

硅宝科技 (300019)

密封材料细分龙头，发力高端市场

硅橡胶行业龙头，收入利润快速增长

硅宝科技是国内有机硅橡胶龙头公司，09 年上市至今，收入从 1.7 亿迅速增长至 2019 年 10.18 亿，年均增速 20.58%，净利润从 0.35 亿增长至 2019 年 1.32 亿元，除 2017 年外，收入利润每年均保持快速增长。

需求快速增长，装配式建筑将带动需求增速提升

有机硅室温胶具有优异的耐老化性能，良好的粘接性，施工简便，2018 年建筑行业需求占比超过 6 成。2019 年中国建筑密封胶产值约为 99.33 亿元，需求持续增长。装配式建筑近年来快速发展，2019 年新开工装配式建筑 4.2 亿平米，较 2018 年增长 45%，占比约 13.4%，近 4 年年均增长率 55%。2020 年，装配式建筑占比有望超 15%。装配式建筑施工方式会有很多拼缝部位，需要施注密封胶起到防水作用，用胶量较传统施工方式明显要高。我们认为，装配式建筑占比快速提升，有望带动建筑用密封胶需求增速提升。

盈利企稳回升，市场集中度快速提升

2017-2018 年原材料 107 胶供应紧张价格大幅上涨，成本压力导致行业洗牌。公司毛利率多年维持在 35%-40%，净利率 15%-20%，原料涨价导致毛利率降至 24%左右，2019 年毛利率明显回升。上游大幅扩产，预计 2020 年公司盈利能力有望继续回升。公司 2019 年销量增长 41.4%至 6.3 万吨，我们测算公司市场份额约 8%，较 2017 年提升近 2PCT。展望未来，化工行业安全和环保监管趋严，行业门槛提高，建筑胶集中度有望持续提升。地产开发商精装与家装公司集采扩大趋势下，B 端增速有望提升。消费建材其它细分领域均呈现出龙头公司份额持续提升的趋势。公司作为国内建筑胶细分龙头，市场份额预计也将持续提升。

重视研发，新产品新产能驱动未来快速成长

2009 年以来我国胶粘剂行业销售额逐年增长，从 2009 年的 526 亿元增长至 2018 年的超过千亿元，年均复合增速达到 8.82%。随着国内自主品牌汽车和消费电子的崛起，为国内配套供应商提供了难得发展机遇，国产替代步伐加速。公司重新发力工业胶，制定了未来十年营收达到百亿的战略规划，先后收购海特曼和拓利科技，布局汽车胶和电子胶。工业胶将成为公司重要的增长点。

盈利预测与估值：预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.98/2.68/3.46 亿，对应 EPS 分别为 0.6/0.81/1.05 元，现价对应 PE 分别为 16.18/11.93/9.25 倍，PB3.87 倍。参考可比胶粘剂类上市公司和消费建材类上市公司，给予公司 2020 年 30 倍 PE，目标价 18 元，首次给予买入评级。

风险提示：宏观经济调控的影响；原料价格大幅波动；新领域拓展不达预期；

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	870.57	1,018.04	1,260.88	1,660.25	2,075.80
增长率(%)	19.55	16.94	23.85	31.67	25.03
EBITDA(百万元)	131.97	234.74	267.10	357.71	450.20
净利润(百万元)	65.13	131.56	197.72	268.21	345.86
增长率(%)	25.24	102.00	50.28	35.65	28.95
EPS(元/股)	0.20	0.40	0.60	0.81	1.05
市盈率(P/E)	49.13	24.32	16.18	11.93	9.25
市净率(P/B)	4.22	3.59	3.07	2.60	2.17
市销率(P/S)	3.68	3.14	2.54	1.93	1.54
EV/EBITDA	14.24	13.50	11.77	8.82	6.59

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2020 年 06 月 16 日

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.67 元
目标价格	18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	330.90
流通 A 股股本(百万股)	272.45
A 股总市值(百万元)	3,199.82
流通 A 股市值(百万元)	2,634.59
每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	22.63
一年内最高/最低(元)	12.10/6.64

