深度报告

行业公司研究—电气设备新能源行业—

证券研究报告

中科电气(300035) 报告日期：2020 年 6 月 3 日

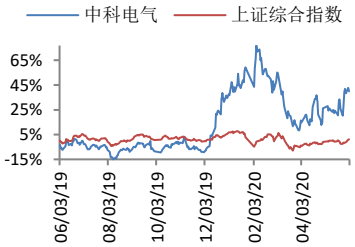
负极材料新贵迎来收获期

——中科电气深度报告

：李志虹 执业证书编号：S1230520010001
：021-80105933
：lizhihong@stocke.com.cn

评级	买入
首次评级	首次评级
当前价格	￥8.08

单季度业绩	元/股
1Q/2020	0.04
4Q/2019	0.05
3Q/2019	0.07
2Q/2019	0.07



报告导读

公司在相对稳定的负极材料领域有望杀出重围，海外有望突破及业绩快速提升均是公司亮点，本文就公司业务及发展进性分析，解析公司投资空间。

投资要点

❑ **一季度业绩承压，但全年增速仍将亮眼**

市场担忧公司全年业绩压力，主要系因疫情影响等因素，国内动力电池装机量同比下滑约 53.7%，导致公司一季度利润下滑 44.3%。但我们认为全年利润高增速仍有确定性：4 月下旬出台政策将新能源汽车补贴延续至 2022 年，对国内市场提振信心明显；公司 4、5 月份发货环比均有所改善，且海外 SKI 供货有望提供新增量；负极生产中占成本约 30%以上的石墨化环节，公司自有比例不断增加，亦能明显降低成本。预计公司全年发货量约 2.7 万吨，且单吨净利润下降较小，全年业绩高增速实则有高确定性。

❑ **负极格局虽稳定，但中科将冲入第一梯队**

市场认为负极材料格局已定，难有企业能打破格局，目前负极领域 CR3 及 CR5 分别达到 60%和 80%，而中科占比约 6.7%。但我们认为公司将快速冲入第一梯队：公司负极产能扩产迅速，2020 年底负极产能将超 4 万吨/年，石墨化产能将超 3 万吨/年；公司客户包括比亚迪、宁德时代和 SKI 此类顶级电芯企业，且在动力电池领域更为专注；公司石墨化产能占比高，在产品议价及配合客户联合研发层面更为主动。未来行业价格变动压力及实时响应客户需求层面具有更大的优势，将快速冲入负极材料行业第一梯队。

❑ **海外供货催化热度，国内率先复苏给予市场信心**

公司已对海外企业 SKI 实现供货，对 LGC 送样测试已有一段时间，如在海外实现大批量供货或有合作层面快速进展，将拉动公司业绩并获得更多市场关注；国内疫情控制效果明显，目前电动车产业链基本恢复正常，且政策利好产业不断发展，均为市场提供看好新能源汽车行业及公司持续发展的信心。

❑ **盈利预测及估值**

预计公司 2020 年至 2022 年的收入分别是 12.96 亿元、17.24 亿元和 20.55 亿元，归母净利润分别为 1.98 亿元、2.48 亿元和 2.93 亿元，对应估值分别是 26.18 倍、20.89 倍和 17.71 倍。看好公司在动力电池负极领域的专注，以及公司战略定位的清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能扩建或不及预期的风险；原材料价格波动风险。

公司简介

公司是国内动力锂电池负极龙头，扩产迅速，有望快速冲进国内锂电材料第一梯队。

相关报告

报告撰写人：李志虹
数据支持人：李志虹

财务摘要

（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	929.09	1296.15	1724.02	2054.73
(+/-)	50.02%	39.51%	33.01%	19.18%
净利润	151.20	198.14	248.25	292.84
(+/-)	15.99%	31.04%	25.29%	17.96%
每股收益（元）	0.24	0.31	0.39	0.46
P/E	34.31	26.18	20.89	17.71

正文目录

1. 公司介绍：负极业务新贵，业绩快速增长.....5
1.1. 股权结构稳定，业务转变稳健.....5
1.2. 盈利快速增长，产品结构清晰.....6
1.2.1. 收入增长迅速，毛利趋于稳定.....6
1.2.2. 负极占比提升，国内供应为主.....7
1.3. 长期战略清晰，海外有待开拓.....7
2. 公司及行业：负极格局清晰，公司产能爬坡.....8
2.1. 人造石墨提升，成本仍有空间.....8
2.2. 产能快速提升，石墨化占比高.....9
2.3. 需求持续提升，动力电池快速.....10
2.4. 磁电装备稳定，稳健经营为主.....11
3. 财务指标：研发持续投入，费用管控增强.....11
3.1. 研发投入提升，比例相对较高.....11
3.2. 三费整体偏高，周转率属正常.....12
3.2.1. 三费率整体情况.....12
3.2.2. 周转率等变化.....12
4. 盈利预测和估值.....13
4.1. 关键假设.....13
4.2. 估值及投资意见.....14
5. 风险提示.....14

