

# 巨星科技 (002444.SZ)

## 发展自有品牌，成长于未来

### 核心观点：

巨星科技是亚洲最大、全球第三的手工具龙头企业（公司年报资料），但与海外巨头相比，在规模、利润率方面仍有良好提升空间。本篇报告聚焦讨论公司与国际巨头在经营模式上的差异，以及未来营收、利润率提升潜力。加强自有品牌发展，未来可期。海外巨头普遍采用 OBM 模式，巨星科技经正积极从 ODM 向 OBM 转型，两个模式的差异主要在产品品牌化。巨星科技具有较强的渠道优势，目前其在去品牌化产品中的占比已经处于较高水平，其竞争主要是与史丹利百得等其他各家企业自有品牌的竞争。近几年公司相继收购 ARROW、Lista、Prime-Line 等海外品牌，当前自有品牌销售比重达到近 30%。未来巨星科技通过自有品牌打造与发展，在自有品牌产品市场的发展空间较大，在市场份额、利润率方面具备良好提升空间。

保持持续稳健增长，利润率具备提升空间。LOWES 和 HOME DEPOT 在 2011-2018 年收入年均复合增速分别为 5.1%、6.3%，核心客户的收入稳步小幅增长，为巨星科技提供了良好的需求环境。2019H1 公司营业收入 30.4 亿元，同比增长 38.3%。2019 年上半年巨星科技毛利率 35.2%，较去年同期提升 6.96 个百分点；净利率 14.86%，较去年同期提升 0.2 个百分点，但净利率水平仍然处于历史较低水平。未来公司通过加强自有品牌发展、保持积极的研发投入，从中期来看，是具备提升利润率、人均产出的空间。

盈利预测和投资建议：不考虑正在进行的重大资产重组，预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.83/1.00/1.16 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 14/12/10 倍，考虑可比公司估值和公司发展情况，我们给予公司 2019 年 18 倍 PE 的合理估值，对应合理价值 15.01 元/股。基于公司主业稳健、智能制造业务顺利推进，我们继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示：汇率大幅波动和原材料价格大幅波动影响公司利润率的风险；贸易争端演化具有不确定性的风险；收购中策橡胶股权具有不确定性。

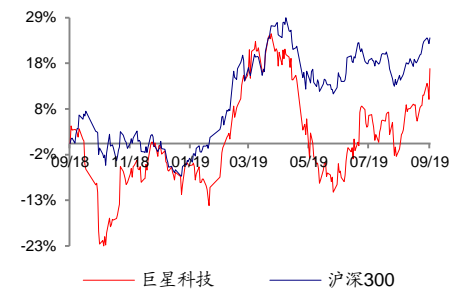
### 盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,281	5,935	7,149	8,137	9,152
增长率(%)	18.8	38.6	20.5	13.8	12.5
EBITDA(百万元)	869	879	1,290	1,510	1,727
净利润(百万元)	549	717	897	1,078	1,244
增长率(%)	-11.7	30.7	25.1	20.2	15.4
EPS(元/股)	0.51	0.67	0.83	1.00	1.16
市盈率(P/E)	27.10	14.22	14.23	11.84	10.26
市净率(P/B)	2.49	1.53	1.71	1.49	1.30
EV/EBITDA	15.44	9.99	8.70	6.92	5.67

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	11.87 元
合理价值	15.01 元
前次评级	买入
报告日期	2019-09-16

### 相对市场表现



### 分析师：

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

### 分析师：

刘芷君



SAC 执证号：S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

巨星科技(002444.SZ)：专 2019-07-03

注主业经营良好，积极应对变化

巨星科技(002444.SZ)：实 2019-04-30

现快速增长，持续加强国际化布局

巨星科技(002444.SZ)：经 2019-02-27

营势头良好，积极推进国际化

联系人：周静 021-60750636

zhoujing@gf.com.cn

## 目录索引

一、加强自有品牌发展，未来可期 .....	4
二、保持持续稳健增长，利润率具备提升空间 .....	7
三、投资建议与风险提示 .....	12

## 图表索引

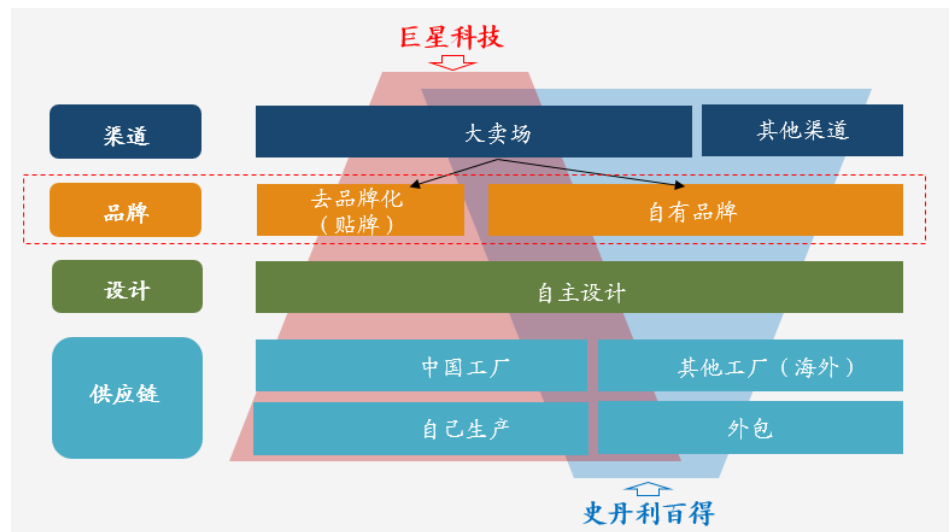
图 1: 巨星科技与史丹利百得经营模式对比.....	4
图 2: 巨星科技产品品牌.....	5
图 3: 史丹利工具与存储产品各品牌定位.....	5
图 4: 巨星科技营业收入（百万元）及同比增速.....	7
图 5: 巨星科技与下游客户、同行企业的营业收入复合增长率比较.....	7
图 6: LOWES 的工具&五金销售收入（百万美元）.....	8
图 7: HOME DEPOT 的五金工具收入（百万美元）.....	8
图 8: LOWES 的门店数量和单店销售.....	8
图 9: HOME DEPOT 的门店数量和单店销售.....	8
图 10: 创科实业的营业收入（百万美元）及利润率.....	9
图 11: 创科实业的人均产出、研发费用占比.....	9
图 12: 史丹利百得的营业收入（百万美元）及利润率.....	10
图 13: 史丹利百得的人均产出、研发费用占比.....	10
图 14: 巨星科技的人均产出、研发费用占比.....	11
图 15: 巨星科技毛利率与净利率.....	11
表 1: 巨星科技近几年重要并购情况.....	6
表 2: 巨星科技可比公司 PE 估值情况可比（市值统计截止 2019.09.13 收盘）.....	12

## 一、加强自有品牌发展，未来可期

巨星科技已经成为亚洲最大，全球第三的手工具龙头企业（公司年报资料），但与史丹利百得、创科实业等相比，在规模、利润率方面仍有良好的提升空间。本篇报告主要聚焦讨论公司与国际巨头在经营模式上的差异，以及公司未来营收增长、利润率提升潜力。

五金工具制造企业的经营模式主要包括通过对名牌产品的“代工生产”和“贴牌生产”的OEM和ODM模式，及以自有品牌产品生产销售为主的OBM模式。海外巨头普遍采用OBM模式，目前巨星科技正积极从ODM向OBM转型，而其他国内大多数工具五金产品制造企业品牌意识薄弱，工具五金产品的出口主要是采用OEM和ODM模式。

图 1：巨星科技与史丹利百得经营模式对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从各环节看，ODM模式与OBM模式的差异主要在于产品品牌化。ODM模式下，巨星科技依靠自主设计完成产品生产，最后以客户品牌出售，在手工具行业中主要通过Lowe's等大型连锁超市销售，相当于产品去品牌化。

在大卖场中，去品牌化产品（即大卖场通过代工或贴牌方式生产的产品、最终以超市品牌销售）的占比有限，面向最终消费者的产品大多仍是品牌化产品（即史丹利百得等企业自有品牌产品）。自有品牌是向消费者长期提供产品和服务的最有效保证，成功的自有品牌能为零售商建立竞争壁垒，形成有效的差异化优势。从利润率看，OBM同时享有品牌价值与设计价值、ODM享有设计价值，三种经营模式的利润率由大到小为OBM>ODM>OEM。

巨星科技具有较强的渠道优势，目前其在去品牌化产品中的占比已经处于较高水平，其竞争主要是与史丹利百得等其他各家企业自有品牌的竞争。根据公司招股说明书，2009年巨星科技自有品牌销售比重在15%，近几年公司相继收购ARROW、Lista、Prime-Line等海外品牌，目前公司自有品牌销售比重达到近30%。未来巨星科技通过

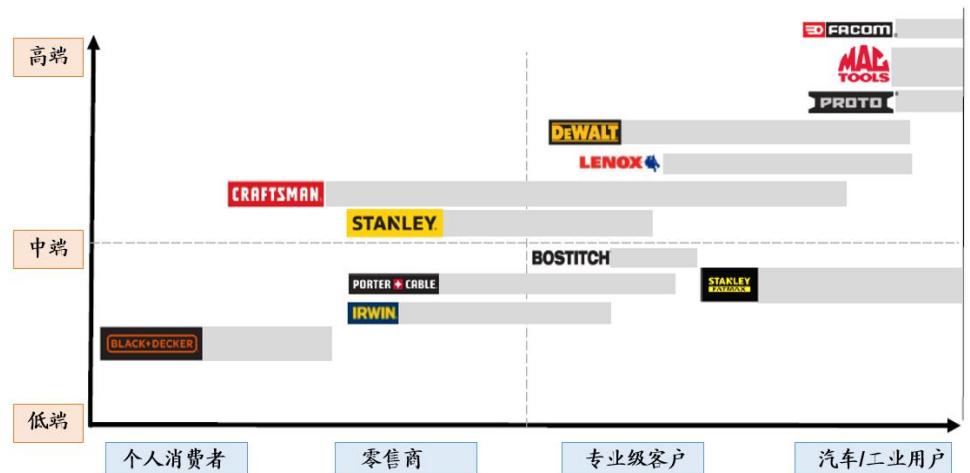
自有品牌打造与发展，在自有品牌产品市场的发展空间较大，在市场份额、利润率方面具备良好提升空间。

图 2: 巨星科技产品品牌



数据来源: 巨星科技公司官网, 广发证券发展研究中心

图 3: 史丹利工具与存储产品各品牌定位



数据来源: Stanley presentation, 广发证券发展研究中心

从近几年巨星科技收购情况看,特别是2017-2019年相继收购ARROW、Lista、Prime-Line,显示其重新关注、做大做强工具主业的战略趋势。并购的目的与发展方向:(1) 业务领域方面,由消费级向专业级/工业级领域拓展,后者具备更大的市场空间。从史丹利百得的情况看,其拥有众多自有品牌,且品牌多定位于中高端,除了面向零售商与个人消费者之外,专业级客户、汽车/工业用户也占据非常重要的市场。未来通过收购具备潜力的海外优质品牌,是巨星科技发展自有品牌、拓展产品品类、扩大受众消费者的重要渠道。

(2) 增强全球化生产服务能力。积极塑造全球化产能配置能力与服务能力,以应对外部环境变化。目前公司完成了美国Arrow公司的产业整合,建立了北美本土的经销

商体系和物流服务体系；公司完成了对欧洲高端专业工作存储解决方案品牌欧洲Lista的收购，新设了欧洲巨星总部和越南巨星制造基地，践行欧洲本土服务加中国服务型制造的模式。

表 1：巨星科技近几年重要并购情况

主要业务	股权取得时点	成本(百万元)	股权比例	收入/净利润(百万元)	2014	2015	2016	2017	2018
Lista	作业存储设备	2018-07	1232.8	100%	收入		693.8	740.1	434.4
					净利润		62.9	68.1	47.3
Arrow	五金工具	2017-07	867.6	100%	收入		466.0	263.7	536.0
					净利润		76.8	47.9	78.8
Prime-Line	门窗五金配件	2019-02	167.3	100%	收入				521.6
					净利润				
华达科捷	激光测量工具	2015-08	200.9	65%	收入	170.5	179.9	199.8	261.3
					净利润	22.4	24.0	27.5	20.8
PT/欧达	高端激光测量工具	2016-12	164.4	87%	收入		127.1	14.5	165.0
					净利润		12.8	3.0	17.2
欧镭激光	3D激光雷达	设立		48%	收入		0.8	1.8	6.3
					净利润			-1.6	-4.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：标红数字表示购买日至期末被购买方的收入/净利润

2017年5月公司公告以1.25亿美元收购ARROW公司100%股权。Arrow拥有美国手动、气动、电动射钉枪和耗材的百年品牌ARROW，在美国大型连锁超市有接近60%市场份额、工业领域接近38%的市场份额（公司公告）。2016年Arrow公司净销售额68.63百万美元，EBITDA为12.53百万美元。Arrow在美国设有工厂，同时具备完整的美国供销系统。

2018年6月公司公告以约12亿人民币收购瑞士Lista公司100%股权。Lista是全球领先的工作存储解决方案提供商和制造商，旗下lista品牌是欧洲专业工作存储设备第一品牌，欧洲市场占有率14%（公司公告），产品包括零配件柜、专业工具柜、自动化仓储设备、全系列专业级和工业级储物设备等。2017年Lista营业收入折合人民币约7.4亿，净利润约0.68亿元。Lista公司在欧洲共有瑞士、德国、意大利三个生产基地，其生产实现全部自动化，同时公司在欧洲拥有非常成熟完整的分销服务体系。

2019年2月公司完成了对北美门窗五金龙头Prime-Line的收购。Prime-Line Products Company成立于1978年，是北美门窗五金配件龙头企业，总部位于美国加利福尼亚州，产品涵盖门窗五金配件和耗材等。公司与大型零售商，硬件分销商，运营（MRO）分销商，在线零售商以及专业零售和批发分销商均有广泛的合作，产品销往Homedepot、Lowe's、Amazon等全球500强企业，以及HD Supply, Interline等MRO企业。2018年实现销售收入7600万美元，拥有超过38000个核心SKU、29个独特品牌、40000平方米的仓库和全美分销体系。

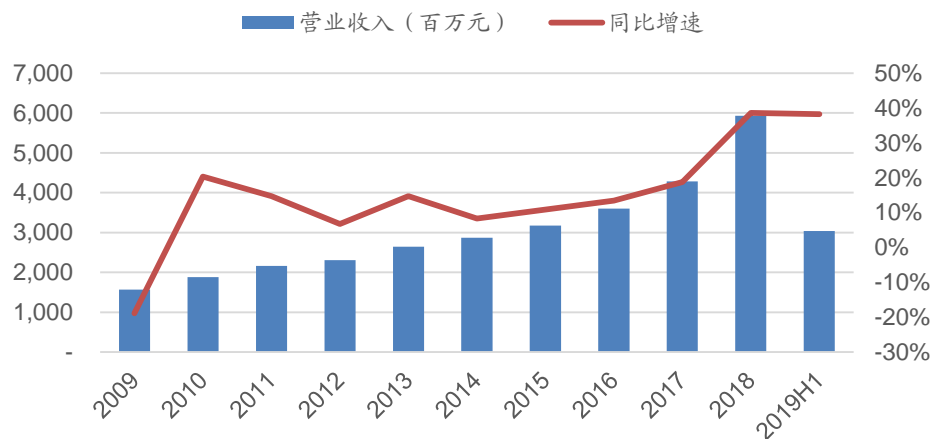


## 二、保持持续稳健增长，利润率具备提升空间

巨星科技是全球排名靠前、亚洲规模最大的手工具行业龙头企业，其核心竞争力在于优秀的研发设计能力、优秀的供应链管理能力和持续强化的自有品牌优势以及国际化发展优势。公司已成为美国LOWE'S、美国HOME DEPOT、美国WALMART、法国BRICO DEPOT、加拿大CTC等多家大型连锁超市在亚洲最大的五金工具供应商之一。2018年巨星科技营业收入59.3亿元，同比增长38.6%；2019H1营业收入30.4亿元，同比增长38.3%。

