

2018年07月03日

证券研究报告·公司研究报告

鼎胜新材(603876) 有色金属

当前价: 30.23 元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 国内铝箔行业龙头，新能源电池箔发展前景广阔

## 投资要点

- 推荐逻辑:** 公司在铝带箔领域积累深厚，技术水平和产品质量过硬，且客户资源优质，市场份额位居同业第一。过硬的客户资源与领先技术水平保证了公司收入占比最高的空调箔部分收入的稳定性。同时，在新能源汽车助力下，公司电池箔业务爆发。
- 国内铝箔行业的龙头。** 公司自成立以来一直从事铝板带箔的研发、生产与销售业务，主要产品为厚箔（主要为空调箔）、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，产品广泛应用于绿色包装、家用、家电、锂电池、交通运输、建筑装饰等多个领域。2015年、2016年及2017年，公司铝箔产销量、出口量及市场占有率均位居国内同类企业第一名，同时，公司铝箔产品中的空调箔、单双零箔产销量亦位居国内同类企业第一名。
- 公司多数铝箔产品需求稳定，夯实公司业务基础。** 公司产品广泛应用于包装、建筑装饰、家用、空调产业、电力电子等行业。其中，包装、建筑装饰与家用铝箔受消费升级影响收入稳定，空调箔在下游房地产行业的支撑下整体收入也稳中有升，电力电子行业不断涌现新的产品刺激电力电子用箔收入预计稳定增长。以上产品下游行业的稳定发展加上公司广泛坚实的客户群体，保证了公司业务基础的夯实。
- 率先切入新能源电池箔领域，行业需求爆发提振电池箔产销量。** 在国家多项政策扶持新能源汽车发展的背景下，新能源汽车需求迎来爆发式增长。公司凭借多年来在铝箔行业建立的研发、技术、人才及销售渠道优势，迅速切入电池箔细分领域。2015年、2016年公司及2017年电池箔产销量、市场占有率居同行业第一名，客户覆盖了CATL、ATL、比亚迪、国轩高科等国内基本所有大型锂电池生产企业。未来，受政策扶持、动力电池能力密度提升、动力电池成本下降与充电基础设施的日益完善等因素驱动，预期未来电池箔需求仍将保持高速增长。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.73元、0.96元和1.25元，对应PE分别为41倍、31倍和24倍。根据WIND一致预测，2018-2020年行业可比上市公司的平均估值为15倍、11倍和9倍。因公司为新股上市，暂时不进行估值，暂不给予评级。
- 风险提示:** 新能源汽车销量不及预期、公司大客户流失等风险。

| 指标/年度         | 2017A   | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 9200.40 | 9877.22 | 11514.42 | 13438.54 |
| 增长率           | 29.78%  | 7.36%   | 16.58%   | 16.71%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 272.81  | 315.27  | 412.92   | 538.19   |
| 增长率           | -18.30% | 15.57%  | 30.97%   | 30.34%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.63    | 0.73    | 0.96     | 1.25     |
| 净资产收益率ROE     | 11.72%  | 12.10%  | 13.97%   | 15.78%   |
| PE            | 48      | 41      | 31       | 24       |
| PB            | 5.44    | 4.94    | 4.35     | 3.77     |

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

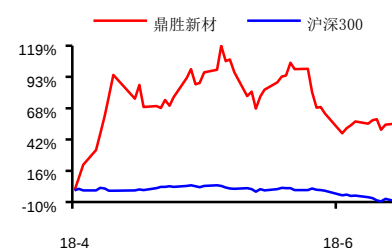
分析师: 刘岗

执业证号: S1250517100001

电话: 010-57631191

邮箱: lg@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 4.30      |
| 流通A股(亿股)    | 0.65      |
| 52周内股价区间(元) | 19.5-42.7 |
| 总市值(亿元)     | 129.99    |
| 总资产(亿元)     | 84.54     |
| 每股净资产(元)    | 6.59      |

## 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 1 公司概况：国内铝板带箔行业龙头.....               | 1 |
| 2 行业分析：下游行业需求多稳健增长，新能源动力电池需求爆发 ..... | 2 |
| 2.1 多数铝箔产品需求稳定增长 .....               | 2 |
| 2.2 新能源动力电池需求量预期将迎来爆发式增长 .....       | 4 |
| 3 公司分析：客户来源与业务基础夯实 .....             | 5 |
| 4 盈利预测与估值 .....                      | 6 |
| 5 风险提示 .....                         | 7 |

## 图 目 录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1：公司 2015 年以来营业收入及增速 .....  | 1 |
| 图 2：公司 2015 年以来净利润及增速 .....   | 1 |
| 图 3：公司单零箔、双零箔产品收入情况 .....     | 2 |
| 图 4：公司按项目分业务收入占比情况 .....      | 3 |
| 图 5：2010 至 2017 家用空调年产量 ..... | 3 |
| 图 6：电子铝箔需求量情况 .....           | 3 |
| 图 7：新能源汽车当月产量 .....           | 4 |

## 表 目 录

|                     |   |
|---------------------|---|
| 表 1：分业务收入及毛利率 ..... | 6 |
| 表 2：可比公司估值情况 .....  | 7 |
| 附表：财务预测与估值 .....    | 8 |

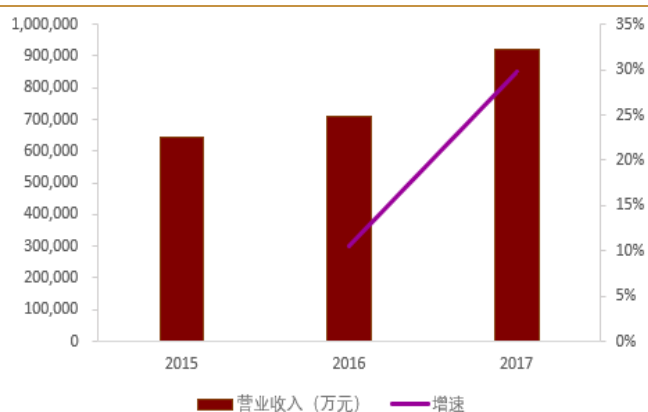
## 1 公司概况：国内铝板带箔行业龙头

公司自成立以来一直从事铝板带箔的研发、生产与销售业务，主要产品为厚箔（主要为空调箔）、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，产品广泛应用于绿色包装、家用、家电、锂电池、交通运输、建筑装饰等多个领域。2015 年、2016 年及 2017 年，公司铝箔产销量、出口量及市场占有率均位居国内同类企业第一名，同时，公司铝箔产品中的空调箔、单双零箔产销量亦位居国内同类企业第一名。公司产品出口美国、欧洲等六十多个国家和地区。同时，近年来，随着我国新能源汽车战略新兴产业的发展，公司利用多年来在铝箔行业建立的研发、技术、人才及销售渠道优势，抓住行业发展机遇率先切入新能源电池箔领域，并迅速发展成为行业龙头。公司生产的电池箔是新能源汽车锂电池的基材之一，能有效提升动力锂电池的性能，根据中国有色金属加工工业协会出具的书面证明，公司电池箔产品产销规模、市场占有率报告期内均为行业第一名，公司电池箔客户覆盖了 CATL、ATL、比亚迪、国轩高科等国内基本所有大型锂电池生产企业。

**公司主营业务收入情况：**公司的主营业务收入占比约为 95%，主营业务收入占比逐年上升，其他业务收入主要为杂铝、铝灰、铝渣等副产品销售。公司主导产品包括空调箔、单零箔以及双零箔，多种产品共同发展，附加值较高的产品在收入中的占比较高，空调箔产品是公司占比最高的收入来源。报告期内，公司空调箔收入占比均在 30% 以上，其中附加值较高的亲水涂层箔收入占比在 25% 以上，且受益于房地产市场销量增加，下游空调市场需求增长，空调箔占收入比例逐年提高。

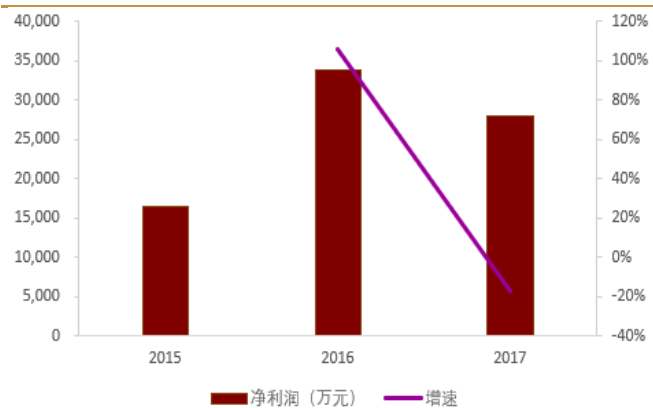
**公司业绩状况：**2015 年度至 2017 年度，公司净利润的年复合增长率为 30.43%。伴随着经营业绩的提高，公司资产规模与所有者权益持续增长，截至 2017 年末，公司资产总额达 806,381.85 万元，较 2015 年末增长 5.87%，净资产达 238,828.15 万元，较 2015 年末增长 31.97%。

