

三季度超预期, 湿法龙头地位稳固

投资要点

- **业绩总结: 恩捷股份三季度超预期, 单季度实现收入 7.3 亿元, 前三季度一共实现收入 21 亿元, 同比增速 29.9%。** Q3 实现扣非后归母净利润 2.4 亿元, 同比增速 50.5%, 前三季度一共实现扣非后归母净利润 5.5 亿元, 同比增速 252.8%。公司的毛利率提升明显。由于 2019 年整个新能源汽车行业遇冷, 产业链降价压力较大, 所以 Q2 毛利率从 Q1 的 45.9% 下降到 42.4%, 但是三季度单季度毛利率实现 46.4%, 提升明显。这主要得益于公司海外出货量占比的提升。
- **隔膜规模效应明显。** 隔膜产品的成本主要由原材料费用和制造费用构成, 制造费用主要是折旧, 分析恩捷股份以及星源材质的成本结构我们可以发现隔膜行业的原材料费用占比较低, 2018 年两家公司的原材料占比营业成本分别为 65% 和 42%, 由于隔膜的重资产特征, 大规模量产是成本下降的基础, 成本下降也促进客户的开拓, 两者相辅相成。
- **产能利用率是最重要的指标。** 既然是制造成本占比较高, 所以当产线的产能利用率和良品率的提升, 毛利率和 ROE 都会出现大幅度的提升。我们对比 2018 年各家隔膜公司的财务情况, 可以很明显的看出, 恩捷股份是行业内产能利用率最高的公司, 从而导致公司持续的高毛利和 ROE。
- **持续产能扩张进一步提升市占率。** 截止 2018 年底, 公司湿法锂电池隔膜年产能为 13 亿平方米, 其中上海 3 亿平方米、珠海 10 亿平方米。2019 年计划新增 20 条线, 珠海 2 期 4 条、江西通瑞安装 8 条、无锡恩捷安装 8 条。2019 年 7 月公司发布公告对无锡恩捷增资, 拟投资 28 亿元规划建设 8 条基膜生产线、16 条涂布生产线, 增加年产锂电池隔膜基膜 5.2 亿平方米, 年产涂覆膜 3 亿平方米。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1 元、1.36 元、1.66 元, 未来三年归母净利润将保持 35% 以上的复合增长率。公司是全球最大的湿法隔膜厂商, 且拥有成本持续低于行业竞争对手的能力, 我们给予 2020 年 30 倍 PE, 目标价格 40.8 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源补贴政策大幅度退坡的风险; 产能爬坡不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2457.49	3144.31	4145.78	5003.04
增长率	101.39%	27.95%	31.85%	20.68%
归属母公司净利润(百万元)	518.44	806.19	1099.06	1335.65
增长率	232.50%	55.50%	36.33%	21.53%
每股收益 EPS(元)	0.64	1.00	1.36	1.66
净资产收益率 ROE	16.71%	22.84%	27.22%	29.25%
PE	50	32	24	20
PB	6.41	5.63	4.92	4.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁
执业证号: S1250517090002
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

分析师: 陈瑶
执业证号: S1250519080003
电话: 0755-23914886
邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

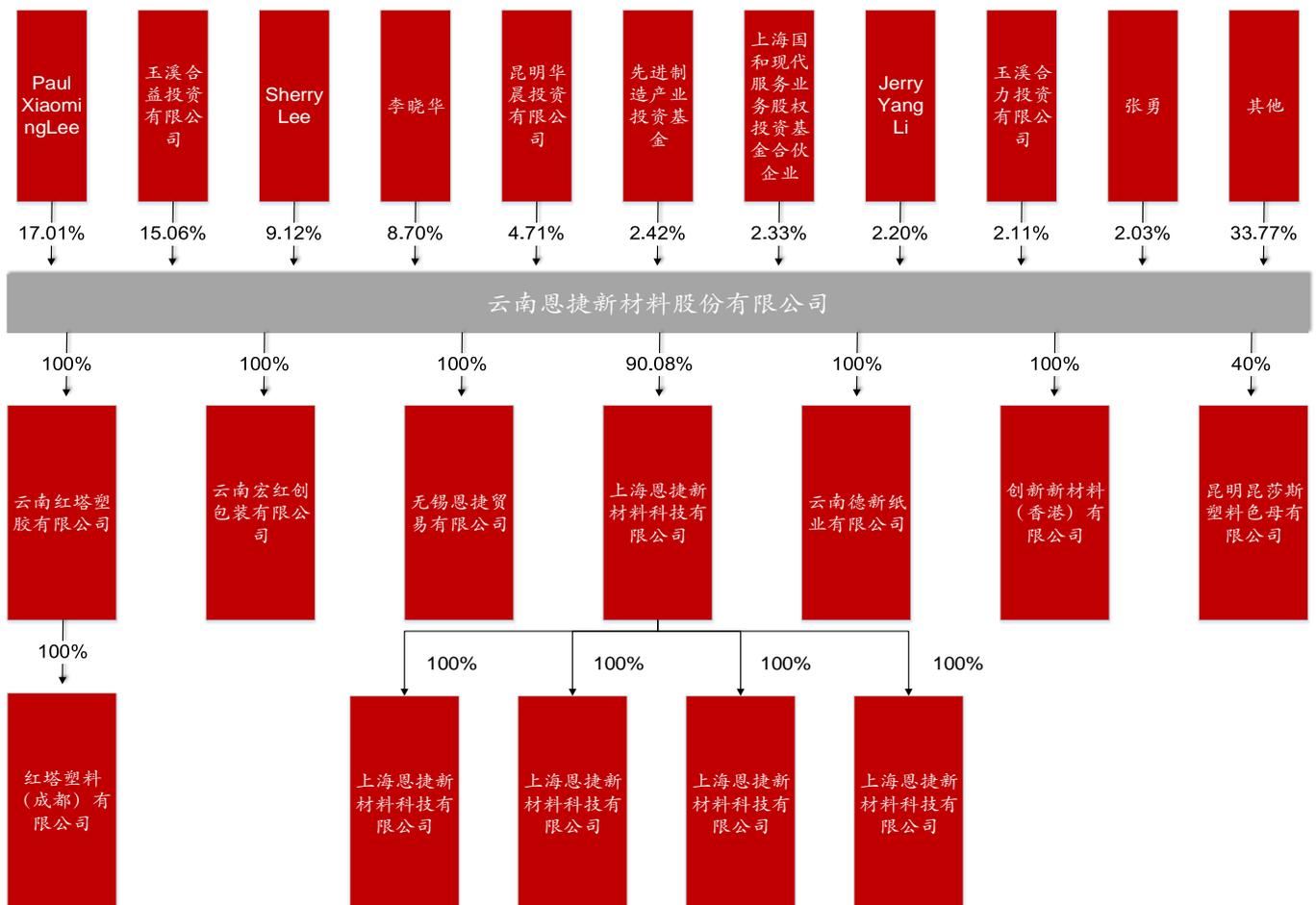
总股本(亿股)	8.05
流通 A 股(亿股)	5.21
52 周内股价区间(元)	29.95-66.2
总市值(亿元)	260.86
总资产(亿元)	105.52
每股净资产(元)	5.35

相关研究

1 湿法隔膜龙头：三季度略超预期，毛利率提升

公司成立于 2010 年 4 月，2018 年 8 月创新股份通过定向增发收购上海恩捷 90.08% 的股份。上海恩捷是专业从事锂离子电池隔膜研发、生产及销售的新能源、新材料和新能源汽车领域的国家级高新技术企业，是国内湿法隔膜的龙头企业。公司现有 6 条生产线总年产量达 3 亿平方米。随着锂离子电池应用范围的进一步扩大，上海恩捷将进一步扩建，随着上海恩捷珠海分公司规划建设的生产线逐步投产，2019 年基膜产能将达到 13 亿平方米，成为全球最大的锂电池隔膜生产厂家之一。目前产品厚度可以做到 5 μ 到 30 μ ，恩捷同时也提供不同规格和性能的陶瓷和高分子涂布膜产品，以满足客户的不同需求。

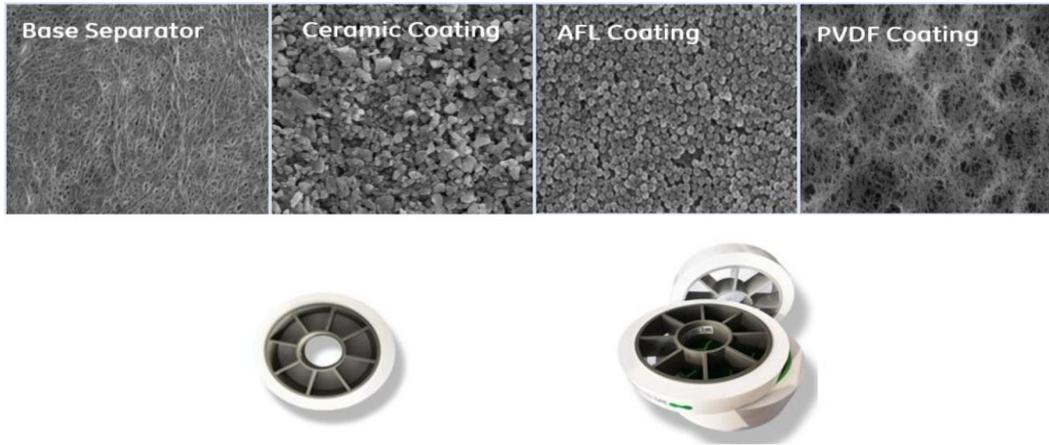
图 1：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

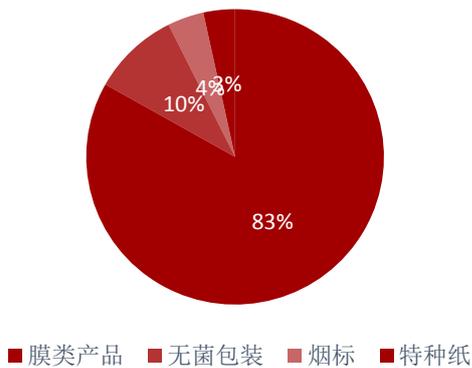
公司产品和主营业务结构：公司收入主要来自锂离子电池隔膜，广泛应用于新能源汽车、消费电子、电动工具等锂电池为动力的行业。另外一块业务就是包装业务，其收入占比在 17%，下游需求比较稳定。由于锂电池隔膜的毛利较高，2019H1 当中，膜类产品的毛利占比在 89%，包装类产品毛利占比在 11%。

图 2: 公司产品主要是锂电池隔膜



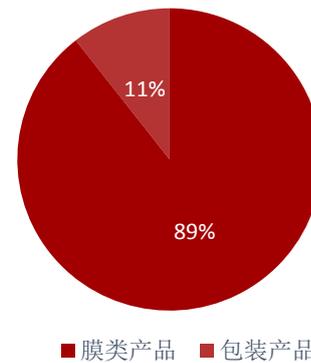
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 公司 2019H1 主营业务结构情况 (分业务)



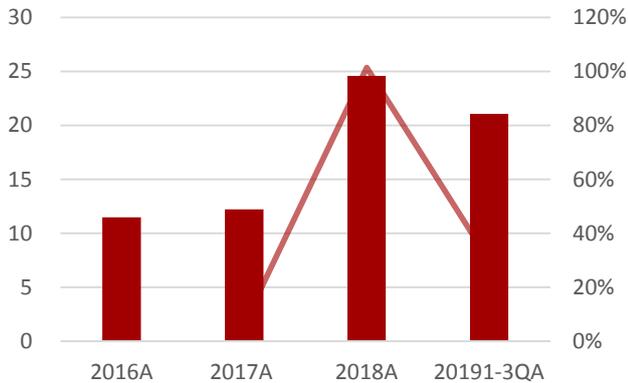
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2019H1 主营业务毛利情况 (分业务)

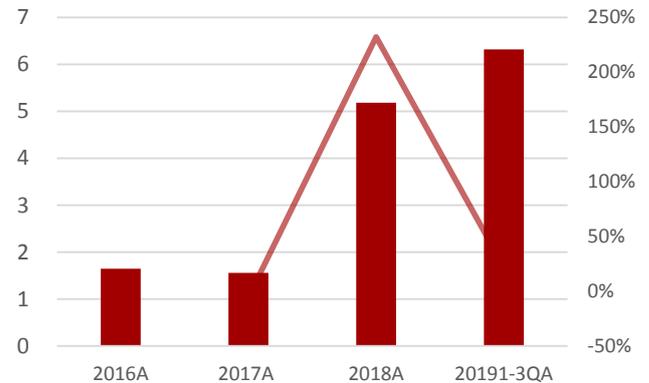


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司业绩: 恩捷股份三季度超预期, 单季度实现收入 7.3 亿元, 前三季度一共实现收入 21 亿元, 同比增速 29.9%。Q3 扣非后归母净利润为 2.4 亿元, 同比增速 50.5%, 前三季度一共实现扣非后归母净利润 5.5 亿元, 同比增速 252.8%。公司的毛利率提升明显。由于 2019 年整个新能源汽车行业遇冷, 产业链降价压力较大, 所以 Q2 毛利率从 Q1 的 45.9% 下降到 42.4%, 但是三季度单季度毛利率实现 46.4%, 提升明显。这主要得益于公司海外出货量占比的提升。

图 5: 公司 2016 年以来营业收入 (亿) 及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

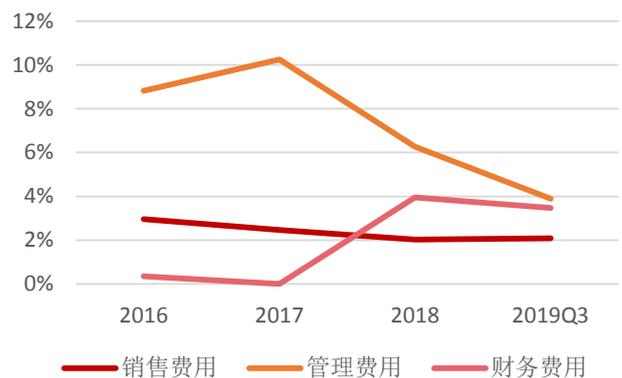
图 6: 公司 2016 年以来扣非后归母净利润 (亿) 及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司财务状况: 作为隔膜行业龙头, 恩捷股份一直保持高毛利率。2019 年, 在整个产业链降价的巨大压力下, 公司隔膜毛利率略有下滑, 但仍然维持在 59%。显示出公司惊人的品控能力。公司三费处于行业低水平, 所以综合净利率也保持在高位。

图 7: 锂电隔膜保持高毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 公司三费率比较稳定


数据来源: Wind, 西南证券整理

1.1 锂电池四大主材中隔膜技术壁垒最高

隔膜是锂电池材料中技术壁垒最高的环节,其性能的优劣对锂电池的轻量化和安全性至关重要,直接影响电池内阻、循环使用寿命、电池容量等性能,是锂离子电池的重要组成部分,是支撑锂离子电池完成充放电电化学过程的重要构件。湿法隔膜比干法隔膜在力学性能、透气性能和理化性能方面均具有一定优势,涂覆后可以大幅提升湿法隔膜的热稳定性,总体来说湿法涂覆隔膜具有明显的性能优势。

隔膜属于高分子材料,本身和电化学材料技术体系不同。我们通过对专利的分析,得出初步结论:国际巨头的专利结构是类似的,以电池模组为主,工程能力最优,材料相对较弱。这是国内电池普遍的发展路径。而在材料当中,隔膜的理解是最弱的。

表 1：电池企业对隔膜掌控度较弱

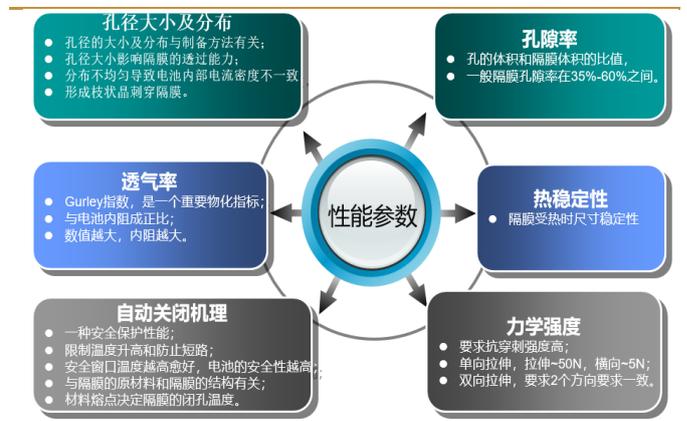
公司	分类名称	设备+装备	电池模组	电解液	隔膜	正极	负极
宁德时代	数量 (个)	438	1575	68	5	48	19
	总专利数量 (个)	2153					

数据来源：公司公告，西南证券整理

高性能锂电池需要隔膜具有厚度均匀性以及优良的力学性能、透气性能、理化性能（包括润湿性、化学稳定性、热稳定性、安全性）。锂电池隔膜具有的诸多特性以及其性能指标的难以兼顾决定了其生产工艺技术壁垒高、研发难度大。其中隔膜造孔工艺难度高，无成套生产设备，产品稳定性保持难；集体材料聚丙烯、聚乙烯材料和添加剂等高分子材料复杂性和知识含量高，直接影响隔膜厚度、面密度、力学性能一致性，决定隔膜微孔的尺寸和分布的均一性，而微孔的尺寸和分布直接影响到隔膜的孔隙率、透气性、吸液率。

图 9：锂电池材料中隔膜技术壁垒最高

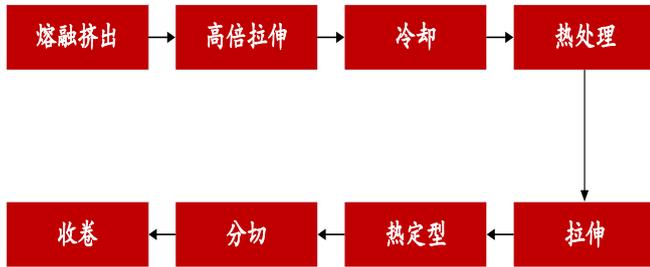

数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：隔膜六大性能参数，性能指标难以兼顾研发难度大


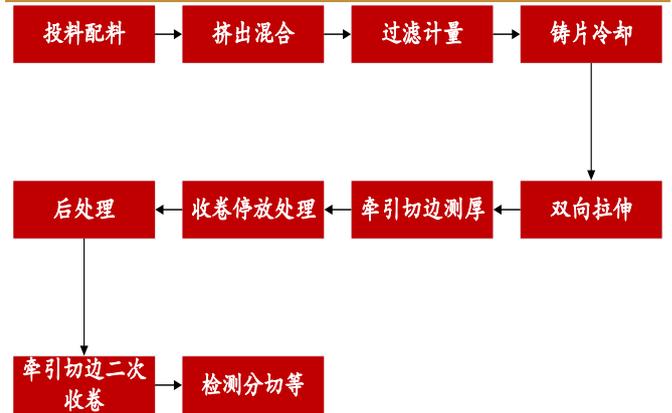
数据来源：Wind，西南证券整理

干法是将聚烯烃树脂熔融、挤压、吹膜制成结晶性聚合物薄膜，经过结晶化处理、退火后，得到高度取向的多层结构，在高温下进一步拉伸，将结晶界面进行剥离，形成多孔结构，可以增加薄膜的孔径；优点是工艺相对简单、附加值高、无环境污染，缺点是孔径及孔隙率较难控制、产品不能做得很薄。

湿法又称相分离法或热致相分离法，将液态烃或一些小分子物质与聚烯烃树脂混合，加热熔融后，形成均匀的混合物，然后降温进行相分离，压制得膜片，再将膜片加热至接近熔点温度，进行双向拉伸使分子链取向，最后保温一定时间，用易挥发物质洗脱残留的溶剂，可制备出相互贯通的微孔膜材料。优点是隔膜孔径范围比较小而均匀、双向拉伸强度高、膜更薄，缺点是投资大、周期长、工艺复杂。

图 11: 干法工艺流程


数据来源: 康佳研究院, 西南证券整理

图 12: 湿法工艺流程


数据来源: 康佳研究院, 西南证券整理

表 2: 干湿法工艺区别, 湿法隔膜具有性能优势

比较方法		干法工艺	湿法工艺
工艺比较	工序	简单	复杂
	工艺控制	难度高	低
产品比较	单层膜	可以	可以
	三层膜	可以	不能够
原料	PP	可以	不能够
	PE	可以	可以
	原料特性	流动性好、分子量低	不流动、分子量高
产品性能	成本	低	高
	适用范围	小功率、低容量电池	大功率、高容量电池
	安全性	低	高
	热关闭温度	低 (135°C)	高 (180°C)
	热收缩性	高	比较低
	孔径	比较大	纳米级
	孔隙率	30%-40%	35%-45%
	环境	友好	污染
	穿刺强度 (gf)	200-400	300-550
	横向拉伸强度 (Mpa)	<100	130-150
纵向拉伸强度 (Mpa)	130-160	140-160	

数据来源: 康佳研究院, 《绝缘材料》, 《电源技术》, 西南证券整理

1.2 恩捷股份行业内规模效应最明显

隔膜新产线投产进度慢, 周期约 2-3 年: 设备供应受限, 安装耗时 1 年; 认证周期长, 供应商认证周期 0.5-1 年; 调试过程不确定性大, 实际调试周期约为 0.5-1 年, 投资门槛较高。隔膜产品的成本主要由原材料费用和制造费用构成, 制造费用主要是折旧, 分析恩捷股份以及星源材质的成本结构我们可以发现隔膜行业的原材料费用占比较低, 2018 年两家公

司的原材料占比营业成本分别为 65%和 42%，由于隔膜的重资产特征，大规模量产是成本下降的基础，成本下降也促进客户的开拓，两者相辅相成。

表 3：隔膜产线建设价格昂贵

公司	项目	投入
恩捷股份	无锡恩捷一期项目，投建 8 条生产线	22 亿元
	珠海恩捷二期项目，4 条生产线	11 亿元
星源材质	常州星源 3.6 亿平湿法隔膜项目，8 条产线	20 亿元
	超级涂覆工厂，8 条干法隔膜生产线以及 50 条涂覆隔膜生产线	30 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：恩捷股份和星源材质营业成本构成

公司	分类名称	2017A	2016A	2015A
恩捷股份	原材料成本 (元/m ²)	0.59	0.75	1.09
	隔膜成本 (元/m ²)	1.15	1.28	2.48
	隔膜售价 (元/m ²)	3.40	3.93	3.91
	毛利率 (%)	65%	62%	43%
	原材料占比营业成本 (%)	51%	59%	44%
星源材质	原材料成本 (元/m ²)	0.70	0.50	0.84
	隔膜成本 (元/m ²)	1.58	1.34	1.89
	隔膜售价 (元/m ²)	3.29	3.50	4.41
	毛利率 (%)	52%	62%	57%
	原材料占比营业成本 (%)	41%	38%	44%

数据来源：公司公告，西南证券整理

既然是制造成本占比较高，所以当产线的产能利用率和良品率的提升，毛利率和 ROE 都会出现大幅度的提升。我们对比 2018 年各家隔膜公司的财务情况，可以很明显的看出隔膜环节的规模效应。

表 5：各家隔膜公司的 ROE 情况

ROE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
星源材质	11%	12%	15%	24%	25%	7%	16%
沧州明珠	13%	13%	13%	13%	24%	17%	9%
鸿图隔膜		-13%	8%	13%	31%		12%
纽米科技	4%	2%	1%	-5%	8%	2%	-35%
上海恩捷				11%	15%	29%	30%
苏州捷力					17%	-5%	-36%

数据来源：公司公告，西南证券整理

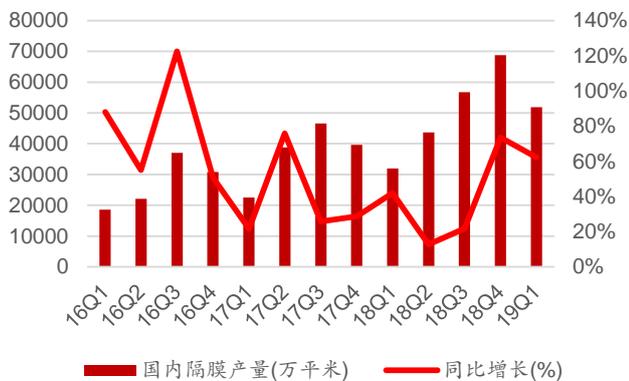
表 6: 各家隔膜公司的毛利率

毛利率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
星源材质	60%	56%	61%	60%	62%	50%	47%
沧州明珠	48%	53%	65%	68%	64%	48%	-6%
鸿图隔膜			12%	44%	53%	55.8%	52%
纽米科技	43%	35%		23%	31%	35%	3%
上海恩捷			6%	43%	61%	65%	61%
苏州捷力				47%	49%	30%	31%

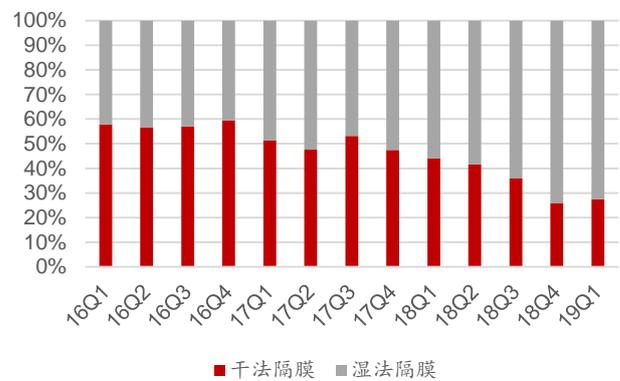
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.3 湿法占比持续提升, 公司产能扩张龙头地位稳固

2019 年 Q1 国内隔膜总产量达 5.2 亿平米, 同比增长 62%; 其中湿法隔膜产量 3.8 亿平米, 同比增长 111%, 干法隔膜产量 1.4 亿平米, 同比增长 1%, 湿法隔膜所占份额高达 73%。2019 年补贴虽退坡严重, 但整个行业仍向高能量密度+高续航里程趋势发展。我们认为, 未来干法隔膜产量将继续降低, 产能整体向湿法隔膜工艺转移, 未来湿法隔膜产能将进一步提升, 产量随之高增长。根据我们的测算, 假设 2020 年动力电池湿法隔膜渗透率在国内三元和铁锂上分别为 95%和 50%, 海外三元渗透率为 80%, 则届时湿法隔膜国内需求将达 18 亿平米, 海外需求预计为 11 亿平米, 对应市场空间分别为 40 亿元和 26 亿元。

图 13: 国内隔膜合计产量及同比增长


数据来源: 高工锂电, 西南证券整理

图 14: 湿法隔膜产量占比逐渐提升


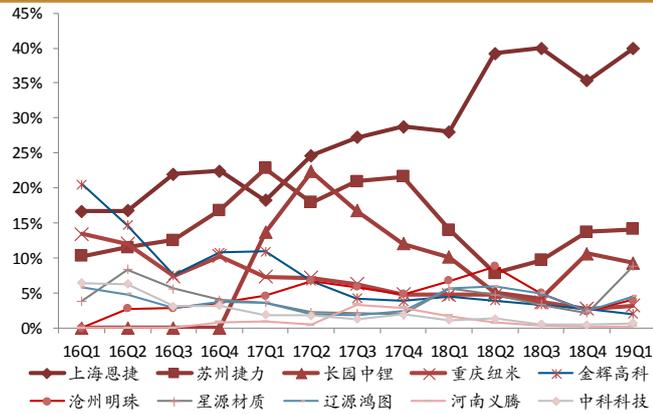
数据来源: 高工锂电, 西南证券整理

湿法隔膜由于比较薄存在热稳定性的问题, 涂覆技术可以解决这一痛点。从产品性能来说, 相比干法隔膜, 湿法隔膜在力学性能、透气性能、理化性能均具有一定优势, 通过在基膜上涂布陶瓷氧化铝、PVDF、芳纶等胶黏剂, 能够大幅提高隔膜的热稳定性、降低高温收缩率、避免隔膜大幅收缩造成的极片外露, 弥补了湿法隔膜唯一的热稳定性短板。

2018 年公司湿法隔膜收入为 1.3 亿元, 同比大幅增长 49%。出货量 4.68 亿平方米, 在全球隔膜市场占 14% 的市场份额, 在中国湿法隔膜市场占 45% 的市场份额, 市场份额为全球第一。自 2016 年以来, 公司市占率不断提升, 且优势巨大, 2019 年一季度, 公司湿法隔膜出货量占比 40%, 大幅度领先第二名苏州捷力的 14%。

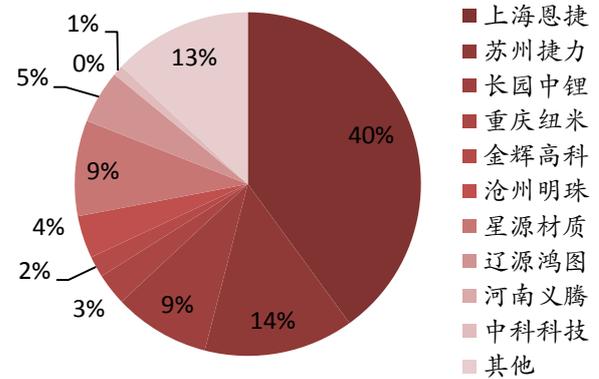
产品种类丰富，技术壁垒高：公司湿法隔膜产品开发已达到 50 多个品种，丰富的产品品类能够满足客户的不同需求，特别是具有高附加值的产品如油性 PVDF 涂布隔膜产品（产品特点为双面直接混涂油性 PVDF 和耐热无机物颗粒），该产品同时具备高粘黏性和耐热性，目前国内仅有上海恩捷生产。

图 15：国内湿法隔膜企业份额变化



数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 16：2019Q1 湿法隔膜分企业出货量占比



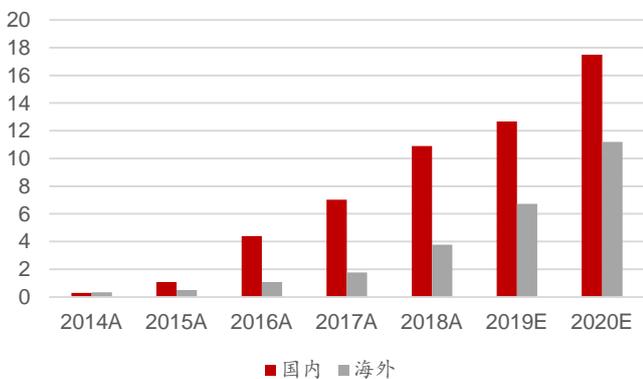
数据来源：高工锂电，西南证券整理

到 2018 年底恩捷股份共有 18 条产线，其中 6 条线在上海，12 条线在珠海，珠海有 4 条线于在 2018 年第四季度投产；2019 年恩捷新增产能主要是在无锡，一季度上线 4 条线。截止 208 年底，公司湿法锂电池隔膜年产能为 13 亿平方米，其中上海 3 亿平方米、珠海 10 亿平方米。2019 年计划新增 20 条线，珠海 2 期 4 条、江西通瑞安装 8 条、无锡恩捷安装 8 条（预计 7 月前安装 4 条产线，12 月底前再安装 4 条产线）。

2019 年 7 月公司发布公告对无锡恩捷增资暨投资无锡恩捷新材料产业基地第二期锂电池隔膜项目，拟投资 28 亿元，规划建设 8 条全自动进口制膜生产线、16 条涂布生产线，增加年产锂电池隔膜基膜 5.2 亿平方米，年产锂电池涂覆膜 3 亿平方米。

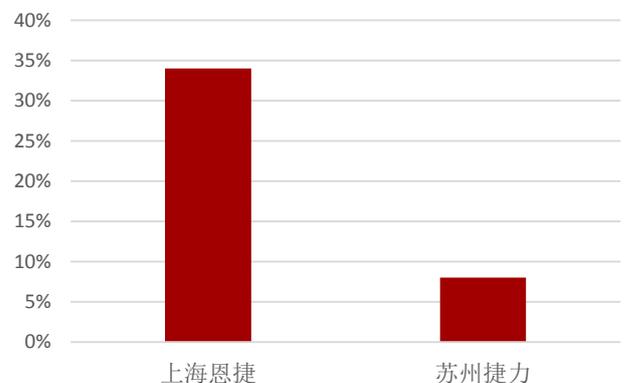
2019 年 9 月 30 日，公司公告收购 100% 苏州捷力的股权。苏州捷力是国内最早从事湿法隔膜生产的企业，具有 8 条湿法隔膜产线，客户结构优质。而恩捷股份本身已经是最大的湿法隔膜龙头，这次收购进一步提升了恩捷股份的市占率，有利用公司进行产能和客户的有有效调配，进一步增强公司实力。

图 17：全球车用湿法隔膜需求 (亿平方米)



数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 18：2019H1 恩捷股份和苏州捷力的市占率



数据来源：高工锂电，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司 2019-2021 年的隔膜出货量分别为 8.5 亿平、14 亿平和 20 亿平;

假设 2: 由于 2019 和 2020 新能源汽车补贴退坡幅度大, 产业链价格下降较多。假设隔膜平均价格分别为 2.37 元、2.14 元和 1.9 元;

假设 3: 隔膜毛利较高, 下游有持续加压的动力, 假设 2019-2021 年毛利率分别为 59%、58%和 56%;

假设 4: 由于其他膜类产品和包装产品的下游需求稳定, 格局清晰, 所以假设其他业务毛利率不变。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
膜类产品				
1.1 隔膜销量(亿平)	4.68	8.50	14.00	20.00
单平价格 (元)	2.84	2.37	2.14	1.90
隔膜收入	1328.00	2014.50	2990.27	3800.00
毛利率 (%)	60%	59%	58%	56%
毛利润	796.80	1190.00	1730.27	2140.00
1.2 其他膜收入	594.00	570.00	570.00	600.00
毛利润	103.08	99.75	99.75	105.00
毛利率 (%)	17%	18%	18%	18%
膜类产品总收入	1922.00	2584.50	3560.27	4400.00
毛利	899.88	1289.75	1830.02	2245.00
毛利率 (%)	47%	50%	51%	51%
包装类产品				
收入	534.00	557.90	583.00	600.00
毛利	133.50	139.48	145.75	150.00
毛利率 (%)	25%	25%	25%	25%
收入汇总	2456.00	3142.40	4143.27	5000.00
YOY		28%	32%	21%
毛利汇总	1033.38	1429.23	1975.77	2395.00
综合毛利率 (%)	42%	45%	48%	48%

数据来源: Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取 A 股当中的隔膜相关公司，2019 年平均 PE 为 22 倍。但是可选公司当中，除了星源材质和沧州明珠之外，其他的公司隔膜只占主营业务的很少一部分，所以整体的 PE 被拉低。恩捷股份由于其牢固的龙头地位，比同行具备持续的成本优势，应该可以享受高于行业的估值溢价。我们给予公司 2020 年 30 倍 PE，目标价 40.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300568.SZ	星源材质	24.64	1.16	1.11	1.42	1.75	21.30	22.11	17.35	14.10
300444.SZ	双杰电气	5.74	0.32	0.34	0.35	0.50	17.82	16.88	16.40	11.48
002426.SZ	胜利精密	2.54	(0.21)	0.08	0.10	0.12	(12.10)	31.75	25.40	21.17
002108.SZ	沧州明珠	3.43	0.21	0.15	0.19	0.20	16.33	23.16	18.01	17.15
300510.SZ	金冠电气	7.02	0.37	0.38	0.39	0.40	18.77	18.47	18.00	17.55
平均值							18.55	22.47	19.03	16.29

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- **政策风险：** 新能源汽车补贴大幅度退坡的风险。
- **公司风险：** 产能投放不达预期的风险。
- **汇率风险：** 汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2457.49	3144.31	4145.78	5003.04	净利润	680.34	1057.95	1442.28	1752.76
营业成本	1424.16	1714.22	2168.81	2606.58	折旧与摊销	166.77	209.31	232.43	248.49
营业税金及附加	20.44	22.01	26.95	30.02	财务费用	24.85	0.39	0.52	0.63
销售费用	49.82	62.89	82.92	100.06	资产减值损失	9.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	154.43	125.77	207.29	250.15	经营营运资本变动	-939.42	-124.27	-637.98	-590.40
财务费用	24.85	0.39	0.52	0.63	其他	228.52	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	9.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	171.02	1143.39	1037.25	1411.48
投资收益	9.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3741.14	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2593.32	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1147.82	-200.00	-200.00	-200.00
营业利润	777.84	1219.03	1659.30	2015.60	短期借款	930.16	-286.17	39.20	-67.52
其他非经营损益	0.28	0.28	0.28	0.28	长期借款	784.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	778.12	1219.31	1659.58	2015.88	股权融资	1487.84	0.00	0.00	0.00
所得税	97.78	161.36	217.30	263.12	支付股利	-150.04	-498.89	-775.79	-1057.61
净利润	680.34	1057.95	1442.28	1752.76	其他	-2268.16	-158.10	-0.52	-0.63
少数股东损益	161.90	251.77	343.23	417.11	筹资活动现金流净额	783.98	-943.16	-737.10	-1125.75
归属母公司股东净利润	518.44	806.19	1099.06	1335.65	现金流量净额	-192.82	0.22	100.15	85.73
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	314.21	314.43	414.58	500.30	成长能力				
应收和预付款项	1634.32	1754.82	2394.47	2997.27	销售收入增长率	101.39%	27.95%	31.85%	20.68%
存货	472.13	568.50	719.54	864.99	营业利润增长率	331.25%	56.72%	36.12%	21.47%
其他流动资产	362.57	463.90	611.65	738.13	净利润增长率	336.33%	55.50%	36.33%	21.53%
长期股权投资	3.05	3.05	3.05	3.05	EBITDA 增长率	316.60%	47.37%	32.44%	19.68%
投资性房地产	10.54	10.54	10.54	10.54	获利能力				
固定资产和在建工程	4212.31	4214.91	4194.40	4157.81	毛利率	42.05%	45.48%	47.69%	47.90%
无形资产和开发支出	298.82	287.22	275.62	264.01	三费率	9.32%	6.01%	7.01%	7.01%
其他非流动资产	394.53	394.22	393.91	393.60	净利率	27.68%	33.65%	34.79%	35.03%
资产总计	7702.47	8011.59	9017.75	9929.71	ROE	16.71%	22.84%	27.22%	29.25%
短期借款	930.16	643.98	683.18	615.67	ROA	8.83%	13.21%	15.99%	17.65%
应付和预收款项	642.10	781.58	996.69	1198.82	ROIC	20.69%	19.02%	24.01%	26.26%
长期借款	784.20	784.20	784.20	784.20	EBITDA/销售收入	39.45%	45.44%	45.64%	45.27%
其他负债	1273.81	1170.57	1255.92	1338.11	营运能力				
负债合计	3630.27	3380.33	3719.99	3936.80	总资产周转率	0.50	0.40	0.49	0.53
股本	473.87	805.37	805.37	805.37	固定资产周转率	1.34	0.93	1.12	1.31
资本公积	2198.12	1866.62	1866.62	1866.62	应收账款周转率	2.96	2.54	2.80	2.56
留存收益	1209.38	1516.68	1839.95	2117.99	存货周转率	4.28	3.29	3.36	3.29
归属母公司股东权益	3831.15	4138.45	4461.72	4739.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.64%	—	—	—
少数股东权益	241.05	492.81	836.04	1253.15	资本结构				
股东权益合计	4072.20	4631.26	5297.76	5992.91	资产负债率	47.13%	42.19%	41.25%	39.65%
负债和股东权益合计	7702.47	8011.59	9017.75	9929.71	带息债务/总负债	47.22%	42.25%	39.45%	35.56%
					流动比率	1.39	1.77	1.98	2.21
					速动比率	1.16	1.45	1.64	1.84
					股利支付率	28.94%	61.88%	70.59%	79.18%
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	969.47	1428.73	1892.25	2264.72	每股收益	0.64	1.00	1.36	1.66
PE	50.32	32.36	23.73	19.53	每股净资产	5.06	5.75	6.58	7.44
PB	6.41	5.63	4.92	4.35	每股经营现金	0.21	1.42	1.29	1.75
PS	10.61	8.30	6.29	5.21	每股股利	0.19	0.62	0.96	1.31
EV/EBITDA	17.00	18.74	14.12	11.73					
股息率	0.58%	1.91%	2.97%	4.05%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn