

沃尔德 (688028)

国际一流的超硬刀具供应商

分析日期 2019年07月09日

行业评级: 中性/首次

证券分析师: 牛畅

执业证书编号: S0630115060032

电话: 20333451

邮箱: niuch@longone.com.cn

联系人: 张耀翔

电话: 20333272

邮箱: zyx@longone.com.cn

◎主要内容:

◆**公司概况: 国际一流的超硬刀具供应商。**公司是国内领先、国际一流的超硬刀具供应商。主要从事各类高端超硬刀具和超硬材料制品的研发、生产和销售,产品广泛应用于消费电子、汽车制造、工程机械、航空航天、能源设备等行业。公司拥有强大的研发实力和丰富的技术储备,目前公司拥有各类国内外专利132项,其中发明专利24项。公司在包括中国、欧美、日韩等在内的全球范围内与瑞典山特维克集团、日本住友电气工业株式会社、日本三星钻石工业株式会社等业内国际一流品牌企业直接竞争。发行人钻石刀轮、部分高精密切削刀具打破了国外一流厂商在行业内的垄断,实现了在高端加工领域的进口替代,并逐步提升在全球市场的份额。

◆**公司营收和利润增速实现双增长。**2016年到2018年,公司的营业收入从1.75亿元增长到了2.62亿元,规模实现了1.50倍的增长,增速在2017年达到了33.62%。2017年,由于公司营业收入33.62%的增长,带动归母净利润同比增长38.15%。2018年归母净利润0.66亿元,同比增长14.03%,相较于2017年增速有所回落。

◆**主营超高精密和高精密超硬刀具。**公司自成立以来,主要从事超高精密和高精密超硬刀具及超硬材料制品的研发、生产和销售业务。公司紧密围绕超硬刀具行业,依托自主研发的“超硬材料激光微纳米精密加工技术”、“真空环境加工技术”、“PCD超薄聚晶片及复合片精密研磨及镜面抛光技术”、“自动化设备研制技术”等四大类核心技术,形成了应用广泛的高端超硬刀具及相关超硬材料制品研发生产能力。

◆**刀具性能和精密度要求持续提高,国内超硬刀具企业的快速崛起。**随着国家工业制造实力的不断发展,加工工件复杂性和困难程度持续提升,工业加工从粗放式、手动式加工向精细化、自动化加工不断演进,对加工工具的稳定性、精细程度要求不断提高。“十九大”报告指出,要加快建设制造强国,加快发展先进制造业,促进我国产业迈向全球价值链中高端,培育若干世界级先进制造业集群。近年来,我国不断引进吸收国外先进技术和自主创新,涌现出诸如北京沃尔德、郑州钻石精密、威海威硬、中天超硬等为代表的国内优秀厂商。国内刀具企业在替代原有进口产品的同时,将逐渐进入国际市场与跨国巨头进行全面的竞争。

◆**盈利预测和公司估值:**预计公司2019-2021年收入分别为3.02、3.62、4.27亿元;归母净利润分别为0.86、0.98、1.31亿元,同比增长分别为36.13%、14.02%、34.09%。2019-2021年EPS分别为1.43,1.63和2.18元,由于A股没有相对应的可比公司,所以选取行业平均估值31.92倍,并考虑公司的存货跌价风险,我们认为公司合理的PE(TTM)区间在(22,33),公司合理的股价区间在(23.08,34.62)。

◆**风险提示:**中美贸易战加剧、市场竞争风险、材料价格波动。

	2016A	2017A	2018H	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	174.72	233.46	262.25	301.59	361.90	427.05
同比增速(%)		33.62%	12.33%	15.00%	20.00%	18.00%
净利润(百万)	42.09	58.14	66.30	85.65	97.66	130.95
同比增速(%)		38.13%	14.04%	29.19%	14.02%	34.09%
毛利率(%)	50.08%	51.84%	51.82%	50.00%	52.00%	48.01%
每股盈利(元)	0.705	0.954	1.049	1.427	1.628	2.183
ROE(%)	16.63%	19.06%	18.20%	21.27%	20.88%	23.59%
PE(倍)	-	-	-	-	-	-

正文目录

1. 公司概况	4
1.1. 行业细分龙头.....	4
1.2. 公司股权结构.....	4
1.3. 营收和利润双增长.....	5
1.4. 主营超高精密和高精密超硬刀具.....	6
2. 行业情况分析	7
2.1. 精密超硬刀具主要分类.....	7
2.2. 刀具性能和精密度要求持续提高，国内超硬刀具企业的快速崛起.....	8
3. 主要技术介绍	9
4. 盈利预测和公司估值	11
5. 风险提示	11

图表目录

图 1 发行上市前公司股权结构.....	5
图 2 公司营业收入及增速情况（亿元、%）.....	5
图 3 公司归属上市公司股东的净利润及增速情况（亿元、%）.....	6
图 4 主要产品的工艺流程图或服务的流程图.....	7
表 1 公司董事长履历和公司历史.....	4
表 2 产品种类.....	8
表 3 主要技术.....	10
表 4 公司业务分拆预测.....	11
表 5 A 股可比公司.....	错误!未定义书签。

1. 公司概况

1.1. 行业细分龙头

公司是国内领先、国际一流的超硬刀具供应商。主要从事各类高端超硬刀具和超硬材料制品的研发、生产和销售，产品广泛应用于消费电子、汽车制造、工程机械、航空航天、能源设备等行业。公司紧密围绕超硬刀具行业，依托自主研发的“超硬材料激光微纳米精密加工技术”、“真空环境加工技术”、“PCD 超薄聚晶片及复合片精密研磨及镜面抛光技术”、“自动化设备研制技术”等四大类核心技术，形成了应用广泛的高端超硬刀具及相关超硬材料制品研发生产能力。公司拥有强大的研发实力和丰富的技术储备，目前公司拥有各类国内外专利 132 项，其中发明专利 24 项。公司在包括中国、欧美、日韩等在内的全球范围内与瑞典山特维克集团、日本住友电气工业株式会社、日本三星钻石工业株式会社等行业内国际一流品牌企业直接竞争。发行人钻石刀轮、部分高精密切削刀具打破了国外一流厂商在行业内的垄断，实现了在高端加工领域的进口替代，并逐步提升在全球市场的份额。

表 1 公司董事长履历和公司历史

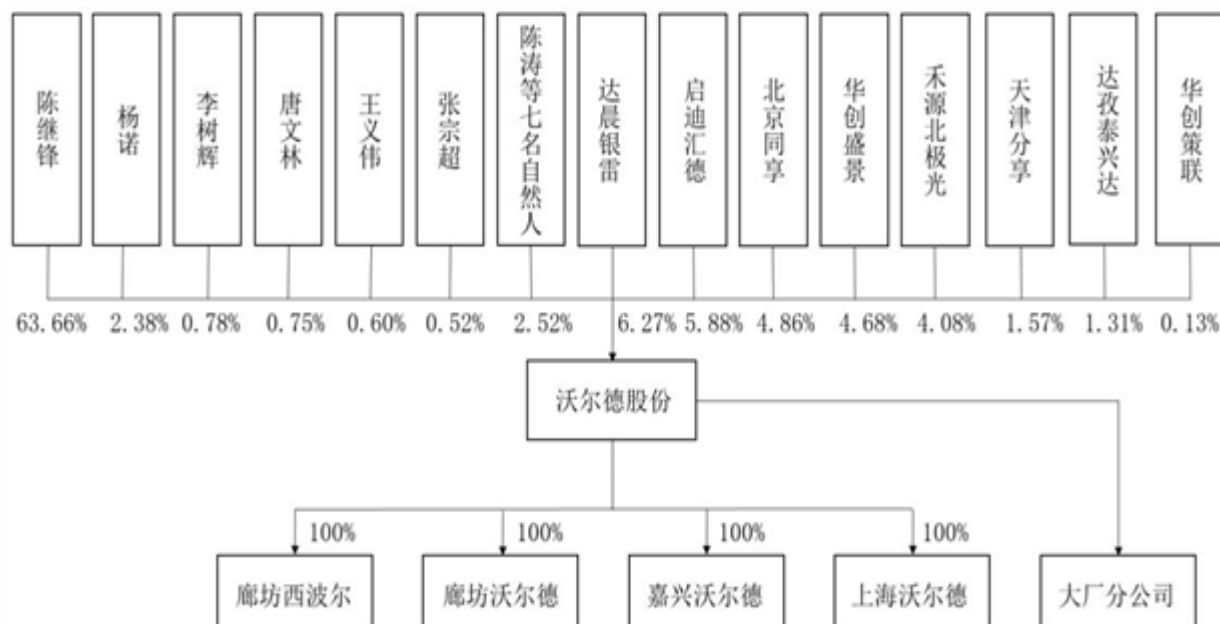
年份	事件
1987-1992	陈继锋就读于中国科技大学近代物理系
1992	陈继锋进入国家建材局人工晶体所，从事 CVD 金刚石领域研究工作并取得多方面成绩
2000	陈继锋从人工晶体所辞职，创立了北京希波尔科技发展有限公司
2006	陈继锋创建北京沃尔德超硬工具有限公司，2010 年将两公司重组，北京希波尔资产和业务重组进入北京沃尔德超硬工具有限公司，北京希波尔则停止经营。
2015	北京沃尔德完成股份制改造，正式更名为北京沃尔德金刚石工具股份有限公司

资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2. 公司股权结构

本次发行前，持有发行人 5%以上股份的股东为陈继锋、达晨银雷及启迪汇德，分别持有发行人 63.66%、6.27%及 5.88%的股份。陈继锋之配偶杨诺直接持有发行人本次发行前 2.38%股权，陈继锋、杨诺夫妇合计持有发行人本次发行前 66.04%股权。陈继锋、杨诺夫妇系发行人实际控制人。

图 1 发行上市前公司股权结构

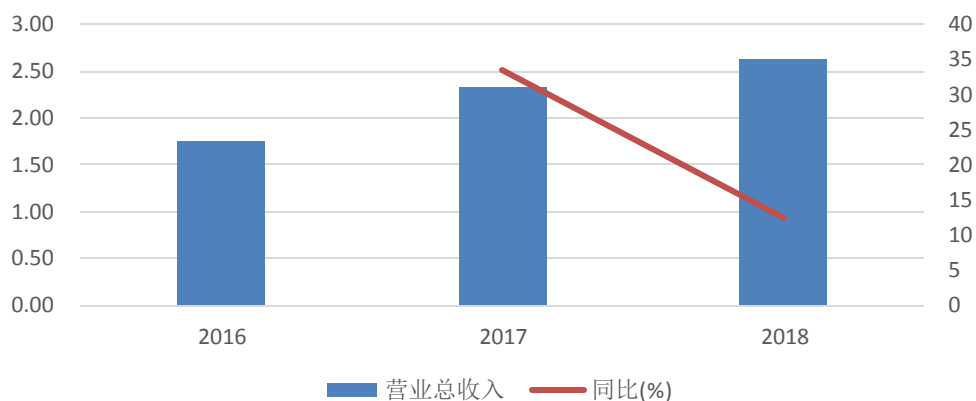


资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

1.3. 营收和利润双增长

2016年到2018年,公司的营业收入从1.75亿元增长到了2.62亿元,规模实现了1.50倍的增长,增速在2017年达到了33.62%。公司专注于超高精密、高精密超硬刀具及超硬材料产品的研发、生产和销售业务,报告期内上述产品收入合计占主营业务收入的比例分别为94.62%, 96.89%和94.61%。

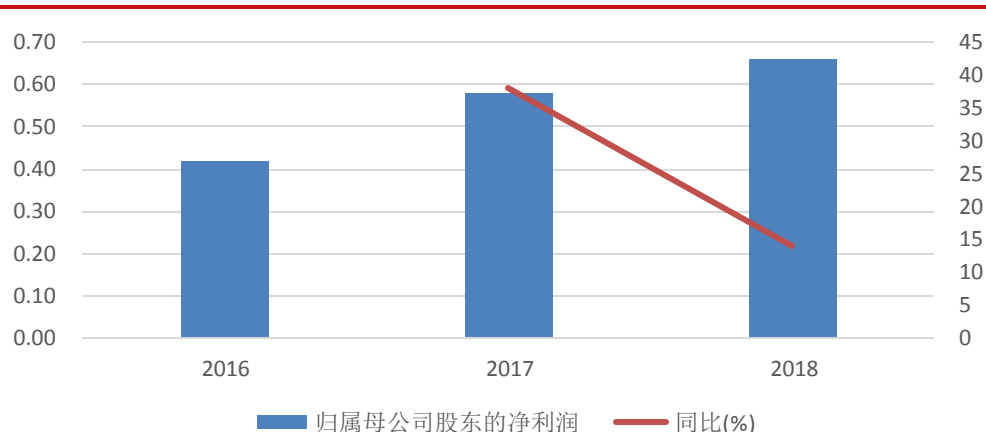
图 2 公司营业收入及增速情况 (亿元、%)



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

2017年,由于公司营业收入33.62%的增长,带动归母净利润同比增长38.15%。2018年归母净利润0.66亿元,同比增长14.03%,相较于2017年增速有所回落。

图 3 公司归属上市公司股东的净利润及增速情况 (亿元、%)



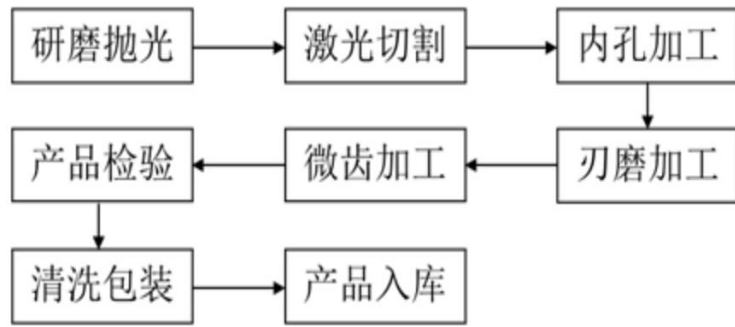
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

1.4. 主营超高精密和高精密超硬刀具

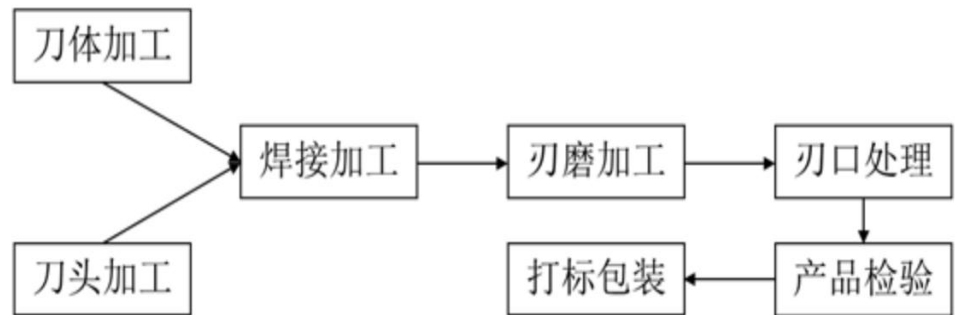
发行人自成立以来，主要从事超高精密和高精密超硬刀具及超硬材料制品的研发、生产和销售业务。公司紧密围绕超硬刀具行业，依托自主研发的“超硬材料激光微纳米精密加工技术”、“真空环境加工技术”、“PCD 超薄聚晶片及复合片精密研磨及镜面抛光技术”、“自动化设备研制技术”等四大类核心技术，形成了应用广泛的高端超硬刀具及相关超硬材料制品研发生产能力。公司重点产品包括各类超高精密及高精密的超硬刀具、CVD 金刚石等超硬材料制品。公司主要产品及服务定位于全球高端超硬刀具市场，广泛应用于消费类电子产品中的触摸屏、液晶面板等消费电子玻璃的超高精密切割，汽车动力系统等核心部件的高精密切削等先进制造领域。公司产品通过直销及经销的模式实现销售，产品的终端用户包括美国卡特彼勒、韩国 LG、京东方、华星光电、天马微电子、友达光电、东旭光电等国内外企业，以及德国奔驰、奥迪、宝马等汽车厂商的核心部件供应商。

图 4 主要产品的工艺流程图或服务的流程图

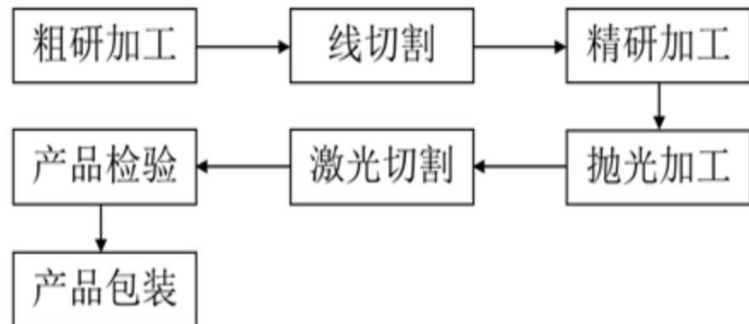
1、超高精密玻璃切割刀具（钻石刀轮）



2、超高精密、高精密切削刀具



3、超硬材料（拉丝模芯）



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

2.行业情况分析

2.1.精密超硬刀具主要分类

发行人产品包括超高精密和高精密超硬刀具，产品规格较多，其中带齿钻石刀轮目前主要应用于显示屏切割领域、可转位铣刀盘和高精密 PCBN 刀具目前主要应用于汽车行业，是发行人产品下游应用具有代表性的两个行业。

带齿钻石刀轮

钻石刀轮类产品是发行人的主要产品类型之一，主要应用于显示面板的切割，其产品参数可以有效反映公司核心技术在行业中的竞争力。发行人带齿刀轮精度较高、刃口锋利，在切割过程中控制精准、切线较细、切后玻璃抗折弯能力强。

可转位铣刀盘

发行人可转位铣刀盘由基体及多个高精密 PCD 刀片组合而成，主要应用于汽车动力系统、传动系统核心部件的切削。发行人该系列 PCD 刀具通过自身独特的结构设计和材料选择大幅度减轻了刀具整体重量，同时提高刀具自身强度，允许刀具承受更高的机床主轴转速和更大的切削深度。发行人刀盘的密齿结构设计使得刀盘在直径相同的情况下，可以安装更多刀片，实现更高的进给速度和更长的使用寿命。发行人铣刀盘拥有预定位面功能，在更换刀具时能更快达到可使用精度，减小刀具的调整时间。此外，该款刀具刀口可以实现特殊的断屑槽设计，可以在高速加工中自动切断金属切削屑，有效解决切削屑缠绕后损伤设备及工件、加工停滞的问题。同时，发行人刀片采用双刀口结构设计，可以进一步降低客户的刀片使用成本。

高精密 PCBN 刀具

测试过程中，刀具磨损度越小即表面刀具的耐用性耐用性越高、最大理论使用寿命越长；同时工件表面粗糙度 Ra 表示经刀具加工后的工件表面粗糙度，Ra 值越小表面工件表面越光滑，加工效果越好。从上表数据可知，发行人 CNGA 系列 PCBN 刀具部分款型加工性能和使用寿命表现优异。

表 2 产品种类

产品种类	应用领域	所属行业
钻石刀轮类产品	用于 LCD 面板、基板玻璃、触摸屏、盖板玻璃、AMOLED 面板等互联网和物联网智能终端显示器件的切割，亦可用于汽车玻璃、光学或装饰玻璃、医疗用品玻璃等非金属产品的切割	C35 专用设备制造—C3529 其他非金属加工专用设备制造
刀具类产品	用于汽车发动机、变速箱，工程机械金属零部件等有色金属及黑金属的精密加工	C34 通用设备制造—C3421 金属切削机床制造

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

2.2. 刀具性能和精密度要求持续提高，国内超硬刀具企业的快速崛起

未来超高精密和高精密超硬刀具及超硬材料制品的发展趋势主要体现在以下三个方面：
下游产业对刀具的性能和精密度要求持续提高

随着国家工业制造实力的不断发展，加工工件复杂性和困难程度持续提升，工业加工从粗放式、手动式加工向精细化、自动化加工不断演进，对加工工具的稳定性、精细程度要求不断提高。以钻石刀轮产品所处的智能显示领域为例，多媒体与智能移动终端呈现出明显的轻薄化发展趋势，更轻、更薄是触控组件和显示组件的发展方向。下游产品的精细化发展对加工工具的精密度和稳定性提出了新的挑战。过去的液晶电视或电脑显示屏边框较宽、机身较厚，因此面板加工厂商对玻璃切割的要求主要集中在高渗透力，加工过程中可以容许有一定量的侧裂线和玻璃粉。随着显示设备轻薄化、面板封装工艺的提升、面板自身抗弯折强度要求的不断提高，下游面板加工厂商对面板切割的裂痕深度与精度要求大幅度提高，同时也不允许存在侧裂线和玻璃粉。此时，硬质合金刀轮或普通的金刚石玻璃切割刀具已经不能满足现在手机触摸屏及各种智能显示和触摸面板的切割要求。钻石刀轮

作为目前以及将来触控屏及液晶玻璃切割的主要工具，需要不断提高其产品精度及性能，来满足下游客户对切割效果的预期。

国内超硬刀具企业的快速崛起

从世界范围来看，在过去很长一段时间里高端超硬刀具设计制造企业主要集中在欧美、日韩等发达工业化国家，一方面由于上述地区该行业发展较早，另一方面由于当地强大的科技研发和制造业生产能力为超硬刀具行业提供了发展的动力。在以电子加工高精密切削刀、铣刀，汽车关键零部件加工的非标铰刀、铣刀等为代表的超高精密、高精密切削刀具市场中，欧美、日韩产品占据主导地位。“十九大”报告指出，要加快建设制造强国，加快发展先进制造业，促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群。因此，高端工具的进口替代是我国迈向制造强国的必经阶段，也是对外贸易战略大势所趋。近年来，我国不断引进吸收国外先进技术和自主创新，涌现出诸如北京沃尔德、郑州钻石精密、威海威硬、中天超硬等为代表的国内优秀厂商。国内刀具企业在替代原有进口产品的同时，将逐渐进入国际市场与跨国巨头进行全面的竞争。国内先进刀具企业的产品在国际市场上具有性价比高的优势，部分企业的重点产品甚至在核心参数上已经达到国际领先水平。伴随着国内企业销售拓展能力的加强和国际影响力的提升，我国超硬刀具企业将与瑞典山特维克、美国肯纳金属、德国玛帕、日本住友、日本三菱、日本京瓷等国际一流企业在全世界市场开展竞争，进一步提高国产刀具的市场容量。

超硬刀具将挤占部分高速钢、硬质合金市场份额

按照刀具材料不同，目前工业切削刀具可以主要分为高速钢、硬质合金、陶瓷以及超硬材料四类产品。超硬材料切削刀具市场占比稳步提升，在高速切削加工领域挤占原部分硬质合金、陶瓷和高速钢切削刀具市场份额。在机械加工领域，早期主要采用高速钢刀具。随后，以硬质合金和陶瓷刀具为代表的新型材料刀具开始逐步替代原有高速钢刀具。随着产业升级与技术进步，超硬材料刀具开始广泛应用于工业加工，并逐步替代硬质合金和陶瓷刀具。近年来，随着我国高端制造、精密制造和新材料行业持续稳步发展，工业生产制造过程中很多工件的加工已无法继续使用传统的硬质合金、陶瓷刀具，转而使用金刚石或立方氮化硼刀具。另一方面，随着超硬刀具生产、加工技术的进步，金刚石和立方氮化硼刀具的生产成本逐步降低，相较传统刀具的经济优势逐渐突显。未来，在部分有色金属、复合材料加工领域，硬质合金、陶瓷刀具将逐渐被替代，新型超硬刀具将成为性能更佳、效率更高、综合成本更低的选择。

3. 主要技术介绍

目前，国内外先进超硬刀具企业广泛使用激光切割、研磨技术、焊接技术、镀膜技术对刀具加工，通过组合刀具材料、刀具结构、刃口结构、涂层组合等多种因素实现下游客户加工的最佳效果。由于国内外先进企业在刀具加工环节中采用不同类型的激光加工、研磨抛光、焊接镀膜等各类设备，且在不同环节中拥有自身的独特工艺参数及流程。本公司在对自身技术先进性和行业地位进行判断时，除了对技术本身工艺参数进行比较外，进一步结合了公司的刀具产品技术特点和加工性能。

表 3 主要技术

技术名称	主要对应产品	技术所处阶段	技术来源	是否已取得的专利或设立保护措施
超硬材料激光微纳米精密加工技术	钻石刀轮, 标准及非标型铰刀、铣刀、切削刀具, 超硬材料制品	技术相对成熟且不断升级, 产品已经批量生产	自主研发	是
真空环境加工技术	标准及非标型铰刀、铣刀、切削刀具, 超硬材料制品	技术相对成熟且不断升级, 产品已经批量生产	自主研发及受让	是
PCD 超薄聚晶片及复合片精密研磨及镜面抛光技术	钻石刀轮, 超小型切削刀具, 超硬材料制品	技术相对成熟且不断升级, 产品已经批量生产	自主研发	是
自动化设备研制技术	钻石刀轮、切削刀具、超硬材料制品及加工服务	技术相对成熟且不断升级, 产品已经批量生产	自主研发及受让	是

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

超硬材料激光微纳米精密加工技术

发行人是国内较早掌握超硬刀具激光加工技术的企业之一, 在激光加工领域有深入的应用研究及技术积累。发行人全面掌握了不同脉宽、不同波长的各种类型激光在超硬刀具的应用。其中, 紫外皮秒和飞秒激光则属于超硬加工技术发展的尖端和前沿, 该类激光光源脉宽窄、波长短, 可以优化加工刀具的表面粗糙度, 减小热损伤厚度, 从而提升刀具寿命及加工稳定性。发行人使用自制飞秒激光设备加工出的刀具表面粗糙度可以小于 0.1 微米, 雕刻的热损伤厚度小于 1 微米。

真空环境加工技术

发行人的真空环境加工技术主要分为真空焊接、真空镀膜、真空材料制造三项技术内容。公司在焊接工艺上拥有焊料干燥和可融性监测环节, 在焊料选择上使用多金属混合焊料提高焊接稳定性和强度。公司依据真空焊接技术推出的 PCBN 迷你刀片系列产品, 刀粒面积可以减小到 2-5 平方毫米, 大幅度减少了 PCBN 材料的使用成本, 同时保证刀具的焊接强度。发行人真空镀膜技术采用行业内先进的离子镀膜工艺技术, 拥有较高的镀膜效率和结合度。此外, 发行人经过深入研究实验, 掌握了多种金属、非金属复合涂层材料, 多涂层结构的独特涂层材料, 有效提高了镀膜后刀具的使用寿命。发行人真空材料制备技术使用自主研发 CVD 真空生长设备以及行业先进的生产工艺, 可以规模化制造成品直径达 195 毫米的大尺寸 CVD 金刚石厚膜材料。

CD 超薄聚晶片及复合片精密研磨及镜面抛光技术

发行人使用该技术可以将大尺寸 PCD 聚晶片研磨抛光为 0.50 毫米到 0.65 毫米厚度的超薄片, 且厚度公差达到 ±1 微米, 直接切割后可作为钻石刀轮半成品。此外, 发行人使用该技术可以将复合片研磨抛光至各种厚度, 最薄可达到 0.5 毫米。同时, 公司研磨抛光过程中, 对金刚石复合片中金刚石层的均匀度和厚度进行检测, 确保在研磨抛光后金刚石层厚度公差达到 ±0.05 毫米的公司标准。

自动化设备研制技术

发行人长期聚焦超硬刀具和超硬材料制品的生产加工, 与激光设备、刃磨设备制造厂商相比, 对超硬材料特性、加工工艺有更加深入的理解, 可以更好的根据超硬刀具制造企业的生产需求, 制造超硬刀具和材料专用的设备。发行人的自制激光设备减少了大量非必

要性配件，优化设备结构和部件选型，最高效的满足了刀具生产工艺需求。与国际一流的设备制造厂商相比，虽然发行人设备在功能集成度、设备通用性上有一定劣势，但是就超硬刀具及材料制品加工的具体工艺环节上性能相当，且同功能自制设备成本较对外采购设备降低 50%以上。

4. 盈利预测和公司估值

我们根据公司的发展情况以及所处的行业，对公司做出如下假设：

假设 1：由于公司超硬刀具和材料的全球化布局，我们预计公司 2019-2021 年的营收增速分别为 15.27%，19.87%和 17.96%。

假设 2：我们预计公司毛利率在 2019-2021 年维持在 50.00%，52.00%和 48.01%。

表 4 公司业务拆分预测

业务拆分	财务指标	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
超硬刀具	营业收入 (亿元)	1.45	2.00	2.24	2.58	2.91	3.58
	同比增速		37.93%	12.03%	15.63%	13.20%	23.04%
	营业成本 (亿元)	0.67	0.88	0.99	1.31	1.54	1.84
	毛利率	54.11%	56.29%	55.87%	50.73%	52.97%	51.25%
超硬复合材料	营业收入 (亿元)	0.20	0.26	0.24	0.23	0.26	0.28
	同比增速		-7.69%	-4.17%	13.04%	7.69%	-7.69%
	营业成本 (亿元)	0.15	0.20	0.19	0.18	0.2	0.21
	毛利率	26.10%	23.89%	20.94%	21.74%	23.08%	25.00%
总体合计	营业收入 (亿元)	1.75	2.33	2.62	3.02	3.62	4.27
	同比增速		33.14%	12.45%	15.27%	19.87%	17.96%
	营业成本 (亿元)	0.87	1.12	1.26	1.51	1.88	2.05
	毛利率	50.08%	51.84%	51.82%	50.00%	52.00%	48.01%

资料来源：wind,东海证券研究所预测

2016 到 2018 年营收分别为 1.75 亿、2.33 亿、2.62 亿；归母净利润分别为 0.42 亿、0.58 亿、0.66 亿，营收和归母净利润在过去三年内均实现增长。预计公司 2019-2021 年收入分别为 3.02、3.62、4.27 亿元；归母净利润分别为 0.86、0.98、1.31 亿元，同比增长分别为 36.13%、14.02%、34.09%。2019-2021 年 EPS 分别为 1.43, 1.63 和 2.18 元，由于 A 股没有相对应的可比公司，所以选取行业平均估值 31.92 倍，并考虑公司的存货跌价风险，我们认为公司合理的 PE(TTM) 区间在 (22, 33)，公司合理的股价区间在 (23.08, 34.62)。

5. 风险提示

中美贸易战加剧、市场竞争风险、材料价格波动。

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	13.61	79.03	140.09	223.63
应收和预付款项	85.45	92.34	103.46	113.34
存货	49.48	66.33	78.20	94.54
其他流动资产	3.67	3.83	4.28	5.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工	179.18	154.76	130.34	105.92
无形资产和开发支	26.73	22.19	17.66	13.13
其他非流动资产	5.69	5.69	5.69	5.69
资产总计	363.80	446.43	539.02	635.74
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	20.83	27.18	32.47	38.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	20.83	27.18	32.47	38.44
股本	60.00	60.00	60.00	60.00
资本公积	94.88	94.88	94.88	94.88
留存收益	190.76	267.05	354.36	445.06
归属母公司股东权	345.64	421.93	509.24	599.94
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	345.64	421.93	509.24	599.94
负债和股东权益合	366.48	449.11	541.70	638.38

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	63.37	92.95	91.19	113.17
投资性现金净流量	-62.00	-60.00	-40.00	-40.00
筹资性现金净流量	-21.00	-27.54	-30.13	-29.63
现金流量净额	-19.63	5.41	21.06	43.54

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	262.25	301.59	361.90	427.05
营业成本	126.34	150.79	188.19	204.98
营业税金及附加	2.75	3.17	3.80	4.48
营业费用	19.02	21.88	26.25	30.98
管理费用	22.63	26.03	31.23	36.86
财务费用	-0.28	-1.04	-2.47	-4.32
资产减值损失	2.65	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-16.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	72.47	100.76	114.89	154.06
其他非经营损益	-0.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	72.23	100.76	114.89	154.06
所得税	9.31	15.11	17.23	23.11
净利润	62.92	85.65	97.66	130.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	62.92	85.65	97.66	130.95

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
收益率				
毛利率	51.82%	50.00%	52.00%	48.01%
三费/销售收入	15.78%	15.54%	15.20%	14.87%
EBIT/销售收入	27.51%	33.07%	31.07%	35.07%
EBITDA/销售收入	34.17%	42.67%	39.07%	41.85%
增长率				
销售收入增长率	12.33%	15.00%	20.00%	18.00%
EBIT 增长率	8.36%	38.23%	12.74%	33.19%
EBITDA 增长率	11.46%	43.60%	9.87%	26.40%
净利润增长率	9.90%	36.12%	14.02%	34.09%
总资产增长率	14.70%	15.74%	18.28%	16.62%
股东权益增长率	15.08%	16.51%	16.16%	18.65%
经营营运资本增长率	15.82%	16.32%	17.23%	14.22%
业绩和估值指标				
EBIT	72.14	99.72	112.43	149.75
EBITDA	89.61	128.68	141.38	178.70
NOPLAT	63.04	84.76	95.56	127.28
净利润	62.92	85.65	97.66	130.95
EPS	1.049	1.427	1.628	2.183
BPS	5.761	6.712	7.796	9.250

分析师简介:

牛畅: 东海证券研究所机械组组长, 汽车行业研究员, 伦敦大学玛丽女王学院金融学硕士, 四年证券从业经历。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089