图 1：公司 2015 年以来营业收入及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

图 2：公司 2015 年以来净利润及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

## 2 行业分析：下游行业需求多稳健增长，新能源动力电池需求爆发

铝压延加工的上游是电解铝生产商，通过向电解铝企业采购铝锭进行加工，生产铝板带箔。铝箔包括单零箔、双零箔和厚箔，下游行业包括包装、热交换、电力电子、建筑、家用箔以及锂电池等。公司主导产品包括空调箔、单零箔以及双零箔，多种产品共同发展，附加值较高的产品在收入中的占比较高，空调箔产品是公司占比最高的收入来源。

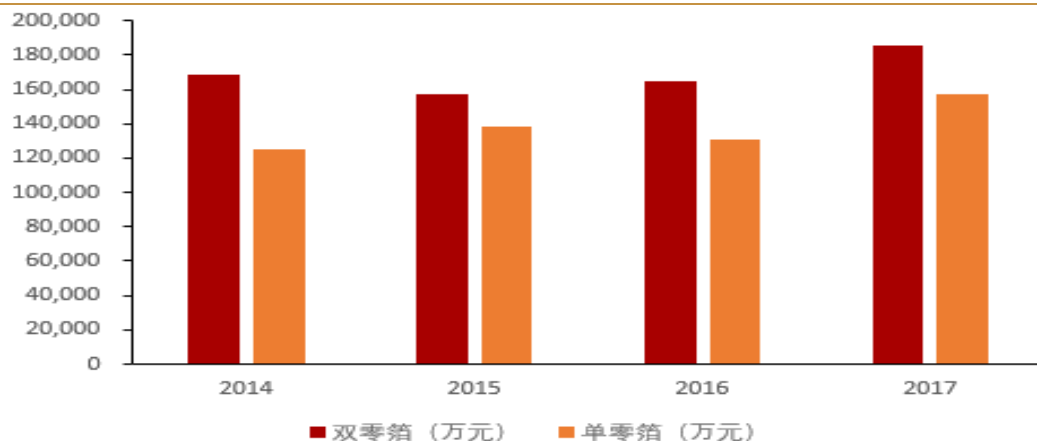
### 2.1 多数铝箔产品需求稳定增长

#### 2.1.1 包装、建筑装饰与家用铝箔稳定增长

公司包装、建筑装饰与家用单零箔、双零箔受益于下游行业消费升级，收入稳定增长。我国包装用铝箔 2005 年的消费量为 9.7 万吨，2015 年的消费量大幅上升至 94.7 万吨，复合增长率高达 25.59%；铝箔在建筑装饰领域的运用包括铝塑管、绝缘隔热材料、壁纸、复合制品材料及中央空调通风管道等。2005 年建筑装饰用铝箔的消费量为 3.8 万吨，2015 年的消费量大幅上升至 38.7 万吨，复合增长率为 26.12%；近几年我国对家用铝箔需求快速增长，2005 年家用箔的消费量为 2.3 万吨，2015 年的消费量大幅上升至 26.7 万吨，复合增长率为 27.78%。

2005 年至今，受益于消费升级的影响，公司主要用于食品、烟草、医药、家用包装、以及建筑装饰等行业的单零箔、双零箔产品在报告期内得到稳定发展，报告期合计收入贡献约 45%。

图 3：公司单零箔、双零箔产品收入情况



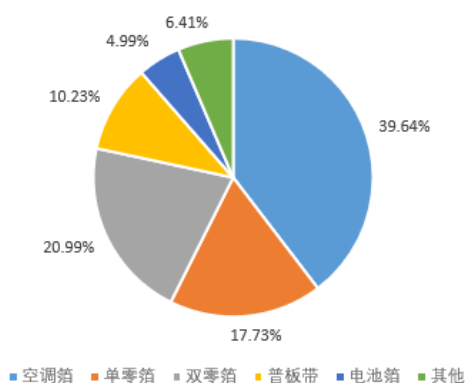
数据来源：Wind，西南证券整理

#### 2.1.2 热交换器用铝箔需求预期稳中有升

公司热交换器拥有夯实的客户团体，加上下游房地产行业提振，预期该部分产品收入稳中有升。2005 年热交换器用铝箔的消费量为 29.1 万吨，2015 年的消费量大幅上升至 104.9 万吨，复合增长率为 13.68%，但自 2012 年以来，由于家用空调行业目前已经进入稳定发展期，热交换用铝箔消费量上涨趋势渐缓，行业总体进入稳定期。

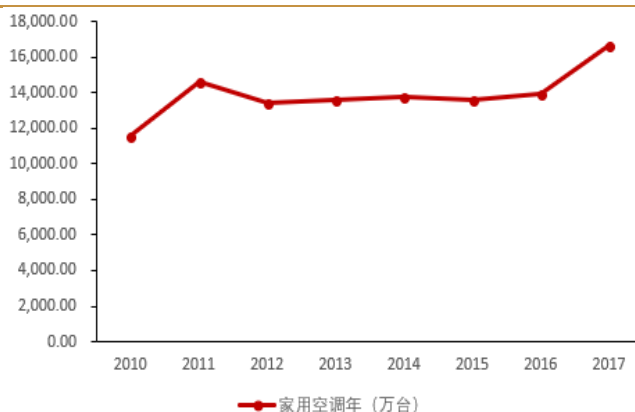
2015 至 2017 年间，公司空调箔凭借产品质量、性价比、售后服务以及供货稳定多方面优势获得几乎所有国内外大型空调生产商的认可，市场份额较高。报告期内空调箔年销量均在 12 万吨以上，系全球空调箔龙头企业。空调箔产品是公司占比最高的收入来源，收入占比均在 30% 以上，其中附加值较高的亲水涂层箔收入占比在 25% 以上。客户群覆盖国内外一线空调生产企业，国内客户包括美的集团、格力集团、海信集团、海尔集团等，国外客户包括日本大金集团、LG 集团等。受益于房地产市场销量增加，下游空调市场需求增长，空调箔占收入比例逐年提高。因此，在行业总体进入稳定期的情况下，预期公司空调箔方面销售情况将稳中有升。

图 4：公司按项目分业务收入占比情况



数据来源：WIND，公司年报，西南证券整理

图 5：2010 至 2017 家用空调年产量

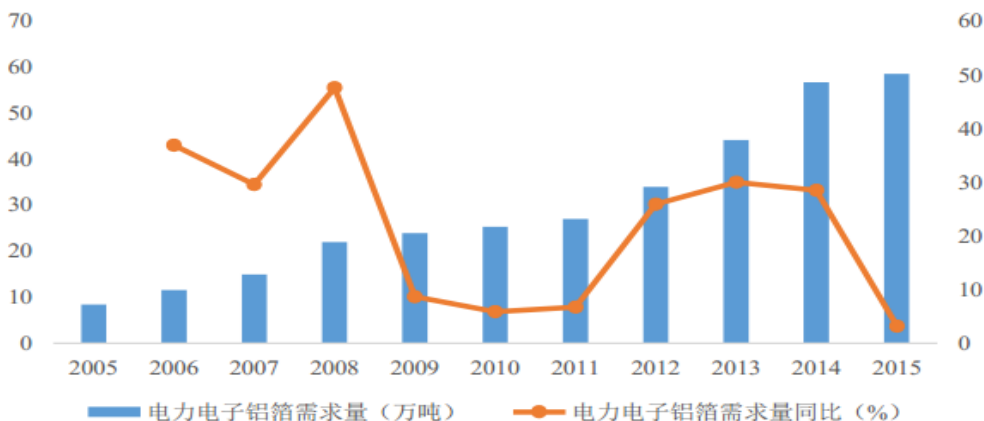


数据来源：WIND，西南证券整理

### 2.1.3 电力电子行业消费量预期稳定增长

电力电子用箔下游新兴产品不断出现助力公司电力电子用箔产销稳定增长。2005 年电力电子用铝箔的消费量为 8.4 万吨，2015 年的消费量大幅上升至 58.6 万吨，复合增长率为 21.44%。未来，电解电容器需求仍将保持稳定增长，主要原因在于新的增长点不断涌现，包括新能源电动汽车电子、数字电视、机顶盒、数码相机、通讯设备、新能源太阳能光伏发电等产业。电力电子行业中电容器等产品对铝箔中的厚箔、单零箔和双零箔有较大的需求，而其中，单零箔与双零箔是公司的主要产品，公司在该两种产品上具有技术与市场方面的优势，因此，在电力电子用铝箔方面，公司产销可期稳定增长。

图 6：电子铝箔需求量情况



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2.2 新能源动力电池需求量预期将迎来爆发式增长

新能源汽车产业兴起助力公司电池箔销量爆发，政策驱动与产业环境的完善有利于公司电池箔业绩稳定增长。伴随着《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》（国发〔2012〕22 号）、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等国家政策的推动，新能源动力电池能量密度的提升以及充电桩等基础设施日益完善，新能源动力汽车的需求迎来了爆发式增长。同时，公司抓住行业机遇，积极开发并推广电池箔、钎焊箔等新产品，并迅速获得市场认可，公司已成为全国电池箔龙头生产企业，报告期内电池箔产销量、市场占有率均居同行业第一名，电池箔销量从 2015 年度的 7,078.08 吨上涨至 2017 年度的 17,708.07 吨。公司电池箔客户涵盖了国内主要的储能和动力电池生产厂商，具体包括比亚迪集团、深圳市沃特玛电池有限公司、CATL 集团、ATL 集团、合肥国轩高科动力能源有限公司、银隆新能源股份有限公司以及微宏动力系统（湖州）有限公司等。

预期未来电池箔需求仍将保持高增长，主要原因如下：①**政策驱动**。2012 年 7 月 9 日，国务院印发《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》，提出到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆，燃料电池汽车、车用氢能源产业与国际同步发展。②**动力电池能力密度提升**。伴随着锂电池关键材料性能提升、电池设计与制备工艺的进一步优化，动力电池能量密度稳步上升，我国提出 2020 年电池能量密度要达到 300Wh/Kg 的目标。③**动力电池成本下降**。新能源汽车主要成本是动力电池，未来随着上游原材料价格下降、行业竞争加剧、动力电池生产企业的规模效应以及电池制备工艺持续优化，动力电池价格将持续下降，由此降低电动汽车的购置成本。④**充电基础设施的日益完善使得新能源汽车消费者免去后顾之忧**。近年来我国充电桩等基础设施日益完善，主要原因如下：1）2015 年 10 月 9 日，国家发展与改革委员会发布《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》，提出的建设目标为到 2020 年，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求；2）民企加速布局；3）充电新国标已于 16 年 1 月出台，比亚迪集团等均明确表示将更改充电接口以适应新标准。

作为电池箔行业龙头企业，公司预期也将受益于行业需求的高增长。

图 7：新能源汽车当月产量



数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 公司分析：客户来源与业务基础夯实

公司具有可靠的客户来源及业务基础，具体如下：

**客户资源优质。**从空调箔来看，公司空调箔产销量全球领先，覆盖国内外一线空调生产企业，国内客户包括美的集团、格力集团、海信集团、海尔集团等，国外客户包括日本大金集团、LG 集团等；从单零箔、双零箔来看，公司的产品覆盖了国内外食品饮料、保健药品等消费领域的知名厂商，具体包括 Napco Composite Packaging Technology Ltd.（雀巢，百事可乐，宝洁和联合利华等跨国公司供应商）、杭州中达医药包装有限公司（滇虹药业、万通集团、华润三九、同仁堂、九芝堂等医药企业供应商）；从电池箔来看，公司电池箔客户涵盖了国内主要的储能和动力电池生产厂商，具体包括比亚迪集团、深圳市沃特玛电池有限公司、CATL 集团、ATL 集团、合肥国轩高科动力能源有限公司、银隆新能源股份有限公司以及微宏动力系统（湖州）有限公司等；

**客户关系稳定。**公司已经与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系，主要客户多持有“与供应商共发展”的战略思想。近年来，公司主要大客户未发生过流失，客户群基础稳定并不断扩大。随着公司新产品的推出，未来与高端客户的合作将进一步加强，并有利于开拓其他客户资源。

**技术先进。**公司经过近几年快速发展，成为国内铝箔行业的龙头企业，积累了一批经验丰富、基础扎实、创新能力强的研发团队，掌握了生产高精度铝板带箔的核心技术。公司建有江苏省企业技术中心（与江苏大学共同组建）、江苏省空调器用高精度铝箔工程技术研究中心、镇江市高精级铝箔研究院等研发机构，并入选“江苏省第一批重点研发机构”名录；

**产品结构和工序完整。**公司产品种类较为齐全，覆盖大部分铝板带箔产品，并逐步完成从生产普板带到最薄的双零箔产品的多品种铝压延产品业务布局，广泛应用于国民经济各个领域。同时，公司拥有压延加工较为完整的生产工序，各个工序产能有效匹配。与单一产品结构、依赖于细分市场的风险较高的企业相比，丰富的产品种类与完善的生产工序，首先提高了公司生产的自由度与灵活度。同时，预期铝压延加工行业未来仍将保持稳定增长，主要理由如下：一方面，在民生工程、新经济消费转型等增长极拉动下，我国铝板带箔行业将进一步发展。其中：民生工程将促进铝压延产品在交通运输、房产建筑等领域的应用；新经济给铝板带箔带来了新的发展机遇，尤其是近年来新能源汽车行业的迅速发展带动了电池箔需求量的稳定上升；消费结构逐步优化将促进汽车、家电、食品包装等领域对铝板带箔的需求。另一方面，铝产品对其他金属的替代也进一步扩大了铝板带箔的市场空间。以铜为例，铝对铜的消费替代主要发生在空调连接管、漆包线、汽车水箱等行业，如空调室内机和室外机之间的连接管，在解决了铜铝之间的焊接问题后，采用铝连接管已经越来越普遍，铝漆包线已经开始在一些小型充电器中得到使用，汽车水箱的铝化率与日俱增。综上，公司具备可靠的客户来源和业务基础，未来业务发展的可持续性。

## 4 盈利预测与估值

假设 1：空调箔行业下游行业稳定，公司与客户关系稳定，客户基本无流失。出于保守起见，预计空调箔 2018-2020 年收入增速保持在 20%；由于 2015-2017 年空调箔毛利率水平比较稳定，因此假设 2018-2020 年毛利率水平在 10.5%左右。

假设 2：受消费升级影响，单零箔与双零箔应用场景广泛，假设单零箔与双零箔下游行业在未来三年稳定发展。双零箔收入在未来三年保持 10%的增长率，单零箔收入在未来三年保持 15%的增长率。

假设 3：其它类产品里主要是电池箔，受下游新能源汽车提振，电池箔面临爆发性增长，假设电池箔未来三年的收入仍保持 20%的增速。

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 |     | 2017A  | 2018E  | 2019E   | 2020E   |
|--------|-----|--------|--------|---------|---------|
| 空调箔    | 收入  | 3510.7 | 4212.9 | 5055.5  | 6066.5  |
|        | 增速  | 55.0%  | 20.0%  | 20.0%   | 20.0%   |
|        | 毛利率 | 10.4%  | 10.5%  | 10.5%   | 11.0%   |
| 双零箔    | 收入  | 1858.7 | 2044.5 | 2249.0  | 2473.9  |
|        | 增速  | 12.6%  | 10.0%  | 10.0%   | 10.0%   |
|        | 毛利率 | 10.8%  | 11.0%  | 11.5%   | 11.5%   |
| 单零箔    | 收入  | 1570.6 | 1806.2 | 2077.1  | 2388.7  |
|        | 增速  | 20.1%  | 15.0%  | 15.0%   | 15.0%   |
|        | 毛利率 | 8.9%   | 9.0%   | 9.0%    | 9.0%    |
| 普板带    | 收入  | 906.4  | 869.7  | 1000.2  | 1150.2  |
|        | 增速  | 19.8%  | 15.0%  | 15.0%   | 15.0%   |
|        | 毛利率 | 4.0%   | 4.0%   | 4.0%    | 4.4%    |
| 其他业务   | 收入  | 786.6  | 943.9  | 1132.7  | 1359.2  |
|        | 增速  | 16.9%  | 20.0%  | 20.0%   | 20.0%   |
|        | 毛利率 | 15.8%  | 16.0%  | 16.5%   | 16.5%   |
| 其他主营业务 | 收入  | 567.5  | 681.0  | 817.2   | 980.6   |
|        | 增速  | 29.9%  | 20.0%  | 20.0%   | 20.0%   |
|        | 毛利率 | 5.5%   | 5.5%   | 5.5%    | 5.5%    |
| 合计     | 收入  | 9200.4 | 9877.2 | 11514.4 | 13438.5 |
|        | 增速  | 29.8%  | 7.4%   | 16.6%   | 16.7%   |
|        | 毛利率 | 9.7%   | 10.3%  | 10.5%   | 10.7%   |

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 98.8 亿元、115.1 亿元和 134.4 亿元，归母净利润分别为 3.15 亿元、4.13 亿元和 5.38 亿元。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73 元、0.96 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 41 倍、31 倍和 24 倍。因为公司为新股上市，暂不进行估值，暂不给予评级。