图表目录

图 1: 公司股权结构图.....5
图 2: 公司近年来营业收入、归母净利润变化.....6
图 3: 公司近年来毛利率、净利率情况.....6
图 4: 近年来产品结构情况.....7
图 5: 近年来各地区收入占比变化.....7
图 6: 人造石墨占比持续提升.....8
图 7: 负极企业研发费用对比.....11
图 8: 负极企业研发费用占营业收入比例.....11
图 9: 近年来人均营业收入.....12
图 10: 近年来公司人均利润.....12
图 11: 近年来公司销售、管理和财务费用.....12
图 12: 近年来三费费用率.....12

图 13: 近年来存货周转率（次数）--基于成本计算.....13
图 14: 近年来存货与收入比.....13

表 1: 公司历史沿革.....5
表 2: 主要负极材料的性能对比.....8
表 3: 人造石墨成本分析.....9
表 4: 公司预计产能情况.....9
表 5: 主要人造石墨企业 2019 年出货占比.....10
表 6: 电动车对人造石墨需求快速提升.....10
表 7: 公司分业务预测.....13
表 8: 主要负极企业估值情况.....14
表附录: 三大报表预测值.....15

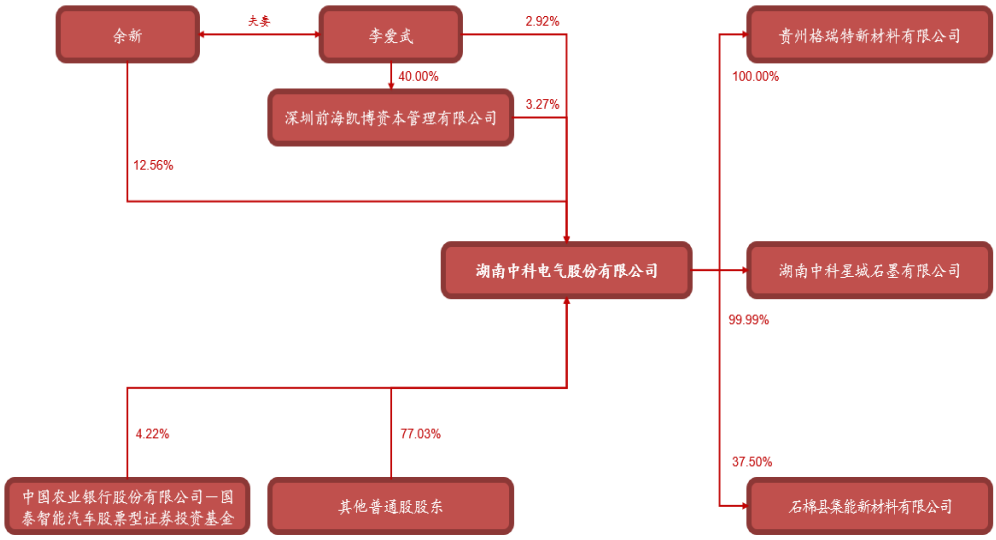
1. 公司介绍：负极业务新贵，业绩快速增长

湖南中科电气股份有限公司（以下简称“中科”或“公司”）成立于 2004 年 4 月，于 2009 年在深交所创业板上市，是国内电磁行业首家上市公司。经过多年发展，目前形成“锂电负极+磁电装备”双主营业务，致力于电磁冶金整体解决方案、高能量密度锂电池负极材料解决方案、节能减耗整体解决方案的研发和创新。现主要产品为锂离子电池负极材料、电磁冶金专用设备、工业磁力设备、锂电专用设备。

1.1. 股权结构稳定，业务转变稳健

公司实际控制人为余新和李爱武，两人为夫妻关系，余新直接持有公司 12.56%股份，李爱武直接持有公司 2.92%股份，此外李爱武持有公司控股股东“凯博资本”40%股份。公司股权结构稳定。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

公司所处的电磁冶金行业处于成熟发展阶段，凭借产品线的完整程度、产品技术领先程度、产品质量稳定性方面在行业内的明显优势，电磁冶金专用设备的市场占有率超 60%，稳居国内行业龙头地位；新能源汽车锂离子电池行业处于快速发展阶段，公司目前在动力电池负极材料领域排名靠前，上升势头迅猛。

表 1：公司历史沿革

时间	主要事件
2004 年	由余新、李爱武、禹玉存、邹益南、陈辉鳌、陶冶等 16 人发起并出资 600 万元正式成立岳阳中科电气有限公司。
2005-2006 年	公司成功开发铜管内冷式电磁搅拌器，打破被国外企业垄断的局面，完成了进口替代；公司产品出口加拿大、巴西等国，正式向国际市场进军。
2008 年	2008 年 3 月公司股东会决议，将公司注册资本由 3300 万元增加至 3800 万元；4 月以公司净资产按照 1:0.54 的比例整体变更为股份有限公司。

2009 年	公司成功登陆中国创业板，成为国内电磁行业一家上市公司。
2010 年	公司控股湖南岳磁高新科技有限公司 51%的股权，增强了公司在传统产品中的生产和研发能力，使公司成为传统电磁产品品牌企业。
2011 年	公司控股广东中科天中工业物联网有限公司 60%的股权，公司开始涉足物联网领域；设立全资子公司岳阳宸中创业置业有限公司。
2014 年	2014 年 6 月公司转让全资子公司宸中置业 100%股权；11 月转让所持控股子公司中科天中全部 60%股权；
2015 年	2015 年 12 月公司转让所持控股子公司岳磁高新全部 51%股权。
2017 年	2017 年 2 月，公司开放发展，完成对湖南星城石墨科技股份有限公司的收购（现已更名为：湖南中科星城石墨有限公司），战略布局新能源锂离子电池产业领域，形成“磁电装备+锂电负极”双主营的业务格局。
2018 年	2018 年 1 月，公司推进锂电负极产业链的整合，完成对贵州格瑞特新材料有限公司的收购，具备了先进的锂电负极材料石墨化加工能力。
2019 年	2019 年 1 月，公司继续完善锂电负极产业链的整合，参股锂电负极材料石墨化加工企业石棉县集能新材料有限公司。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