作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



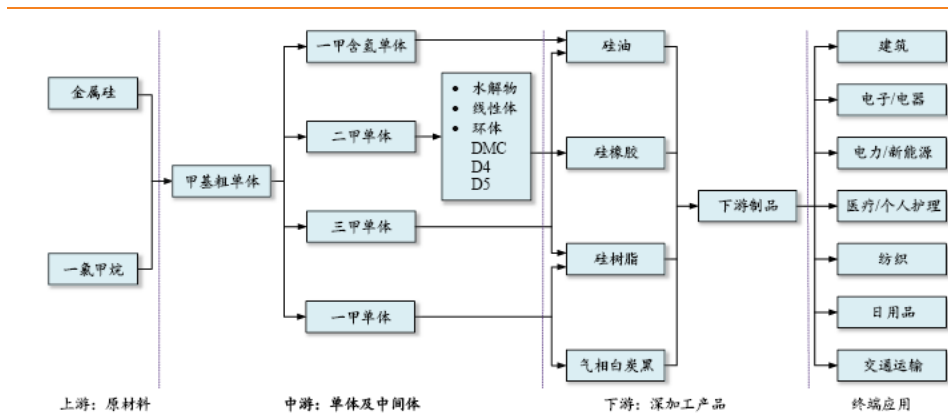
资料来源：贝格数据

相关报告

1. 稳步增长，国内硅橡胶领域龙头

公司主要从事有机硅密封胶等新材料产品的研发、生产和销售，是国内硅酮密封胶龙头公司。上游行业为基础有机硅行业，下游行业广泛，包括建筑幕墙、中空玻璃、节能门窗、装配式建筑、电力环保、电子电器、汽车制造、机场道桥、轨道交通、新能源等众多领域。

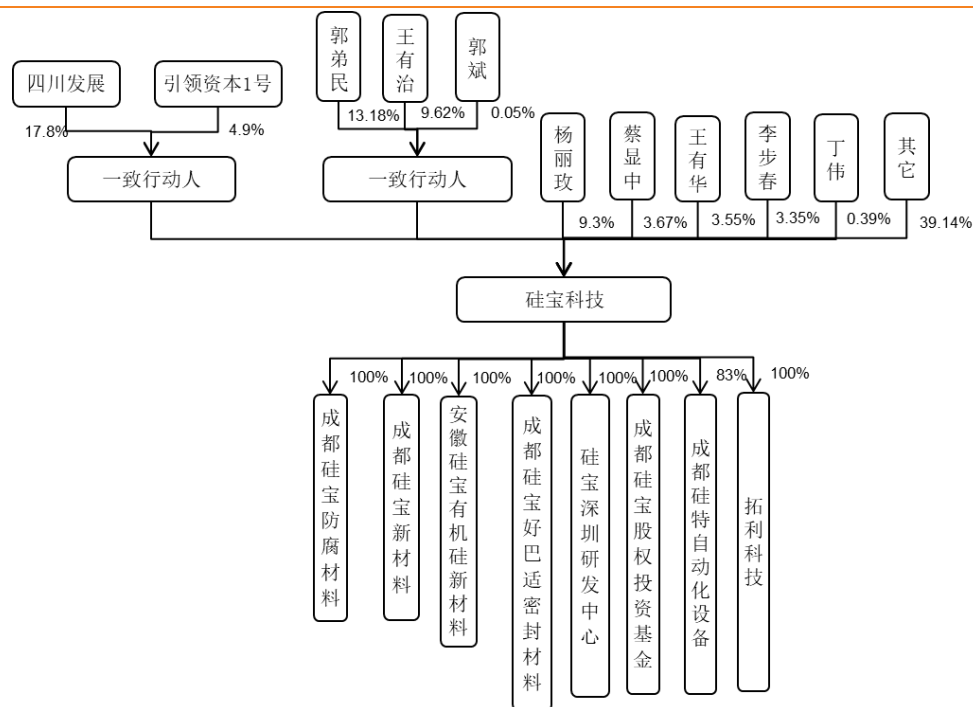
图 1：有机硅产业链



资料来源：东岳硅材公告，天风证券研究所

公司是国家级高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，承担并完成了多项国家和省市重点科技攻关及技术创新计划项目，荣获国家工业和信息化部、财政部认定的“国家技术创新示范企业”，“中国石油和化学工业联合会省部级科学进步一等奖”、中国工业论坛“中国制造 2025 典范”、以及四川省科技进步一等奖、四川省“创新型试点企业”、“四川省优秀民营企业”等称号。公司产品已在北京鸟巢等奥运工程、上海世博会工程、北京城市副中心、北京大兴机场、成都新世纪环球中心、三亚凤凰岛、苏州东方之门、深圳会展中心等著名工程中应用。

图 2：硅宝科技股权结构图

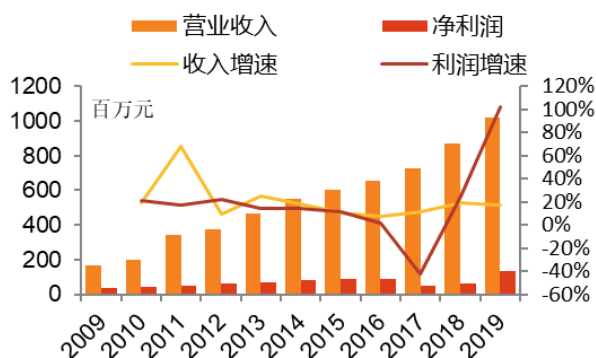


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司收入利润持续快速增长。公司 09 年上市至今，收入从 1.7 亿迅速增长至 2019 年 10.18 亿，年均增速 20.58%，净利润从 0.35 亿增长至 2019 年 1.32 亿元，除 2017 年外，收入利

