

快报符合预期，Q1 增长提速 买入（维持）

2021 年 02 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉

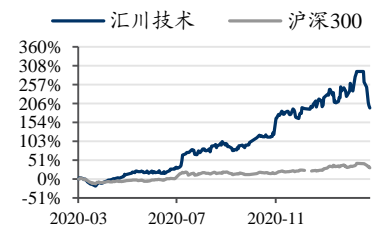
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,390	11,509	15,041	19,727
同比（%）	25.8%	55.7%	30.7%	31.2%
归母净利润（百万元）	952	2085	2932	3908
同比（%）	-18.4%	119.0%	40.6%	33.3%
每股收益（元/股）	0.55	1.21	1.70	2.27
P/E（倍）	155.26	70.35	50.03	37.53

投资要点

- **快报营收+55.7%、利润+119%，符合预期。**公司发布 2020 年业绩快报，2020 年收入 115.1 亿，同比+55.7%，归母净利润 20.8 亿，同比+119.0%，测算扣非净利润约 19.1 亿，同比+135.7%；分季度看，Q4 收入 34.1 亿，同比+37.4%、环比小幅增长，归母净利润 5.9 亿，同比+91.6%，考虑 Q4 计提较多减值（年底公告 Q4 计提减值准备 1.42 亿、影响归母净利润 1.23 亿）及费用，Q4 净利率下降，毛利率环比小幅下降（经销商返点所致）；此前预告收入同比+45~65%、利润同比+100~130%，业绩快报符合预期；1 月以来工控订单旺盛、Q1 业绩有望超预期。
- **工控 20 全年高增，21Q1 淡季不淡、延续高增。**行业需求持续旺盛，先进制造行业电子、锂电、光伏、物流等行业资本开支旺盛，传统优势下游纺织、注塑、EU 等需求恢复，21Q1 上游紧张，下游迅速补库存，同时进口替代与集中度提升再加速，20 年汇川工控预计同比+60~70%，21Q1 淡季不淡，高增延续，增长有望再超预期。
- **乘用车 20 年大超预期、21 年预计收入高增、利润大幅减亏，22 年开始盈利。**乘用车方面，理想、小鹏等客户放量，全年（含商用车）装机 14.3 万套，市占率达到 10.6%（去年仅 3% 左右）。客户方面 20 年完成奇瑞、海外某一线车企等 TOP 客户订单，后续有望继续突破国内 A 点和海外车企。商用车方面，物流车高增长，客车目前有一定压力。预计 21 年收入高增、利润大幅减亏，22 年开始盈利。
- **电梯全年稳增，汇川+BST 加速融合，21 年份额有望继续提升。**20Q1 电梯产品受疫情影响交付放缓，Q2 恢复、Q3-Q4 增长继续提速，全年汇川+BST 预计保持 10% 左右的增速。汇川收购 BST 后融合迅速，有望加速汇川一体机在合资、跨国客户中的拓展。预计未来电梯业务仍将维持 10% 左右的稳健增速。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-22 年归母净利润分别 20.9 亿/29.3 亿/39.1 亿（考虑资产减值及股权激励费用摊销），同比+119%/+41%/+33%，对应现价 PE 分别 70 倍、50 倍、38 倍。考虑到公司在工控行业的强经营 α、以及电机电控内资龙头地位确立，给予目标价 119 元，对应 21 年 70 倍 PE，“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	85.29
一年最低/最高价	23.08/117.90
市净率(倍)	14.79
流通 A 股市值(百万元)	117823.06

基础数据

每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	41.43
总股本(百万股)	1719.72
流通 A 股(百万股)	1406.94

相关研究

- 1、《汇川技术（300124）业绩预告点评：年报业绩符合预期，Q1 淡季不淡、增长提速》2021-01-28
- 2、《汇川技术（300124）三季报报点评：业绩再次大超预期、工控和电控双王崛起》2020-11-01
- 3、《汇川技术（300124）：股权激励彰显信心，定增收购 PLC 股权、加码智能制造》2020-09-24

快报营收+55.7%、利润+119%，符合预期。公司发布 2020 年业绩快报，2020 年收入 115.1 亿，同比+55.7%，归母净利润 20.8 亿，同比+119.0%，测算扣非净利润约 19.1 亿，同比+135.7%；分季度看，Q4 收入 34.1 亿、同比+37.4%、环比小幅增长，归母净利润 5.9 亿，同比+91.6%，考虑 Q4 计提较多减值（年底公告 Q4 计提减值准备 1.42 亿、影响归母净利润 1.23 亿）及费用，Q4 净利率下降，毛利率环比小幅下降（经销商返点所致）；此前预告收入同比+45~65%、利润同比+100~130%，业绩快报符合预期；1 月以来工控订单旺盛、Q1 业绩有望超预期。

表 1: 汇川技术全年核心财务数据

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020A
营收（亿元）	15.48	32.37	33.14	34.11	115.09
YOY	40.7%	99.9%	51.4%	37.4%	55.73%
QoQ	-37.7%	109.1%	2.4%	2.9%	
归母净利润（亿元）	1.72	6.02	7.24	5.86	20.85
YOY	33.6%	123.5%	192.5%	91.6%	119.0%
QoQ	-43.6%	249.0%	20.3%	-19.0%	
扣非归母净利润（亿元）	1.49	5.53	7.25	4.83	19.11
YOY	46.6%	128.1%	227.4%	97.1%	135.68%
净利率	11.1%	18.6%	21.8%	17.2%	18.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

行业需求持续旺盛，先进制造行业电子、锂电、光伏、物流等行业资本开支旺盛，传统优势下游纺织、注塑、EU 等需求恢复，21Q1 上游紧张，下游迅速补库存，同时进口替代与集中度提升再加速，20 年汇川工控预计同比+60~70%，21Q1 淡季不淡，高增延续，增长有望再超预期。

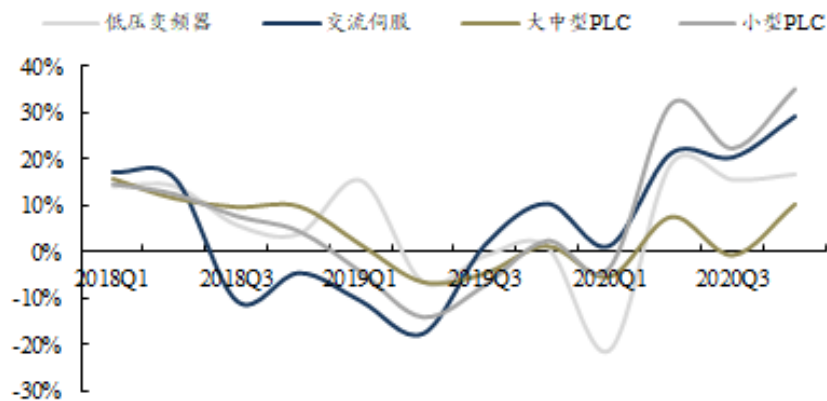
- **20Q4 工控需求旺盛、OEM 行业高增，21Q1 淡季不淡。**20 年疫情后工控行业重回复苏轨道，20Q1~Q4 同比增速分别-12.4%/+6.4%/+6.7%/+6.3%，景气度逐季抬升，Q4OEM、项目型市场同比分别+15%/-4%，工控行业全年同比+1.8%，其中 OEM 市场同比+8.8%，项目型同比-6.4%；分下游看，先进制造电子及半导体、锂电、物流、工业机器人自 20Q1 以来需求强劲，基建相关的工程机械、起重、电梯高增，传统行业纺织、包装等 Q3 全面好转、Q4 延续；分产品看，20Q4 低压变频/交流伺服/小型 PLC 增速分别 16.7%/29.0%/34.9%，20 年全年增速分别 7.2%/17.9%/21.7%；进入 21 年以来，由于先进制造行业资本开支需求旺盛，同时下游快速补库存，叠加春节错位，Q1 的制造业需求持续旺盛、淡季不淡，预计全年增速不低于 20 年，其中与先进制造相关的伺服、中型 PLC 等需求增速预计不低于 20%。

