

公司研究/更新报告

2019年12月31日

机械设备/专用设备 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 7.63
合理价格区间(元): 7.78~8.95

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

关东奇来 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

黄波 执业证书编号: S0570519090003
研究员 0755-82493570
huangbo@htsc.com

时威 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

高端货架龙头，业务布局日趋完善

音飞储存(603066)

高端货架龙头，智能仓储与运营业务有望先后放量，成三足鼎立之势

公司是国内高端货架龙头，智能仓储有望快速发展，运营业务初具雏形，高端货架、智能仓储系统集成、运营服务有望形成三足鼎立之势。我们认为，随着募投项目逐步投产以跨过产能瓶颈，叠加公司扩渠道及控成本等举措，公司有望保持收入的稳定增长及市场竞争力的稳步提升。我们预计，公司2019~2021年的归母净利润分别为0.97亿元、1.17亿元和1.40亿元，EPS为0.32、0.39、0.47元，参考可比公司2020PE 20倍，给予公司2020年20~23倍PE，目标价为7.78~8.95元，给予“增持”评级。

智能仓储市场需求有望进一步释放，公司系统集成收入占比有望持续提高

我们认为，中国物流业的快速发展叠加制造业、商贸流通业外包需求的释放，智能仓储的战略地位将持续加强，据GGII预计2023年中国智能仓储市场规模将达1975亿元，18-23年复合增长率有望达到19.9%。2018年公司自动化立体库系统集成业务收入占比为50%，我们预计到21年有望提升至63%，此举或抬升公司货架产品增加值及单位货架产能的收入水平，减少原材料价格波动影响。

马鞍山基地或于20年上半年开始陆续落地，有望大幅提升公司货架产能

据公司公告19-027，15-18年公司每年产能利用率均超过95%。据公司公告18-065及19-044，公司计划于安徽马鞍山建设智能化储存设备生产线，项目总投资10亿元，达产后具有货架年产量15万吨的能力，提升约一倍的货架产能。随着产能大幅扩张，公司计划引进外部经销商拓展渠道以匹配足够的增量客户，项目达产后有望每年实现销售收入不低于10亿元。我们认为，扩产有望为公司智能仓储系统集成业务的增长带来产能保障，推动公司智能仓储业务持续做大。

自动化仓储运营服务雏形初具

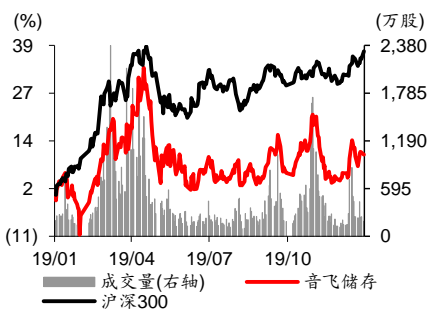
公司运营服务提供1)按流量计费的货主模式；2)自建物流中心轻重结合的地主模式，提供轻资产的仓储运营服务输出；3)提供基于数据采集分析的仓储自动化设备运维服务等。运营服务未来有望为公司带来相对更稳定的现金流，并拉动公司智能仓储集成业务的发展。

布局日趋完善，产品附加值持续提升，给予“增持”评级

随着新建产能自2020年逐步投产，公司有望跨过产能瓶颈，业务布局日趋完善。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为0.97亿元、1.17亿元和1.40亿元，同比增长4.7%、20.6%、19.9%，对应EPS分别为0.32、0.39、0.47元，PE 24x/20x/16x。考虑到公司是高精密货架的本土龙头，且自动化集成业务占比有望持续提升有望提升产品溢价能力，同时参考同类可比公司2020年PE估值均值20倍，给予音飞储存2020年20-23倍PE估值，目标价7.78~8.95元，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济增长低于预期，产能扩张慢于预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，订单确认节奏波动。

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(百万股) | 300.70 |
| 流通A股(百万股) | 300.70 |
| 52周内股价区间(元) | 6.23-9.28 |
| 总市值(百万元) | 2,294 |
| 总资产(百万元) | 1,378 |
| 每股净资产(元) | 3.27 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 598.91 | 689.41 | 732.36 | 844.19 | 977.81 |
| +/-% | 22.18 | 15.11 | 6.23 | 15.27 | 15.83 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 83.33 | 92.60 | 96.97 | 116.96 | 140.19 |
| +/-% | 1.84 | 11.12 | 4.72 | 20.61 | 19.86 |
| EPS(元,最新摊薄) | 0.28 | 0.31 | 0.32 | 0.39 | 0.47 |
| PE(倍) | 27.53 | 24.78 | 23.66 | 19.62 | 16.37 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司核心逻辑

音飞储存是国内高端货架行业的龙头企业，我们认为公司收入或将稳步增长，主要系以下三方面：

1) **智能仓储市场需求有望进一步释放。**据 GII，2018 年中国智能仓储市场规模 797.69 亿元，14-18 年复合增长率 18.81%，我们认为，中国物流业的快速发展叠加制造业、商贸流通业外包需求的释放，智能仓储的战略地位将持续加强，据 GII 预计 2023 年中国智能仓储市场规模将达 1975 亿元，18-23 年复合增长率有望达到 19.9%。公司已具备智能仓储系统集成能力，在这一背景下，2018 年公司自动化立体库系统集成业务收入占比为 50%，我们预计到 2021 年有望提升至 63%，此举或抬升公司货架产品增加值及单位货架产能的收入水平，减少原材料价格波动影响。

2) **公司新增产能或于 2020 年上半年开始陆续落地，有望大幅提升公司产能。**据公司公告 2019-027，15-18 年公司每年产能利用率均超过 95%。据公司公告 2018-065，公司计划于安徽马鞍山建设智能化储存设备生产线，项目总投资 10 亿元，达产后具有货架年产量 15 万吨的能力，提升约一倍的货架产能。据 2019 年半年报，公司项目已经开工建设，预计 2020 年 5 月开始试产，有望于 2021-2022 年达产。据公司公告 2019-044，公司计划于南京滨江开发区建设物流机器人及自动化仓储系统的制造中心，项目总投资 3 亿元，达产后具有年产 2000 台/套穿梭机器人生产能力，有望完善公司智能仓储设备产品线，提升竞争力。

3) **布局自动化仓储运营服务，有望为公司带来相对更稳定的现金流，并拉动公司智能仓储集成业务的发展。**运营服务瞄准电商、第三方物流企业、商贸业务等客户，服务内容包括：为客户提供库房设计、仓储拣选设备、输送分拣设备、运营管理服务和仓储管理软件等一整套方案。从提高设备系统的性能和优化客户流动资金的角度，为客户提供附加价值，解决客户初期投资高昂、运营效率低等痛点。

另外，随着产能大幅扩张，原来以直销模式为主的销售模式或较难匹配到足够的增量客户，公司或将引进外部经销商拓展渠道。同时，据公司公告 2019-062，公司拟设立供应链管理公司，以加强公司供应链管理，降低原材料采购成本，提高原材料周转率及资金利用率。我们认为，随着募投项目逐步投产，公司有望跨过产能瓶颈，叠加公司扩渠道及控成本等举措，公司有望保持收入的稳定增长及市场竞争力的稳步提升。我们预计，公司 2019~2021 年的 EPS 分别为 0.32、0.39、0.47 元，对应 PE 分别为 24、20、16 倍，参考可比公司 2020 年 PE 估值，给予公司 2020 年 20~22 倍估值水平，目标价格为 7.78~8.95 元/股，给予“增持”评级。

盈利预测与投资建议

关键假设

营业收入预测

由于公司的高精密货架业务和自动化立体库系统集成的主要产成品均为货架，且考虑公司披露口径所限（公司仅披露两项业务的合计货架销量），因此我们先预测该两项业务的合计收入并拆分。

主要假设：货架综合单价（元/吨） = 两项业务合计收入 / 货架销量（吨）

我们认为，货架综合单价与钢材热卷价格和集成/货架收入相关，主要系 1) 货架主要原材料为钢材，主要是卷带钢及其他钢材制品，且公司采用成本加成定价，即以原材料价格+制造费用+运输安装费用+管理利润的定价方式确定产品价格，因此钢材价格对货架综合单价影响较大，我们以热卷价格为锚；2) 自动化立体库系统集成由于其具有更高增加值，应具有更高的平均单价，因此集成业务在收入中的占比情况会影响整体综合单价。

我们以 2013-2018 年 6 年的“热卷价格同比”及“集成/货架收入占比”与“货架综合单价同比”分别进行相关性测试，得到“热卷价格同比”与“货架综合单价同比”的相关系数为 0.77，“集成/货架收入占比”与“货架综合单价同比”的相关系数为 0.63，均具有较强的相关性。因此我们用这两个因子与“货架综合单价同比”进行回归，得到三者之间的相关关系：

货架综合单价同比 = -0.03 + 0.14*热卷价格同比+0.04*集成/货架收入占比

华泰研究所钢铁研究小组对 2019-2021 年热卷价格的预测分别为 3812、3512、3312 元/吨，对应热卷价格同比增速为-7.52%、-7.87%及-5.69%。考虑到智能仓储市场有望维持较高速增长，且公司已具备智能仓储系统集成能力并在南京滨江开发区建设物流机器人及自动化仓储系统的制造中心，我们认为，公司集成/货架收入比例将有望不断提升，预计 2019-2021 年集成/货架收入比例将分别达到 1.3、1.5、1.7。据上述相关关系，我们计算得 2019-2021 年货架综合单价同比增速分别为 1.81%、2.61%、3.76%，对应货架综合单价分别为 8238、8453、8770 元/吨。

公司安徽马鞍山新增产能或于 2020 年上半年开始陆续落地，有望于 2021-2022 年达产，据 2018-065 公告，项目达产后，每年可实现销售收入预计不低于 10 亿元。考虑到公司的扩产节奏，我们预测 2019-2021 年货架销量增速分别为 3%、10%、10%，对应货架销量分别为 8.6、9.5、10.5 万吨。据此，我们计算得 2019-2021 年高精密货架及自动化立体库系统集成两项业务的合计收入分别为 7.12、8.04、9.18 亿元，根据我们预测的占比得到各业务 2019-2021 年收入。2019-2021 年高精密货架收入分别为 3.10、3.22、3.40 亿元，同比分别为-6.73%、3.84%、5.68%；2019-2021 年立体库自动化系统集成收入分别为 4.03、4.82、5.77 亿元，同比分别为 15.95%、19.82%、19.77%。

运营业务由于起步时间较短基数较小，2019-2021 年有望保持较高增速。目前在运营项目有货主模式、地主模式、货架售后自动化改造及软件升级等服务，均可实现较好盈利。结合调研我们预计 2019 年公司运营业务收入将达到 2000 万元，2020-2021 年增速分别为 100%、50%。

图表1：2019-2021年音飞储存收入预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 货架销量(吨) | 74,716.64 | 83,944.00 | 86,462.32 | 95,108.55 | 104,619.41 |
| 货架销量同比 | 12.33% | 12.35% | 3.00% | 10.00% | 10.00% |
| 货架综合单价(元) | 7,960.88 | 8,091.47 | 8,237.90 | 8,453.00 | 8,770.41 |
| 货架单价同比 | 9.08% | 1.64% | 1.81% | 2.61% | 3.76% |
| 热卷价格同比 | 38.56% | 8.41% | -7.52% | -7.87% | -5.69% |
| 集成/货架收入比例 | 0.55 | 1.05 | 1.30 | 1.50 | 1.70 |
| 货架及自动化整体收入(百万元) | 594.81 | 679.23 | 712.27 | 803.95 | 917.55 |
| 高精密货架(百万元) | 383.93 | 332.01 | 309.68 | 321.58 | 339.84 |
| 高精密货架收入—YoY | 2.55% | -13.52% | -6.73% | 3.84% | 5.68% |
| 自动化立体库系统集成(百万元) | 210.88 | 347.22 | 402.59 | 482.37 | 577.72 |
| 自动化立体库系统集成收入—YoY | 89.90% | 64.65% | 15.95% | 19.82% | 19.77% |
| 运营收入(百万元) | 1.17 | 3.82 | 20.00 | 40.00 | 60.00 |
| 运营收入—YoY | | 226.50% | 423.56% | 100.00% | 50.00% |

资料来源：华泰证券研究所

毛利率预测

高精密货架业务：由于公司采用成本加成定价，即以原材料价格+制造费用+运输安装费用+管理利润的定价方式确定产品价格，且据调研，公司通常在收到客户预付款之后立即购买钢材，即公司用以确定产品价格的钢价与实际公司材料成本变动较小，因此产品利润相对较为恒定，毛利率将随钢价反向变化。因此根据2019-2021年的钢价预测，同时考虑2018年基准毛利率32.72%，我们预测2019-2021年毛利率分别为33%、34%、35%。

自动化立体库系统集成业务：考虑到该业务相比货架业务具有相对更高的增加值，公司对下游具有一定的议价能力，毛利率波动率小于高精密货架业务。据公司公告2019-027《公司关于2018年年度报告的事后审核问询函的回复公告》，2018年相比2017年毛利率下滑4.07 pct主要系部分大项目考虑到扩大市场份额或与客户建立良好合作关系的需要，给予了客户一定的价格让步，剔除该部分之后毛利率为38.03%。我们考虑到与此类大客户建立合作关系后短期大幅提价可能性不大，如钢价按照我们的预测逐渐走低，我们预计2019-2021年公司毛利率分别为34%、35%、35.5%。

运营业务：由于该业务基数较小，毛利率波动较大，保守估计给予2019-2021年40%的毛利率。

图表2：2019-2021年分业务毛利率预测

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 热卷价格同比 | -14.54% | -7.49% | -11.14% | -30.69% | 20.50% | 38.56% | 8.41% | -7.52% | -7.87% | -5.69% |
| 高精密货架毛利率 | 30.33% | 33.27% | 32.32% | 35.49% | 37.71% | 32.52% | 32.72% | 33.00% | 34.00% | 35.00% |
| 自动化立体库系统集成毛利率 | 38.70% | 36.72% | 35.95% | 36.14% | 36.79% | 37.71% | 33.64% | 34.00% | 35.00% | 35.50% |
| 运营毛利率 | | | | | | 77.78% | 43.21% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

期间费用率

考虑到公司拟设立供应链管理公司及有望引进外部经销商拓展渠道等举措，同时考虑其与规模效应的冲抵，我们预计公司2019-2021年销售费用率将维持2018年水平，为12.70%。考虑到公司产能扩张后的规模效应，我们预计2019-2021年公司管理费用率将小幅微降，分别为3.65%、3.60%、3.55%。考虑到公司收入扩张，研发费用的增加或将小于收入的增加，研发费用率将逐步降低，预计2019-2021年研发费用率分别为4.1%、4.0%、3.9%。

图表3： 2019-2021年期间费用率预测

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率(%) | 12.33 | 12.69 | 12.74 | 12.70 | 12.70 | 12.70 |
| 管理费用率(%) | 8.99 | 3.70 | 3.67 | 3.65 | 3.60 | 3.55 |
| 研发费用率(%) | | 4.45 | 4.22 | 4.10 | 4.00 | 3.90 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所（注：由于披露口径所限，2016年管理费用率为包含研发费用的口径）

基于以上假设，我们预计音飞储存2019-2021年归母净利润分别为0.97亿元、1.17亿元和1.40亿元，同比增长4.7%，20.6%，19.9%，对应EPS分别为0.32、0.39、0.47元。

可比公司估值

考虑到公司是高精密货架的本土龙头，且自动化集成业务占比有望持续提升，产品附加值提升有望减小公司受原材料波动的影响，同时参考其它同类可比公司2020年PE估值均值20倍，给予音飞储存2020年20-23倍PE估值，目标价7.78-8.95元，给予“增持”评级。

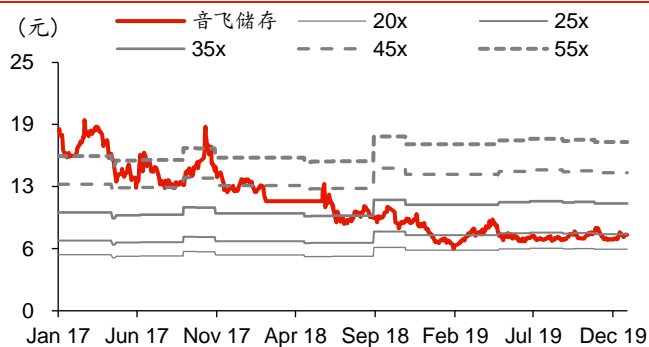
图表4： 可比公司估值情况（2019/12/30）

| 证券代码 | 公司名称 | 12月30日 收盘价(元) | EPS(元) | | | | P/E(倍) | | | |
|-----------|------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 300486.SZ | 东杰智能 | 20.33 | 0.35 | 0.67 | 0.67 | 0.67 | 56.80 | 29.67 | 29.67 | 29.67 |
| 300532.SZ | 今天国际 | 10.62 | 0.07 | 0.51 | 0.69 | 0.89 | 153.86 | 21.12 | 15.61 | 12.10 |
| 603611.SH | 诺力股份 | 16.50 | 0.7 | 0.91 | 1.14 | 1.45 | 23.77 | 18.29 | 14.60 | 11.48 |
| | 平均值 | 15.82 | 0.37 | 0.70 | 0.83 | 1.00 | 78.14 | 23.03 | 19.96 | 17.75 |

资料来源：朝阳永续一致预测，华泰证券研究所

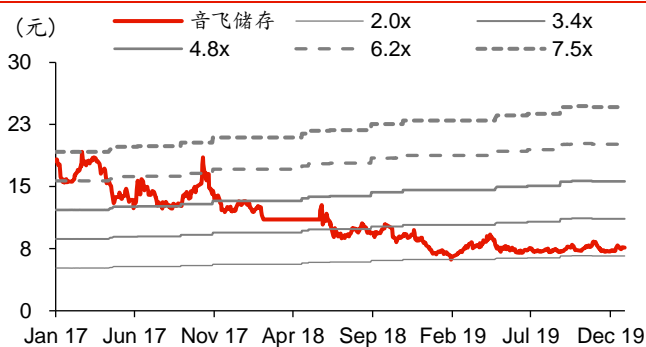
PE/PB - Bands

图表5： 音飞储存历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 音飞储存历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

宏观经济增长低于预期的风险

货架和系统集成的需求主要来自电商和工商业企业的物流中心固定资产投资，如果整体宏观经济增长低于预期，会影响下游企业的固定资产投资意愿，从而影响行业的整体需求，使公司产生业绩波动。

产能扩张慢于预期的风险

如公司产能扩张慢于预期，公司或存在无法承接增量业务的可能，从而影响公司收入规模的增长，产生业绩波动。

行业竞争加剧的风险

随着国外智能物流设备集成商不断进入国内市场以及国内厂商的不断发展成熟，国内智能物流设备市场竞争日趋激烈，或会导致产品价格降幅大于预期，从而影响公司的盈利能力，产生业绩波动。

原材料价格波动的风险

公司产品的原材料主要为钢材，据公司公告，直接材料占总成本比重超过 70%，钢材价格的大幅波动或会对公司对已签订销售合同项目的生产成本产生影响，从而影响公司的盈利能力。

订单确认节奏波动的风险

随着公司自动化系统集成业务的逐步扩大，公司存在部分 1000 万以上的大额自动化系统集成项目订单，该类订单合同项目金额较大，实施周期较长，如确认收入时点存在不确定性，或会造成公司收入波动，从而产生业绩波动。

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 969.13 | 1,027 | 1,181 | 1,235 | 1,304 |
| 现金 | 403.68 | 337.97 | 338.25 | 320.60 | 291.36 |
| 应收账款 | 211.82 | 236.19 | 258.47 | 294.05 | 338.35 |
| 其他应收账款 | 3.80 | 5.36 | 5.76 | 7.35 | 8.11 |
| 预付账款 | 36.97 | 8.53 | 9.70 | 10.70 | 12.37 |
| 存货 | 196.94 | 280.09 | 281.41 | 314.75 | 365.26 |
| 其他流动资产 | 115.92 | 158.71 | 286.97 | 287.88 | 288.97 |
| 非流动资产 | 209.30 | 247.60 | 263.49 | 357.89 | 467.47 |
| 长期投资 | 16.56 | 17.85 | 16.44 | 16.44 | 16.44 |
| 固定投资 | 100.93 | 93.60 | 152.27 | 254.18 | 368.18 |
| 无形资产 | 22.82 | 22.44 | 67.63 | 66.63 | 65.63 |
| 其他非流动资产 | 68.99 | 113.71 | 27.16 | 20.64 | 17.23 |
| 资产总计 | 1,178 | 1,274 | 1,444 | 1,593 | 1,772 |
| 流动负债 | 289.47 | 319.91 | 402.70 | 453.23 | 514.71 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 101.93 | 127.86 | 145.56 | 160.47 | 185.45 |
| 其他流动负债 | 187.55 | 192.05 | 257.14 | 292.76 | 329.26 |
| 非流动负债 | 15.26 | 10.13 | 9.18 | 9.41 | 9.96 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 15.26 | 10.13 | 9.18 | 9.41 | 9.96 |
| 负债合计 | 304.74 | 330.04 | 411.88 | 462.65 | 524.67 |
| 少数股东权益 | 3.59 | 3.69 | 3.40 | 3.03 | 2.50 |
| 股本 | 302.34 | 302.34 | 300.70 | 300.70 | 300.70 |
| 资本公积 | 195.15 | 190.06 | 190.06 | 190.06 | 190.06 |
| 留存公积 | 384.12 | 459.79 | 538.02 | 636.77 | 753.94 |
| 归属母公司股东权益 | 870.10 | 940.72 | 1,029 | 1,128 | 1,245 |
| 负债和股东权益 | 1,178 | 1,274 | 1,444 | 1,593 | 1,772 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 42.71 | 50.78 | 76.22 | 106.26 | 129.96 |
| 净利润 | 83.03 | 91.72 | 96.68 | 116.60 | 139.65 |
| 折旧摊销 | 11.51 | 12.58 | 15.07 | 25.60 | 40.42 |
| 财务费用 | 2.97 | (3.70) | (6.76) | (6.59) | (6.12) |
| 投资损失 | (31.84) | (14.87) | (8.00) | (8.00) | (8.00) |
| 营运资金变动 | (27.21) | (37.70) | (71.63) | (25.99) | (41.58) |
| 其他经营现金 | 4.26 | 2.74 | 50.87 | 4.64 | 5.59 |
| 投资活动现金 | 198.66 | (104.42) | (73.62) | (112.30) | (142.30) |
| 资本支出 | 8.09 | 60.16 | 60.00 | 120.00 | 150.00 |
| 长期投资 | (174.52) | 59.96 | (24.57) | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 32.24 | 15.70 | (38.19) | 7.70 | 7.70 |
| 筹资活动现金 | (17.11) | (15.61) | (2.32) | (11.62) | (16.90) |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 201.63 | 0.00 | (1.64) | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (194.38) | (5.09) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (24.36) | (10.52) | (0.68) | (11.62) | (16.90) |
| 现金净增加额 | 220.80 | (65.79) | 0.28 | (17.66) | (29.24) |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 598.91 | 689.41 | 732.36 | 844.19 | 977.81 |
| 营业成本 | 404.16 | 463.84 | 485.19 | 549.78 | 629.52 |
| 营业税金及附加 | 4.62 | 5.44 | 5.72 | 6.60 | 7.65 |
| 营业费用 | 75.99 | 87.81 | 93.01 | 107.21 | 124.18 |
| 管理费用 | 22.24 | 25.30 | 26.73 | 30.39 | 34.71 |
| 财务费用 | 2.97 | (3.70) | (6.76) | (6.59) | (6.12) |
| 资产减值损失 | 3.63 | 3.61 | 3.62 | 3.00 | 3.21 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 31.84 | 14.87 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 营业利润 | 97.99 | 102.89 | 111.12 | 134.02 | 160.52 |
| 营业外收入 | 0.01 | 1.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.90 | 0.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 97.10 | 103.97 | 111.12 | 134.02 | 160.52 |
| 所得税 | 14.07 | 12.25 | 14.45 | 17.42 | 20.87 |
| 净利润 | 83.03 | 91.72 | 96.68 | 116.60 | 139.65 |
| 少数股东损益 | (0.31) | (0.88) | (0.29) | (0.36) | (0.54) |
| 归属母公司净利润 | 83.33 | 92.60 | 96.97 | 116.96 | 140.19 |
| EBITDA | 112.47 | 111.77 | 119.43 | 153.04 | 194.81 |
| EPS (亿元, 基本) | 0.28 | 0.31 | 0.32 | 0.39 | 0.47 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 22.18 | 15.11 | 6.23 | 15.27 | 15.83 |
| 营业利润 | 4.55 | 5.00 | 8.00 | 20.61 | 19.77 |
| 归属母公司净利润 | 1.84 | 11.12 | 4.72 | 20.61 | 19.86 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 32.52 | 32.72 | 33.75 | 34.87 | 35.62 |
| 净利率 | 13.91 | 13.43 | 13.24 | 13.85 | 14.34 |
| ROE | 9.58 | 9.84 | 9.43 | 10.37 | 11.26 |
| ROIC | 20.73 | 17.13 | 13.52 | 14.08 | 14.39 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 25.86 | 25.90 | 28.52 | 29.04 | 29.61 |
| 净负债比率 (%) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 3.35 | 3.21 | 2.93 | 2.73 | 2.53 |
| 速动比率 | 2.67 | 2.33 | 2.23 | 2.03 | 1.82 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.55 | 0.56 | 0.54 | 0.56 | 0.58 |
| 应收账款周转率 | 3.00 | 2.77 | 2.67 | 2.75 | 2.79 |
| 应付账款周转率 | 4.55 | 4.04 | 3.55 | 3.59 | 3.64 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.28 | 0.31 | 0.32 | 0.39 | 0.47 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.14 | 0.17 | 0.25 | 0.35 | 0.43 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.89 | 3.13 | 3.42 | 3.75 | 4.14 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 27.53 | 24.78 | 23.66 | 19.62 | 16.37 |
| PB (倍) | 2.64 | 2.44 | 2.23 | 2.03 | 1.84 |
| EV_EBITDA (倍) | 16.57 | 16.68 | 15.61 | 12.18 | 9.57 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com