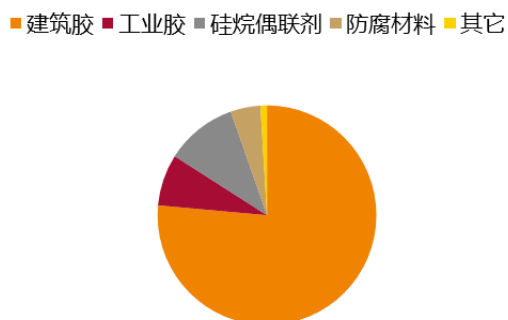
润每年均保持快速增长。

图 3：公司收入和利润保持快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司 2019 年收入构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

建筑胶市场份额提升，发力工业胶。近几年环保监管力度加强，以及原料涨价、资金成本上升等因素，行业集中度持续提升，利好行业龙头。大宗原料价格下跌，硅宝科技销量和盈利均有望提升，建筑胶业务有望加速增长。公司先后收购海特曼和拓利科技，积极布局工业胶，进口替代空间大。

2. 建筑胶：行业集中度提升，装配式建筑将带动需求上升

2.1. 室温胶主要用于建筑，需求平稳增长

有机硅材料是一类性能优异、功能独特、用途极广的新材料，为高分子新型材料中产业规模最大的行业之一。有机硅聚合物是含有硅元素的众多高分子化合物的总称，因主链以硅氧键（-Si-O-）组成，侧链带有有机基团，兼具无机和有机聚合物的双重性能，性能独特。

图 5：硅宝科技产品应用广泛

产品主要应用领域

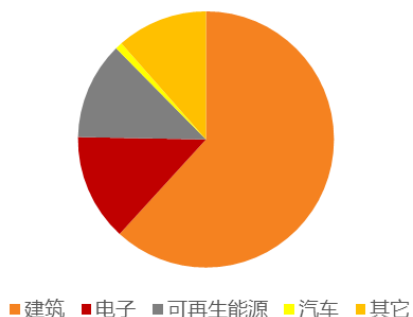


资料来源：公司公告，天风证券研究所

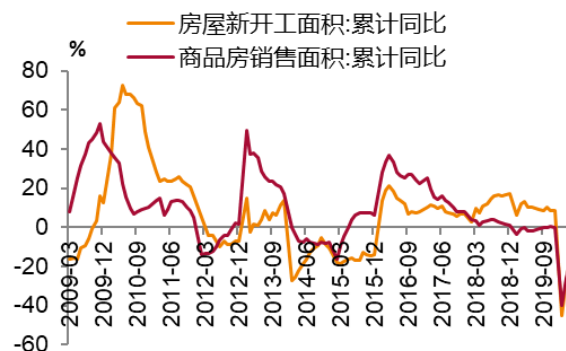
室温胶主要用于建筑。有机硅室温胶具有优异的耐老化性能，在自然条件下可使用 50 年以上，具有多种颜色，能与各种建筑材料的颜色相匹配，使得建筑外表美观，对建筑材料具有良好的粘接性，且施工简便，种种应用上的显著优势使得有机硅室温胶在建筑业取得成功。有机硅室温胶 RTV 的最大的消费对象是建筑行业，2018 年占室温胶需求占比超过 6 成，主要应用包括建筑幕墙、房屋建筑的密封和门窗节能玻璃加工。

图 6：2018 年室温胶需求分布

图 7：房地产开工和销售面积增速回升



资料来源：SAGSI，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

有机硅室温胶市场需求稳定增长。我国房地产市场近十几年快速发展，室温胶需求因此也保持较快增长。虽然当前房地产市场开始进入调控阶段，其增长速度显著放缓。但是，鉴于房地产行业对我国国民经济的重要性，在稳增长背景下，“棚户区改造”、新农村建设、保障房建设的力度不断加强，城镇化深度发展，装配式建筑不断加码，未来我国建筑工程行业仍能保持一定的增长。加之原有的房地产市场规模较大，其维修、改造环节仍存在较大的市场需求。根据前瞻产业网数据显示，2019 年中国建筑密封胶产值约为 99.33 亿元，同比增长 2.1%。SAGSI 预测 2019 年，中国的室温胶产量将达到 87 万吨/年，同比增长 10.1%。

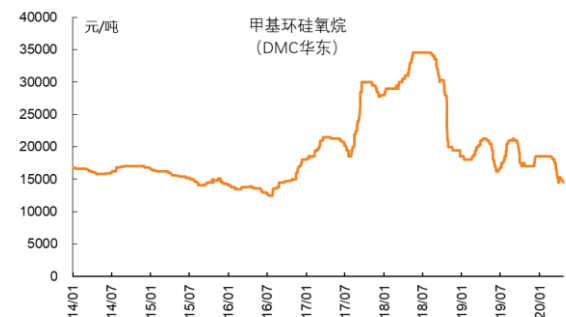
目前，世界上主要的室温硅橡胶生产企业有美国道康宁、美国迈图、德国瓦克、日本信越、瑞士西卡和德国汉高等，这些企业在中国主要占据中高端领域市场。中国本土生产企业主要集中在广东和江浙一带，生产规模达到 2 万吨/年以上的厂家有十几家，主要有硅宝科技、杭州之江和广东白云等。根据 SAGSI 年报数据分析，中国 RTV 产能一直处于稳步增长中，2012-2016 年增长最为明显，2018 年中国 RTV 产能达到 120 万吨/年，同比增长 6.7%。

图 8：中国室温胶需求稳步增长



资料来源：SAGSI，天风证券研究所

图 9：有机硅中间体 DMC 价格走势



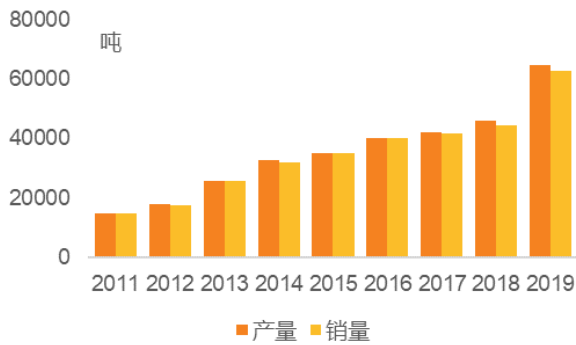
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

2.2. 盈利触底回升，龙头公司份额提升

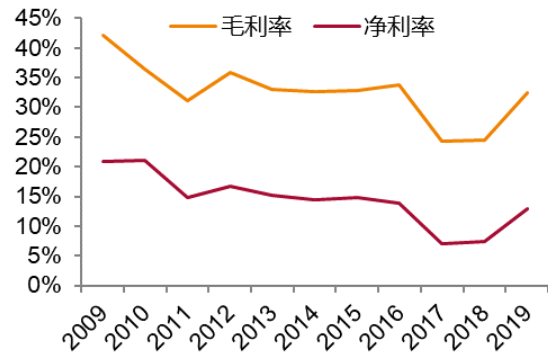
规模和技术领先，公司市场份额持续提升。2017-2018 年原材料 107 胶供应紧张价格大幅上涨，密封胶成本大幅上升，很多中小企业被迫减产甚至倒闭，建筑密封胶行业进入深度洗牌期。公司凭借规模和技术优势，产销量稳步增长，2019 年销量更是大幅增长 41.4% 至 6.3 万吨。我们测算公司市场份额约 8%，市场份额较 2017 年提升近 2PCT。

图 10：公司产销量持续增长

图 11：公司盈利能力触底回升



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

原材料成本降低, 盈利能力触底回升。2016 年下半年开始, 受环保和供给侧改革影响, 硅橡胶原料有机硅中间体价格大幅上涨, 从底部 12500 元/吨最高涨至 34500 元/吨。2019 年由于有机硅中间体企业新增产能陆续投产, 价格逐渐回落, 目前已经降至 16400 元/吨。未来 1 年还有东岳集团 30 万吨、兴发集团 14 万吨和云南能投 20 万吨陆续投产, 产能压力较大, 我们判断有机硅中间体大幅涨价的概率不大。公司 09 年至 2016 年毛利率维持在 35%-40%, 净利率 15%-20%; 2017-2018 年原料涨价导致毛利率降至 24%左右, 净利率降至 7%, 2019 年原料价格下跌毛利率净利率均明显回升, 预计 2020 年有望继续回升。

行业集中度仍将持续提升。1、化工行业安全和环保监管趋严是大势所趋, 行业门槛提高, 建筑胶行业集中度也将随之提升; 2、由于建筑胶市场容量大、客户分布广, 公司建筑胶采取以经销为主、直销为辅的销售模式。而地产开发商精装与家装公司集采扩大趋势下, B 端增速有望提升。消费建材其它细分领域, 如管材、石膏板、瓷砖、板材、涂料、防水、五金等均呈现出龙头份额持续提升的趋势。公司作为国内建筑胶细分龙头, 市场份额预计也将随之提升。

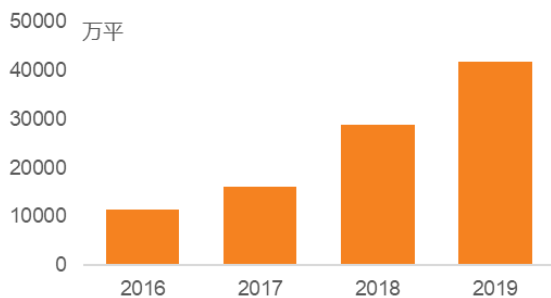
2.3. 装配式建筑用胶市场值得期待

装配式建筑开工面积快速增长。装配式建筑是指把传统建造方式中的大量现场作业工作转移到工厂进行, 在工厂加工制作好建筑用构件和配件 (如楼板、墙板、楼梯、阳台等), 运输到建筑施工现场, 通过可靠的连接方式在现场装配安装而成的建筑。相比于传统建筑, 装配式建筑的优势主要在于节能环保、制造周期短, 可缩短施工周期并显著降低施工粉尘和噪声污染。随着我国加快建筑业的产业升级, 装配式建筑近年来呈现快速发展之势。2017 年我国装配式建筑占新建建筑比率为 6%, 2019 年全国新开工装配式建筑 4.2 亿平米, 较 2018 年增长 45%, 占新建建筑面积的比例约为 13.4%, 近 4 年年均增长率为 55%。根据住建部发布《“十三五”装配式建筑行动方案》, 到 2020 年, 全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上。

装配式建筑有望带动密封胶需求增速提升。装配式建筑在施工现场对预制件进行拼装和部分浇筑, 这种施工方式会有很多拼缝部位, 需要施注密封胶起到防水作用。因此, 装配式建筑用胶量较传统施工方式明显要高。我们认为, 装配式建筑占比快速提升, 有望带动建筑用密封胶需求增速提升。

图 12: 装配式建筑新开工面积快速增长

图 13: 公司开发的装配式建筑专用密封胶



资料来源：住建部，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

硅橡胶与 MS 胶各有优势。目前装配式建筑外墙用防水密封胶主要选择是 MS 胶和有机硅密封胶。与 MS 胶相比，硅酮密封胶耐候性更好，成本更低，缺点主要是涂饰性较差。MS 胶综合性能较好，价格相对较高。不需要涂饰性的外墙接缝密封以及内墙密封，室温胶均是更具性价比的选择。

表 1：主流密封胶性能对比

名称	粘结性	弹性	耐候性	涂饰性
硅酮	好	好	很好	差
聚氨酯	好	好	一般	好
MS	很好	好	好	好

资料来源：中国幕墙网，天风证券研究所

率先布局，公司具有先发优势。公司是国家住建部认定的首批“国家装配式建筑产业基地”，拥有工程专业承包壹级资质。公司率先将有机硅密封胶引入装配式建筑行业的企业，研究开发出了具备较高的断裂伸长率、较低的弹性模量、与混凝土板块之间有良好的粘接性、优异的耐候、耐老化性能以及良好的环境相容性的装配式建筑用有机硅密封材料。安徽省最大的装配式建筑 93 万平米“滨湖沁园”等均选用硅宝密封胶。在新冠疫情抗疫期间公司支援建设的“武汉火神山和雷神山医院”均使用了硅宝密封胶，得到施工单位一致好评。

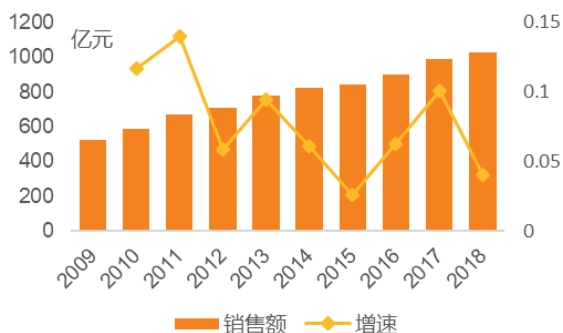
3. 积极布局，发力工业胶

工业胶应用领域广，市场空间大。除建筑外，胶粘剂还广泛应用于包装、电子电器、汽车与交通运输、机械制造、新能源、医疗卫生、航空航天等领域。按化学成分可分为有机硅胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶、丙烯酸类胶等。

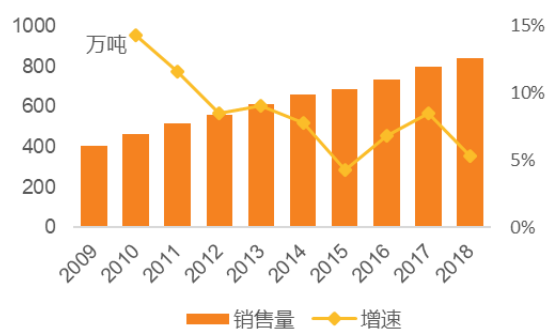
根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的统计数据，2009 年以来我国胶粘剂行业销售额逐年增长，从 2009 年的 526 亿元增长至 2017 年的接近千亿元，年均复合增速达到 8.82%。近年来，随着新能源、电子电器、汽车、航天航空等行业的增长，对高性能胶粘剂产品的市场需求不断扩大，带动了工业胶需求的不断增长。根据智研咨询统计，2009 年以来我国胶粘剂产量保持了较快的增长。至 2017 年底，我国胶粘剂行业产量达到 796.2 万吨，同比增长 8.49%。

图 14：我国胶粘剂市场稳定增长

图 15：中国胶粘剂产量持续增长



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中国产业信息网，天风证券研究所



资料来源：智研咨询，中国产业信息网，天风证券研究所

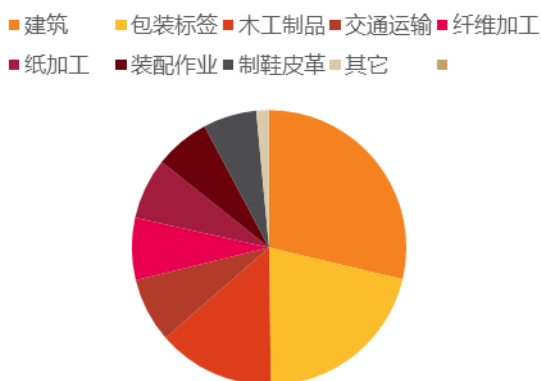
表 2: 不同胶粘剂性能对比

	环氧	聚氨酯	丙烯酸	硅胶
特点	较好的耐温区间和耐化学试剂性能	柔性，对金属和塑料有较好粘接效果	柔性，对金属和塑料有较好的粘接效果，优异的耐液性	柔性，耐高温，粘接力中等
局限性	刚性体系，反应放热体系	耐高温行和化学试剂欠佳	中等强度	中等强度，耐化学试剂欠佳
固化条件	常温或加热固化	常温或加热固化	UV/湿气固化	湿气固化，常温固化，加热固化，UV/湿气固化
耐温	-65 至 180 摄氏度	-65 至 125 摄氏度	-65 至 150 摄氏度	-65 至 200 摄氏度

资料来源：《胶粘剂在汽车电子产品中的应用研究》，天风证券研究所

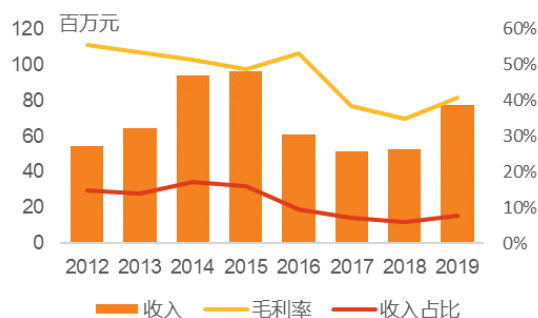
公司积极布局工业胶。公司此前也有涉足汽车胶和光伏胶。由于汽车和电子胶认证壁垒较高，光伏行业竞争激烈账期较长，公司出于谨慎考虑主动收缩，因此近几年公司工业胶收入和占比基本没有增长。随着国内自主品牌汽车和消费电子的崛起，为国内配套供应商提供了难得发展机遇，国产替代步伐加速。因此，公司引入川发展后，重新开始发力工业胶。公司制定了未来十年营收达到百亿的战略规划，将立足于新材料形成以有机硅材料为主、其他新型材料为辅的业务板块，重点拓展高端建筑、汽车制造、5G 通讯、电子电器、光伏新能源、工业防腐、轨道交通、动力电池等细分领域。近几年公司先后收购海特曼和拓利科技，布局汽车胶和电子胶。根据公司公告，公司汽车胶已经进入比亚迪、宇通、金龙、东风小康等主机厂，电子胶进入中兴、京信、飞毛腿等大客户，光伏胶已供货国电投、尚德、光为等行业龙头客户。

图 16: 2018 年中国胶粘剂需求分布



资料来源：智研咨询，中国产业信息网，天风证券研究所

图 17: 公司工业胶业务增长有限



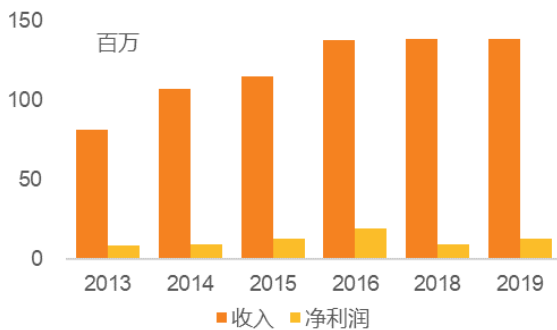
资料来源：公司公告，天风证券研究所

拓利科技是一家专业从事有机硅、环氧、紫外光固化等功能高分子材料研发、生产、销售、

技术服务的国家高新技术企业，产品分为有机硅橡胶、紫外光固化材料、环氧树脂材料三大类，广泛应用于电子、5G 通信、电力、家电、民用航空、通讯、汽车等领域，已被众多世界 500 强企业采用并深入其全球采购系统。拓利科技已成为美的、格力等终端用户的长期供应商；电力防污闪披覆涂料领域，公司与国家电网保持良好合作，是特高压工厂化复合绝缘子涂料的主要供应商；新能源汽车控制系统用胶领域，公司是比亚迪供应商；5G 通讯用胶和压敏胶领域，公司成功应用于手机终端设备，成为中兴供应商，近年来保持快速增长。

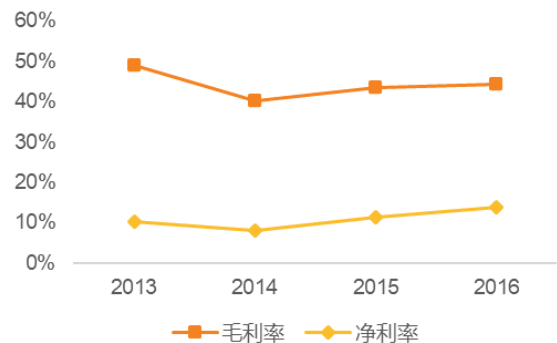
2020 年 4 月，公司以 2.55 亿元现金完成对拓利科技 100%股权的收购。拓利科技承诺 3 年实现扣非净利润分别达到人民币 1500 万元、2000 万元、2500 万元目标（三年累计考核净利润达到 6000 万）。本次收购有利于拓宽公司行业布局，丰富公司产品线；快速切入新兴领域，打入龙头企业供应链；后期公司将通过品牌、管理、资金等资源赋能，有望支持拓利科技获取更大的市场份额，拓宽公司产品应用领域，提高公司工业胶领域市场占有率，促进公司整体快速发展。

图 18：拓利科技收入稳步增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：拓利科技毛利率较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 估值和盈利预测

预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.98/2.68/3.46 亿,对应 EPS 分别为 0.6/0.81/1.05 元,现价对应 PE 分别为 16.18/11.93/9.25 倍, PB3.87 倍。

表 3：盈利预测假设

单位：百万元

项目	2018	2019	2020	2021	2022
建筑胶收入	640.89	778.22	937.50	1,250.00	1,562.50
增速	27.72%	21.43%	20.47%	33.33%	25.00%
毛利率	34.04%	32.74%	36%	36%	36%
成本	494.71	523.44	600	800	1,000
工业胶收入	52.87	77.22	150	225	315
增速	2.72%	46.06%	94.25%	50%	40%
毛利率	34.97%	40.77%	43.33%	43.33%	43.33%
成本	34.38	45.74	85	128	179
偶联剂收入	107.89	107.9	118.69	130.56	143.61
增速	13.12%	0.01%	10%	10%	10%
毛利率	22.21%	19.74%	20%	20%	20%
成本	83.93	86.60	94.95	104.45	114.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

可比胶粘剂类上市公司 2020 年平均 PE 为 24.13 倍, PB2.62 倍;可比消费建材类上市公司

2020 年平均 PE 为 38.21 倍，PB8.5 倍；给予公司 2020 年 30 倍 PE，目标价 18 元，首次给予买入评级。

表 4：可比公司估值对比

公司名称	PE2019	PE2020	PE2021	PB
康达新材	26.75	23.52	17.68	1.74
回天新材	39.37	27.51	21.45	3.60
高盟新材	23.11	21.45	19.16	2.53
平均	29.74	24.16	19.43	2.62
亚士创能	73.07	40.84	26.74	6.36
三棵树	56.08	41.00	29.74	14.31
坚朗五金	60.31	44.58	32.89	8.29
蒙娜丽莎	26.73	20.95	16.32	3.87
平均	54.05	36.84	26.42	8.21
硅宝科技	24.32	16.18	11.93	3.8

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、宏观经济调控对地产等下游行业的影响。公司产品应用广泛，其中建筑及汽车行业受到宏观经济波动影响较大，可能对产品需求造成影响。
- 2、原料价格大幅波动。上游化工原料的市场价格波动较大，公司产品调价具有一定滞后性，原料价格波动将影响公司产品的毛利水平。
- 3、新领域拓展不达预期。公司研发项目较多，若研发进度过慢，新产品无法顺利投入市场，或新领域拓展不达预期，则不能给公司带来新的业绩增长点。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	143.44	158.27	252.18	332.05	415.16
应收票据及应收账款	252.49	328.69	384.12	554.46	619.04
预付账款	5.44	5.92	7.69	10.14	12.07
存货	102.35	139.06	107.00	224.21	179.54
其他	10.38	8.42	10.57	11.65	11.23
流动资产合计	514.10	640.35	761.55	1,132.51	1,237.03
长期股权投资	12.21	10.31	10.31	10.31	10.31
固定资产	373.51	390.00	620.46	646.95	669.86
在建工程	36.94	20.62	18.37	17.02	16.21
无形资产	53.65	52.50	50.45	48.40	46.35
其他	26.78	32.97	24.05	25.81	27.03
非流动资产合计	503.08	506.39	723.64	748.49	769.76
资产总计	1,017.18	1,146.75	1,485.19	1,881.00	2,006.80
短期借款	47.95	8.96	147.38	235.88	199.66
应付票据及应付账款	109.53	106.42	142.04	191.24	220.97
其他	68.99	109.23	56.02	123.36	81.73
流动负债合计	226.47	224.61	345.43	550.47	502.36
长期借款	2.00	0.00	64.89	68.29	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.19	29.44	29.89	29.51	29.61
非流动负债合计	31.19	29.44	94.78	97.80	29.61
负债合计	257.65	254.05	440.21	648.27	531.97
少数股东权益	1.13	1.18	1.18	1.18	1.18
股本	330.90	330.90	330.90	330.90	330.90
资本公积	49.48	44.09	44.09	44.09	44.09
留存收益	448.32	574.50	712.90	900.65	1,142.75
其他	(70.30)	(57.97)	(44.09)	(44.09)	(44.09)
股东权益合计	759.53	892.70	1,044.98	1,232.73	1,474.83
负债和股东权益总	1,017.18	1,146.75	1,485.19	1,881.00	2,006.80

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	65.14	131.61	197.72	268.21	345.86
折旧摊销	30.36	32.98	33.84	36.91	39.95
财务费用	2.36	2.43	0.65	5.26	3.36
投资损失	(0.01)	0.04	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(33.96)	(89.53)	(40.51)	(179.02)	(31.20)
其它	4.22	4.13	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	68.12	81.66	191.70	131.36	357.96
资本支出	19.15	24.93	259.55	60.39	59.89
长期投资	(0.32)	(1.90)	0.00	0.00	0.00
其他	(34.32)	(42.61)	(519.55)	(120.39)	(119.89)
投资活动现金流	(15.50)	(19.58)	(260.00)	(60.00)	(60.00)
债权融资	68.95	10.96	219.26	313.50	205.77
股权融资	(22.01)	1.36	13.23	(5.26)	(3.36)
其他	(93.91)	(61.29)	(70.27)	(299.73)	(417.26)
筹资活动现金流	(46.98)	(48.97)	162.22	8.51	(214.85)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5.65	13.12	93.91	79.87	83.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	870.57	1,018.04	1,260.88	1,660.25	2,075.80
营业成本	657.58	688.24	812.52	1,064.51	1,325.95
营业税金及附加	8.29	9.01	10.84	14.28	17.85
营业费用	64.17	80.48	98.35	124.52	151.53
管理费用	32.01	43.40	52.96	66.41	83.03
研发费用	27.37	41.39	52.96	69.73	87.18
财务费用	1.02	0.20	0.65	5.26	3.36
资产减值损失	5.71	(5.23)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	(0.04)	0.00	0.00	0.00
其他	7.11	13.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.31	147.06	232.61	315.54	406.89
营业外收入	5.09	3.98	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.17	0.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	72.24	150.89	232.61	315.54	406.89
所得税	7.09	19.28	34.89	47.33	61.03
净利润	65.14	131.61	197.72	268.21	345.86
少数股东损益	0.01	0.05	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	65.13	131.56	197.72	268.21	345.86
每股收益（元）	0.20	0.40	0.60	0.81	1.05

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	19.55%	16.94%	23.85%	31.67%	25.03%
营业利润	23.78%	118.48%	58.18%	35.65%	28.95%
归属于母公司净利润	25.24%	102.00%	50.28%	35.65%	28.95%
获利能力					
毛利率	24.47%	32.40%	35.56%	35.88%	36.12%
净利率	7.48%	12.92%	15.68%	16.15%	16.66%
ROE	8.59%	14.76%	18.94%	21.78%	23.47%
ROIC	9.74%	19.38%	27.83%	27.60%	29.34%
偿债能力					
资产负债率	25.33%	22.15%	29.64%	34.46%	26.51%
净负债率	-9.81%	-16.50%	-3.15%	-1.50%	-14.20%
流动比率	2.27	2.85	2.20	2.06	2.46
速动比率	1.82	2.23	1.89	1.65	2.11
营运能力					
应收账款周转率	3.75	3.50	3.54	3.54	3.54
存货周转率	9.46	8.43	10.25	10.03	10.28
总资产周转率	0.87	0.94	0.96	0.99	1.07
每股指标（元）					
每股收益	0.20	0.40	0.60	0.81	1.05
每股经营现金流	0.21	0.25	0.58	0.40	1.08
每股净资产	2.29	2.69	3.15	3.72	4.45
估值比率					
市盈率	49.13	24.32	16.18	11.93	9.25
市净率	4.22	3.59	3.07	2.60	2.17
EV/EBITDA	14.24	13.50	11.77	8.82	6.59
EV/EBIT	18.28	15.68	13.48	9.84	7.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com