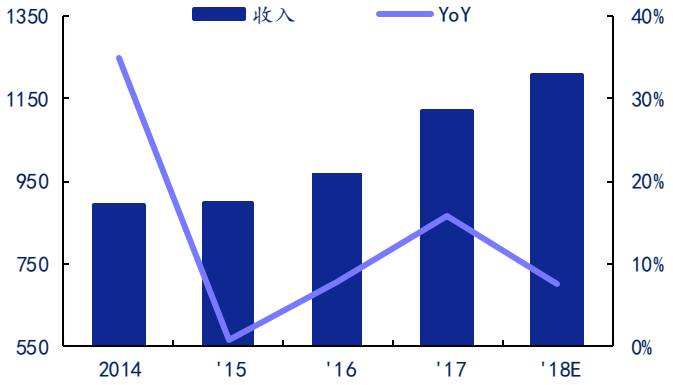
同时，双方也约定了 3 项考核指标作为业绩承诺要求：1）跨国企业业务与海外业务累计毛利润；2）贝思特成立大配套中心，并约定交货响应时间及一次开箱合格率；3）核心人员离职率低于 10%。

江川技术专注工业自动化与新能源汽车电控核心部件及解决方案。当前，在低压变频器、伺服系统产品国内市场份额中公司排名国产品牌第一，在电梯一体化控制器及变频器公司处于领先地位。公司成立之初就将电梯行业作为第一个重点切入的标杆目标市场，在行业内率先创新性的推出了电梯控制与电梯驱动有机结合的电梯一体化控制器产品。经过10 多年发展，公司电梯一体化业务已涵盖了各种电梯一体化控制器、门机系统、控制柜、电梯互联网、各种附件等产品及解决方案。

图 1：江川技术电梯一体化产品

资料来源：公司网站，安信证券研究中心

图 2：江川技术电梯一体化业务营收（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

贝思特是电子和结构结合类电梯配件行业领先企业。贝思特创建于 1998 年，始终致力于电梯电气部件的供应。目前，公司的业务遍布全球 79 个国家和地区，已和奥的斯、通力、蒂森克虏伯、迅达、日立等全球知名品牌电梯厂商建立了稳定的业务合作关系。公司主要产品包括人机界面、门系统、线束电缆、井道电气、控制系统等电梯电气部件；其中，按钮、操纵盘、显示器等人机界面系统产品处于行业领先地位。2011 年公司产值超过 10 亿元，2018 年公司营收及净利润分别达到了 21.87 亿元和 2.18 亿元。

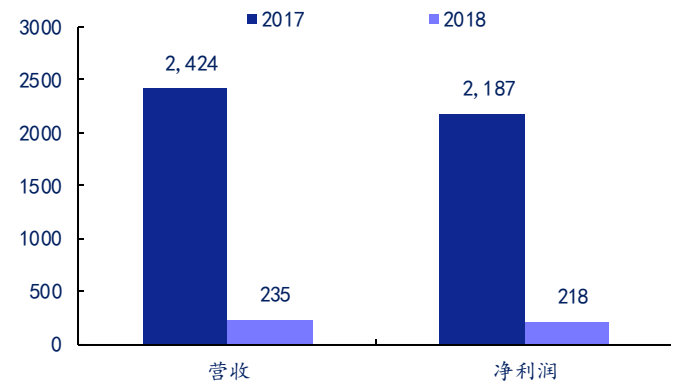
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：贝思特电梯产品

类别	主要产品
人机界面	按纽、操纵盘、显示器、方向灯、显示模块轿厢照明等
井道电气	机房电源箱、检修盒、井道照明、对讲机等
门系统	驱动模块、门机、层门
线束线缆	随动线缆、井道电缆、机房电缆、轿顶电缆等
控制系统	变频器、控制柜

资料来源：公司网站，安信证券研究中心

图 4：贝思特近年经营情况（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

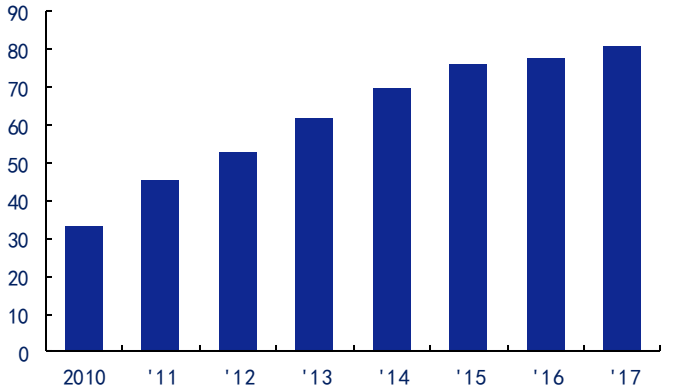
2. 电梯行业两极分化，强强联合势在必行

未来几年，我国电梯行业呈现稳步上升态势。中国已是全球最大的电梯生产国与消费国，2017年我国电梯产量已经达到 81 万台，2005-2017 年间复合增长率达到 16.10%。近年来，随着房地产市场增速放缓，我国电梯产业增长亦有所放缓。但整体来看，我国电梯的需求仍将保持一定的增长，城镇化、旧梯升级报废、旧建筑物加装及海外出口等将推动电梯市场稳步上升。

- 城镇化水平的提高是电梯及电梯部件需求增长的主动力。我国城镇化率迅速提升，近五年城镇化率每年持续提升 1Pct，2018 年达到 59.58%。与美国、日本、英国等发达国家 80%的水平相比，未来我国城镇化率仍有持续提升空间。

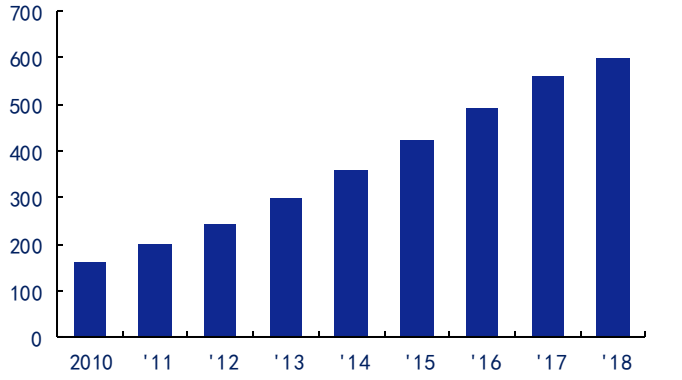
- 电梯正常使用寿命一般为 15 年，以此推算，2005 年前生产的电梯将从 2020 年开始逐步进入淘汰或更新。2005-2015 年间，伴随我国地产行业的快速发展，电梯行业年复合增长率达 20%以上。随着时间的推移，电梯更新改造需求将越来越大。

图 5：我国近年来电梯产量（万台）



资料来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

图 6：我国电梯保有量（万台）



资料来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

- 人口结构的老龄化是支持我国电梯需求快速增长的又一重要因素，老龄人口的增长使得新建房屋建筑、公共基础设施都普遍具有安装电梯或扶梯的需求，同时更进一步加大了对旧楼加装电梯的需求。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

- 经过多年发展，我国电梯及零部件产品在全球市场竞争中的性价比优势逐渐凸现，电梯及零部件出口量的持续增长。据海关数据， 2017 年中国电梯出口规模已达 7.80 万台，2011-2017 年间复合增长率达到 8.50%。

整梯厂商更加偏好具备整体解决方案能力的供应商。近年，电梯行业处于稳定增长期，整梯厂商之间的竞争越加激烈。由于电梯所需功能部件种类众多，与能提供少数品种的零部件供应商采购相比，基于成本和控制双重考虑，电梯整体厂商对能够提供打包整体方案的电梯部件供应商越加青睐。

此次收购，将提升江川技术在电梯业务方面的整体解决方案能力。江川与贝思特将在产品、客户、营销、管理等多方面产生协同，显著提升公司在电梯行业的整体解决方案能力和综合竞争力。通过与贝思特强强联合，公司将形成完整且具有领先水平的电梯电气类产品体系和技术能力，从而能更好地满足电梯厂商个性化、多样化需求，为其提供综合的电气零部件以及一体化、大配套的电气系统及整体解决方案，提升核心竞争力，保持公司在电梯行业的领先地位。

表 2：此次收购将带来显著协同效应

	江川技术	贝思特	协同效应
产品	变频类、控制类产品及电梯物联网	人机界面、门机、井道电气等电气类、钣金类产品	形成完整的电梯电气类产品体系和技术能力，为客户提供一体化、大配套的电气系统及整体解决方案
客户	已覆盖了绝大多数国产品牌电梯厂商，2017 年开拓了 2 家跨国电梯企业客户	与绝大多数国际品牌电梯厂商形成长期稳定合作关系；与部分国内知名电梯制造商建立了长期稳定的合作关	客户共享，江川帮助贝思特产品加大渗透国产品牌厂商市场；贝思特将协助江川进入国际品牌及海外客户供应链体系
渠道	分销为主	直销为主，产品直接销售给国内外客户	按效益最大化优化资源配置，对相关业务、人员、组织机构等进行优化整合，提升经营效率

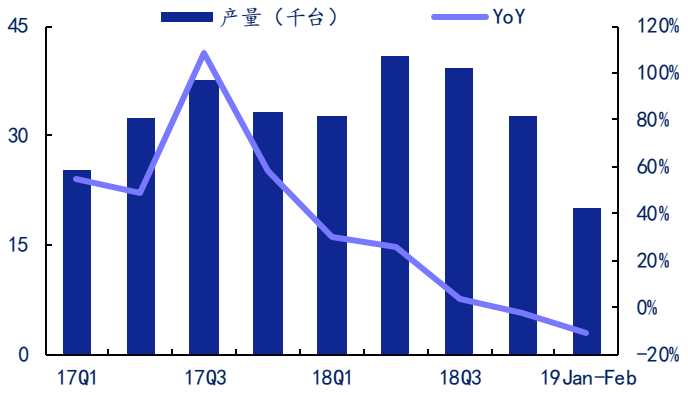
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 夯实三大战略板块，长期竞争优势显著

制造业 PMI 指数回升，公司智能装备业务有望重回高增长。电梯一体化、智能装备与汽车电子是公司三大战略支柱业务，公司的智能装备业务包括工业自动化、工业机器人及工业互联网等事业部。进入 2018 年下半年，工控行业的增速开始有所下滑。以中观指标的制造业 PMI 指数及制造业企业盈利情况来看，制造业持续大幅收缩，尤其是中小企业。从工业机器人的市场表现来看，由于制造业企业利润下滑，自动化改造资金不足，18Q1 以来工业机器人的销量增速持续下滑，同时机器人的价格也快速下降。18Q4 国内工业机器人产量 3.3 万台，同比和环比分别下滑 2.1%和 16.7%。

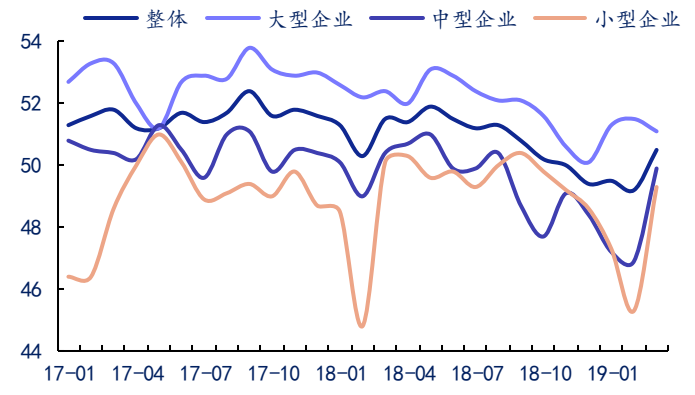
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：我国近年来工业机器人产量



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 8：国内制造业 PMI 指数

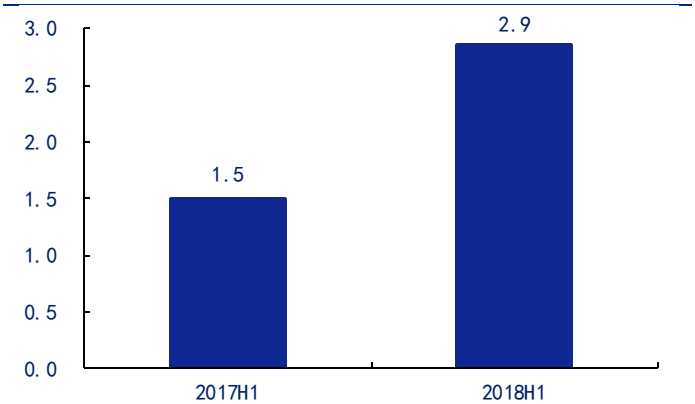


资料来源：Wind，安信证券研究中心

不过，2019 年 1 季度，我国制造业 PMI 指数开始逐步回升，制造业整体 PMI 指数为 50.50 重新回到荣枯线以上，中型企业和小型企业的整体及订单指数更是显著回升。长期来看，工控领域的需求主要来自于产业升级带来的以效率提升为目的的设备改造。随着制造业订单回升及企业盈利恢复，我们认为公司的智能装备业务在 2019 年有望重回快速增长态势。

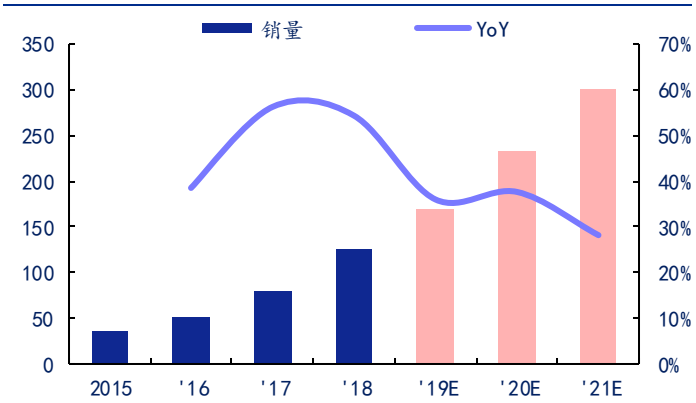
新能源汽车业务多点开花，持续快速增长。新能源车是公司的重点战略业务单元，主要产品包括各种电机控制器、辅助动力系统、高性能电机、DC/DC 电源及动力总成系统等。在客车领域，公司聚焦战略客户和优质项目，加快新一代集成式控制器的开发；在专用车领域，公司的高速单减平台项目实现批量销售，T-BOX 产品在国内标杆运营商实现批量装车；在乘用车领域，公司搭建了“电控+电机+减速箱+电源”等动力总成技术平台，完成多家客户的定点车型并且部分车型开始批量供货。

图 9：公司新能源车业务经营情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：我国新能源车将保持快速增长



资料来源：中汽协，安信证券研究中心预测

2019 年新能源车补贴政策落地，退坡幅度符合预期，整体仍体现扶优扶强的思路。从政策及行业发展情况来看，2019 年国内新能源车产销仍保持快速增长态势，全年产量预计在 160-170 万台，同比增长 30%以上。2020 和 2021 年，我国新能源车发展将逐步进入市场化发展阶段，自主品牌和外资品牌的新能源车型也都将陆续推出，行业整体长期仍将保持 30%以上的高速增长。汇川近年来在汽车电子领域大量研发投入，与国内及海外多家车厂进行产品配套研发测试，未来有望充分受益。

4. 投资建议

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

暂不考虑此次并购带来的业绩增厚，根据我们的经营假设和模型测算，我们预计公司2018-2020年的营收增长分别为35%、32%和32%，归母净利增速分别为10%、16%、29%，EPS分别为0.70/0.81/1.05元。维持公司买入-A的投资评级，6个月目标价为36.00元。

表3：公司经营预测

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,660.0	4,777.3	6,432.3	8,492.7	11,242.7
净利润	931.8	1,060.0	1,165.72	1,349.6	1,742.0
每股收益(元)	0.56	0.64	0.70	0.81	1.05
每股净资产(元)	2.84	3.26	3.94	4.75	5.80

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	51.5	45.2	41.1	35.5	27.5
市净率(倍)	10.2	8.8	7.3	6.1	5.0
净利润率	25.5%	22.2%	18.1%	15.9%	15.5%
净资产收益率	19.8%	19.5%	17.8%	17.1%	18.1%
股息收益率	1.0%	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%
ROIC	28.9%	32.2%	33.9%	34.8%	35.6%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,660.0	4,777.3	6,432.3	8,492.7	11,242.7
减:营业成本	1,899.0	2,621.9	3,648.6	4,934.0	6,719.4
营业税费	37.3	45.9	61.8	81.6	108.1
销售费用	306.2	441.2	652.0	826.9	982.2
管理费用	584.3	847.2	1,205.2	1,510.0	1,881.7
财务费用	-8.4	-26.0	-7.0	17.1	26.2
资产减值损失	39.6	57.5	57.5	57.5	57.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	30.1	75.1	400.0	350.0	350.0
营业利润	832.1	1,184.6	1,214.1	1,415.6	1,817.6
加:营业外净收支	211.6	17.6	108.0	115.0	158.0
利润总额	1,043.6	1,202.3	1,322.1	1,530.6	1,975.6
减:所得税	63.5	110.9	121.9	141.2	182.2
净利润	931.8	1,060.0	1,165.72	1,349.6	1,742.0

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,707.8	2,411.4	3,246.8	4,286.9	5,675.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,169.8	1,457.6	2,437.5	2,941.2	4,179.1
应收票据	966.8	1,484.7	1,816.1	2,542.0	3,227.2
预付帐款	27.9	55.2	60.4	95.9	117.0
存货	751.0	1,031.2	1,510.8	1,902.5	2,730.0
其他流动资产	1,766.9	633.2	633.2	633.2	633.2
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	371.7	421.7	421.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	638.0	705.6	735.8	757.8	771.1
在建工程	8.4	83.5	150.7	214.5	275.1
无形资产	287.8	299.8	319.3	332.1	338.2
其他非流动资产	431.5	584.3	420.9	359.5	378.4
资产总额	7,973.9	9,047.1	11,732.2	14,516.3	18,774.9
短期债务	115.1	208.0	293.6	605.4	702.6
应付帐款	1,345.7	1,491.0	2,604.3	2,920.5	4,524.9
应付票据	474.3	793.2	1,047.9	1,359.1	1,946.5
其他流动负债	920.5	664.1	698.1	861.6	964.8
长期借款	11.0	-	44.9	336.8	409.8
其他非流动负债	125.0	165.3	165.3	165.3	165.3
负债总额	2,991.6	3,321.6	4,854.1	6,248.7	8,713.9
少数股东权益	266.5	299.2	333.7	373.6	425.0
股本	1,659.9	1,664.1	1,662.0	1,662.0	1,662.0
留存收益	3,574.3	4,265.8	4,882.5	6,232.0	7,974.0
股东权益	4,982.3	5,725.5	6,878.1	8,267.6	10,061.0

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	32.1%	30.5%	34.6%	32.0%	32.4%
营业利润增长率	14.8%	42.4%	2.5%	16.6%	28.4%
净利润增长率	15.1%	13.8%	10.0%	15.8%	29.1%
EBITDA 增长率	25.5%	3.3%	40.7%	18.4%	27.4%
EBIT 增长率	21.2%	1.8%	43.9%	18.7%	28.7%
NOPLAT 增长率	23.5%	36.0%	4.2%	18.7%	28.7%
投资资本增长率	21.9%	-1.1%	15.8%	25.7%	11.9%
净资产增长率	16.1%	14.9%	20.1%	20.2%	21.7%
利润率					
毛利率	48.1%	45.1%	43.3%	41.9%	40.2%
营业利润率	22.7%	24.8%	18.9%	16.7%	16.2%
净利润率	25.5%	22.2%	18.1%	15.9%	15.5%
EBITDA/营业收入	24.9%	19.7%	20.6%	18.5%	17.8%
EBIT/营业收入	22.5%	17.6%	18.8%	16.9%	16.4%
运营效率					
固定资产周转天数	61	51	40	32	24
流动营业资本周转天数	179	138	108	108	103
流动资产周转天数	544	507	470	469	464
应收帐款周转天数	98	99	109	114	114
存货周转天数	65	67	71	72	74
总资产周转天数	685	641	581	556	533
投资资本周转天数	293	245	195	179	160
投资回报率					
ROE	19.8%	19.5%	17.8%	17.1%	18.1%
ROA	12.3%	12.1%	10.2%	9.6%	9.6%
ROIC	28.9%	32.2%	33.9%	34.8%	35.6%
费用率					
销售费用率	8.4%	9.2%	10.1%	9.7%	8.7%
管理费用率	16.0%	17.7%	18.7%	17.8%	16.7%
财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.2%
三费/营业收入	24.1%	26.4%	28.8%	27.7%	25.7%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	36.7%	41.4%	43.0%	46.4%
负债权益比	60.0%	58.0%	70.6%	75.6%	86.6%
流动比率	2.24	2.24	2.09	2.16	2.03
速动比率	1.97	1.91	1.76	1.83	1.70
利息保障倍数	-97.52	-32.20	-173.62	83.95	70.44
分红指标					
DPS(元)	0.28	0.30	0.33	-	-
分红比率	49.1%	47.1%	47.1%	0.0%	0.0%
股息收益率	1.0%	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	980.2	1,091.4	1,165.7	1,349.6	1,742.0
加:折旧和摊销	91.6	106.0	118.1	136.4	155.1
资产减值准备	39.6	57.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-30.0	-23.6	-7.0	17.1	26.2
投资损失	-30.1	-75.1	-400.0	-350.0	-350.0
少数股东损益	48.3	31.3	34.4	39.9	51.5
营运资金的变动	-477.2	-38.5	-330.8	-851.5	-497.6
经营活动产生现金流量	420.3	491.7	580.5	341.4	1,127.1
投资活动产生现金流量	-400.2	-369.7	165.0	115.0	115.0
融资活动产生现金流量	695.0	-762.2	89.9	583.6	146.1

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.56	0.64	0.70	0.81	1.05
BVPS(元)	2.84	3.26	3.94	4.75	5.80
PE(X)	51.5	45.2	41.1	35.5	27.5
PB(X)	10.2	8.8	7.3	6.1	5.0
P/FCF	104.8	40.4	61.1	48.5	35.4
P/S	13.1	10.0	7.5	5.6	4.3
EV/EBITDA	35.4	48.9	34.1	28.5	21.8
CAGR(%)	12.3%	18.0%	12.9%	12.3%	18.0%
PEG	4.2	2.5	3.2	2.9	1.5
ROIC/WACC	2.8	3.1	3.2	3.3	3.4
REP	3.6	4.6	3.7	2.9	2.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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

邓永康、吴用声明，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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。