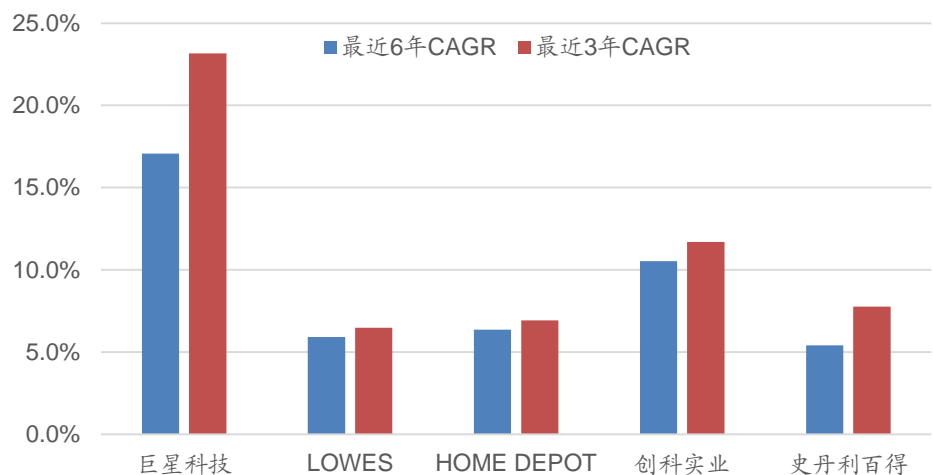
2015-2018年，巨星科技的营业收入复合增长率为23.2%，近6年复合增速达到17.1%，均显著高于其主要客户如LOWES、HOME DEPOT，和海外同行企业，如史丹利百得（全球最大的手工具和电动工具企业）、创科实业（快速发展的电动工具、户外园艺工具龙头企业）。剔除并购影响，巨星科技内生增长速度也属于较高水平。

图 4：巨星科技营业收入（百万元）及同比增速



数据来源：巨星科技官网，广发证券发展研究中心

图 5：巨星科技与下游客户、同行企业的营业收入复合增长率比较

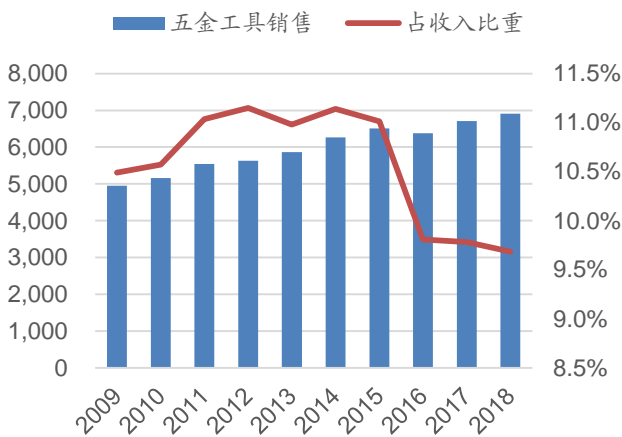


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在LOWES和HOME DEPOT的整体业务中，五金工具占比相对稳定，过去几年分别在10~11%和12~13%的水平。根据两家企业更早的年报分类数据，工具（Tools）和五金（Hardware）的销售规模基本接近。因此，可以估算工具总体占两家企业的营收比例在5~6%的水平，从趋势来看是稳定或略有上升。

2011~2018年，LOWES和HOME DEPOT的总营业收入分别实现了5.1%和6.3%的复合增长率，其中，既有来自门店数量增长的贡献，也受益于单店平均销售收入提升。总体来看，核心客户的收入稳步小幅增长，为巨星科技提供了良好的需求环境。

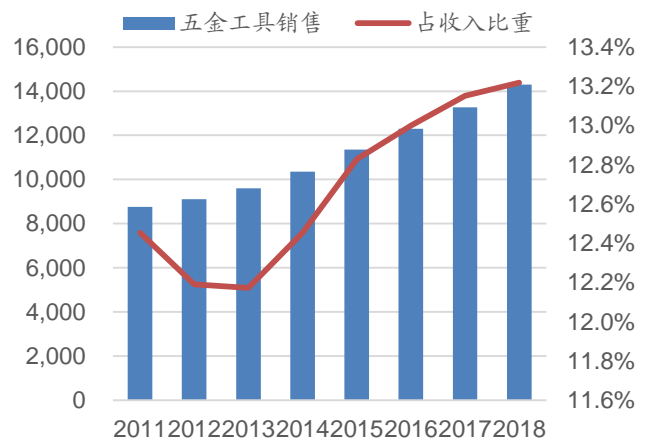
图 6: LOWES的工具&五金销售收入（百万美元）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

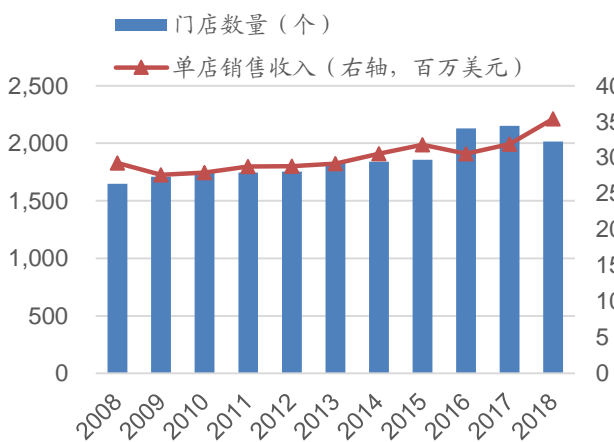
备注: 2016 年开始业务口径有所变化

图 7: HOME DEPOT的五金工具收入（百万美元）



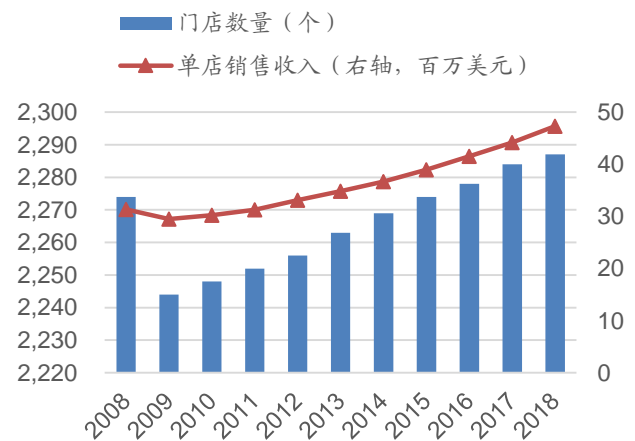
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: LOWES的门店数量和单店销售



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: HOME DEPOT的门店数量和单店销售



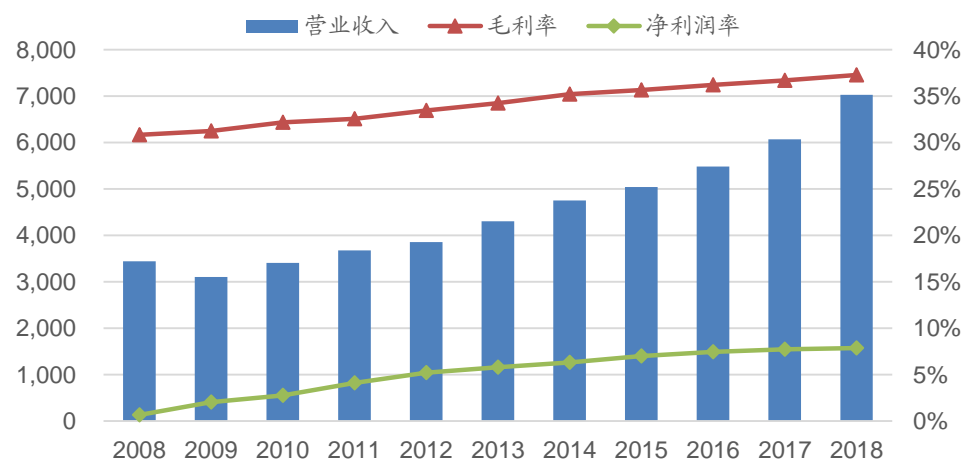
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



创科实业、史丹利百得这两家企业均属于工具行业，从产品来看，跟巨星科技的直接竞争较少，但其销售渠道、发展模式具有相似或可参考性，所以称之为广义的同行企业。创科实业是全球领先的电动工具公司，是全球电动工具消费级市场的最大品牌。2018年创科实业营业收入70.3亿美元。

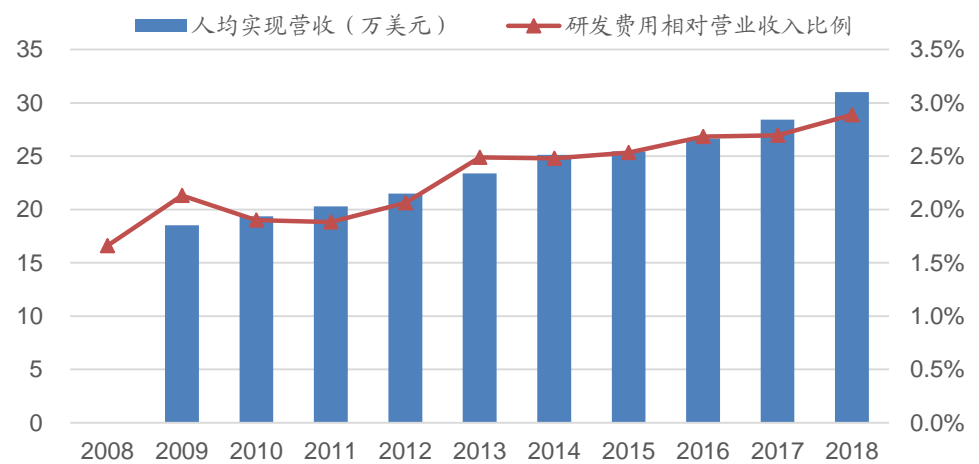
创科实业的毛利率实现了连续10年的提升，最大的驱动因素在于持续的产品创新。根据创科实业2013年年报，当年公司新产品收入占公司总收入的三分之一。其研发费用占收入比重由2010年的1.9%提升至2017年的2.9%，2017年公司研发费用1.64亿美元。此外，合理有效整合全球生产能力成为公司2010-2012期间毛利率提升的重要原因之一。2008年创科实业在中国东莞的亚洲工业园开始启用，并在2010年全面投入运作，2010年公司开始重整德国电动工具生产业务，并逐步迁移至位于捷克及中国的生产设施。

图 10: 创科实业的营业收入（百万美元）及利润率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 创科实业的人均产出、研发费用占比

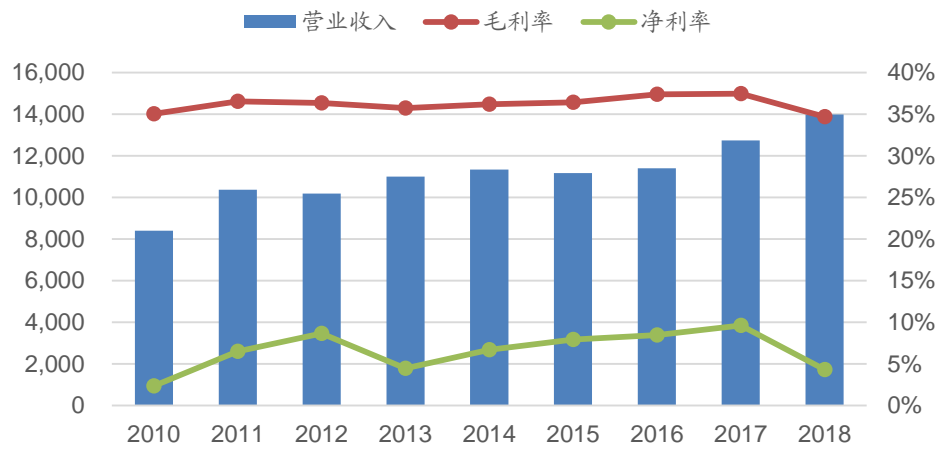


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

史丹利百得 (Stanley Black & Decker) 是全球最大的五金工具公司，其前身是The Stanley Works，2010年与电动工具商百得公司 (Black & Decker) 合并后改名史丹利百得。工具及存储产品是公司最大的业务，2017年占比达到70%。根据公司年报，2014年以来史丹利百得收入的内生增长率在4%~7%间。2018年史丹利百得营业收入139.8亿美元。

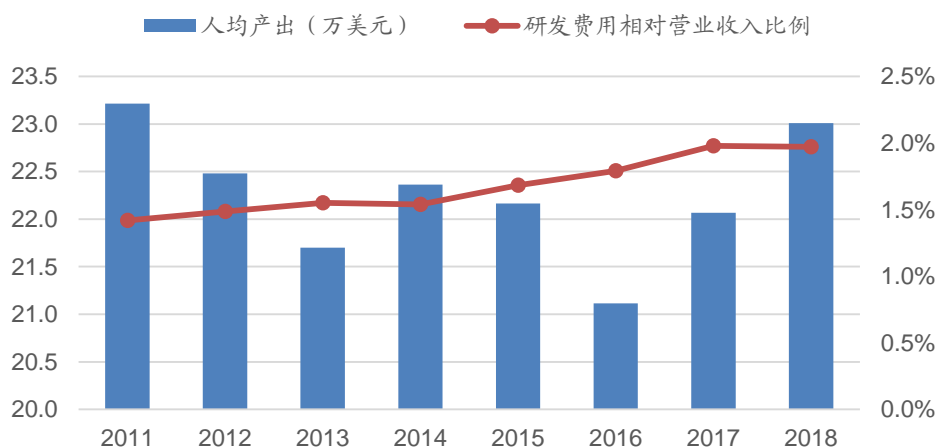
根据史丹利百得年报，史丹利百得每年推出1000多个新产品；35%以上的增速；每天会发布3款新品；每一秒钟就有50个产品卖出。2017年史丹利总员工数57,765位，人均年产值达到22.07万美元。

图 12: 史丹利百得的营业收入 (百万美元) 及利润率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 史丹利百得的人均产出、研发费用占比



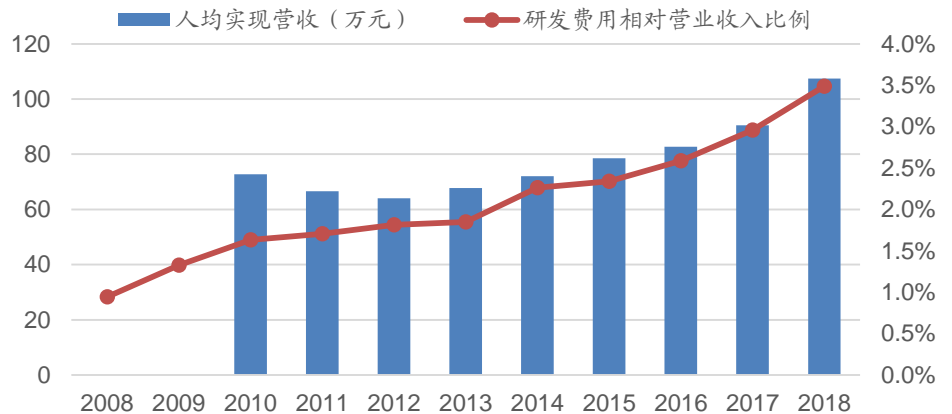
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

巨星科技是消费级手工具领跑者，其核心竞争力在于优秀的研发设计能力与优秀的供应链管理。根据公司年报，在五金工具领域，2018年巨星科技自主研发的新产品的销售比重超过27%，较2017年提升2个百分点左右，当年设计新产品数1568

项，研发投入2.07亿元，同比增长63.4%，占收入比重3.5%。

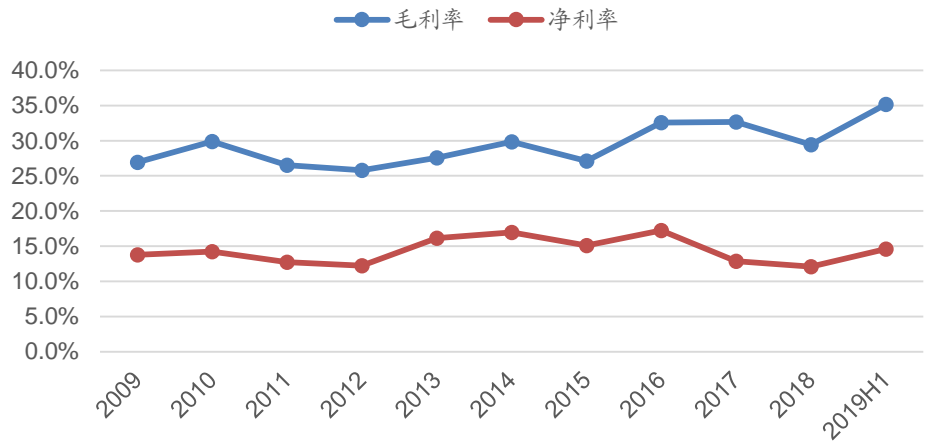
2019年上半年巨星科技毛利率35.2%，较去年同期提升6.96个百分点；净利率14.86%，较去年同期提升0.2个百分点，但净利率水平仍然处于历史较低水平。未来公司通过加强自有品牌发展、保持积极的研发投入，从中期来看，是具备提升利润率、人均产出的空间。

图 14: 巨星科技的人均产出、研发费用占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 巨星科技毛利率与净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司前期公告，拟以现金方式收购中策橡胶12.91%股权。中策橡胶的主营业务为轮胎、车胎及橡胶制品的生产和销售业务，根据收购草案，截至2019年4月末，中策橡胶在浙江杭州、建德、清泉、泰国罗勇工业园区等地拥有多个生产基地，可年产半钢子午线轮胎3700万条，全钢子午线轮胎1900万条，斜交胎400万条，摩托车胎、电动车胎、自行车胎等两轮车胎10000万条，是国内外最具竞争力的轮胎行业企业之一。2018年中策橡胶营业收入268.8亿元，净利润8.0亿元。巨星集团承诺中策橡胶在2019-2021年经审计的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润合计不低于31.29亿元。

### 三、投资建议与风险提示

盈利预测和投资建议：不考虑正在进行的重大资产重组，预测公司2019-2021年收入为7149/8137/9152百万元，分别同比增长20.5%/13.8%/12.5%；2019-2021年归母净利润为897/1078/1244百万元，分别同比增长25.1%/20.2%/15.4%；2019-2021年EPS分别为0.83/1.00/1.16元/股，按最新收盘价对应PE分别为14/12/10倍。

盈利预测关键假设：公司业务主要包括手工具业务与智能产品业务。（1）手工具业务，公司现有主要客户为海外大型连锁超市，需求稳定，预计手工具业务将持续保持稳健增长，预计2019-2021年手工具业务收入分别为62.37、68.93、75.30亿元，毛利率稳定在32%左右。（2）智能产业业务主要为激光产品、自动仓储系统、智能家居三块。激光产品业务，由于并购效应减退，激光业务高增速预计有所回落，预计2019-2021年激光工具业务收入分别为4.98、5.98、7.03亿元；智能仓储业务，公司产品已获得客户认可，未来几年公司智能仓储业务有望保持快速增长，预计2019-2021年智能仓储业务收入分别为2.40、4.32、6.48亿元。同时随着智能产品规模发展，预计毛利率将有所回升，预计未来三年毛利率稳定在31%左右。

在工具行业，A股上市公司除了巨星科技，另外主要有博深股份与通润装备，但两家公司与巨星科技销售产品应用领域不同，因而估值水平有较大差异。创科实业、史丹利百得2019年的PE分别为21.5、19.0倍。巨星科技是亚洲最大、全球排名靠前的手工具企业，我们认为可以参考创科实业、史丹利百得的估值水平，考虑公司业务及行业地位，给予巨星科技2019年18倍PE，对应合理价值15.01元/股。基于公司主业稳健、智能制造业务顺利推进，我们继续给予公司“买入”的投资评级。

表 2：巨星科技可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2019.09.13收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	单位	市值 (亿元)	净利润(亿元)			PE估值水平		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
巨星科技	002444	手工具、智能产品	RMB	127.6	7.17	8.98	10.86	17.8	14.2	11.8
博深股份	002282	专用工具	RMB	41.2	0.86			47.8		
通润装备	002150	工具箱柜	RMB	20.0	1.21			16.5		
创科实业	00669 HK	电动工具	USD	136.2	5.52	6.32	7.27	24.6	21.5	18.7
史丹利百得	SWK US	五金工具	USD	221.9	6.45	11.7	13.8	34.3	19.0	16.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：巨星科技盈利预测来自广发证券，创科实业与史丹利百得盈利预测来自Bloomberg一致预测。

**风险提示：**汇率大幅波动和原材料价格大幅波动影响公司利润率的风险；贸易争端演化具有不确定性的风险；收购中策橡胶股权具有不确定性。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5,095</b>	<b>4,959</b>	<b>5,915</b>	<b>7,329</b>	<b>8,924</b>
货币资金	2,301	2,530	2,375	3,135	3,804
应收及预付	1,064	1,222	1,924	2,301	2,839
存货	743	982	1,267	1,519	1,880
其他流动资产	987	225	349	374	401
<b>非流动资产</b>	<b>2,859</b>	<b>4,323</b>	<b>4,189</b>	<b>4,140</b>	<b>4,078</b>
长期股权投资	859	867	867	867	867
固定资产	812	977	896	805	704
在建工程	18	79	84	87	89
无形资产	196	432	473	512	549
其他长期资产	974	1,968	1,868	1,868	1,868
<b>资产总计</b>	<b>7,954</b>	<b>9,281</b>	<b>10,104</b>	<b>11,469</b>	<b>13,002</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,391</b>	<b>1,536</b>	<b>1,623</b>	<b>1,893</b>	<b>2,164</b>
短期借款	365	162	0	0	0
应付及预收	794	967	1,317	1,546	1,773
其他流动负债	232	408	306	348	391
<b>非流动负债</b>	<b>461</b>	<b>924</b>	<b>827</b>	<b>827</b>	<b>827</b>
长期借款	446	827	827	827	827
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	97	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1,852</b>	<b>2,460</b>	<b>2,450</b>	<b>2,720</b>	<b>2,991</b>
股本	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075
资本公积	2,016	2,005	2,005	2,005	2,005
留存收益	2,870	3,587	4,483	5,562	6,806
归属母公司股东权益	5,973	6,645	7,464	8,542	9,786
少数股东权益	129	177	190	207	226
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,954</b>	<b>9,281</b>	<b>10,104</b>	<b>11,469</b>	<b>13,002</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,281</b>	<b>5,935</b>	<b>7,149</b>	<b>8,137</b>	<b>9,152</b>
营业成本	2,882	4,188	4,870	5,545	6,239
营业税金及附加	23	32	36	37	37
销售费用	242	421	429	472	531
管理费用	219	312	379	415	458
研发费用	127	207	236	260	275
财务费用	116	-144	-58	-34	-55
资产减值损失	9	60	79	24	33
公允价值变动收益	2	-4	0	0	0
投资净收益	25	6	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>708</b>	<b>884</b>	<b>1,180</b>	<b>1,420</b>	<b>1,638</b>
营业外收支	1	-3	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>710</b>	<b>881</b>	<b>1,182</b>	<b>1,422</b>	<b>1,640</b>
所得税	155	145	272	327	377
<b>净利润</b>	<b>555</b>	<b>735</b>	<b>910</b>	<b>1,095</b>	<b>1,263</b>
少数股东损益	6	18	14	16	19
<b>归属母公司净利润</b>	<b>549</b>	<b>717</b>	<b>897</b>	<b>1,078</b>	<b>1,244</b>
EBITDA	869	879	1,290	1,510	1,727
EPS (元)	0.51	0.67	0.83	1.00	1.16

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>451</b>	<b>793</b>	<b>353</b>	<b>863</b>	<b>771</b>
净利润	555	735	910	1,095	1,263
折旧摊销	80	103	90	102	114
营运资金变动	-319	9	-759	-408	-688
其它	135	-55	111	74	82
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,042</b>	<b>-591</b>	<b>-29</b>	<b>-49</b>	<b>-48</b>
资本支出	-86	-139	-53	-51	-50
投资变动	-973	-513	0	0	0
其他	17	61	24	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>290</b>	<b>138</b>	<b>-478</b>	<b>-54</b>	<b>-54</b>
银行借款	310	120	-162	0	0
股权融资	10	0	0	0	0
其他	-30	18	-317	-54	-54
<b>现金净增加额</b>	<b>-301</b>	<b>339</b>	<b>-155</b>	<b>760</b>	<b>669</b>
期初现金余额	2,398	2,045	2,530	2,375	3,135
期末现金余额	2,045	2,442	2,375	3,135	3,804

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	18.8	38.6	20.5	13.8	12.5
营业利润增长	-16.0	24.8	33.6	20.3	15.4
归母净利润增长	-11.7	30.7	25.1	20.2	15.4
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.7	29.4	31.9	31.9	31.8
净利率	13.0	12.4	12.7	13.5	13.8
ROE	9.2	10.8	12.0	12.6	12.7
ROIC	13.8	12.5	15.7	17.4	18.2
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	23.3	26.5	24.2	23.7	23.0
净负债比率	10.7	12.0	8.2	7.2	6.4
流动比率	3.66	3.23	3.64	3.87	4.12
速动比率	3.10	2.54	2.82	3.03	3.22
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.57	0.69	0.74	0.75	0.75
应收账款周转率	4.75	5.46	3.84	3.65	3.32
存货周转率	4.73	4.86	3.84	3.65	3.32
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.51	0.67	0.83	1.00	1.16
每股经营现金流	0.42	0.74	0.33	0.80	0.72
每股净资产	5.56	6.18	6.94	7.94	9.10
<b>估值比率</b>					
P/E	27.10	14.22	14.23	11.84	10.26
P/B	2.49	1.53	1.71	1.49	1.30
EV/EBITDA	15.44	9.99	8.70	6.92	5.67



## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。



研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。