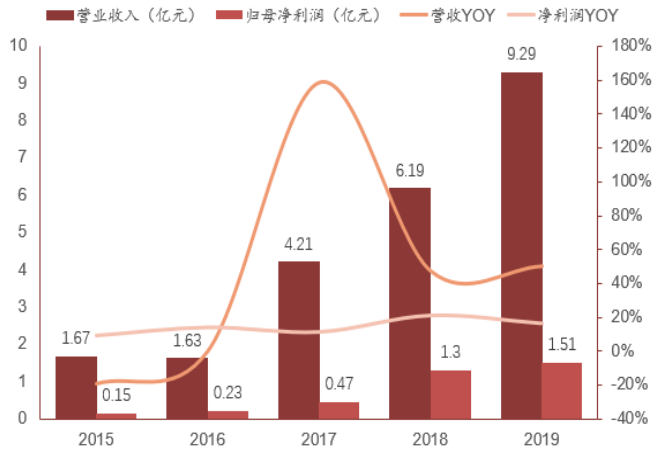
1.2. 盈利快速增长，产品结构清晰

1.2.1. 收入增长迅速，毛利趋于稳定

近年来公司营业收入呈现快速提升趋势，归母净利润亦随之增长，2019 年公司实现营业收入 9.29 亿元，同比增加 50.0%；归母净利润 1.51 亿元，同比增加 16.0%。

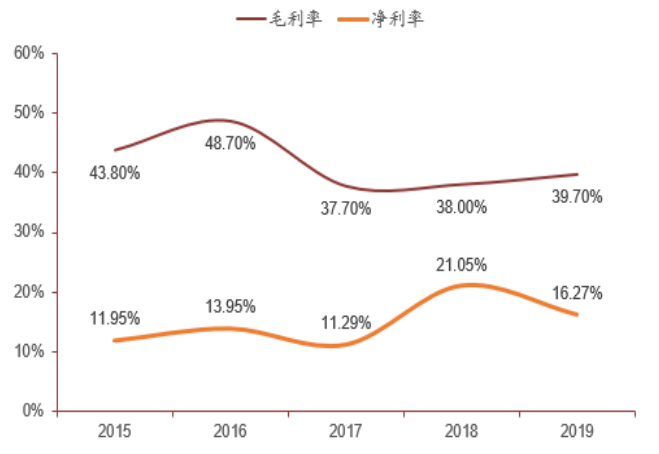
2017 年以来公司的毛利率保持稳定，在 37.7%-39.7%间；因财务费用及研发费用有所波动导致净利率变动较大，2019 年净利率约 16.3%。

图 2：公司近年来营业收入、归母净利润变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：公司近年来毛利率、净利率情况



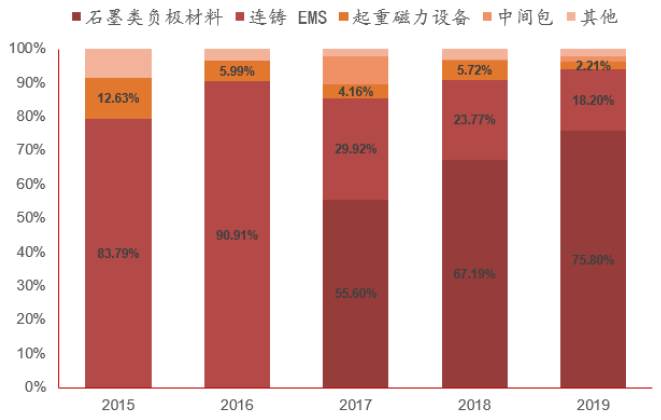
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2.2. 负极占比提升，国内供应为主

公司主要产品为石墨类负极材料、连铸 EMS、起重磁力设备、中间包等，产品可广泛应用于钢铁、交通运输、造船、机械、矿山、锂电等行业。2017 年以前，连铸 EMS 产品占据公司营业收入 80%-90%的比例，之后，石墨类负极材料逐步成为公司的主要收入来源。

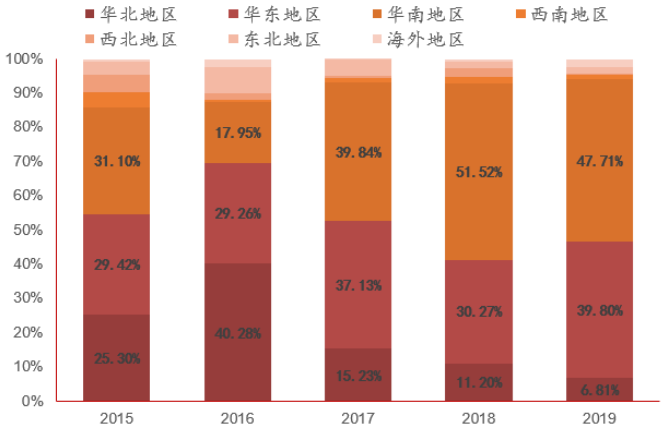
公司产品远销各个国家和地区，以华北、华东和华南地区为主，占据总收入的 80%以上，海外占比较小。

