

2019年07月19日

永艺股份 (603600.SH)

动态分析

盈利能力持续改善，Q2 归母净利润预计高增长

投资要点

事件：公司发布 2019 年半年度业绩预告，2019 年上半年实现归母净利润约 0.86-0.95 亿元，同比增长约 80%-100%；扣非后归母净利润约 0.66-0.76 亿元，同比增长 110.9%-142.6%。其中，Q2 单季度实现归母净利润约 0.47-0.57 亿元，同比增长约 119%-163%；扣非后归母净利润约为 0.34-0.44 亿元，同比增长 75%-126%。

◆ **业绩预计高增长，盈利能力持续改善。**2019Q1 单季度归母净利润同比增长 48.01%；Q2 单季度归母净利润预计高增长，归母净利润同比增长约 118.64%-162.81%，增速提升，主要是研发创新以及部分主要原材料价格持续下降等、供应链优化整合、增效降本等措施以及人民币贬值以及减税降费政策落实带来的影响。

◆ **以研发创新驱动业绩增长，原材料价格下降有利于盈利水平进一步提高。**公司注重研发投入，2018 年全年研发费用为 1.00 亿元，占营业收入比重达 4.02%，成功研制出环保减压办公椅、轻松健康办公椅、BAT 网椅系列化产品等多项新产品，申请专利 142 项，获得发明专利 9 项、实用新型专利 22 项、外观专利 60 项，在发明专利 8 项，专利技术和新产品的不断输出，驱动业绩高增长，2018、2019Q1 营收同比增长 30.99%、8.61%，归母净利润分别同比增长 3.71%、48.01%。原材料方面，公司主要原材料铁件、海绵合计采购成本占公司原材料采购成本约为 35% 左右，钢铁类大宗商品经过 2018 年底的价格下移后 19 年以来平稳波动，TDI 价格持续下移，有利于公司盈利水平的进一步提升。

◆ **落实 KAM 大客户营销，国内外市场齐头并进。**2018 年公司境外、境内销售占比 76.15%、23.85%，境外市场销售占比较高，人民币贬值有助于公司外销收入上升。公司境外市场主要是北美、欧洲和亚洲等市场，现有大客户主要为宜家家居、Staples、Office Depot 等；同时，公司不断开拓新客户，2018 年新增 OFS、NEW LIFE OFFICE 等客户，提升增量市场；2018 年公司启动跨境电商业务，进一步拓宽外销渠道。境内继续深耕大东傲胜等国内大客户，线上与天猫、京东、网易严选、淘宝心选、必要、傲基等平台继续加深合作；线下以热点区域城市和省会城市为重点，着力发展经销商。通过线上线下相结合方式，2018 年境内销售收入同比增长 33.01%，增速较前几年有所提升。

◆ **产能有序扩充，越南生产基地稳步推进。**2016 年非公开发行股票建设年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目与年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目，一期工程项目于 2019 年 5 月、7 月份分批投入使用。2016 年、2017 年以自筹资金投资年产 30 万套中高档家具(沙发)生产线技术改造项目以及年产 20 万套办公生产线技术改造项目，截至 2018 年底已建设完成并投产。2018 年以 950 万美元投资建设越南生产基地，2019 年初已实现正常生产和销售；2019 年 7 月永艺罗马尼亚家具有限公司注册成立，积极推进罗马尼亚生产基地建设。越南以及罗马尼亚生产基地有利于公司就近主要市场布局产能，有效规避贸易摩擦风险。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 0.56、0.76 和 1.01 元，净资产收益率分别为 13.2%、16.5%和 19.8%，公司是国内椅业龙头，实行大客户

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

增持-A(首次)

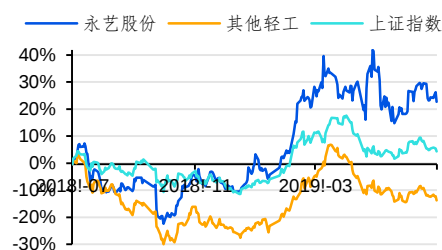
股价(2019-07-18)

9.39 元

交易数据

总市值(百万元)	2,842.24
流通市值(百万元)	2,827.09
总股本(百万股)	302.69
流通股本(百万股)	301.08
12 个月价格区间	5.97/11.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.15	6.41	15.78
绝对收益	3.53	-4.32	19.87

分析师

叶中正

 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsc.cn
 0755-83224377

报告联系人

杨维维

 yangweiwei@huajinsc.cn
 0755-83231652

相关报告

营销策略，以研发驱动业绩增长，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**国际贸易摩擦带来的风险；越南生产基地投产不及预期风险；行业竞争加剧风险；主要原材料价格上涨风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,840.6	2,411.1	3,121.8	3,974.5	4,930.8
同比增长(%)	31.3%	31.0%	29.5%	27.3%	24.1%
营业利润(百万元)	113.2	117.5	188.8	261.2	347.1
同比增长(%)	-9.8%	3.8%	60.6%	38.4%	32.9%
净利润(百万元)	100.2	103.9	168.8	230.3	305.9
同比增长(%)	-16.7%	3.7%	62.5%	36.4%	32.9%
每股收益(元)	0.33	0.34	0.56	0.76	1.01
PE	30.9	29.8	18.3	13.4	10.1
PB	4.6	2.6	2.4	2.2	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、业绩点评：Q2 归母净利润预计高增长，盈利能力持续改善	4
二、国内外市场齐头并进，越南生产基地稳步推进	7
（一）办公椅、沙发和按摩椅椅身业绩增长主要因素，休闲椅销售高增长	7
（二）大客户营销，国内外市场齐头并进	8
（三）产能有序扩充，越南生产基地稳步推进	9
三、盈利预测与估值	10
（一）盈利预测	10
（二）可比公司估值	10
四、风险提示	10

图表目录

图 1：营业收入及同比增长	4
图 2：归母净利润及同比增长	4
图 3：分季度营业收入及同比增长	4
图 4：分季度归母净利润及同比增长	4
图 5：毛利率及净利率	5
图 6：分季度毛利率及净利率	5
图 7：主要费用率	6
图 8：分季度期间费用率	6
图 9：研发费用	6
图 10：应收账款（单位：万元）	6
图 11：存货（单位：万元）	6
图 12：应收账款及存货周转天数	7
图 13：经营性现金流净额（单位：万元）	7
图 14：营业收入结构（单位：万元）	8
图 15：主要业务毛利率	8
图 16：主要原材料价格走势	8
图 17：人民币汇率走势	8
图 18：公司业务结构按区域划分（单位：万元）	9
图 19：主要区域毛利率变动	9
表 1：产能有序扩充	9
表 2：可比公司估值	10

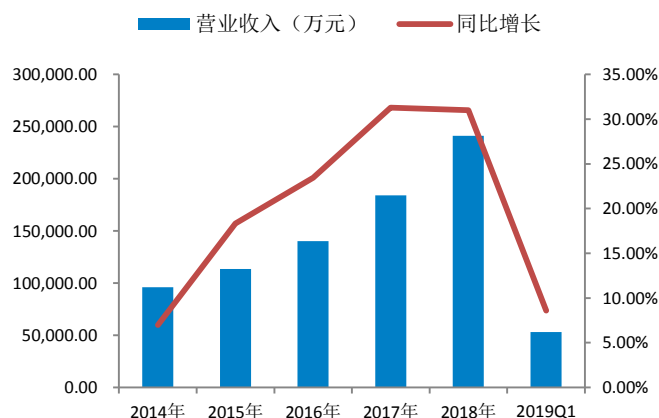
一、业绩点评：Q2 归母净利润预计高增长，盈利能力持续改善

公司是国内首家在 A 股上市的座椅企业，始终秉承“永而致新，艺臻完美”的企业精神，以“融合科技与艺术，让生活更舒适更健康”为使命，努力成为全球最受欢迎的座椅企业。主要产品包括办公椅、培训椅、按摩椅椅身、休闲椅、儿童椅、沙发及功能座椅配件等。

2018 年以研发创新驱动业绩成长，持续推进大客户营销策略，产能有序扩充，全年销售收入 24.11 亿元，同比增长 30.99%；实现归属上市公司股东净利润为 1.04 亿元，同比增长 3.71%，净利润增速不及营收增速，主要由于公司主要原材料价格上涨所致。

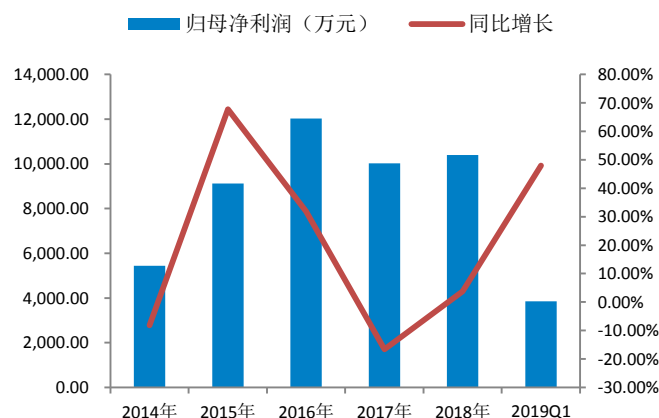
2019Q1 实现营业收入 5.31 亿元，同比增长 8.61%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 48.01%，一季度营收增速下滑或受中美贸易战影响，大客户去年四季度提前进行采购；净利润增速明显提升，主要是与原材料价格有所回落、新产品推出、产品调价等多措并举实施降本增效等因素有关。2019Q2 利润端持续高增长，Q2 单季度预计实现归母净利润约 0.47-0.57 亿元，同比增长约 118%-163%，增速提升。

图 1：营业收入及同比增长



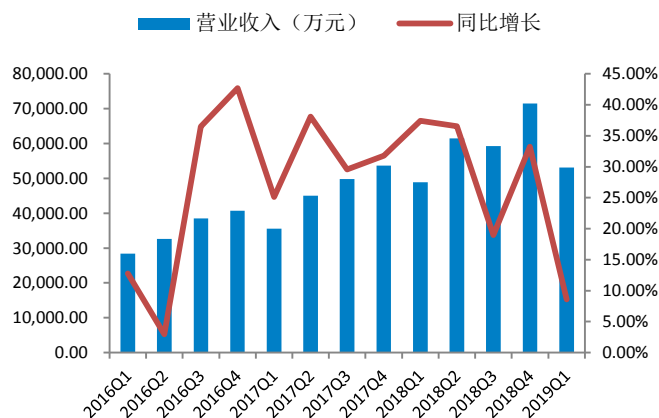
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：归母净利润及同比增长



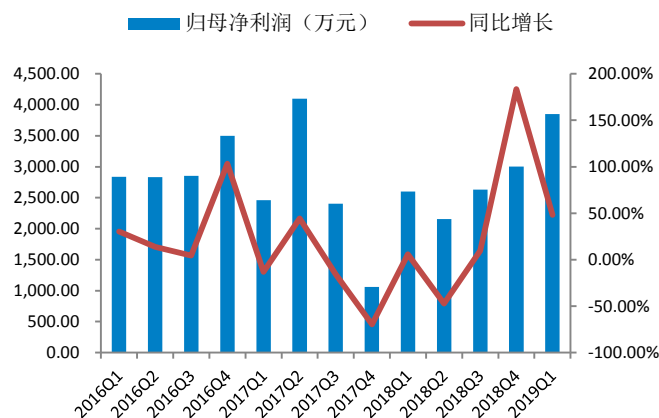
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：分季度营业收入及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：分季度归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

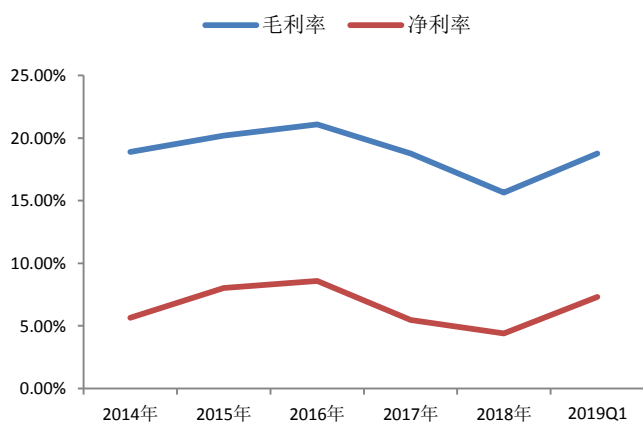
2018 年整体毛利率为 15.64%，同比下降了 3.12pct；2018 年度公司整体净利率为 4.39%，同比下降了 1.09pct。分季度来看，公司 2018Q1-Q4 单季度毛利率分别为 13.43%、15.36%、

16.41%、16.75%，同比变动分别为-6.98pct、-5.49pct、-3.34pct、1.76pct；净利率分别为 5.34%、3.67%、4.51%、4.25%，同比变动分别为-1.53pct、-5.48pct、-0.45pct、2.29pct。2019Q1 毛利率为 18.76%，同比上升了 5.33pct；净利率为 7.32 pct，同比上升了 1.98 pct。2018 年毛利率、净利率下滑，主要由于原材料价格处于高位，公司与客户议价周期需 6-8 个月，未能及时将成本压力进行传导；分季度看，随着主要原材料价格上升风险逐渐被消化，公司跟客户进行相关产品调价以及推出新品，毛利率、净利率从 2018Q2 开始逐渐好转，2019Q1 毛利率、净利率已经达到 2016 年、2017 年水平。

期间费用方面，2018 年期间费用率达 11.23%，同比下降了 1.11pct；其中，销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 3.86%、7.83%、-0.46%，同比分别变动了 0.39pct、-0.41pct、-1.09pct。2019Q1 单季度期间费用率为 11.96%，同比上升了 1.55 pct；其中，销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 4.12%、7.55%、0.29%，同比分别变动了 0.39pct、1.30pct、-0.96pct。

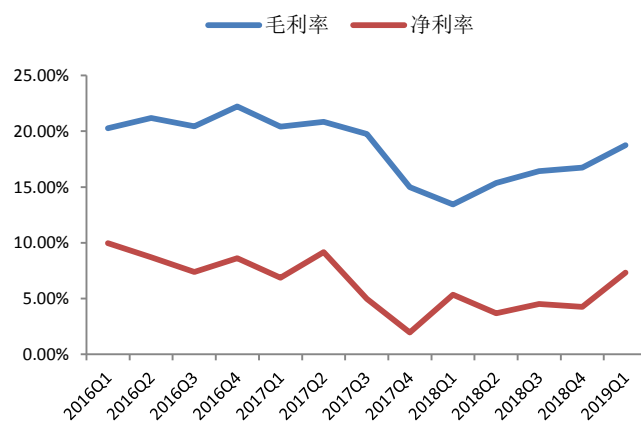
公司注重研发投入，坚持每年投入销售收入的 3%以上用于研发创新，有效提升公司技术壁垒，2018 年全年研发费用为 1.00 亿元，同比增长 51.20%，占营业收入的 4.15%。2018 年公司成功研制出环保减压办公椅、轻松健康办公椅、BAT 网椅系列化产品等新产品，申请专利 142 项，获得发明专利 9 项、实用新型专利 22 项、外观专利 60 项，在审发明专利 8 项（其中国外发明专利 1 项），专利技术和新产品的不断输出，驱动业绩高增长。

图 5：毛利率及净利率



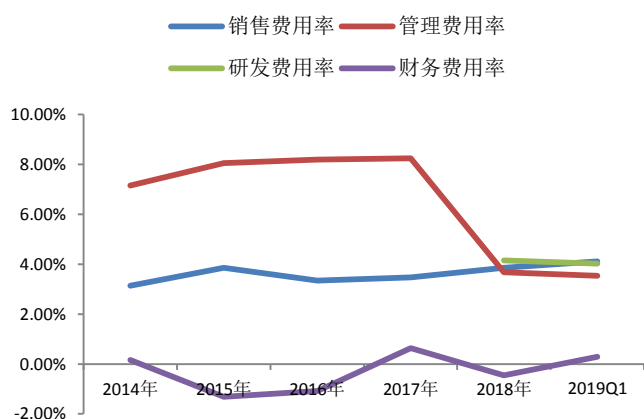
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：分季度毛利率及净利率



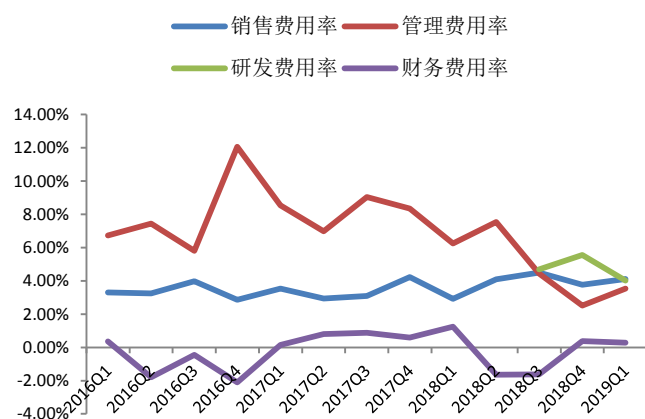
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：主要费用率



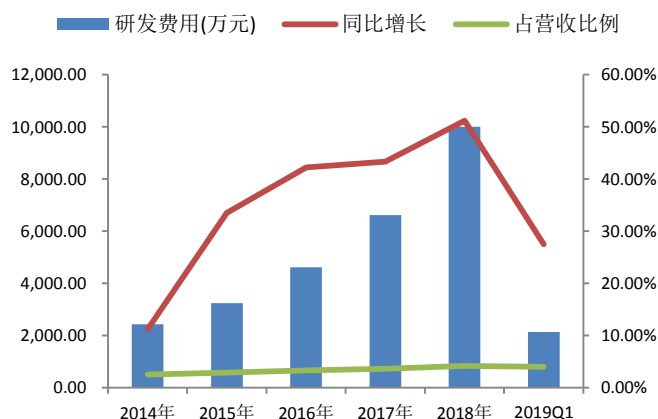
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：分季度期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：研发费用



资料来源：Wind，华金证券研究所

受客户提前采购影响，公司 2018 年应收账款大幅增长，2018 年底公司应收账款达 3.72 亿元，同比增长 67.99%；应收账款周转天数提升至 44.29 天，同比增加了 4.24 天。2019Q1 由于销售货款收回，应收账款有所下降，增速也回落到 2017 年水平。公司 2018 年底存货达 2.57 亿元，同比增长 9.07%；存货周转天数为 43.58，同比下降了 0.85 天。公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 0.62 亿元，同比下降了 26.73%。整体经营较为稳健。