表 2: 工控行业下游行业增速

单位: 百万元	2019				2020							
	YoY	YoY	YoY	YoY	2020Q1	YoY	2020Q2	YoY	2020Q3	YoY	2020Q4	YoY
OEM市场合计	-8.9%	-14.9%	-2.9%	14.7%	15248	-5.0%	19670	13.8%	17409	11.0%	18207	15.0%
机床	-30.6%	-28.3%	-18.5%	25.1%	3229	-25.4%	5495	16.0%	4100	13.8%	4920	20.4%
电子及半导体制造设备	7.8%	12.2%	22.6%	50.0%	1576	17.2%	2092	29.8%	2040	21.5%	1920	20.5%
电池制造设备	10.6%	11.1%	13.2%	19.5%	777	14.9%	921	24.0%	826	22.0%	770	25.8%
纺织机械	-11.1%	-14.8%	-12.9%	-8.3%	645	-35.0%	1128	-7.0%	1163	4.0%	940	7.1%
暖通空调	20.9%	17.5%	20.0%	20.9%	638	16.0%	828	20.0%	837	18.1%	613	13.9%
包装机械	-5.1%	-12.8%	-5.7%	-0.3%	583	-10.0%	922	15.0%	880	11.7%	764	10.1%
起重机械	19.7%	-13.3%	-12.7%	-4.4%	556	-15.1%	703	11.9%	625	11.0%	499	16.0%
物流设备	6.4%	6.5%	9.8%	11.8%	510	12.8%	760	26.0%	750	19.2%	608	23.8%
电梯	-3.0%	-3.0%	-2.4%	19.1%	500	-27.2%	1135	14.0%	991	8.0%	930	11.4%
工业机器人	-15.2%	-10.9%	4.3%	25.7%	366	-15.1%	570	25.0%	524	25.7%	520	29.7%
食品饮料机械	-6.5%	-1.3%	-3.5%	4.9%	300	-16.4%	491	7.0%	466	5.0%	396	9.1%
橡胶机械	1.8%	1.3%	0.3%	3.1%	288	-14.0%	318	-18.0%	371	1.1%	303	2.0%
塑料机械	-9.0%	-5.5%	-0.9%	3.1%	284	-20.2%	445	-4.1%	472	3.1%	392	5.9%
印刷机械	-11.3%	-8.3%	-8.2%	-3.9%	238	-18.2%	254	-30.0%	349	-3.1%	327	10.1%
纸巾机械	-3.7%	-1.4%	6.8%	17.5%	238	15.0%	330	17.9%	296	11.3%	278	21.9%
建材	-1.0%	3.8%	4.6%	10.8%	210	2.9%	276	12.2%	274	9.2%	253	7.2%
工程机械	11.8%	9.7%	7.9%	12.2%	189	-13.3%	426	44.9%	410	30.6%	310	46.2%
制药机械	-2.0%	0.0%	2.0%	11.3%	122	-17.6%	202	23.9%	190	21.8%	188	27.0%
造纸	-7.1%	-2.7%	-3.7%	-2.0%	110	-15.4%	172	-6.0%	178	-2.2%	155	6.2%
陶瓷卫浴	10.9%	13.2%	16.3%	16.2%	48	-5.9%	66	10.0%	62	8.8%	47	9.3%
烟草机械	0.0%	7.1%	6.1%	3.6%	23	0.0%	28	-6.7%	34	-2.9%	26	-10.3%
其他	21.5%	-28.9%	22.0%	14.2%	3818	28.8%	2106	12.0%	1571	-7.3%	3058	5.3%
项目型市场合计	14.2%	-4.0%	0.6%	2.8%	11024	-21.0%	13716	-2.6%	14800	2.0%	12710	-4.0%
化工	22.6%	8.6%	12.6%	5.4%	2084	-32.0%	3006	-6.0%	2700	-1.0%	2600	7.3%
市政及公共设施	31.5%	16.4%	18.8%	21.4%	2019	-12.8%	3222	17.5%	3367	16.6%	3022	15.7%
石化	28.2%	5.6%	12.6%	8.5%	1443	-11.2%	1579	7.0%	1827	6.0%	1642	10.3%
电力	8.1%	-4.5%	-5.3%	-1.8%	1132	-26.5%	1337	-24.0%	1250	-26.3%	1010	-35.5%
冶金	33.8%	21.7%	23.1%	30.2%	733	-17.4%	1175	15.0%	1350	29.2%	1170	17.0%
汽车	9.6%	-0.3%	6.4%	1.2%	290	-38.0%	627	-7.9%	374	-17.1%	352	2.0%
采矿	28.0%	18.9%	26.2%	26.0%	193	0.5%	197	-7.9%	303	3.1%	244	-10.0%
造纸	0.0%	-7.1%	-7.4%	-11.9%	152	-16.5%	173	-4.9%	206	-8.0%	200	4.2%
其他	-4.2%	-33.7%	-23.0%	-14.8%	2978	-19.1%	2400	-14.7%	3423	-1.3%	2470	-26.1%
工控行业合计	0.5%	-10.3%	-1.2%	8.9%	26272	-12.4%	33386	6.4%	32209	6.7%	30917	6.3%

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

图 1: 工控行业分产品增速



数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

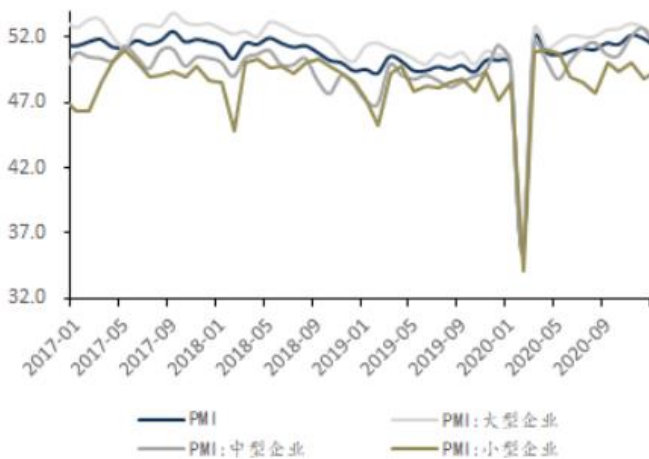
图 2: 工控行业月度订单增速 (亿元)

产品类型 厂商	伺服								低压变频器				中大 PLC		汇川通用 订单	
	安川		松下		台达		禾川		ABB		安川		施耐德			
	销售/订单	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	销售 GR	订单 GR	订单 GR		
2020Q1	1月	1.3	0%	0.9	-2%	0.89	-17%			3.13	-20%	0.5	-17%			20-30%
	2月	0.75	7%	0.71	-13%	0.36	4%			1.57	-77%	0.22	-51%	0.35	-20%	20-30%
	3月	1.6	-6%	1.48	20%	1.52	-2%	1.16	120%	3.79	4%	0.7	0%	0.28	-54%	30-40%
2020Q2	4月	2.65	33%	2.16	21%	1.56	38%	0.84	200%	4.14	51%	0.9	0%	0.4	17%	预计50%+
	5月	2.4	17%	2.01	16%	1.63	40%	0.38	20%	5.35	179%	1	11%	0.7	18%	预计30%+
	6月	2	54%	1.78	6%	1.66	38%	0.39	15%	2.37	-18%	0.9	-10%	0.6	10%	预计40%+
2020Q3	7月	1.5	15%	1.8	52%	1.47	55%	0.42	40%		9%	0.8	14%	0.7	14%	预计40%+
	8月	1.5	15%	1.34	26%	1.26	22%	0.39	28%	3.1	10%	0.75	-6%	0.6	8%	预计50%+
	9月	1.4	0%	0.99	-24%	1.5	18%	0.38	25%	2.8	13%	0.78	3%	0.8	10%	预计60%+
2020Q4	10月	1.52	17%	1.8	203%	1.27	11%	0.37	30%	2.7	10%	0.75	7%	0.7	9%	60%+
	11月	1.9	36%	1.4	10%	1.45	24%	0.44	30%	2.6	8%	0.82	17%	0.8	12%	60%+
	12月	2.5	56%	1.6	-5%	1.1	1%	0.31	8%	2.5	25%	0.98	23%	0.85	11%	70%+
2021Q1	1月	2.8	115%	1.72	91%	2.01	126%	0.6	110%	4.1	31%	1	100%	0.98	15%	预计200%+

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

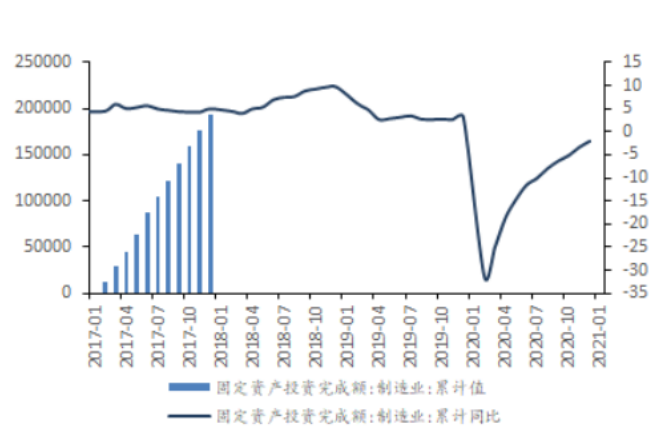
- 20 年疫情背景下进口替代开始加速, 21 年有望进一步加速。20 年全年由于海外疫情反复, 部分国内市场的外资工控厂商产品供应紧张, 内资企业的工程师红利和比较优势进一步凸显, 部分下游加速了工控零部件的国产化替代, 内资份额迅速提升, 在行业整体复苏的背景下, 外资增速区间在 10-30%左右, 内资增速基本在 50%以上, 据睿工业, 预计汇川 20 年变频份额接近 19%、超越 ABB 达第一, 伺服份额跻身前三。今年进口替代有望进一步加速。

图 3: 1 月制造业 PMI 51.3



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

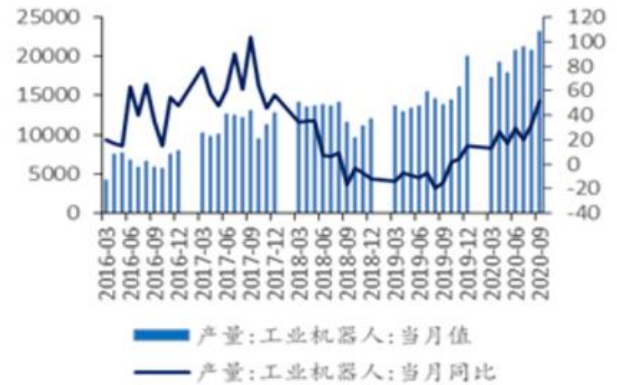
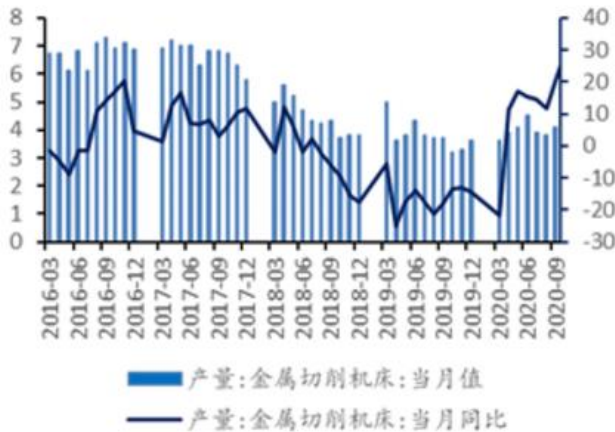
图 4: 12 月制造业固投累计同比-2.2%、收窄 1.3pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 12 月金属切削机床同比+32.4%

图 6: 12 月工业机器人产量增速 51.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

- “上顶下沉”全面抓机会，20 全年同比+65~75%，21 年预计延续 40~50% 的增长。预计全年汇川通用自动化业务收入同比+60~70%，其中 PLC 预计同比翻两番、伺服翻番，变频预计增长 40-50%，优势的先进制造电子 3C、锂电、光伏等高增、传统行业纺织、印包、电液、起重等复苏，叠加进口替代加速背景下，汇川“上顶下沉”战略驱动份额快速扩张。订单角度，Q4 维持 60-70% 同比高增长，1 月订单环比增长、同比大幅增长，Q1 增速有望超预期，全年预计伺服、PLC 预计增长 50% 以上、变频 30% 以上。

20 年乘用车装车大超预期、市占率跻身国内 TOP2，新能源汽车板块预计增长 60-70%、减亏幅度超预期，21 年收入有望大幅增长、利润继续大幅减亏、22 年盈利。

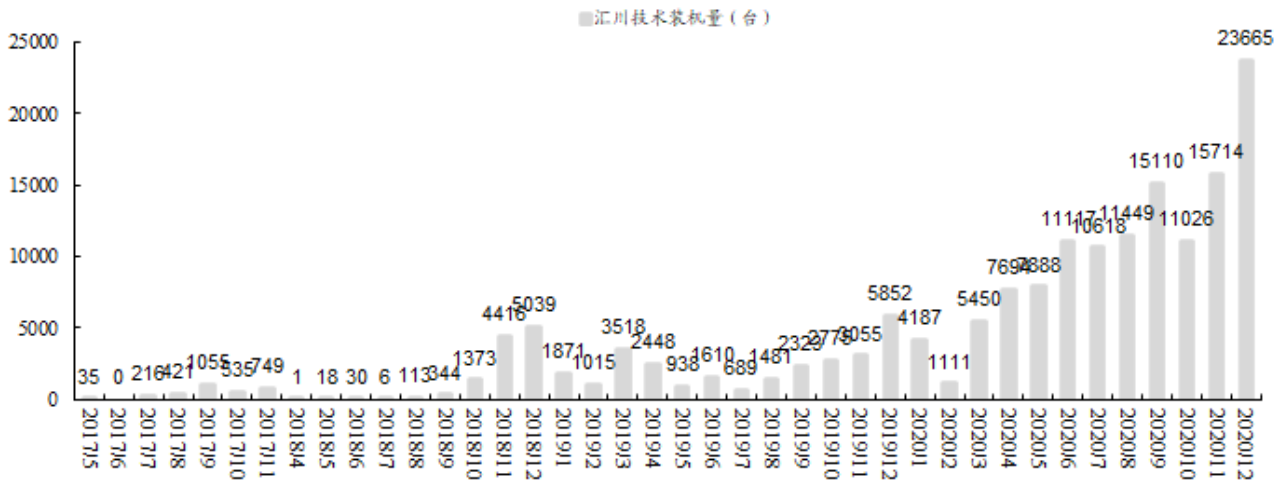
- 乘用车进入收获期，跻身国内 TOP2，客户梯队完备，预计 21 年继续快速增长，利润大幅减亏、22 年有望盈利。汇川新势力客户 20 年装机超预期，理想 ONE、小鹏 P7 放量，20 年乘用车装机 12.5 万套，同比+353%，全年（含商用车）装机 14.3 万套，市占率达到 10.6%（去年仅 3% 左右）。客户方面 20 年完成奇瑞、海外某一线车企等 TOP 客户订单，后续有望继续突破国内 A 点和海外车企；产品研发方面也快速推进，多合一产品预计今年开始批量，第四代总成产品进入详细设计阶段。
- 商用车方面，物流车高增长，客车目前有一定压力，专用车五菱、江铃、昌河等大客户放量，20 年继续突破 TOP 客户实现定点，针对重卡、环卫的新产品有望明年初批量交付，新一代微面总成产品有望明年批量投入市场；客车压力相对较大，大客户宇通 20 年销量 1.56 万辆，同比-27.8%，今年汇川对现有平台产品成本进行优化、毛利率有所提升。

表 3: 汇川技术 20 年乘用车电控装机 12.5 万台, 同比+353% (单位: 台)

	2018H1		2018H2		2019H1		2019H2		2020H1		2020H2		19H2	20H2 YoY
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比		
威马汽车	0	0.0%	5,620	49.8%	9,099	79.8%	8,835	54.6%	9,747	26.0%	15,602	17.8%	8,835	76.6%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3,750	23.2%	22,000	58.7%	48,968	55.9%	3,750	1205.8%
小鹏汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1,446	3.9%	16,519	18.9%	0	
广汽乘用车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	830	5.1%	160	0.4%	146	0.2%	830	
金康汽车	0	0.0%	629	5.6%	4	0.0%	535	3.3%	1,825	4.9%	1,336	1.5%	535	
其他厂商:	50	96.2%	2,704	23.9%	2,297	20.1%	2,215	13.7%	2,269	6.1%	4,883	5.6%	2,225	
合计	52	11,293	11,400	16,175	37,447	87,582	16175	441.5%						
新能源汽车合计	346,883	749,009	586,899	490,392	328,481	874,000								
市占率	0.0%	1.5%	1.9%	3.3%	11.4%	10.0%								

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

图 7: 汇川技术乘用车电控分月度装机情况



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

电梯全年稳增, 汇川+BST 加速融合, 21 年份额有望继续提升。20Q1 电梯产品受疫情影响交付放缓, Q2 恢复、Q3-Q4 增长继续提速, 全年汇川+BST 预计保持 10% 左右的增速。预计 BST 20 年并表收入 30 亿左右、利润 3 亿; 由于 19 年 7 月开始并表, 20 年仍有较大并表增量贡献。汇川收购 BST 后融合迅速, 有望加速汇川一体机在外资、跨国客户中的拓展。预计未来电梯业务仍将维持 10% 左右的稳健增速。

表 4: BST 收购时的业绩预测 (万元)

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	257,643.08	274,562.71	291,799.79	310,051.17	328,817.46
减: 营业成本	195,313.05	207,703.39	220,280.93	233,664.92	247,322.52
营业税金及附加	521.24	553.01	585.37	619.64	654.87
营业费用	8,698.28	9,244.69	9,801.45	10,385.36	10,998.97
管理费用	11,323.29	11,743.76	12,170.29	12,637.52	13,195.01
研发费用	14,274.18	14,913.09	15,548.78	16,203.31	16,900.34
财务费用	711.27	716.63	722.07	727.81	733.73
资产减值损失	105.95	214.19	218.2	231.05	237.56
营业利润	26,695.82	29,473.97	32,472.68	35,581.57	38,774.48
利润总额	26,695.82	29,473.97	32,472.68	35,581.57	38,774.48
减: 所得税	3,113.66	3,497.81	3,916.29	4,350.46	4,794.60
净利润	23,582.16	25,976.16	28,556.40	31,231.11	33,979.87
YOY		10.15%	9.93%	9.37%	8.80%
加: 利息费用*(1-T)	555.28	553.99	552.78	551.74	550.86
息前税后净利润	24,137.44	26,530.15	29,109.18	31,782.84	34,530.74
加: 折旧及摊销	2,425.25	2,527.33	2,462.42	2,339.10	2,644.01
减: 资本性投入	7,883.09	1,778.43	1,778.43	2,226.27	2,108.75
营运资金追加	1,203.73	3,324.40	3,382.49	3,586.95	3,674.09
自由现金流	17,475.87	23,954.65	26,410.68	28,308.72	31,391.91

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 预计公司 2020-22 年归母净利润分别 20.9 亿/29.3 亿/39.1 亿 (考虑资产减值及股权激励费用摊销), 同比+119%/+41%/+33%, 对应现价 PE 分别 70 倍、50 倍、38 倍。考虑到公司在工控行业的强经营 α 、以及机电控内资龙头地位确立, 给予目标价 119 元, 对应 21 年 70 倍 PE, “买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧等

汇川技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9511.8	13551.6	16726.7	20954.9	营业收入	7390.4	11509.3	15041.3	19727.0
现金	1751.9	800.0	840.0	882.0	减:营业成本	4608.1	7060.2	9111.9	12005.0
应收账款	2535.0	5675.8	7417.6	9728.4	营业税金及附加	46.1	71.8	93.8	123.0
存货	1709.7	2708.0	3370.2	4275.8	营业费用	626.9	794.1	977.7	1223.1
其他流动资产	3515.2	4367.8	5098.9	6068.8	管理费用	431.9	1698.8	2114.8	2694.7
非流动资产	5374.2	5464.7	5554.5	5697.0	财务费用	52.9	2.0	50.3	42.5
长期股权投资	804.6	804.6	804.6	804.6	加:投资净收益	76.3	70.0	77.0	84.7
固定资产	1643.2	1751.4	1858.8	2018.9	其他收益	-653.4	300.0	388.0	472.4
无形资产	528.4	510.7	493.1	475.5	营业利润	1047.3	2252.5	3157.8	4195.7
其他非流动资产	2398.0	2398.0	2398.0	2398.0	加:营业外净收支	8.5	10.2	12.2	14.6
资产总计	14886.0	19016.3	22281.2	26651.9	利润总额	1055.8	2262.7	3170.0	4210.4
流动负债	5267.9	8216.2	9826.4	11999.0	减:所得税费用	45.6	113.1	158.5	210.5
短期借款	1274.1	1481.7	1416.3	1281.0	少数股东损益	58.2	64.5	79.8	92.0
应付账款	2494.8	3868.6	4992.8	6578.1	归属母公司净利润	951.9	2085.0	2931.7	3907.9
其他流动负债	1499.0	2865.9	3417.2	4139.9	EBIT	1677.3	1884.5	2743.1	3681.1
非流动负债	681.7	681.7	681.7	681.7	EBITDA	1877.5	2060.6	2968.9	3955.8
长期借款	471.8	471.8	471.8	471.8	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	209.9	209.9	209.9	209.9	每股收益(元)	0.55	1.21	1.70	2.27
负债合计	5949.6	8897.9	10508.1	12680.7	每股净资产(元)	4.97	5.68	6.62	7.87
少数股东权益	318.5	353.8	396.1	444.8	发行在外股份(百万股)	1732.8	1719.7	1719.7	1719.7
归属母公司股东权益	8617.9	9764.6	11377.1	13526.4	ROIC(%)	22.8%	20.8%	25.9%	29.4%
负债和股东权益	14886.0	19016.3	22281.2	26651.9	ROE(%)	11.0%	21.4%	25.8%	28.9%
					毛利率(%)	37.6%	38.7%	39.4%	39.1%
					EBIT Margin(%)	22.7%	16.4%	18.2%	18.7%
					销售净利率(%)	12.9%	18.1%	19.5%	19.8%
					资产负债率(%)	40.0%	46.8%	47.2%	47.6%
					收入增长率(%)	25.8%	55.7%	30.7%	31.2%
					净利润增长率(%)	-18.4%	119.0%	40.6%	33.3%
					P/E	155.26	70.35	50.03	37.53
					P/B	17.15	15.02	12.89	10.84
					EV/EBITDA	81.89	76.04	53.32	40.57
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	1361.2	144.8	1852.3	2470.6					
投资活动现金流	-1307.1	-366.0	-427.6	-534.7					
筹资活动现金流	1052.8	-730.7	-1384.7	-1893.9					
现金净增加额	1103.1	-951.9	40.0	42.0					
折旧和摊销	200.2	176.1	225.8	274.6					
资本开支	-782.4	-366.0	-427.6	-534.7					
营运资本变动	274.0	-2291.6	-1459.5	-1878.3					
企业自由现金流	1358.7	-691.3	944.6	1358.7					

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>