表 2：可比公司估值情况

| 证券代码             | 证券名称        | 股价           | EPS         |             |             | PE        |           |           |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
|                  |             |              | 2018E       | 2019E       | 2020E       | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 000807.SZ        | 云铝股份        | 5.06         | 0.41        | 0.64        | 0.90        | 12        | 8         | 6         |
| 600673.SH        | 东阳光科        | 9.98         | 0.39        | 0.49        | 0.59        | 21        | 17        | 14        |
| 600219.SH        | 南山铝业        | 2.71         | 0.22        | 0.25        | 0.30        | 12        | 11        | 9         |
| 601677.SH        | 明泰铝业        | 9.77         | 0.79        | 1.01        | 1.36        | 12        | 10        | 7         |
| 平均值              |             |              |             |             |             | 15        | 11        | 9         |
| <b>603876.SH</b> | <b>鼎胜新材</b> | <b>30.23</b> | <b>0.73</b> | <b>0.96</b> | <b>1.25</b> | <b>41</b> | <b>31</b> | <b>24</b> |

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

新能源汽车产销量不及预期、主要客户流失等风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 现金流量表（百万元）        | 2017A          | 2018E           | 2019E          | 2020E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 9200.40        | 9877.22        | 11514.42       | 13438.54       | 净利润               | 279.88         | 318.46          | 417.09         | 543.63         |
| 营业成本          | 8304.06        | 8861.60        | 10311.12       | 11996.86       | 折旧与摊销             | 223.71         | 154.05          | 154.05         | 154.05         |
| 营业税金及附加       | 28.77          | 30.19          | 35.85          | 41.61          | 财务费用              | 182.60         | 192.43          | 199.66         | 208.75         |
| 销售费用          | 215.17         | 248.85         | 285.92         | 332.09         | 资产减值损失            | 7.45           | 10.00           | 10.00          | 10.00          |
| 管理费用          | 134.21         | 161.98         | 185.17         | 214.19         | 经营营运资本变动          | -1341.53       | 563.07          | -434.32        | -337.51        |
| 财务费用          | 182.60         | 192.43         | 199.66         | 208.75         | 其他                | 589.35         | -6.60           | -8.33          | -8.00          |
| 资产减值损失        | 7.45           | 10.00          | 10.00          | 10.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-58.55</b>  | <b>1231.40</b>  | <b>338.15</b>  | <b>570.92</b>  |
| 投资收益          | -1.78          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -311.05        | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 1.55           | -2.79          | -2.26          | -1.80          | 其他                | 427.04         | -2.79           | -2.26          | -1.80          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>115.99</b>  | <b>-2.79</b>    | <b>-2.26</b>   | <b>-1.80</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>336.80</b>  | <b>369.38</b>  | <b>484.43</b>  | <b>633.23</b>  | 短期借款              | 98.09          | -138.85         | 90.54          | -85.37         |
| 其他非经营损益       | 1.55           | 5.28           | 6.26           | 6.33           | 长期借款              | -587.38        | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>338.34</b>  | <b>374.65</b>  | <b>490.70</b>  | <b>639.57</b>  | 股权融资              | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 58.47          | 56.20          | 73.60          | 95.93          | 支付股利              | -36.50         | -54.56          | -63.05         | -82.58         |
| 净利润           | 279.88         | 318.46         | 417.09         | 543.63         | 其他                | 299.34         | -1134.26        | -199.66        | -208.75        |
| 少数股东损益        | 7.07           | 3.18           | 4.17           | 5.44           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-226.45</b> | <b>-1327.67</b> | <b>-172.17</b> | <b>-376.70</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 272.81         | 315.27         | 412.92         | 538.19         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-227.97</b> | <b>-99.06</b>   | <b>163.72</b>  | <b>192.41</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                 |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 财务分析指标            | 2017A          | 2018E           | 2019E          | 2020E          |
| 货币资金          | 1086.78        | 987.72         | 1151.44        | 1343.85        | <b>成长能力</b>       |                |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 1980.07        | 2396.94        | 2708.45        | 3155.92        | 销售收入增长率           | 29.78%         | 7.36%           | 16.58%         | 16.71%         |
| 存货            | 1624.47        | 1733.07        | 2017.57        | 2347.55        | 营业利润增长率           | -12.13%        | 9.67%           | 31.15%         | 30.72%         |
| 其他流动资产        | 138.57         | 148.69         | 173.17         | 201.95         | 净利润增长率            | -17.24%        | 13.78%          | 30.97%         | 30.34%         |
| 长期股权投资        | 223.21         | 223.21         | 223.21         | 223.21         | EBITDA 增长率        | 12.48%         | -3.67%          | 17.08%         | 18.84%         |
| 投资性房地产        | 59.06          | 59.06          | 59.06          | 59.06          | <b>获利能力</b>       |                |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 2712.52        | 2573.09        | 2433.66        | 2294.23        | 毛利率               | 9.74%          | 10.28%          | 10.45%         | 10.73%         |
| 无形资产和开发支出     | 104.27         | 91.52          | 78.77          | 66.02          | 三费率               | 5.78%          | 6.11%           | 5.83%          | 5.62%          |
| 其他非流动资产       | 134.85         | 132.98         | 131.11         | 129.24         | 净利率               | 3.04%          | 3.22%           | 3.62%          | 4.05%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>8063.82</b> | <b>8346.29</b> | <b>8976.45</b> | <b>9821.04</b> | ROE               | 11.72%         | 12.10%          | 13.97%         | 15.78%         |
| 短期借款          | 2326.39        | 2187.53        | 2278.08        | 2192.71        | ROA               | 3.47%          | 3.82%           | 4.65%          | 5.54%          |
| 应付和预收款项       | 1832.61        | 2929.96        | 3110.59        | 3573.74        | ROIC              | 9.77%          | 9.81%           | 12.20%         | 13.82%         |
| 长期借款          | 120.65         | 120.65         | 120.65         | 120.65         | EBITDA/销售收入       | 8.08%          | 7.25%           | 7.28%          | 7.41%          |
| 其他负债          | 1395.89        | 477.20         | 482.15         | 487.91         | <b>营运能力</b>       |                |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>5675.54</b> | <b>5715.34</b> | <b>5991.46</b> | <b>6375.00</b> | 总资产周转率            | 1.14           | 1.20            | 1.33           | 1.43           |
| 股本            | 365.00         | 435.00         | 435.00         | 435.00         | 固定资产周转率           | 4.26           | 4.53            | 5.64           | 7.07           |
| 资本公积          | 816.50         | 796.50         | 796.50         | 796.50         | 应收账款周转率           | 8.42           | 8.02            | 8.08           | 8.15           |
| 留存收益          | 1143.63        | 1354.34        | 1704.21        | 2159.82        | 存货周转率             | 5.56           | 5.27            | 5.49           | 5.49           |
| 归属母公司股东权益     | 2346.36        | 2585.85        | 2935.71        | 3391.32        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 63.09%         | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 41.92          | 45.10          | 49.28          | 54.71          | <b>资本结构</b>       |                |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2388.28</b> | <b>2630.95</b> | <b>2984.99</b> | <b>3446.04</b> | 资产负债率             | 70.38%         | 68.48%          | 66.75%         | 64.91%         |
| 负债和股东权益合计     | 8063.82        | 8346.29        | 8976.45        | 9821.04        | 带息债务/总负债          | 43.12%         | 40.39%          | 40.04%         | 36.29%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 0.95           | 1.02            | 1.12           | 1.21           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.63           | 0.69            | 0.74           | 0.81           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 13.38%         | 17.31%          | 15.27%         | 15.34%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                 |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.63           | 0.73            | 0.96           | 1.25           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 5.55           | 6.12            | 6.94           | 8.01           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | -0.14          | 2.86            | 0.79           | 1.33           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.08           | 0.13            | 0.15           | 0.19           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                 |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   |                |                 |                |                |
| EBITDA        | 743.10         | 715.86         | 838.15         | 996.03         |                   |                |                 |                |                |
| PE            | 47.65          | 41.23          | 31.48          | 24.15          |                   |                |                 |                |                |
| PB            | 5.44           | 4.94           | 4.35           | 3.77           |                   |                |                 |                |                |
| PS            | 1.41           | 1.32           | 1.13           | 0.97           |                   |                |                 |                |                |
| EV/EBITDA     | 17.52          | 19.80          | 16.83          | 13.88          |                   |                |                 |                |                |
| 股息率           | 0.28%          | 0.42%          | 0.49%          | 0.64%          |                   |                |                 |                |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名   | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                 |
|----|------|--------|---------------|-------------|--------------------|
| 上海 | 蒋诗烽  | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn    |
|    | 黄丽娟  | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn    |
|    | 邵亚杰  | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn    |
|    | 张方毅  | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn   |
|    | 欧阳倩威 | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn   |
| 北京 | 蒋诗烽  | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn    |
|    | 王雨珩  | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyhg@swsc.com.cn   |
|    | 路剑   | 机构销售   | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
|    | 陈乔楚  | 机构销售   | 18610030717   | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn    |
|    | 刘致莹  | 机构销售   | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn  |
|    | 贾乔真  | 机构销售   | 18911542702   | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷   | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
|    | 王湘杰  | 机构销售   | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn    |
|    | 余燕伶  | 机构销售   | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn    |