图 4：近年来产品结构情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：近年来各地区收入占比变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3. 长期战略清晰，海外有待开拓

推动产品迭代，丰富产品结构：一方面，公司围绕高能量密度 BEV 和 PHEV 动力锂电负极材料、高端高能量密度和快充消费电子锂电负极材料以及小储能和基站储能用锂电负极材料，加快推进优化迭代、测试量产的进度；另一方面，推进现有硅基负极材料研发和产业化进程。

优化客户结构，拓展海外业务：稳定战略客户，深挖潜力客户，重点开拓国际市场。对重点战略客户采取点对点跟进，及时解决客户难题，满足客户需求，积极拓展业务领域新客户。国际市场潜力较大，公司可以考虑将重心转移至国外市场，维持国内市场份额稳定的同时开拓国际市场。

加大负极业务投入，加快产能建设：负极材料在锂电池中主要作为储锂的主体，负极行业壁垒较高，人造石墨市占率逐步提升，公司已有负极行业基础，应抓住新能源锂电池行业发展机遇，可考虑加大负极业务投入，加快锂电负极材料新增产能建设，及时增加匹配客户需求快速增长的产能供应。

2. 公司及行业：负极格局清晰，公司产能爬坡

锂电池中负极的作用是储锂，由活性物质碳材料或非碳材料、粘合剂、添加剂等支撑糊状胶合剂，均匀涂抹在铜箔两侧，影响锂电池的首次效率、循环性能等，约占电池成本的 8%-10%。现今行业主流是碳材料中的石墨化碳材，且进一步细分为天然石墨、人造石墨和复合石墨。

2.1. 人造石墨提升，成本仍有空间

天然石墨和人造石墨各有优劣，均为目前市场主流负极材料，但人造石墨在循环寿命、倍率性等指标好于天然石墨，且价格及成本下降趋势明显，导致其占比不断提升。

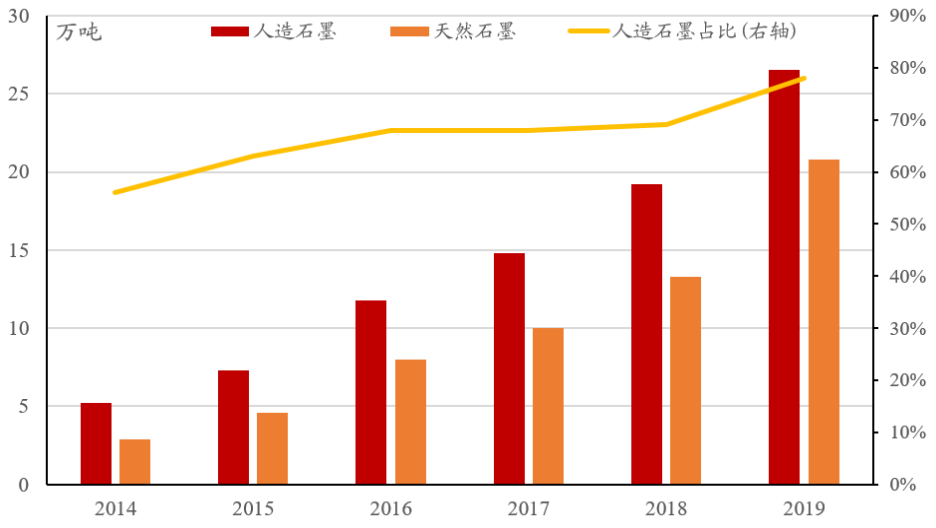
表 2：主要负极材料的性能对比

负极材料	理论比容量 (mAh/g)	循环寿命（次）	安全性	快充性能
天然石墨	372	1000	一般	一般
人造石墨	372	1000	一般	较好
钛酸锂	175	30000	高	好
石墨烯	600	--	一般	差

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

近年来人造石墨占比持续提升：2019 年，我国负极材料总出货约 26.5 万吨，其中人造石墨占比约 78%，达到 20.8 万吨。近年来人造石墨的占比持续提升，且未来几年仍有望延续。

图 6：人造石墨占比持续提升



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

人造石墨产品的成本组成：人造石墨成本中，占比较大的部分是原材料及石墨化工艺。而随着各家负极企业加大在石墨化领域的扩建力度，人造石墨的成本下降趋势将持续进行。

原材料层面，高比容量的产品会选择针状焦为原材料，且不同型号产品选取的针状焦品质也会有差别，导致人造石墨的成本和价格相差大，相对不透明；此外由于石墨化大部分采取委外加工模式，即使负极厂商在自建石墨化产能，短期内也仍将是委外为主。

表 3：人造石墨成本分析

分项	单吨成本(万元)	占比	备注
原材料	1.76	53.3%	以针状焦为主，预计单吨价格约 1.1 万元，每吨人造石墨需求 1.6 万吨针状焦；
委外加工费	1.19	36.1%	假设石墨化委外单吨约 1.7 万元，而主流企业有 30%比例自产；
制造费	0.25	7.6%	单吨约 2500 元；
人工	0.1	3.0%	单吨约 1000 元；
单吨成本	3.3	100%	
售价/毛利率	4.6		毛利率约 28.3%

资料来源：浙商证券研究所

2.2. 产能快速提升，石墨化占比高

产能情况：公司的人造石墨负极生产主要来自于中科星城和格瑞特，而石墨化产能来自于格瑞特及集能新材料（中科持股比例 37.5%）。预计 2020 年底，公司将有约 4.2 万吨负极产能，3.5 万吨石墨化产能（含集能新材料 1.5 万吨），石墨化占比业内领先，有助于公司降低成本，并在价格上具备更大优势。

表 4：公司预计产能情况

子公司	2020		2021	
	负极(万吨)	石墨化(万吨)	负极(万吨)	石墨化(万吨)
中科星城	2.2	1	5.2	4
格瑞特	2	1		
集能新材料		1.5		
合计	4.2	3.5		

资料来源：公司公告，调研纪要，浙商证券研究所

目前公司国内主要客户为比亚迪、宁德时代、亿纬锂能、苏州星恒等，海外对 SKI 供货逐步提升，2020 年有望实现大批量供货，而 LGC 等企业仍处于送样测评阶段，未来有望发力。

产业格局：目前负极是锂电池材料领域中格局最为清晰的环节，国内负极产业占全球超 70%、而国内格局是 CR3 约 60%，CR5 约 80%。总体而言，中科处于第二梯队，但是中科更专注于动力电池领域，实际已处于国内动力电池前三名。

天然石墨领域，贝特瑞处于几乎垄断地位；电动车需求的人造石墨领域，目前是紫宸、凯金、杉杉和中科（含星城及格瑞特）为第一梯队。随着公司扩产，负极出货量不断增加，预计公司将进一步巩固在国内动力电池领域领先地位，并快速冲进国内负极行业第一梯队。

表 5：主要人造石墨企业 2019 年出货占比

公司	占比
紫宸	22.4%
凯金	21.2%
杉杉	20.2%
贝特瑞	11.3%
翔丰华	4.9%
星城	4.9%
其他	-
总体	100%

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

2.3. 需求持续提升，动力电池快速

锂电负极的需求主要由消费电池和动力电池提供，此外还有一些小动力等领域需求，而其中动力电池领域人造石墨需求提升趋势更强。

目前消费电池和储能领域仍是天然石墨为主（消费电池领域占比已接近 50%，储能领域尚不足 30%），而动力电池领域人造石墨占比已近 80%，且因性能等因素影响，占比提升趋势加快。

表 6：电动车对人造石墨需求快速提升

分项	2019	2020	2021	2022
国内车销售量(万辆)	120	160	200	240
海外车销售量(万辆)	95	150	220	260
单车带电量(kWh/辆)	50	52	55	57
国内电池需求(GWh)	60	83.2	110	136.8
海外电池需求(GWh)	47.5	78	121	148.2
人造石墨占比	78%	80%	84%	88%
单位需求量(万吨/GWh)	0.125	0.12	0.115	0.11
动力电池需求人造石墨量(万吨)	10.5	15.5	22.3	27.6

资料来源：浙商证券研究所

2019 年消费电池总出货量约 72GWh，储能约 23GWh，则估算需求人造负极分别约 4.5 万吨和 0.7 万吨，总售出商品需求量约 16 万吨，考虑到库存等因素，总需求约 20-21 万吨。

未来消费电池领域稳中有升，储能领域因未形成规模及人造石墨需求占比较低，尚难有需求端的大贡献，主要需求领域仍将是由动力电池提供。

2.4. 磁电装备稳定，稳健经营为主

公司磁电装备业务主要是电磁冶金专用设备、工业磁力设备和锂电专用设备，其中主要产品为冶金专用设备中的连铸电磁搅拌（EMS）成套系统。

现今我国电磁冶金行业制造厂商众多，中低端产品竞争激烈，整体电磁冶产业产能利用率处于下降趋势，产业整合持续，需与龙头企业合作有望持续受益。公司磁电装备业务主要客户是大型钢铁企业、冶金工程承包商等，在此类专用设备领域市占率已达 60%。公司此业务产线完整度、产品技术、品质均保持业内领先，在行业竞争中将继续保持第一位置。

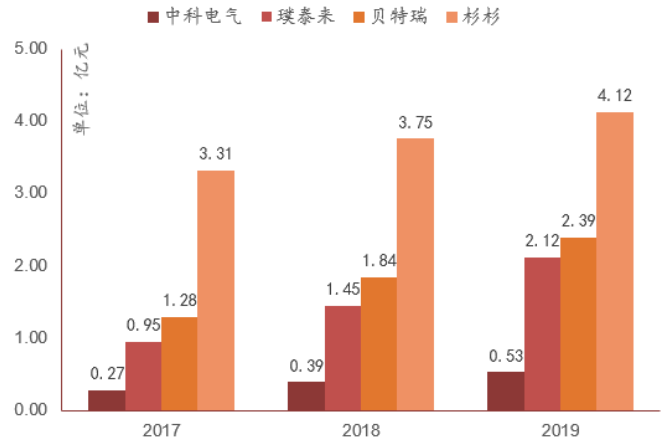
2019 年公司连铸 EMS 收入 1.7 亿元，增速约 14.8%，毛利率达 54.1%，近年来收入及毛利率均保持稳健发展趋势。

3. 财务指标：研发持续投入，费用管控增强

3.1. 研发投入提升，比例相对较高

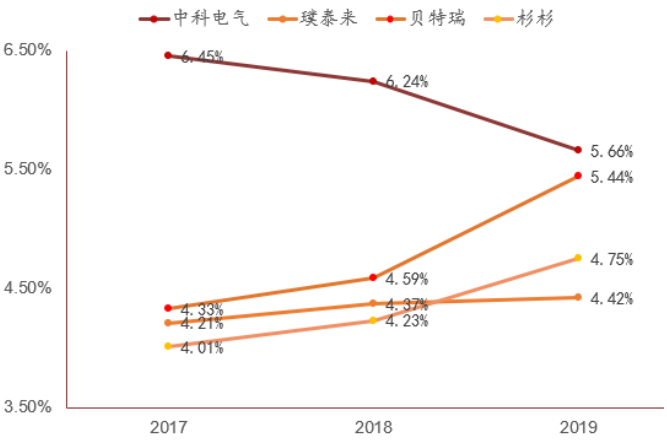
近年来公司在研发投入持续增加，虽绝对数额上与业内主要竞争者相比仍有差距，但考虑到公司目前规模及研发投入占比，仍可看出公司在研发层面的投入较大，发展潜力充足。

图 7：负极企业研发费用对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

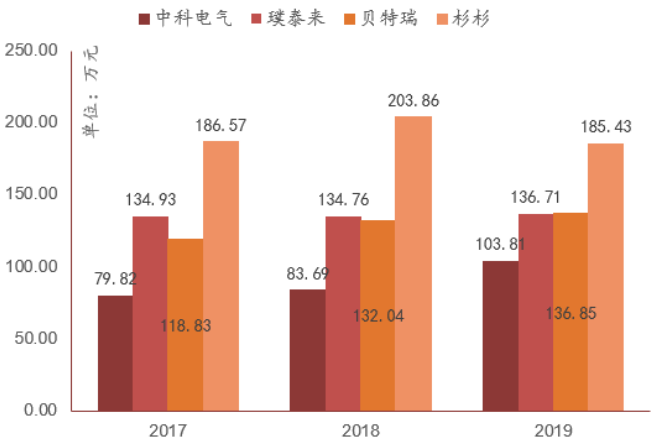
图 8：负极企业研发费用占营业收入比例



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

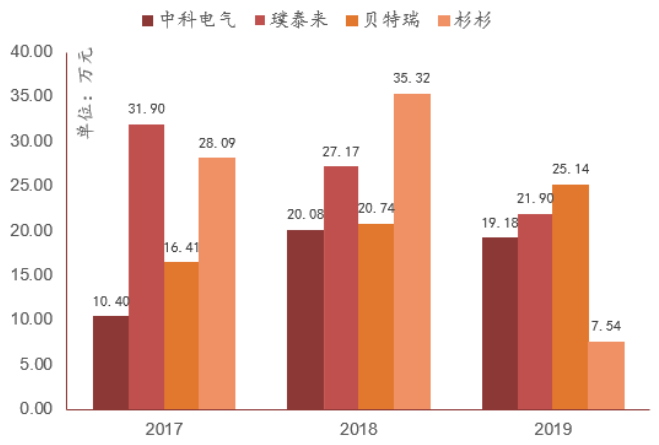
在人均创收层面，近年来公司呈现人均营业收入快速增长趋势，与同行业竞争对手差距较小；人均创造利润差距亦有缩小趋势。

图 9：近年来人均营业收入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：近年来公司人均利润



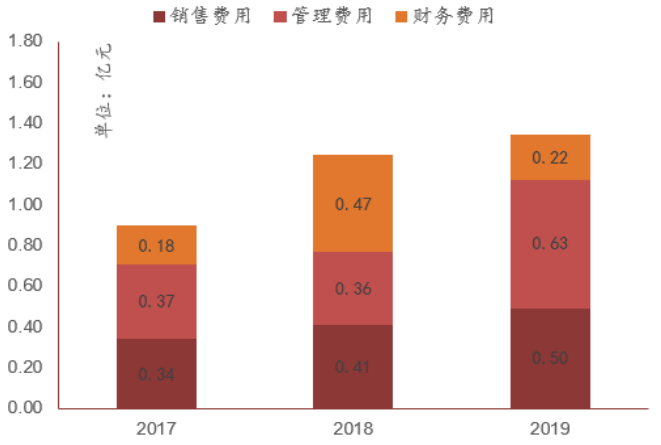
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2. 三费整体偏高，周转率属正常

3.2.1. 三费率整体情况

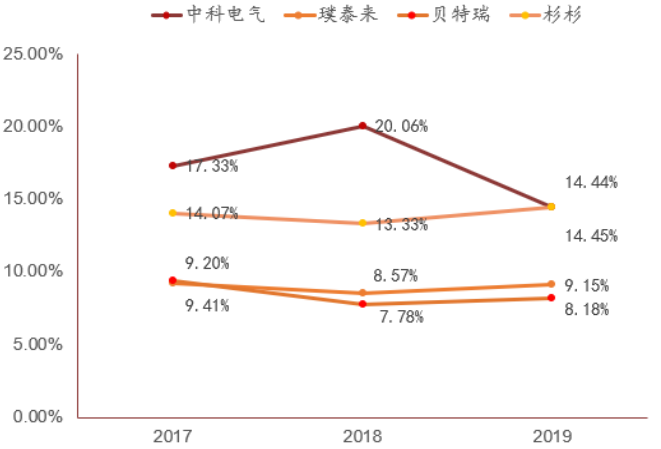
近年来随着收入规模的增加，销售费用呈现相应增长趋势；而管理费用在 2019 年因为股票激励计划的确认股份支付费用而有所提升；财务费用也因银行借款数额提升而增加。总体而言公司转向了负极业务后便处于新的快速发展阶段，需用需求较大，三费率整体偏高，但管控能力逐步增强。

图 11：近年来公司销售、管理和财务费用



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：近年来三费费用率

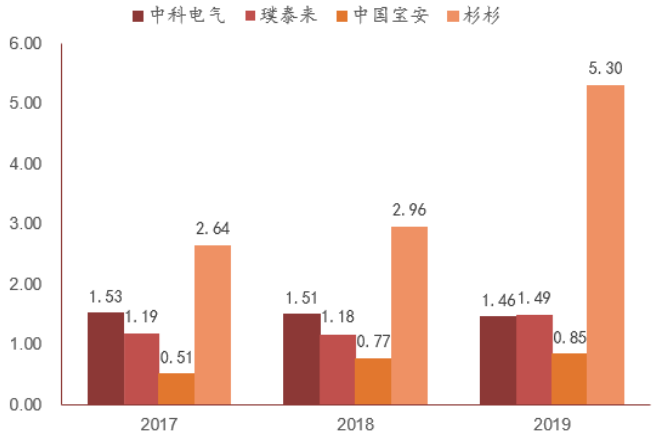


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2.2. 周转率等变化

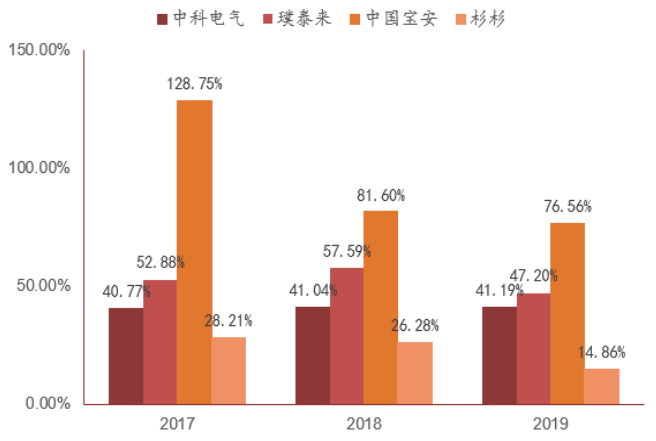
近年来公司的存货周转率与存货收入比处于行业中位，存货占用水平较低，流动性较强，故偿债能力与盈利能力尚可。

图 13：近年来存货周转率（次数）--基于成本计算



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14：近年来存货与收入比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 关键假设

一、公司负极材料业务专注于新能源汽车动力电池，针对此业务的关键假设如下：

1、 行业层面：如前文所述，2020 年至 2022 年电动车发展带动人造石墨需求量分别约 16 万吨、22 万吨、28 万吨，若叠加消费电池及储能需求，则总需量将有进一步提升，预计 3 年行业复合增速在 30%以上。

2、 公司层面：公司产能扩张迅速，预计 2020、2021、2022 年负极产能分别达到 3.2 万吨、5 万吨和 6 万吨，而自主石墨化比例将超 50%；客户层面与国内主要客户比亚迪、宁德时代均有稳定的供货关系，海外客户 SKI 今年起开始放量，此外苏州星恒、亿纬锂能等客户需求亦在逐步提升。预计 2020 年至 2022 年负极销量分别达到 2.7 万吨、3.9 万吨和 5 万吨。

3、 产品层面：假设人造石墨产品价格年均降幅 2000 元/吨，而石墨化比例增加亦同时降低成本。

综上，预计公司负极材料业务 2020 年至 2022 年的收入分别为 10.5 亿元、14.4 亿元和 17.5 亿元。

二、磁电装备业务：磁电装备业务已成熟，主要下游的冶金市场格局及发展稳定，假设行业维持约 10%的增速，而 2021 年则因新一轮基金复苏而有一定增速提升。预计 2020-2022 年收入分别是 2.21 亿元、2.58 亿元和 2.80 亿元。

基于以上假设，公司分业务预测如下表：

表 7：公司分业务预测

业务	分项	2019A	2020E	2021E	2022E
负极材料	收入(百万元)	704.25	1052.85	1442.41	1749.64
	增速	-	49.50%	37.00%	21.30%
	成本(百万元)	446.77	679.09	943.94	1151.60

磁电装备	收入(百万元)	203.59	220.98	258.17	280.47
	增速	-	8.54%	16.83%	8.64%
	成本(百万元)	104.30	113.17	132.18	143.54
合计	收入(百万元)	929.09	1296.15	1724.02	2054.73
	增速	50.02%	39.51%	33.01%	19.18%
	成本(百万元)	559.84	801.46	1085.78	1305.30

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 估值及投资意见

我们得到公司 2020-2022 年的营业收入分别是 12.96 亿元、17.24 亿元和 20.55 亿元，归母净利润分别为 1.98 亿元、2.48 亿元和 2.93 亿元，对应估值分别是 26.18 倍、20.89 倍和 17.71 倍

由于公司大部分利润来自于锂电负极材料，所以通过对比目前上市公司中主要的负极材料企业估值来进行对标，数据来自于 Wind 一致预期，如下表所示：

表 8：主要负极企业估值情况

公司	2020E	2021E	2022E
璞泰来	41.14	30.83	24.04
贝特瑞	22.15	16.19	11.02
杉杉股份	35.12	26.53	21.2
平均值	32.80	24.52	18.75

资料来源：Wind，浙商证券研究所

其中贝特瑞主要产品为天然石墨负极，故估值较低。2020 年主要负极材料公司的 PE 平均值为 32.80，而公司 2020 年对应估值仅有 26.57 倍处于低估状态。

分析认为公司暂时低估原因系暂时仍将公司归为负极材料二梯队企业所致。但中科电气在动力电池负极材料领域尤为专注，公司与国内电芯龙头企业合作紧密，随着产能扩建完成将快速释放业绩，实则已是人造石墨一梯队新贵。目前国内电动车产业链基本恢复正常，且政策利好产业不断发展；后续海外对 SKI 供货放量，均为市场提供看好新能源汽车及公司发展的信心。

综上所述，公司 2020 年合理估值约 32 倍，对应市值约 63.4 亿元，股价约 9.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

产能扩建或不及预期的风险；原材料价格波动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1576	2041	2479	2897
现金	331	377	399	536
交易性金融资产	4	1	2	2
应收账项	376	893	1064	1120
其它应收款	8	14	19	21
预付账款	16	35	50	52
存货	383	534	728	879
其他	457	186	217	287
非流动资产	1191	1165	1275	1333
金额资产类	0	3	2	2
长期投资	66	56	59	60
固定资产	396	460	522	572
无形资产	118	134	136	138
在建工程	30	32	34	35
其他	581	479	522	526
资产总计	2766	3206	3754	4231
流动负债	655	784	1025	1147
短期借款	255	202	234	230
应付款项	220	362	455	550
预收账款	39	47	70	81
其他	141	174	265	286
非流动负债	182	259	325	393
长期借款	135	200	272	340
其他	46	58	53	53
负债合计	837	1043	1350	1540
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1930	2164	2404	2691
负债和股东权益	2766	3206	3754	4231

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11	61	81	199
净利润	169	198	248	293
折旧摊销	39	36	42	48
财务费用	22	39	34	43
投资损失	4	(26)	(25)	(20)
营运资金变动	(220)	(110)	(49)	(33)
其它	(2)	(76)	(169)	(131)
投资活动现金流	(354)	(24)	(125)	(76)
资本支出	(55)	(94)	(97)	(89)
长期投资	(9)	7	(2)	(1)
其他	(290)	63	(26)	15
筹资活动现金流	596	9	66	13
短期借款	9	(53)	32	(4)
长期借款	78	65	72	68
其他	509	(3)	(38)	(51)
现金净增加额	254	46	22	137

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	929	1296	1724	2055
营业成本	560	801	1086	1305
营业税金及附加	9	13	17	21
营业费用	50	74	98	113
管理费用	63	87	116	134
研发费用	53	74	98	113
财务费用	22	39	34	43
资产减值损失	(2)	26	34	31
公允价值变动损益	(0)	1	1	1
投资净收益	(4)	26	25	20
其他经营收益	18	18	18	18
营业利润	189	227	284	335
营业外收支	0	(1)	(3)	(4)
利润总额	189	225	281	331
所得税	20	27	33	38
净利润	169	198	248	293
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	151	198	248	293
EBITDA	244	283	348	409
EPS（最新摊薄）	0.24	0.31	0.39	0.46

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	50.02%	39.51%	33.01%	19.18%
营业利润	21.05%	20.06%	25.42%	17.63%
归属母公司净利润	15.99%	31.04%	25.29%	17.96%
获利能力				
毛利率	39.74%	38.17%	37.02%	36.47%
净利率	18.17%	15.29%	14.40%	14.25%
ROE	9.52%	9.68%	10.87%	11.50%
ROIC	7.86%	8.38%	9.23%	9.74%
偿债能力				
资产负债率	30.25%	32.52%	35.96%	36.40%
净负债比率	47.78%	39.46%	38.41%	37.73%
流动比率	2.41	2.60	2.42	2.53
速动比率	1.82	1.92	1.71	1.76
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.43	0.50	0.51
应收帐款周转率	2.43	2.29	2.04	2.08
应付帐款周转率	4.38	4.29	3.91	3.89
每股指标(元)				
每股收益	0.24	0.31	0.39	0.46
每股经营现金	0.02	0.09	0.13	0.31
每股净资产	3.01	3.37	3.75	4.19
估值比率				
P/E	34.31	26.18	20.89	17.71
P/B	2.68	2.40	2.16	1.93
EV/EBITDA	20.95	18.50	15.25	12.81

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上;
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%;
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%之间波动;
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上;
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%以上;
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼
深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02
邮政编码：200127
电话：(8621) 80108518
传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn