

格力电器 (000651)

证券研究报告

2019年04月21日

格力电器估值折价之谜

格力电器4月发布公告，格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本15%的股票。尽管市场对该15%股权花落谁家有多猜测，但是我们认为，格力电器的公司治理改善才是长期看点。与美的相比，市场给予格力的估值折价，主要是因为公司治理问题以及业务结构单一这两个问题。那么，格力控股权转让之后，这两大问题是否能解决？相应的，与美的集团的估值折价之差能够被抹平吗？

格力的成长空间与多元化相比美的差距在哪里？

投资者经常把格力电器与大金进行对标，认为格力会模仿大金走上空调专业化发展道路。但为何投资者依然会担忧格力的“行业天花板”，进而导致估值折价？进一步分析大金，发现大金在面临日本国内市场天花板压力时，选择的道路是海外市场的扩张，即从区域多元化上突破所谓的“行业天花板”。因此，我们是否可以认为，如果格力在海外业务持续扩张，也能解决行业天花板所带来的估值折价呢？

1) 格力的海外扩张在近几年放慢了脚步：对比来看，格力的海外扩张进程在三大白电中属于偏慢的。从销售额看，相比于海尔和美的的海外市场销售比例，格力整体外销比例偏低；从海外生产基地布局看，截止2018年12月，美的在海外共有15个生产基地，而格力的生产基地主要在巴西和巴基斯坦。

2) 公司近五年重启品类多元化战略：格力电器的多元化战略启动偏晚，董明珠执掌格力之后才逐步开启多元化。而对比竞争对手，美的多品类发展思路从企业发展初期便已明确，即从风扇起家转型到空调，2004年之后又不断进入到冰洗、厨电、小家电等全品类家电，又通过收购切入工业机器人领域。

此次控股权的改变，能否改变以上两点呢？

从公司治理层面来看，可以！我们认为，格力电器控制权的转让会改变国企管理层任期有年龄限制的问题，治理方式更加灵活。其次，激励机制有望改善。另外，从公司多元化扩展之路看，后续格力在大股东的支持下，多元化进程也将加快。

格力估值长时间相对美的有折价，是否有修复的可能？

媲美美的，我们可以预见15倍的格力。从欧美的公司看，2019年的动态估值普遍在15-20倍，EV/EBITDA在10倍以上，美的2019年的估值也达到了16倍，我们预计公司治理改善的预期以及未来多元化扩张加速，公司的估值将逐步向美的以及海外公司靠近，给予2019年动态估值15倍的估值，存在13%左右上涨空间。

风险提示：控制权转让存在不确定性；品类多元化不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	110,113.10	150,019.55	200,089.61	209,882.03	221,482.05
增长率(%)	9.50	36.24	33.38	4.89	5.53
EBITDA(百万元)	14,511.75	28,386.91	31,069.82	33,978.98	37,303.59
净利润(百万元)	15,420.96	22,401.58	26,721.46	29,444.18	32,590.27
增长率(%)	23.05	45.27	19.28	10.19	10.68
EPS(元/股)	2.56	3.72	4.44	4.89	5.42
市盈率(P/E)	25.36	17.46	14.63	13.28	12.00
市净率(P/B)	7.26	5.96	4.97	4.18	3.56
市销率(P/S)	3.55	2.61	1.95	1.86	1.77
EV/EBITDA	3.21	5.68	8.75	7.67	6.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,015.73
流通A股股本(百万股)	5,969.82
A股总市值(百万元)	391,022.51
流通A股市值(百万元)	388,038.03
每股净资产(元)	14.41
资产负债率(%)	64.43
一年内最高/最低(元)	65.40/35.35

作者

蔡雯娟 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳 分析师
SAC执业证书编号：S1110518120002
luoanyang@tfzq.com

马王杰 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《格力电器-公司点评:集团拟转让15%股权》 2019-04-09
- 2 《格力电器-公司点评:董明珠获11届董事会提名,缓解市场不确定性担心》 2019-01-02
- 3 《格力电器-公司点评:拟参与闻泰科技收购安世集团项目,多元布局加快》 2018-12-03



格力电器4月发布公告，格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本15%的股票。尽管市场对该15%股权花落谁家有许多猜测，但是我们认为，格力电器的公司治理改善才是长期看点。与美的相比，市场给予格力的估值折价，主要是因为公司治理问题以及业务结构单一这两个问题。那么，格力控股权转让之后，这两大问题是否能解决？相应的，与美的集团的估值折价之差能够被抹平吗？我们不妨做个探讨。

首先，格力电器的公司治理问题到底体现了什么问题？

尽管在2000年初，格力电器与格力集团存在父子之争，以及集团层面对销售奖励的质疑等，但是后期随着格力集团的股权减少，格力集团也对格力电器减少了战略制定和实施的干预。在经营层面，格力集团选择提名派驻董事会的代表也多为公司内部高管，并不影响公司的正常经营。对比销售数据和财务数据可知，无论是品牌的市场口碑、产品的市占率、还是企业本身的盈利能力，格力在三大白电中均处于领先地位。那么，格力的公司治理结构到底影响在哪里？

我们认为，格力现有的公司治理的不利影响，在于影响管理层换届——每三年一届的管理层换届，或导致管理层为了达到短期目标而导致经营节奏的波动性加大。

例如，2012年董明珠首次当选董事长后，2013年提出了2013-2015这三年任期中，每年收入增长200亿的目标。由于空调行业仍会受到天气等不确定性因素的影响，叠加房地产行业的调控周期，2014年之后，渠道的库存逐步累积。在目标期结束后，2015年格力与行业一起迎来了较为痛苦的去库存周期，当年格力电器的收入下滑28.17%，直到2017年因地产业复苏以及炎夏，重回增长趋势。2018年，在新三年任期的最后一面，公司也提出了2000亿收入大目标，同比增长超30%，根据公司业绩快报，该目标的确逆势完成了，但2018年空调行业内销增速仅4.6%，渠道库存又进入了累积周期，这也会在进入2019年之际，公司的经营波动性加大。

然而，对比来看，从2011年到2018年收入复合增速看，格力电器增速为13.3%，美的复合增速为10%，并且这个增速还包含了收购库卡和东芝的贡献。因此，我们认为，股权结构所导致的管理层换届因素影响，主要是体现在格力的收入波动性增加，长期增长趋势的把握并不逊色。

图1：格力电器营业收入变动（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

其次，企业的管理层和员工激励欠缺：尽管从高管的薪酬看，2017年格力电器董明珠和黄辉的薪酬为702万和499万，美的方洪波和殷必彤为719万和420万，基本差异不大。但是美的做了多层次、常态化的激励计划，包括核心管理层，中高层管理人员和业务骨干，而格力却没有形成完善的激励体系，也因此也会看到格力中层骨干被竞争对手挖人的事件发生。

表 1：美的股票期权激励计划

公告时间	名称	参与对象	激励规模
2018.3	第五期股票期权激励计划	共计 1,341人，对象范围侧重于研发、制造、品质等科技人员及相关中基层管理人员。	行权价格57.54元，6208万份（占当时总股本0.94%）
2017.3	第四期股票期权激励计划	共计 1,476 人，激励对象范围侧重于研发、制造、品质等科技人员及相关中高层管理人员。	行权价格33.72元，9898.2万份（占当时总股本1.53%）
2016.5	第三期股票期权激励计划	共计931人，激励对象包括公司总部及各事业部的中高层管理人员及业务技术骨干人员（侧重于研发、品质、制造、用户与市场及相关）。	行权价格21.35元，12753万份（占当时总股本1.98%）
2015.3	第二期股票期权激励计划	共计738人，激励对象包括公司总部及各事业部的中高层管理人员及业务技术骨干人员（侧重于研发、品质、制造、供应链相关）。	行权价格31.54元，8430万份（占当时总股本2%）
2014.1	第一期股票期权激励计划	共计693人，激励对象包括公司总部及各事业部的中高层管理人员及业务技术骨干人员（侧重研发、品质、制造、供应链相关）。	行权价格48.79元，4060.2万份（占当时总股本2.41%）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：美的限制性股票激励计划

公告时间	名称	参与对象	激励规模
2018.3	2018 年限制性股票激励计划	激励对象总人数为344人，为对经营单位和部门承担主要管理责任的高层管理人员及董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他管理人员。	限制性股票价格为28.77 元，2501万份（占当时总股本0.38%）
2017.3	2017 年限制性股票激励计划	激励对象总人数为140人，为对经营单位和部门承担主要管理责任的高层管理人员及董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他管理人员。	限制性股票价格为16.86元，2979万份（占当时总股本0.46%）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：美的核心团队激励计划

公告时间	名称	参与对象	激励规模
2018.3	第四期持股计划	合计 20 人，包括本公司总裁、副总裁 7 人（含兼任事业部总经理人员 2 人），事业部及经营单位总经理和其他高管 13 人。	专项基金为 18,250 万元，约占公司 2017 年度经审计的合并报表净利润的 0.98 %。
2017.3	第三期持股计划	合计15人，包括本公司总裁、副总裁5人（含兼任事业部总经理人员2人），事业部及经营单位总经理和其他高管10人。	专项基金，本期持股计划计提的专项基金为9,900万元，约占公司2016年度经审计的合并报表净利润的0.6 %。
2016.3	第二期持股计划	合计 15 人，包括本公司总裁、副总裁 6 人（含兼任事业部 总经理人员 2 人），事业部及经营单位总经理 9 人。	专项基金为 8,050 万元，约占公司 2015 年度经审计的合并报表净利润的 0.6 %。
2015.3	第一期持股计划	合计 31 人，其中公司总裁、副总裁 8 人（含兼任事业部 总经理人员 2 人），公司下属事业部及经营单位总经理 13 人，其他对公司经营与业绩有重要影响的核心责任人 10 人。	专项基金1.15 亿元，约占公司 2014 年度经审计的合并报表净利润的 1%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

格力的成长空间与多元化相比美的差距在哪里？

投资者经常把格力电器与大金进行对标，认为格力会模仿大金走上空调专业化发展道路，而从大金的估值来看，也并不会因为“空调专业化”这一点受到估值压制，其整体估值区间在 17-27 倍之间。但为何投资者依然会担忧格力的“行业天花板”，进而导致估值折价？

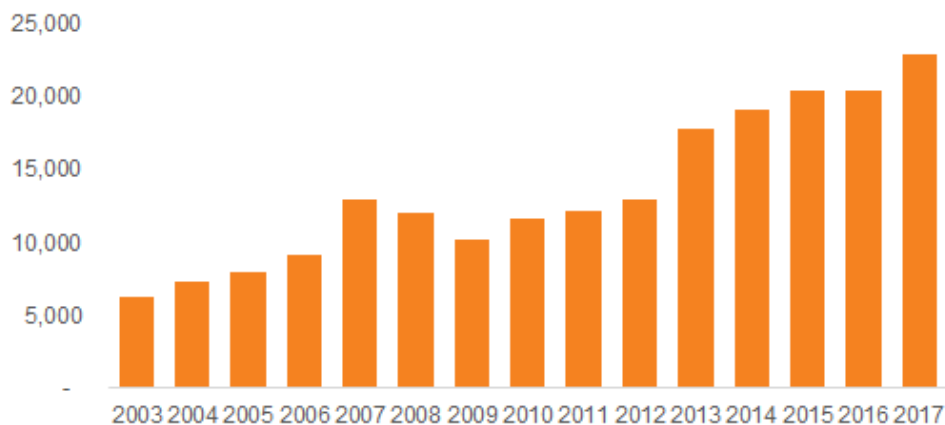
图 2：大金工业 PE-band



资料来源：Wind，天风证券研究所

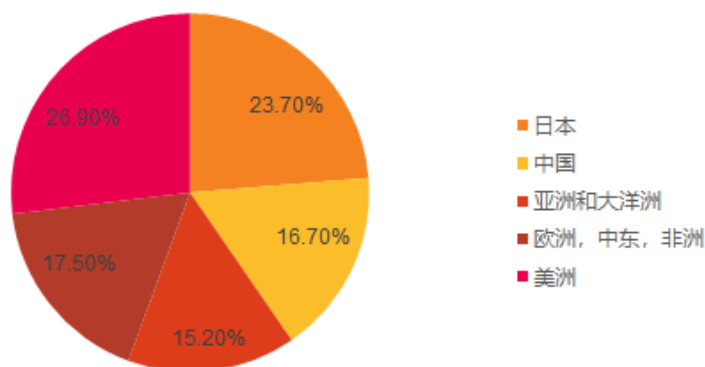
进一步分析大金，可以了解，大金在面临日本国内市场天花板压力时，选择的道路是海外市场的扩张，即从区域多元化上突破所谓的“行业天花板”。这个过程，大金是通过持续不断的海外并购所推进的。例如：2006 年以来，大金在海外市场持续收购与合作，扩大海外市场份额。2006 年-2012 期间，先后收购了马来西亚奥威尔集团全资子公司麦克维尔和 AAF、德国 ROTEX 集团、与格力成立合资公司、收购土耳其 Airfei 集团和 Goodman 集团。目前，大金目前最大的市场已是美洲，日本市场居第二。

图 3：大金收入变化（亿日元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：大金分地区业务占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

因此，我们是否可以认为，如果格力能够在海外业务持续扩张，也就能解决行业天花板所带来的估值折价呢？

1) 格力的海外扩张在近几年放慢了脚步

对比来看，格力的海外扩张进程在三大白电中属于偏慢的。但我们经过资料梳理发现，格力向海外扩张的布局的时点很早，只是在最近几年，当国内竞争对手都在海外并购时，却放慢了脚步，并没有在海外进行收购。我们认为，国企的管理文化和放权机制可能是影响快速海外扩张的一个原因，但并不是主要原因（毕竟海信集团和长虹集团，身为国企，也在海外收购同行）。

表 4：格力的电器海外生产基地

竣工投产时间	海外生产基地	占地面积（万平米）	年产能（万台）	合作公司	位置
2001.6	巴西生产基地	4	20		巴西亚马逊州首府玛瑙斯自由贸易区
2006.3	巴基斯坦生产基地	-	10	巴基斯坦DWP公司	巴基斯坦旁遮普省首府拉合尔市
2008.4	越南生产基地（后因越南资方不诚信的原因，格力在2010年退出）	1.1	10		越南胡志明市著名的新加坡工业园区

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：海信和长虹海外并购事件

公司	时间	事件
海信集团	2016年	收购夏普北美
	2018年	收购斯洛文尼亚白电制造商Gorenje
长虹	2006年底	并购韩国“等离子技术鼻祖”欧丽安等离子公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：美的和海尔海外并购事件

公司	时间	事件
美的	2010年	收购埃及Miraco公司 32.5%的股份。
	2011年	收购开利公司拉美业务。
	2016年	收购日本东芝白电业务、意大利Clivet公司 80%的股权。
	2017年	收购库卡业务，收购以色列Servotronix。
海尔	2011年	收购三洋电机日本和东南亚地区的白电业务。
	2012年	收购Fisher&Paykel。
	2016年	收购通用电气GEA。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从销售额看，相比于海尔和美的的海外市场销售比例，格力整体外销比例偏低；从海外生产基地布局看，截止 2018 年 12 月，美的在海外的越南、白俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷、印度、日本等共有 15 个生产基地，而格力的生产基地主要在巴西和巴基斯坦。

表 7：三大白电海外收入占比（%）

	2017	2016	2015	2014	2013
格力电器	12.33%	14.76%	13.26%	9.86%	13.33%
美的集团	42.97%	40.05%	35.46%	34.98%	37.18%
青岛海尔	42.10%	-	20.78%	12.06%	10.88%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 公司近五年重启品类多元化战略

格力电器的多元化战略启动偏晚，董明珠执掌格力之后才逐步开启多元化。我们认为，为了突破增长瓶颈，公司修正了战略方向，与其通过空调专业化道路，最终依靠不熟悉的海海外市场来带动增长，不如在国内持续发力，借助庞大的内需市场，通过发挥格力品牌在消

费者心目中良好的制造形象，不断扩展品类，甚至加速进入高端制造，例如半导体行业。

表 8：格力产品布局

时间	事件
2004	收购格力集团的小家电业务
2013	推出系列高品质净水机；推出能有效去除PM2.5的空气净化器
2014	格力拥有电风扇、电暖器、净水机、空气净化器、加湿器、干衣机等健康电器和电饭煲、电压力锅、电磁炉等厨房电器
2015.9	注册珠海格力智能装备有限公司，独立运营，当年格力智能装备公司产出智能装备2000台

资料来源：公司公告，天风证券研究所

而对比竞争对手，美的多品类发展思路从企业发展初期便已明确，即从风扇起家转型到空调，2004年之后又不断进入到冰洗、厨电、小家电等全品类家电，又通过收购切入工业机器人领域。也正因此，美的作为全品类的家电企业，市场认为，其成长的天花板高于格力在家电领域单一的空调，也因此给予更高估值。

表 9：美的集团外延并购历程

年份	产品/领域	相关品牌/企业
2004	冰洗产业的发展	收购荣事达50.5%的股权
2005	吸尘器	收购江苏春华80%的股权
2008	洗衣机	美的受让无锡国联持有的小天鹅24.01%的A股股票成为小天鹅的控股股东
2016	大型中央空调 机器人及自动化领域	收购Clivet 80%股权 收购库卡94.55%股权
2017	运动控制和伺服电机专业领域 医用机器人、医疗智能物流 高端家电	Servotronic 广药集团 德国AEG集团
2018	AI科技家电 工业互联网	推出新品牌COLMO 推出平台M.IoT

资料来源：公司官网，天风证券研究所

此次控股权的改变，能否改变以上两点呢？

从公司治理层面来看，可以！我们认为，随着格力电器控制权的转让，会改变国企业管理层任期有年龄限制的问题，治理方式更加灵活。

此前，我们在报告《集团拟转让 15%股权》中提出，从管理层的意愿来看，与管理层关系更为友好的资本方无疑会更受欢迎。作为格力电器的大股东，对公司一定是更关注长期的发展，分享企业成长的红利。因此，转变企业所有制后，管理层不再因为国企的年龄限制强制退休，有经验有能力的管理团队能够发挥更好的作用。没有强制的任期限制后，能够更好平衡长期和短期的增长压力。同时管理层可以不需要为了短期的任期目标而加大企业经营波动率，公司和经销商的关系能够更加优化。

其次，激励机制有望改善：职业经理人下的公司治理，股东与职业经理人为了解决委托代理问题，往往通过股权激励使股东利益和管理层利益更加一致，同时也通过更加完善的制度安排，约束管理人的行为，防止内部人控制。因为，我们预期，格力电器在完成股权转让之后，股东将给管理层带来更多的股权激励机制，之前因为银隆并购被否而未能达成的员工持股计划，也有望在控股权变更后出台。

从公司多元化扩展之路看，我们后续格力在大股东的支持下，多元化进程也将加快。

公司明确提出在生活电器（厨房电器、洗衣机、冰箱等），高端装备（智能装备、工业机器人、数控机床等），通信设备（物联网设备、智能手机、芯片、大数据）等领域的布局加快。我们认为随着新控股股东的落地，这些领域的多元化进程有望提速，这也将修正

目前的行业天花板所带来的估值折价。

2018 年 12 月，格力公告拟出资 30 亿元用于受让安世集团的上层股权及财产份额，闻泰科技将向格力发行股份购买格力所持有的合肥中闻金泰的股权以及珠海融林所持有的合肥广讯 LP 财产份额，该收购项目完成后格力电器将成为闻泰科技的重要股东。格力未来多元化的方向主要是拓展智能家居、智能装备、精密模具、新能源技术等产业，而智能家居、物联网随着 5G 的应用落地，有望迎来高速增长。结合闻泰科技领先的智能终端产品研发生产优势、高通 5G Alpha 合作伙伴的资质以及安世集团在半导体领域的市场地位，公司希望依托空调领域的龙头优势，紧抓 5G 平台下智能家居、物联网的巨大业务机会，塑造新形势下的核心竞争力。

格力估值长时间相对美的有折价，是否有修复的可能？

既然格力的公司的治理问题和多元化都可能存在边际改善，那么和美的的估值折价应该逐步缩小。我们用格力电器的估值除以美的电器（集团）的估值，得到一个比例，大于 1 则表示格力相比美的存在估值溢价，小于 1 则表示美的相比格力存在估值溢价。历史上看，格力的估值相比美的并不一直都折价的。

图 5：格力电器估值/美的电器（集团）估值之比（动态 PE；当年市场一致预期）



资料来源：Wind，天风证券研究所

媲美美的，我们可以预见 15 倍的格力。从欧美的公司看，2019 年的动态估值普遍在 15-20 倍，EV/EBITDA 在 10 倍以上，美的 2019 年的估值也达到了 16 倍，我们预计公司治理改善的预期以及未来多元化扩张加速，公司的估值将逐步向美的以及海外公司靠近，给予 2019 年动态估值 15 倍的估值，存在 13%左右上涨空间。

表 10：海外公司估值表

	PE					EV/EBITDA				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
美国										
Whirlpool	11.73	7.64	9.03	7.99	7.60	9.54	13.27	6.91	6.63	6.30
Unifited Technology	19.17	14.22	16.16	14.76	13.36	11.90	12.16	11.15	10.36	9.80
A.O.Smith	28.18	16.37	19.37	17.67	16.67	17.15	11.08	12.71	11.82	11.34
Ingersoll-Rand plc	19.82	16.27	17.06	15.40	13.97	12.32	11.25	11.33	10.70	9.98
平均	19.72	13.62	15.41	13.95	12.90	12.73	11.94	10.53	9.88	9.36
欧洲										
Electrolux	13.22	14.13	14.12	12.09	10.87	6.97	5.94	6.84	5.99	5.53
De'Longhi	20.99	17.97	18.94	17.55	16.78	11.64	10.10	10.01	9.34	8.97
SEB	20.43	13.36	15.98	14.27	13.32	12.96	10.03	10.04	9.22	10.93
Rational	42.70	35.84	36.00	32.68	30.22	28.64	24.74	24.65	22.29	20.60
OSRAM	26.86	26.33	21.22	13.14	10.09	11.93	8.09	7.17	5.46	4.82
Philips	35.99	21.91	20.18	17.37	14.80	12.56	11.07	10.85	9.86	8.90
平均	26.70	21.59	21.07	17.85	16.01	14.12	11.66	11.59	10.36	9.96

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	95,613.13	99,610.43	120,415.10	131,337.76	153,934.72
应收票据及应收账款	3,205.52	6,067.32	5,990.20	6,577.34	6,855.58
预付账款	1,814.95	3,717.87	1,472.23	3,947.39	1,780.38
存货	9,024.91	16,568.35	18,336.92	17,544.25	20,556.84
其他	33,252.28	45,570.68	63,602.65	49,865.99	68,650.28
流动资产合计	142,910.78	171,534.65	209,817.10	209,272.73	251,777.80
长期股权投资	103.91	110.39	110.39	110.39	110.39
固定资产	17,718.61	17,482.11	17,006.85	16,376.11	15,639.08
在建工程	581.54	1,020.71	648.43	437.06	292.23
无形资产	3,355.28	3,604.47	3,516.73	3,428.99	3,341.26
其他	12,962.40	14,542.24	13,443.01	13,885.31	13,955.89
非流动资产合计	34,721.74	36,759.92	34,725.41	34,237.86	33,338.85
资产总计	182,369.71	214,968.00	250,970.26	249,456.71	291,465.75
短期借款	10,701.08	18,646.10	19,600.00	19,600.00	19,600.00
应付票据及应付账款	31,764.08	37,157.37	52,979.47	40,502.58	57,970.94
其他	84,411.12	91,687.33	97,690.80	93,735.57	101,788.51
流动负债合计	126,876.28	147,490.79	170,270.27	153,838.14	179,359.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	569.82	642.41	572.82	595.02	603.42
非流动负债合计	569.82	642.41	572.82	595.02	603.42
负债合计	127,446.10	148,133.20	170,843.09	154,433.16	179,962.87
少数股东权益	1,059.65	1,239.79	1,407.08	1,581.37	1,765.57
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	183.40	103.88	103.88	103.88	103.88
留存收益	47,758.02	59,343.63	72,704.36	87,426.45	103,721.58
其他	(93.20)	131.77	(103.88)	(103.88)	(103.88)
股东权益合计	54,923.60	66,834.80	80,127.17	95,023.55	111,502.89
负债和股东权益总	182,369.71	214,968.00	250,970.26	249,456.71	291,465.75

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,816.68	2,033.00	995.28	1,009.85	1,019.59
折旧摊销	(3,245.96)	1,532.77	(1,417.81)	(1,749.52)	(2,128.09)
财务费用	2,221.36	(396.65)	(300.00)	(400.00)	(400.00)
投资损失	2,605.71	(13,334.90)	4,545.12	(4,860.70)	5,478.11
营运资金变动	(4,062.46)	4,015.72	165.24	174.29	184.20
其它	14,859.95	16,358.54	30,709.29	23,618.10	36,744.07
经营活动现金流	3,253.43	2,418.40	129.59	57.80	41.60
资本支出	8.45	6.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	(22,508.44)	(64,678.33)	360.18	743.82	(94.58)
其他	(19,246.55)	(62,253.46)	489.78	801.62	(52.98)
投资活动现金流	10,701.08	18,646.10	20,401.25	19,867.08	19,956.11
债权融资	4,938.09	(364.65)	1,211.88	1,788.91	2,151.36
股权融资	(21,390.73)	(20,550.79)	(32,007.53)	(35,153.06)	(36,201.60)
其他	(5,751.56)	(2,269.34)	(10,394.40)	(13,497.07)	(14,094.13)
筹资活动现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇率变动影响	(10,138.16)	(48,164.26)	20,804.66	10,922.66	22,596.96
现金净增加额					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	110,113.10	150,019.55	200,089.61	209,882.03	221,482.05
营业成本	72,885.64	99,562.91	133,459.77	139,361.67	147,285.56
营业税金及附加	1,430.40	1,513.04	2,037.76	2,326.90	2,314.97
营业费用	16,477.27	16,660.27	26,011.65	26,235.25	26,577.85
管理费用	5,488.96	6,071.14	8,603.85	9,234.81	9,213.65
研发费用	(4,845.55)	431.28	(1,417.81)	(1,749.52)	(2,128.09)
财务费用	(0.99)	263.79	200.00	154.27	206.02
资产减值损失	1,093.33	9.21	(2.05)	0.00	0.00
公允价值变动收益	(2,221.36)	396.65	300.00	400.00	400.00
投资净收益	2,349.70	(1,015.41)	(595.91)	(800.00)	(800.00)
其他	17,455.70	26,126.67	31,492.35	34,718.65	38,412.09
营业利润	1,096.23	511.06	500.00	500.00	500.00
营业外收入	20.74	20.54	20.00	20.00	20.00
营业外支出	18,531.19	26,617.18	31,972.35	35,198.65	38,892.09
利润总额	3,006.56	4,108.59	5,083.60	5,580.18	6,117.62
所得税	15,524.63	22,508.60	26,888.74	29,618.48	32,774.47
净利润	103.67	107.02	167.28	174.29	184.20
少数股东损益	15,420.96	22,401.58	26,721.46	29,444.18	32,590.27
归属于母公司净利润	2.56	3.72	4.44	4.89	5.42
每股收益(元)					

主要财务比率

成长能力	9.50%	36.24%	33.38%	4.89%	5.53%
营业收入	29.15%	49.67%	20.54%	10.24%	10.64%
营业利润	23.05%	45.27%	19.28%	10.19%	10.68%
归属于母公司净利润					
获利能力	33.81%	33.63%	33.30%	33.60%	33.50%
毛利率	14.00%	14.93%	13.35%	14.03%	14.71%
净利率	28.63%	34.15%	33.94%	31.51%	29.70%
ROE	-20.29%	-47.09%	-70.36%	-68.74%	-82.91%
ROIC					
偿债能力	69.88%	68.91%	68.07%	61.91%	61.74%
资产负债率	28.46%	31.62%	37.29%	31.60%	2.90%
净负债率	1.13	1.16	1.23	1.36	1.40
流动比率	1.06	1.05	1.12	1.25	1.29
速动比率					
营运能力	34.74	32.36	33.19	33.40	32.98
应收账款周转率	11.90	11.72	11.46	11.70	11.63
存货周转率	0.64	0.76	0.86	0.84	0.82
总资产周转率					
每股指标(元)	2.56	3.72	4.44	4.89	5.42
每股收益	2.47	2.72	5.10	3.93	6.11
每股经营现金流	8.95	10.90	13.09	15.53	18.24
每股净资产					
估值比率	25.36	17.46	14.63	13.28	12.00
市盈率	7.26	5.96	4.97	4.18	3.56
市净率	3.21	5.68	8.75	7.67	6.38
EV/EBITDA	3.66	6.12	9.04	7.91	6.56
EV/EBIT					

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com