图 10：应收账款（单位：万元）

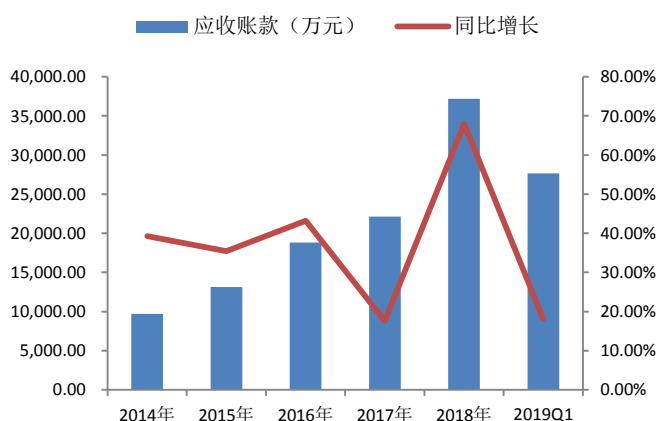
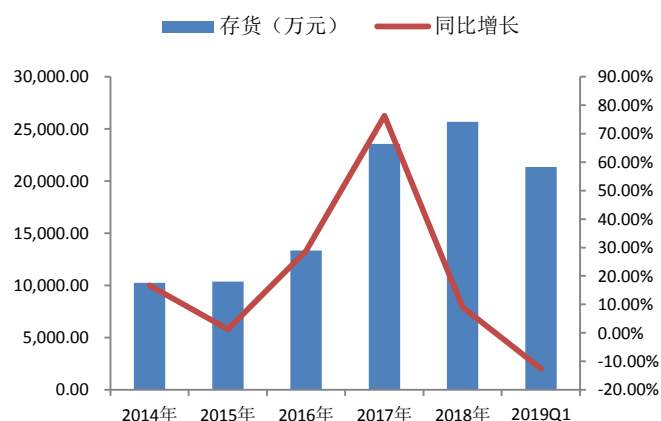
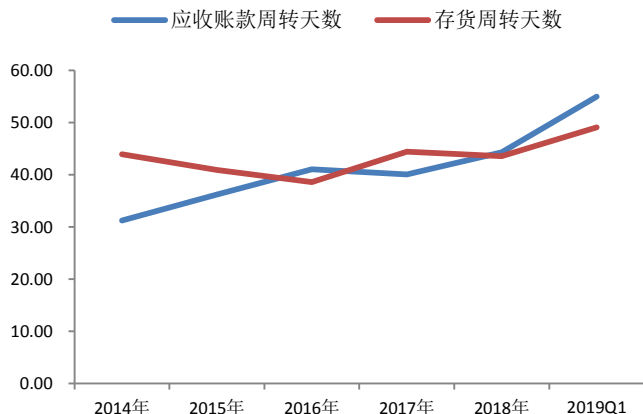


图 11：存货（单位：万元）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

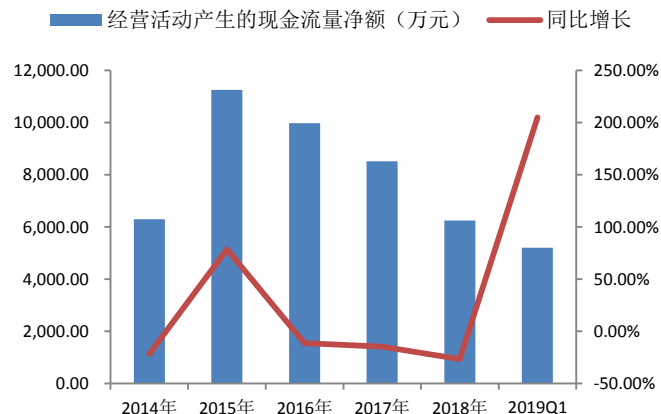
图 12: 应收账款及存货周转天数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 经营性现金流净额 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

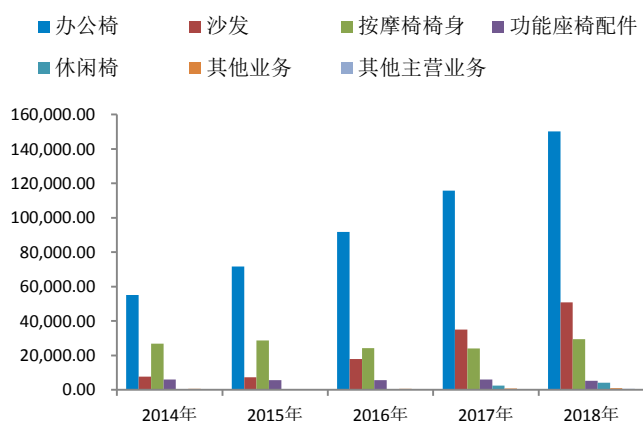
二、国内外市场齐头并进，越南生产基地稳步推进

(一) 办公椅、沙发和按摩椅椅身业绩增长主要因素，休闲椅销售高增长

公司主要产品包括办公椅、培训椅、按摩椅椅身、休闲椅、儿童椅、沙发及功能座椅配件等，从 2018 年年报来看，办公椅、沙发和按摩椅椅身销售收入是支持公司经营业绩增长的主要因素。2018 年办公椅、沙发、按摩椅椅身分别实现销售收入 15.02、5.08、2.93 亿元，同比分别增长 29.86%、45.52%、21.87%，分别占销售收入比例为 62.30%、21.07%、12.16%。休闲椅 2018 年实现销售收入 0.41 亿元，基数相对较低，2018 年实现 67.83% 的增长。

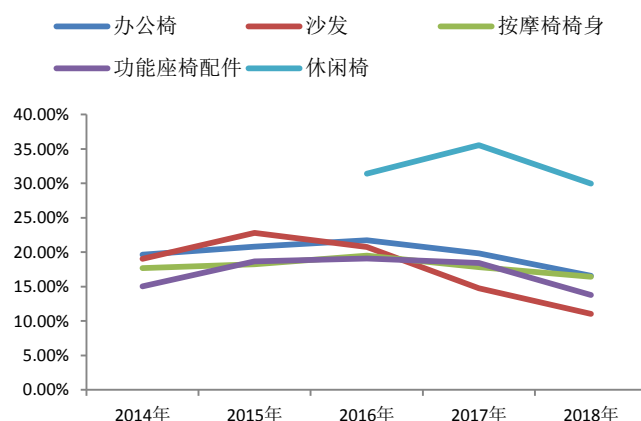
从毛利率方面来看，主要产品毛利率在 2018 年均有所下滑，办公椅、沙发、按摩椅椅身、功能座椅配件、休闲椅毛利率分别为 16.55%、11.02%、16.42%、13.76%、29.97%，分别同比下降了 3.28pct、3.74 pct、1.39 pct、4.65 pct、5.60 pct，这主要是由于主要原材料价格处于高位运行所致。2019 年以来随着公司铁件、海绵等主要原材料价格的下降、公司与下游客户调价转移成本压力、公司降本增效等措施，毛利率或有所提升。

图 14：营业收入结构（单位：万元）



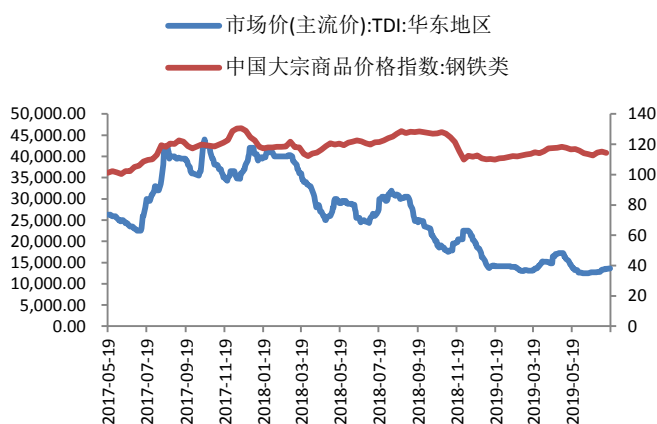
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：主要业务毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：主要原材料价格走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：人民币汇率走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）大客户营销，国内外市场齐头并进

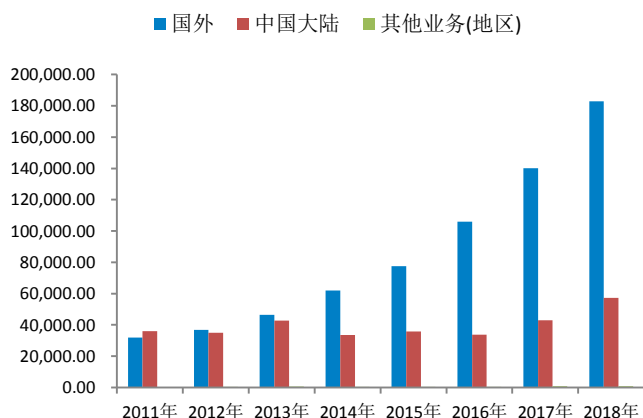
公司不断完善市场布局，在进一步巩固外销优势的基础上，着力加强国内市场开拓，逐渐形成国内国外两个市场齐头并进的发展格局。2018 年公司产品境外销售占比 76.15%，境内销售占比 23.85%。

由于北美、欧洲、日本等发达国家人均收入高、消费意识强、产品更新快，是办公椅产品消费的主要区域，因此，公司境外市场主要是北美、欧洲和亚洲等市场，市场遍及 70 多个国家和地区。在境外公司着力落实 KAM 大客户营销体系，主要客户为境外大型办公家具零售商、进口商、制造商及系统集成商。公司持续深耕现有大客户，不断提升在宜家家居、Staples、Office Depot 等知名大客户中的渗透率。其次，在维护好原有客户的基础上，公司不断开拓新客户，2018 年开拓的新客户包括美国 OFS、NEW LIFE OFFICE、Homelegance、Barcalounger、SAFCO PRODUCTS COMPANY；德国@office GmbH & Co. KG、Ergotopia GMBH；法国 Medtrade；孟加拉 DEEN GROUP；南非 PREFRON CC；阿联酋 DAQIAN TRADING FZCO、HOMES R US；新加坡 EVANTEK PTE LTD、SOMMEIL TERRE PTE LTD；澳大利亚 SUPREME 等。公司 2018 年启动跨境电商业务，进一步拓宽了海外市场的销售渠道。2018 年公司境外销售收入 18.29 亿

元,同比增长 30.47%,增速基本维持在 30%左右;从毛利率来,2018 年境外毛利率为 14.82%,同比下滑了 2.89%。

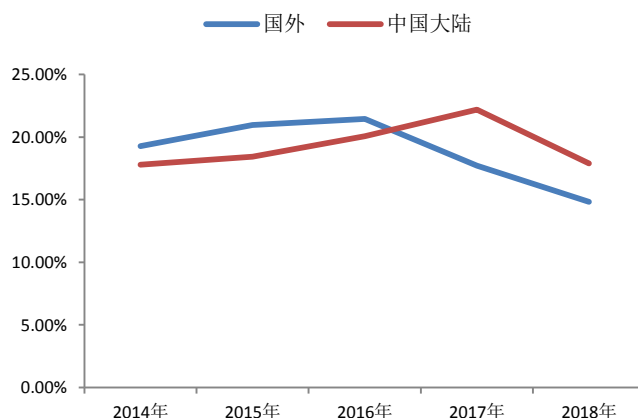
境内销售,继续深耕大东傲胜等国内大客户,线上公司与天猫、京东、网易严选、淘宝心选、必要、傲基等平台继续加深合作;线下以热点区域城市和省会城市为重点,着力发展经销商。通过线上线下相结合方式,大力建设自主品牌、拓展销售渠道。2018 年公司境内销售收入 5.73 亿元,同比增长 33.01%,增速较前几年有所提升;从毛利率来,2018 年境内市场毛利率为 17.90%,同比下滑了 4.29%。

图 18: 公司业务结构按区域划分 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 主要区域毛利率变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 产能有序扩充, 越南生产基地稳步推进

公司上市后, 积极推进产能建设, 2016 年公司发行非公开发行股票建设“年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目”与“年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目”, 一期工程项目于 2019 年 5 月、7 月份分批投入使用。公司也通过自筹资金的方式分别于 2016 年、2017 年开展年产 30 万套中高档家具(沙发)生产线技术改造项目以及年产 20 万套办公生产线技术改造项目, 截至 2018 年底, 该两项目已建设完成并投产。

2018 年公司开始稳步推进海外生产基地建设, 2018 年 11 月以 950 万美元投资建设越南生产基地, 2019 年初越南生产基地已实现正常生产和销售。2019 年公司积极推进罗马尼亚生产基地建设, 7 月永艺罗马尼亚家具有限公司注册成立, 深度开拓欧洲及其他海外市场。越南及罗马尼亚等海外生产基地就近主要市场布局产能, 有助于公司进一步开拓欧洲及其他海外市场, 一定程度上规避国际贸易摩擦带来的风险。

表 1: 产能有序扩充

时间	资金来源	具体项目	目前进展
2015 年	募投资金（IPO）	新增年产 110 万套办公椅技术改造项目	2016 年底完工
2016 年	募集资金（非公开发行）、自筹	年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目	2018 年底工程进度 35.2%
		年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目	2018 年底工程进度 32%
		自筹	年产 30 万套中高档家具(沙发)生产线技术改造项目
2017 年	自筹	年产 20 万套办公生产线技术改造项目	2018 年底完工

2018 年	自筹	越南生产基地建设	已实现正常生产和销售
2019 年	自筹	罗马尼亚生产基地	永艺罗马尼亚成立

资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、盈利预测与估值

（一）盈利预测

我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 31.22、39.75、49.31 亿元，净利润分别为 1.69、2.30、3.06 亿元，公司是国内椅业行业龙头，实行大客户营销策略，以研发驱动业绩增长，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

（二）可比公司估值

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
603816.SH	顾家家居	30.12	181.36	18.33	14.83	12.20	2.36	2.03	2.47
600337.SH	美克家居	3.90	69.07	15.31	12.49	10.37	0.25	0.31	0.38
000910.SZ	大亚圣象	10.25	56.78	7.83	6.96	6.35	1.31	1.47	1.62
603313.SH	梦百合	17.20	55.07	29.59	15.89	11.84	0.78	1.08	1.45
	平均值			17.77	12.54	10.19	1.18	1.22	1.48
603600.SH	永艺股份	9.39	28.42	27.62	16.77	12.36	0.34	0.56	0.76

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据截止 2019 年 7 月 18 日

四、风险提示

- （1）国际贸易摩擦带来的风险；
- （2）越南生产基地投产不及预期风险；
- （3）行业竞争加剧风险；
- （3）主要原材料价格上涨风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,840.6	2,411.1	3,121.8	3,974.5	4,930.8	年增长率					
减:营业成本	1,495.3	2,034.0	2,567.1	3,275.5	4,061.2	营业收入增长率	31.3%	31.0%	29.5%	27.3%	24.1%
营业税费	14.6	12.7	23.4	27.4	32.3	营业利润增长率	-9.8%	3.8%	60.6%	38.4%	32.9%
销售费用	63.9	93.0	120.2	153.0	189.8	净利润增长率	-16.7%	3.7%	62.5%	36.4%	32.9%
管理费用	151.6	88.6	225.2	261.2	303.8	EBITDA 增长率	10.2%	52.6%	3.1%	40.9%	29.9%
财务费用	11.5	-11.0	-5.9	-4.3	-4.4	EBIT 增长率	5.4%	58.2%	-0.6%	40.5%	33.4%
资产减值损失	1.2	10.3	5.2	5.6	7.0	NOPLAT 增长率	17.0%	-11.9%	66.3%	42.0%	33.9%
加:公允价值变动收益	-	0.5	-	-	-	投资资本增长率	-6.9%	82.4%	2.5%	14.6%	1.0%
投资和汇兑收益	2.2	11.1	2.2	5.2	6.1	净资产增长率	7.1%	75.5%	8.7%	9.5%	10.8%
营业利润	113.2	117.5	188.8	261.2	347.1	盈利能力					
加:营业外净收支	2.5	0.1	6.6	3.1	3.3	毛利率	18.8%	15.6%	17.8%	17.6%	17.6%
利润总额	115.7	117.6	195.4	264.3	350.4	营业利润率	6.2%	4.9%	6.0%	6.6%	7.0%
减:所得税	14.9	11.8	25.2	31.5	40.7	净利润率	5.4%	4.3%	5.4%	5.8%	6.2%
净利润	100.2	103.9	168.8	230.3	305.9	EBITDA/营业收入	7.8%	9.1%	7.2%	8.0%	8.4%
						EBIT/营业收入	6.3%	7.6%	5.9%	6.5%	7.0%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	39.2%	32.6%	36.5%	41.8%	43.1%
货币资金	190.7	333.8	437.1	556.4	690.3	负债权益比	64.4%	48.5%	57.5%	71.8%	75.7%
交易性金融资产	-	0.5	0.5	0.5	0.5	流动比率	1.65	2.09	1.95	1.80	1.82
应收帐款	224.7	371.9	408.6	550.1	664.0	速动比率	1.10	1.64	1.48	1.35	1.38
应收票据	7.6	4.0	9.9	7.8	14.7	利息保障倍数	10.09	-16.69	-31.21	-59.71	-77.49
预付帐款	20.7	20.9	30.9	38.6	45.2	营运能力					
存货	235.5	256.9	345.0	444.8	526.8	固定资产周转天数	54	44	37	37	36
其他流动资产	33.7	206.3	206.3	206.3	206.3	流动营业资本周转天数	24	28	33	30	29
可供出售金融资产	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1	流动资产周转天数	127	142	152	147	144
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	41	45	45	43	44
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	36	37	35	36	35
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	200	214	218	201	188
固定资产	291.6	301.4	343.3	471.8	501.2	投资资本周转天数	91	94	95	81	70
在建工程	5.0	144.9	136.4	43.3	-	费用率					
无形资产	61.7	79.1	73.1	67.1	61.1	销售费用率	3.5%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	19.0	17.9	15.3	12.7	10.1	管理费用率	8.2%	3.7%	7.2%	6.6%	6.2%
资产总额	1,107.4	1,754.7	2,023.5	2,416.6	2,737.4	财务费用率	0.6%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	2.3	20.2	132.2	127.0	三费/营业收入	12.3%	7.1%	10.9%	10.3%	9.9%
应付帐款	383.2	257.5	540.4	483.0	787.1	投资回报率					
应付票据	-	197.3	51.7	265.9	127.9	ROE	15.0%	8.9%	13.2%	16.5%	19.8%
其他流动负债	49.9	114.9	125.3	122.9	136.3	ROA	9.1%	6.0%	8.4%	9.6%	11.3%
长期借款	-	-	-	5.1	-	ROIC	22.7%	21.4%	19.5%	27.1%	31.6%
其他非流动负债	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	分红指标					
负债总额	433.9	572.7	738.4	1,009.9	1,179.2	DPS(元)	0.13	0.20	0.27	0.37	0.52
少数股东权益	6.7	8.6	9.9	12.5	16.3	分红比率	37.9%	58.3%	48.7%	48.3%	51.7%
股本	253.0	302.7	302.7	302.7	302.7	股息收益率	1.2%	2.0%	2.7%	3.6%	5.1%
留存收益	442.3	885.8	972.5	1,091.6	1,239.2						
股东权益	673.5	1,182.0	1,285.1	1,406.8	1,558.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	100.9	105.8	168.8	230.3	305.9	EPS(元)	0.33	0.34	0.56	0.76	1.01
加:折旧和摊销	29.6	37.5	42.6	60.7	69.9	BVPS(元)	2.20	3.88	4.21	4.61	5.09
资产减值准备	1.2	10.3	-	-	-	PE(X)	30.9	29.8	18.3	13.4	10.1
公允价值变动损失	-	-0.5	-	-	-	PB(X)	4.6	2.6	2.4	2.2	2.0
财务费用	11.6	-9.2	-5.9	-4.3	-4.4	P/FCF	23.2	-11.8	18.6	13.7	10.8
投资损失	-2.2	-11.1	-2.2	-5.2	-6.1	P/S	1.7	1.3	1.0	0.8	0.6
少数股东损益	0.7	1.9	1.4	2.5	3.8	EV/EBITDA	16.5	12.5	11.8	8.4	6.1
营运资金的变动	29.6	-187.3	9.7	-89.9	-27.2	CAGR(%)	32.1%	43.1%	12.3%	32.1%	43.1%
经营活动产生现金流量	85.2	62.4	214.4	194.1	341.8	PEG	1.0	0.7	1.5	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	16.0	-308.9	-67.8	-84.8	-43.9	ROIC/WACC	2.2	2.1	1.9	2.6	3.0
融资活动产生现金流量	-31.4	385.4	-43.3	10.2	-164.1						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn