

2018年11月13日

# 政策催化，风格转向成长股

## 策略及各行业关于成长股观点汇总

### 联系信息

<b>马涛</b>	<b>分析师</b>
SAC 证书编号: S0160518060001	021-68592292
mat@ctsec.com	
<b>王镜</b>	<b>联系人</b>
wangjing1@ctsec.com	021-68592290

### 相关报告

- 1 《策略报告: 行业比较·景气跟踪-工业金属继续跌价, 汽车销量数据疲软》 2018-11-11
- 2 《策略报告: 主要指数估值均有所回落-A股估值跟踪》 2018-11-11
- 3 《策略报告: 策略周报-政策维稳决心在不断加大》 2018-11-11
- 4 《策略报告: 行业比较·景气跟踪-工业金属价格齐降、水泥价格普涨》 2018-11-07
- 5 《策略报告: 科创板设立点评-科创板发力注册制, 彰显增量改革决心》 2018-11-06

### 投资要点:

#### ● 策略观点: 风格开始转向成长股

我们认为, 近期监管层开始释放各种政策利好, 主要集中在股市制度改革和提高民企融资能力方面, 这些措施从市场情绪和基本面方面都有利于支撑股市的持续反弹, 成长股可能更为受益。同时, 考虑到成长股在经历了长时间的下跌后, 很多股票的估值泡沫基本上已经消失, 相对蓝筹股的估值优势明显, 具有较大的长期投资价值。在政策利好的催化下, 前期下跌幅度较大、长期基本面较好、存在错杀可能性的成长股在未来一段时间股价可能会表现较好。我们联合各行业研究员, 自下而上的筛选出了各个行业中具有投资价值的成长股, 推荐投资者持续关注。

#### ● 各行业推荐成长股汇总:

(1) 传媒: 中国电影(600977): 或将受益于 Q4 海外进口片表现, 全年业绩增长可期

(2) 电子:

①艾华集团(603989): 产能释放叠加原材料自给, 业绩拐点明确

②安洁科技(002635): 单机价值提升, 优质客户带来稳定增长

③东山精密(002384): 公司业绩持续向好, 长期价值投资显现

(3) 化工: 吉华集团(603980): 国内染料巨头, 产能持续扩张

(4) 机械:

①中大力德(002896): 业绩持续稳定增长, RV 减速器逐渐放量

②杭叉集团(603298): 国内叉车领域双子星之一, 受益行业需求复苏

③汉威科技(300007): 业绩持续稳定增长, 期待物联网生态发力

④拓斯达(300607): 三季度业绩略低于预期, 静待重回高增长轨道

(5) 计算机: 合众思壮(002383): 高成长, 低估值, 一颗被遗忘的明珠

(6) 家电: 老板电器(002508): 成长性或将逐步修复

(7) 汽车: ①岱美股份(603730): 静待 Motus 协同效应释放

②富奥股份(000030): 受益一汽大众强周期, 期待业绩持续改善

(8) 社服: 珀莱雅(603605): 渠道布局持续优化, 盈利能力显著提升

(9) 通信: 日海智能(002313): 近期业绩优秀, 长期模组前景看好

(10) 医药: 东诚药业(002675): 18F-FDG 和云克成为持续增长动力

(11) 有色:

①锡业股份(000960): 积极因素初现, 龙头锡业配置价值凸显

②明泰铝业(601677): 明见万里, 中原铝业龙头悄然崛起

#### ● 风险提示: 市场超预期下跌。

投资评级：买入(维持)

# 中国电影(600977)

## 或将受益于Q4海外进口片表现，全年业绩增长可期

### 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	13.84
一年内最低/最高(元)	10.49/18.24
市盈率	16.6
市净率	2.35

### 基础数据

净资产收益率(%)	9.55
资产负债率(%)	28.1
总股本(亿股)	18.67

### 最近12月股价走势



### 联系信息

陶冶	分析师
SAC 证书编号: S016051711002	
taoye@ctsec.com	
汪哲健	联系人
wangzhejian@ctsec.com	

### 相关报告

- 《600977-季报点评:单季度业绩改善明显,全年业绩增长可期》 2018-10-29
- 《600977-中报点评:行业龙头地位稳固,上半年业绩稳健增长》 2018-08-29
- 《600977-年报点评:一季报业绩靓丽,全年高速增长可期》 2018-04-27

### ● 单季度归母净利润同增 489%，扣非归母净利润同增 100%

公司第三季度业绩表现较好：第三季度，公司实现营收 23.03 亿元，同比增加 8.20%，实现归属母公司股东的净利润 6.32 亿元，同比增加 489.18%，实现扣非后归属母公司股东的净利润 1.59 亿元，同比增加 100.02%。公司第三季度非经常性损益项目金额之和为 4.73 亿元，其中 4.54 亿元主要系报告期内中影巴可（北京）电子有限公司纳入公司合并报表范围内，公司原持有其股权的账面价值与其对应公允价值之间的差额计入投资收益。

### ● 电影行业复苏仍在进行中，公司作为全产业链龙头业绩增长可期

中国电影市场票房数据较为靓丽：年初至今（1.1-10.28）累计实现票房 519.71 亿元，同比增加 9.97%，观影人次达到了 14.75 亿人次，同比增加 7.57%。18 年 11 月、12 月仍有多部重磅海外电影将会在国内上映，包括《毒液：致命守护者》、《神奇动物：格林德沃之罪》、《无敌破坏王 2》、《海王》。母公司中国电影集团公司是国内唯二拥有影片进口权的公司，公司发行业务或将受益于海外优质内容的供给，同时其电影放映业务（影投+院线）将持续收益于中国电影票房整体上行。

### ● 公司影视服务业务将持续受益于数字放映设备的国产化进程

公司拥有自主研发的电影新技术和新产品，包括“中国巨幕”放映系统（截至 18 年 H1，中国巨幕影厅达 310 家，符合增长率预计超过 15%）、“中影巴可”数字放映机（18 年 H1 销售 2153 台，市占率居前）、“中影光锋”ALPD 激光放映技术（占总银幕数的 18%、占国内市场激光放映设备的 90%以上）等影视设备产品。随着影视行业的快速发展，数字放映设备的国产化进行加快，中国巨幕和中影巴可的销量进入快速发展阶段。

### ● 盈利预测与投资建议

公司作为 A 股市场唯一经营电影全产业链的上市公司，将全面受益电影市场回暖。预计四季度进口片票房表现将相对亮眼，公司作为进口电影的主要发行方之一将明显受益。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.81 元、0.79 元和 0.91 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**电影票房不及预期、政策监管风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	7,841	8,988	10,297	11,867	14,031
增长率	7.5%	14.6%	14.6%	15.3%	18.2%
归属母公司股东净利润(百万)	917	965	1,508	1,483	1,699
增长率	5.7%	5.2%	56.3%	-1.7%	14.6%
每股收益(元)	0.49	0.52	0.81	0.79	0.91
市盈率(倍)	27.2	25.8	16.5	16.8	14.7

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

## 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	TRUE	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>7,841</b>	<b>8,988</b>	<b>10,297</b>	<b>11,867</b>	<b>14,031</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	6,217	7,078	8,030	9,301	11,009	营业收入增长率	7.5%	14.6%	14.6%	15.3%	18.2%
营业税费	114	115	132	152	180	营业利润增长率	-2.5%	36.4%	44.4%	-1.8%	15.9%
销售费用	124	123	140	161	191	净利润增长率	5.7%	5.2%	56.3%	-1.7%	14.6%
管理费用	444	480	529	634	749	EBITDA 增长率	-4.3%	14.4%	44.4%	1.4%	16.7%
财务费用	-75	-99	-281	-336	-398	EBIT 增长率	-6.3%	19.2%	54.4%	-5.0%	15.5%
资产减值损失	19	71	50	50	50	NOPLAT 增长率	-5.6%	32.7%	34.7%	-5.0%	15.5%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	85.9%	7.9%	-46.6%	92.1%	-55.3%
投资和汇兑收益	118	119	500	250	250	净资产增长率	91.8%	5.4%	16.7%	13.5%	13.6%
<b>营业利润</b>	<b>1,115</b>	<b>1,521</b>	<b>2,196</b>	<b>2,155</b>	<b>2,499</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	276	10	197	197	197	毛利率	20.7%	21.2%	22.0%	21.6%	21.5%
<b>利润总额</b>	<b>1,392</b>	<b>1,532</b>	<b>2,393</b>	<b>2,352</b>	<b>2,696</b>	营业利润率	14.2%	16.9%	21.3%	18.2%	17.8%
减: 所得税	328	395	618	607	696	净利润率	11.7%	10.7%	14.6%	12.5%	12.1%
<b>净利润</b>	<b>917</b>	<b>965</b>	<b>1,508</b>	<b>1,483</b>	<b>1,699</b>	EBITDA/营业收入	19.7%	19.7%	24.8%	21.8%	21.5%
						EBIT/营业收入	13.3%	13.8%	18.6%	15.3%	15.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	7,457	7,873	10,849	11,545	14,957	固定资产周转天数	119	103	86	69	53
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	-39	-22	-39	-32	-30
应收帐款	1,380	1,618	2,308	2,016	3,032	流动资产周转天数	398	430	462	471	469
应收票据	3	15	5	16	11	应收帐款周转天数	68	60	69	66	65
预付帐款	214	297	210	398	339	存货周转天数	57	49	53	53	52
存货	1,219	1,243	1,796	1,693	2,349	总资产周转天数	580	594	608	596	571
其他流动资产	74	77	124	91	97	投资资本周转天数	78	92	64	56	45
可供出售金融资产	357	269	323	316	303	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	9.3%	12.7%	11.1%	11.3%
长期股权投资	406	572	646	728	823	ROA	7.4%	7.4%	9.1%	8.8%	8.1%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	67.2%	48.0%	59.9%	106.6%	64.1%
固定资产	2,593	2,550	2,381	2,193	1,964	<b>费用率</b>					
在建工程	99	177	232	299	382	销售费用率	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
无形资产	112	103	235	355	466	管理费用率	5.7%	5.3%	5.1%	5.3%	5.3%
其他非流动资产	444	512	326	96	-96	财务费用率	-1.0%	-1.1%	-2.7%	-2.8%	-2.8%
<b>资产总额</b>	<b>14,359</b>	<b>15,304</b>	<b>19,464</b>	<b>19,807</b>	<b>24,718</b>	三费/营业收入	6.3%	5.6%	3.8%	3.9%	3.9%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2,281	2,773	4,606	3,306	5,809	资产负债率	27.3%	28.1%	34.0%	26.3%	32.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	37.5%	39.0%	51.4%	35.7%	49.1%
其他流动负债	1,115	1,101	1,473	1,419	1,850	流动比率	3.05	2.87	2.52	3.34	2.71
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.69	2.55	2.22	2.98	2.41
其他非流动负债	520	420	531	490	480	利息保障倍数	-13.87	-12.54	-6.82	-5.42	-5.29
<b>负债总额</b>	<b>3,916</b>	<b>4,294</b>	<b>6,611</b>	<b>5,215</b>	<b>8,139</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>664</b>	<b>674</b>	<b>941</b>	<b>1,204</b>	<b>1,504</b>	DPS(元)	0.21	0.33	-	-	-
股本	1,867	1,867	1,867	1,867	1,867	分红比率	43.3%	63.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	7,869	8,483	10,045	11,522	13,208	股息收益率	1.6%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>10,442</b>	<b>11,011</b>	<b>12,854</b>	<b>14,592</b>	<b>16,579</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.49	0.52	0.81	0.79	0.91
净利润	1,064	1,136	1,508	1,483	1,699	BVPS(元)	5.24	5.54	6.38	7.17	8.07
加: 折旧和摊销	650	649	637	768	918	PE(X)	27.2	25.8	16.5	16.8	14.7
资产减值准备	19	71	50	50	50	PB(X)	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-59.7	31.5	9.5	78.8	8.2
财务费用	9	5	-281	-336	-398	P/S	3.2	2.8	2.4	2.1	1.8
投资收益	-118	-119	-500	-250	-250	EV/EBITDA	11.2	9.6	5.6	5.4	3.6
少数股东损益	146	171	267	262	301	CAGR(%)	17.9%	20.7%	19.6%	17.9%	20.7%
营运资金的变动	-1,197	-323	1,248	-1,022	1,404	PEG	1.5	1.2	0.8	0.9	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>353</b>	<b>1,473</b>	<b>2,929</b>	<b>955</b>	<b>3,725</b>	ROIC/WACC	6.4	4.6	5.7	10.2	6.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-342</b>	<b>-561</b>	<b>-290</b>	<b>-590</b>	<b>-700</b>	REP	1.2	1.6	2.0	0.6	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>3,689</b>	<b>-493</b>	<b>337</b>	<b>332</b>	<b>386</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：买入(维持)

艾华集团(603989)

目标价:16.5元

产能释放叠加原材料自给，业绩拐点明确

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	22.91
一年内最低/最高(元)	18.76/43.82
市盈率	30.5
市净率	4.50

## 基础数据

净资产收益率(%)	16.32
资产负债率(%)	19.8
总股本(亿股)	3.9

## 最近12月股价走势



## 联系信息

<b>赵成</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
<b>邱凯</b>	联系人
qiuk@ctsec.com	
<b>鲍娴颖</b>	联系人
baoxianying@ctsec.com	021-68592263

## 相关报告

1 《603989-季报点评:产能释放叠加原材料自给，业绩拐点明确》 2018-11-01

**事件:** 发布三季度业绩公告称，公司前三季度实现营业收入 16.05 亿元，同比增长 27.19%，归母净利润 2.25 亿元，同比增长 0.39%；三季度单季度来看，实现收入 6 亿，同比增长 34.3%，实现净利润 0.939 亿元，同比增长 35.7%。

## ● 三季度单季盈利改善，产能释放叠加涨价周期

前三季度单季数据来看，营收规模逐季增加，表明公司产能持续释放，但受环保限产影响使得上游原材料腐蚀箔涨价，公司 H1 毛利率承压，大幅下滑 5.4%，归母净利润同比下滑 15.4%。三季度产能进一步释放，同时原材料价格上涨转移给下游，产品单价提升，使得单三季度营收同比增 34.3%，同时毛利率开始恢复正常水平，盈利创单季度新高。

## ● 客户结构调整，长期业绩增长得到保障

公司新增客户包括华为、苹果、HP 等，主要产品方向包括：网络通信设备、手机充电器、笔记本电脑电源适配器等。同时家电客户牛角型电容器替代传统电容带来量价齐升，产能释放得到消化。客户结构上，公司放弃小型企业，而为大客户提供成套产品方案，有利于产品绑定销售，保障公司业绩与盈利水平的稳定。

## ● 原材料自给率提升与产能逐步释放，国产替代空间强劲

公司腐蚀箔与化成箔自给比率不断提升，高峰时比例有望达到 70%，为公司稳定发展和成本控制提供基础。募集资金投资的产能后续逐渐释放，产品向高技术与高毛利过渡。公司目前市场占比偏低，通过客户结构调整和产能释放，实现进口替代，业绩长期发展向好。

**盈利预测:** 预计公司 2018-2020 年净利润 3.20/4.35/5.79 亿元，对应 EPS 为 0.82/1.11/1.48 元，对应 PE 为 27.8/20.4/15.4 倍。长期看好业绩，给予“买入”评级。

**风险提示:** 下游需求下降，产能扩充超过客户需求。

表 2: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,554	1,793	2,303	2,879	3,743
增长率	18.7%	15.4%	28.5%	25.0%	30.0%
归属母公司股东净利润(百万)	264	292	320	435	579
增长率	17.1%	10.4%	9.5%	36.1%	33.1%
每股收益(元)	0.68	0.75	0.82	1.11	1.48
市盈率(倍)	33.6	30.4	27.8	20.4	15.4

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,554</b>	<b>1,793</b>	<b>2,303</b>	<b>2,879</b>	<b>3,743</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,012	1,185	1,566	1,915	2,470	营业收入增长率	18.7%	15.4%	28.5%	25.0%	30.0%
营业税费	16	15	21	26	34	营业利润增长率	17.5%	9.5%	9.4%	37.1%	33.8%
销售费用	99	119	154	193	251	净利润增长率	17.1%	10.4%	9.5%	36.1%	33.1%
管理费用	138	145	187	233	303	EBITDA 增长率	13.9%	12.1%	12.0%	36.4%	32.2%
财务费用	-7	7	-	-	-	EBIT 增长率	17.5%	12.9%	8.4%	37.1%	33.8%
资产减值损失	13	10	21	22	26	NOPLAT 增长率	17.1%	15.6%	7.2%	36.3%	33.8%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-3.0%	-24.3%	47.4%	22.4%	16.3%
投资和汇兑收益	26	22	15	15	17	净资产增长率	2.9%	2.9%	15.8%	3.2%	4.0%
<b>营业利润</b>	<b>308</b>	<b>337</b>	<b>369</b>	<b>505</b>	<b>676</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5	5	6	7	6	毛利率	34.9%	33.9%	32.0%	33.5%	34.0%
<b>利润总额</b>	<b>312</b>	<b>342</b>	<b>375</b>	<b>512</b>	<b>682</b>	营业利润率	19.8%	18.8%	16.0%	17.6%	18.1%
减: 所得税	49	50	54	77	102	净利润率	17.0%	16.3%	13.9%	15.1%	15.5%
<b>净利润</b>	<b>264</b>	<b>292</b>	<b>320</b>	<b>435</b>	<b>579</b>	EBITDA/营业收入	23.4%	22.7%	19.8%	21.6%	22.0%
						EBIT/营业收入	19.4%	19.0%	16.0%	17.6%	18.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	148	577	184	333	299	固定资产周转天数	112	112	107	96	79
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	257	155	105	115	101
应收帐款	502	540	870	892	1,399	流动资产周转天数	365	318	309	295	270
应收票据	27	8	466	141	649	应收帐款周转天数	99	105	110	110	110
预付帐款	11	22	10	14	17	存货周转天数	55	55	54	53	53
存货	243	305	389	459	636	总资产周转天数	502	463	478	481	442
其他流动资产	721	66	518	435	340	投资资本周转天数	387	290	241	255	234
可供出售金融资产	0	4	173	186	194	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.8%	15.9%	15.0%	19.8%	25.3%
长期股权投资	-	6	80	162	258	ROA	11.5%	12.5%	8.5%	11.1%	11.0%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	15.0%	17.9%	25.3%	23.4%	25.6%
固定资产	484	633	731	804	849	<b>费用率</b>					
在建工程	101	105	160	227	310	销售费用率	6.4%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
无形资产	25	25	169	307	439	管理费用率	8.9%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
其他非流动资产	22	40	5	-110	-198	财务费用率	-0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>2,285</b>	<b>2,331</b>	<b>3,786</b>	<b>3,910</b>	<b>5,281</b>	三费/营业收入	14.8%	15.1%	14.8%	14.8%	14.8%
短期债务	-	-	81	-	330	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	283	323	893	404	1,239	资产负债率	20.4%	19.8%	42.8%	42.8%	56.0%
应付票据	125	77	271	262	358	负债权益比	25.7%	24.6%	74.8%	74.9%	127.2%
其他流动负债	41	44	238	284	327	流动比率	3.68	3.42	1.64	2.39	1.48
长期借款	-	-	57	89	-	速动比率	3.14	2.73	1.38	1.91	1.20
其他非流动负债	17	17	78	635	702	利息保障倍数	-45.98	49.88			
<b>负债总额</b>	<b>467</b>	<b>461</b>	<b>1,620</b>	<b>1,675</b>	<b>2,956</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	DPS(元)	0.62	0.62	0.73	0.97	1.28
股本	300	300	390	390	390	分红比率	90.8%	82.3%	88.7%	87.2%	86.1%
留存收益	1,482	1,533	1,739	1,807	1,895	股息收益率	2.7%	2.7%	3.2%	4.3%	5.6%
<b>股东权益</b>	<b>1,818</b>	<b>1,870</b>	<b>2,166</b>	<b>2,235</b>	<b>2,324</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.68	0.75	0.82	1.11	1.48
净利润	264	293	320	435	579	BVPS(元)	4.57	4.70	5.46	5.63	5.86
加: 折旧和摊销	62	68	88	117	146	PE(X)	33.6	30.4	27.8	20.4	15.4
资产减值准备	13	10	21	22	26	PB(X)	5.0	4.8	4.2	4.0	3.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	28.2	12.8	-67.1	16.9	17.7
财务费用	-2	7	-	-	-	P/S	5.7	5.0	3.9	3.1	2.4
投资收益	-26	-22	-15	-15	-17	EV/EBITDA	18.4	15.3	18.8	14.4	11.2
少数股东损益	-1	1	1	0	1	CAGR(%)	18.2%	25.6%	12.1%	18.2%	25.6%
营运资金的变动	56	449	-333	-100	-114	PEG	1.8	1.2	2.3	1.1	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>357</b>	<b>170</b>	<b>81</b>	<b>460</b>	<b>620</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-68</b>	<b>504</b>	<b>-588</b>	<b>-446</b>	<b>-453</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-212</b>	<b>-237</b>	<b>114</b>	<b>135</b>	<b>-200</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：买入(维持)

安洁科技(002635)

目标价:16.5元

单机价值提升, 优质客户带来稳定增长

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	12.51
一年内最低/最高(元)	10.19/40.34
市盈率	19.5
市净率	1.34

## 基础数据

净资产收益率(%)	9.72
资产负债率(%)	22.3
总股本(亿股)	7.38

## 最近12月股价走势



## 联系信息

<b>赵成</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
<b>邱凯</b>	联系人
qiuk@ctsec.com	
<b>鲍娴颖</b>	联系人
baoxianying@ctsec.com	021-68592263

## 相关报告

- 《002635-季报点评:单机价值提升, 优质客户带来稳定增长》 2018-11-01
- 《002635-深度报告:移动终端到新能源汽车的跨越式布局》 2018-03-01

**事件:** 发布三季度业绩公告称, 前三季度归属于母公司所有者的净利润为 4.26 亿元, 较上年同期增 23.93%; 营业收入为 25.04 亿元, 较上年同期增 50.83%。单三季度归属于母公司所有者的净利润为 1.89 亿元, 较上年同期增 6.75%; 营业收入为 10.38 亿元, 较上年同期增 29.91%。预告全年利润 5.48 亿元-6.65 亿元, 中值为 6.0 亿元左右, Q4 大概为 1.8 亿元左右。

## ● 三季度单季盈利改善, 全年业绩成长可以期待

公司在今年客户新机 ASP 提升幅度较大, OLED 和 LCD 版本分别较去年的 X 和 8 系列提升较大幅度, 订单占比维持高位。三季度起 Xs 与 Max 备货上量, 贡献公司整体营收和利润的增长, XR 出货高峰位于第四季度, 成为公司四季度业绩增长贡献点。特斯拉 Model3 产能提升, 四季度出货量达到规划产能, 适新和安洁科技本部受益整个 Model 3 出货量。

## ● 威博精密业绩承压, 后续看客户和产品结构调整

威博精密 18 年大件业务承压, 金属后盖被市场所淘汰, 大件业务营收减小; 3D 热压复合材料后盖三季度之前一直处于良率提升和产能爬坡阶段, 拉低威博整体毛利率。中报计提商誉减值, 但通过采取原股东补偿对冲的方式, 避免对经营业绩造成影响。后续来看威博金属小件有望进入核心客户供应体系, 同时 3D 热压复合材料后盖产能兑现, 出货量提升, 为威博精密提供业绩支撑。

## ● 客户 ASP 还有提升空间, 核心客户业绩都有成长

手机端随着公司金属+模切业务能力的整合, 有望导入明年客户产品周期供应商体系, 由于目前占比偏小, 成长空间强劲。特斯拉目前产能慢慢提升, 上海厂区建设为公司长久合作和新品开发建立良好基础, 看好公司在两条产业主线上的长期发展。

**盈利预测:** 预计公司 2018-2020 年净利润 5.84/8.01/9.98 亿元, 对应 EPS 为 0.79/1.08/1.35 元, 对应 PE 为 15.4/11.2/9.0 倍。长期看好业绩, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 下游需求下降, 产品导入不及预期。

表 3: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,828	2,715	3,558	4,626	5,782
增长率	-2.8%	48.5%	31.1%	30.0%	25.0%
归属母公司股东净利润(百万)	387	391	584	801	998
增长率	26.1%	1.1%	49.1%	37.2%	24.7%
每股收益(元)	0.52	0.53	0.79	1.08	1.35
市盈率(倍)	23.2	22.9	15.4	11.2	9.0

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,828</b>	<b>2,715</b>	<b>3,558</b>	<b>4,626</b>	<b>5,782</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,167	1,693	2,313	3,007	3,758	营业收入增长率	-2.8%	48.5%	31.1%	30.0%	25.0%
营业税费	11	15	20	25	32	营业利润增长率	22.2%	9.4%	44.8%	37.6%	25.0%
销售费用	32	42	64	81	101	净利润增长率	26.1%	1.1%	49.1%	37.2%	24.7%
管理费用	232	294	431	559	700	EBITDA 增长率	11.6%	31.3%	21.9%	35.6%	23.9%
财务费用	-49	44	-22	-27	-34	EBIT 增长率	12.5%	32.2%	30.3%	38.2%	24.9%
资产减值损失	5	162	21	22	26	NOPLAT 增长率	15.8%	28.1%	31.1%	38.2%	24.9%
加: 公允价值变动收益	-0	-	0	-0	0	投资资本增长率	-10.3%	207.1%	10.6%	12.3%	6.7%
投资和汇兑收益	17	16	-25	15	17	净资产增长率	11.3%	160.7%	9.0%	8.1%	9.4%
<b>营业利润</b>	<b>446</b>	<b>488</b>	<b>707</b>	<b>973</b>	<b>1,216</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	15	1	6	7	6	毛利率	36.1%	37.6%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>利润总额</b>	<b>462</b>	<b>489</b>	<b>713</b>	<b>980</b>	<b>1,222</b>	营业利润率	24.4%	18.0%	19.9%	21.0%	21.0%
减: 所得税	78	101	135	186	232	净利润率	21.2%	14.4%	16.4%	17.3%	17.3%
<b>净利润</b>	<b>387</b>	<b>391</b>	<b>584</b>	<b>801</b>	<b>998</b>	EBITDA/营业收入	28.1%	24.9%	23.1%	24.1%	23.9%
						EBIT/营业收入	21.8%	19.4%	19.2%	20.5%	20.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	固定资产周转天数	162	161	166	132	107
货币资金	976	1,076	1,001	1,326	1,614	<b>流动营业资本周转天数</b>	131	88	94	105	109
交易性金融资产	-	-	0	0	0	流动资产周转天数	364	366	371	328	327
应收帐款	536	1,205	973	1,859	1,680	应收帐款周转天数	109	115	110	110	110
应收票据	4	34	699	277	942	存货周转天数	48	41	52	52	52
预付帐款	7	18	11	27	20	总资产周转天数	625	794	902	759	689
存货	199	419	606	727	939	投资资本周转天数	372	483	585	502	439
其他流动资产	199	846	440	495	594	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	173	186	194	ROE	14.9%	5.8%	7.9%	10.0%	11.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	4.5%	6.3%	7.6%	8.4%
长期股权投资	-	2	76	158	254	ROIC	16.6%	23.6%	10.1%	12.6%	14.0%
投资性房地产	-	-	30	60	90	<b>费用率</b>					
固定资产	817	1,606	1,670	1,711	1,725	销售费用率	1.7%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
在建工程	75	77	133	200	283	管理费用率	12.7%	10.8%	12.1%	12.1%	12.1%
无形资产	194	256	383	501	611	财务费用率	-2.7%	1.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
其他非流动资产	248	3,178	2,920	2,872	2,799	三费/营业收入	11.8%	14.0%	13.3%	13.3%	13.3%
<b>资产总额</b>	<b>3,256</b>	<b>8,718</b>	<b>9,113</b>	<b>10,399</b>	<b>11,745</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	210	61	-	-	-	资产负债率	20.2%	22.3%	19.0%	23.2%	25.7%
应付帐款	274	1,581	889	1,149	1,352	负债权益比	25.3%	28.7%	23.4%	30.3%	34.5%
应付票据	13	14	500	337	606	流动比率	3.21	1.95	2.26	2.65	2.51
其他流动负债	102	192	260	294	352	速动比率	2.88	1.72	1.89	2.24	2.10
长期借款	0	0	-	-	-	利息保障倍数	-8.13	11.89	-30.77	-35.29	-34.89
其他非流动负债	58	96	78	635	702	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>657</b>	<b>1,944</b>	<b>1,727</b>	<b>2,415</b>	<b>3,013</b>	DPS(元)	0.16	0.10	0.23	0.28	0.34
<b>少数股东权益</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-20</b>	分红比率	30.1%	19.2%	29.1%	26.2%	24.8%
股本	389	752	738	738	738	股息收益率	1.3%	0.8%	1.9%	2.3%	2.8%
留存收益	2,248	6,065	6,652	7,256	8,014	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>股东权益</b>	<b>2,599</b>	<b>6,774</b>	<b>7,386</b>	<b>7,983</b>	<b>8,732</b>	EPS(元)	0.52	0.53	0.79	1.08	1.35
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	BVPS(元)	3.51	9.18	10.01	10.83	11.86
净利润	383	389	584	801	998	PE(X)	23.2	22.9	15.4	11.2	9.0
加: 折旧和摊销	118	155	138	169	200	PB(X)	3.5	1.3	1.2	1.1	1.0
资产减值准备	5	162	21	22	26	P/FCF	18.2	-2.6	-103.2	14.8	15.0
公允价值变动损失	0	-	0	-0	0	P/S	4.9	3.3	2.5	1.9	1.6
财务费用	-29	72	-22	-27	-34	EV/EBITDA	7.6	11.7	9.3	7.0	5.4
投资收益	-17	-16	-15	-15	-17	CAGR(%)	27.4%	36.5%	24.1%	27.4%	36.5%
少数股东损益	-4	-3	-6	-7	-9	PEG	0.8	0.6	0.6	0.4	0.2
营运资金的变动	203	-1,238	-154	-557	-271	ROIC/WACC	1.6	2.3	1.0	1.2	1.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>567</b>	<b>298</b>	<b>546</b>	<b>385</b>	<b>893</b>	REP	1.4	0.6	1.3	1.0	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3</b>	<b>-1,361</b>	<b>-591</b>	<b>-445</b>	<b>-454</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-255</b>	<b>1,212</b>	<b>-29</b>	<b>385</b>	<b>-151</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：买入(维持)

**东山精密(002384)**

目标价:12.8元

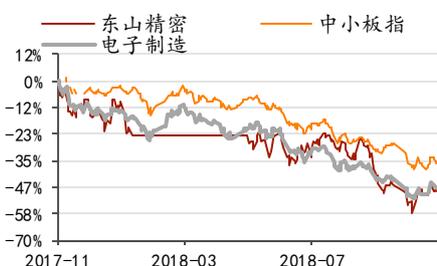
公司业绩持续向好，长期价值投资显现

**市场数据** 2018-11-12

收盘价(元)	12.10
一年内最低/最高(元)	9.25/35.08
市盈率	23.3
市净率	2.34

**基础数据**

净资产收益率(%)	9.35
资产负债率(%)	64.8
总股本(亿股)	16.07

**最近12月股价走势****联系信息**

<b>赵成</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
<b>邱凯</b>	联系人
qiuk@ctsec.com	
<b>鲍娴颖</b>	联系人
baoxiany@ctsec.com	021-68592263

**相关报告**

- 《002384-事件点评:公司业绩持续向好,长期价值投资显现》 2018-10-22
- 《002384-年报点评:并购整合显成效,全面深耕即将开启》 2018-05-01
- 《002384-事件点评:再收购国际大厂,国内龙头加速崛起》 2018-03-29

● **事件:** 公司前三季度实现营业收入 134.07 亿元,同比增长 28.49%,归母净利润 6.77 亿元,同比增长 82.77%;公司但三季度实现营业收入 61.95 亿元,同比增长 43.62%,归母净利润 4.17 亿元,同比增长 66.07%。同时,公司对于 2018 年度经营业绩作出预测,预计公司 2018 年实现归母净利润 10.60 亿元-12.00 亿元,对应增速区间为 101.45%-128.05%。

● **盐城基地产能逐渐释放,公司整体盈利持续改善**

盐城厂区产能受到下游小间距 LED 和大客户在 Q3 的拉货高峰期促进加速释放, FPC 业务成为今年公司盈利主要贡献点。公司 FPC 业务占大客户比例较 17 年有较大幅度提升,单机料号不断增加。同时,公司不断对工艺精细化管理、成本控制与产线效率的提升, FPC 和 LED 业务毛利率均有较大幅度提升,使得第三季度毛利率达到 20% 左右。

● **Multek 并入公司体系,丰富整体盈利结构点**

Multek 最为全球领先的高端 PCB 制造商,产品涵盖刚性板、刚柔结合板,应用于通信、消费电子、汽车等领域。并入上市公司体系有利于避免公司盈利点单一带来的不稳定性,同时公司客户体系优良,是爱立信、诺基亚和华为等通信设备大厂的核心供应商将充分受益于 5G 基站建设带来的公司 PCB 板业务持续盈利。公司本身是通讯行业滤波器市场领先者,实现通讯业 PCB+滤波器、LED 行业、消费电子 FPC 行业以及小尺寸 LCM 多业务格局,盈利结构健康向好。

● **现金能力改善,长期看公司发展可期**

受益于大客户占比提升,经营性活动现金流净额 10.70 亿元,同比 +1204.98%;后续随着 Multek 加入造血推动力方面,公司现金业务不断改善。公司业务处于各行业长期高景气度周期,发展可期

**盈利预测:** 公司 2018-2020 年利润预计为 11.1/16.4/22.5 亿 EPS 为 0.69/1.02/1.40 元,当前股价对应 PE 为 15.5/10.6/7.7 倍。看好公司长期业务发展,维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 5G 建设进度不及预期、消费电子景气度持续下滑

表 4:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	8,403	15,390	20,130	24,558	30,648
增长率	110.5%	83.1%	30.8%	22.0%	24.8%
归属母公司股东净利润(百万)	144	526	1,112	1,635	2,249
增长率	354.7%	264.9%	111.3%	47.0%	37.5%
每股收益(元)	0.09	0.33	0.69	1.02	1.40
市盈率(倍)	119.9	32.9	15.5	10.6	7.7

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>8,403</b>	<b>15,390</b>	<b>20,130</b>	<b>24,558</b>	<b>30,648</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	7,387	13,185	16,828	20,383	25,285	营业收入增长率	110.5%	83.1%	30.8%	22.0%	24.8%
营业税费	22	42	56	69	86	营业利润增长率	506.9%	327.7%	126.3%	41.2%	38.1%
销售费用	197	316	503	614	766	净利润增长率	354.7%	264.9%	111.3%	47.0%	37.5%
管理费用	483	868	1,188	1,424	1,747	EBITDA 增长率	108.2%	98.7%	47.8%	28.0%	29.1%
财务费用	205	361	236	205	191	EBIT 增长率	212.1%	159.0%	75.8%	32.9%	33.6%
资产减值损失	57	133	21	22	26	NOPLAT 增长率	181.2%	173.4%	64.6%	32.9%	33.6%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>11</b>	<b>-11</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	投资资本增长率	96.7%	62.6%	-0.5%	27.9%	1.1%
投资和汇兑收益	73	47	15	15	17	净资产增长率	1.0%	183.7%	16.7%	17.5%	19.9%
<b>营业利润</b>	<b>136</b>	<b>581</b>	<b>1,315</b>	<b>1,857</b>	<b>2,563</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	25	-1	6	7	6	毛利率	12.1%	14.3%	16.4%	17.0%	17.5%
<b>利润总额</b>	<b>161</b>	<b>580</b>	<b>1,320</b>	<b>1,863</b>	<b>2,569</b>	营业利润率	1.6%	3.8%	6.5%	7.6%	8.4%
减: 所得税	12	50	113	160	220	净利润率	1.7%	3.4%	5.5%	6.7%	7.3%
<b>净利润</b>	<b>144</b>	<b>526</b>	<b>1,112</b>	<b>1,635</b>	<b>2,249</b>	EBITDA/营业收入	7.9%	8.6%	9.7%	10.2%	10.6%
						EBIT/营业收入	4.1%	5.7%	7.7%	8.4%	9.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2,705	2,941	1,610	1,965	2,452	固定资产周转天数	97	80	70	55	41
交易性金融资产	11	-	4	5	3	<b>流动营业资本周转天数</b>	57	57	62	73	78
应收帐款	3,376	6,130	6,190	8,841	9,918	流动资产周转天数	295	266	266	247	246
应收票据	156	239	3,907	1,274	5,191	应收帐款周转天数	109	111	110	110	110
预付帐款	227	427	105	150	166	存货周转天数	79	68	67	66	66
存货	2,455	3,376	4,082	4,951	6,254	总资产周转天数	472	436	416	367	341
其他流动资产	261	404	337	334	358	投资资本周转天数	221	210	198	185	167
可供出售金融资产	21	497	173	186	194	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.3%	6.8%	12.4%	15.6%	17.9%
长期股权投资	126	175	250	332	427	ROA	1.0%	2.4%	5.0%	6.6%	7.2%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	9.1%	12.6%	12.7%	17.0%	17.8%
固定资产	2,828	4,028	3,833	3,613	3,364	<b>费用率</b>					
在建工程	533	1,303	1,358	1,425	1,508	销售费用率	2.3%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
无形资产	211	215	334	440	533	管理费用率	5.7%	5.6%	5.9%	5.8%	5.7%
其他非流动资产	2,229	2,378	2,177	2,102	1,940	财务费用率	2.4%	2.3%	1.2%	0.8%	0.6%
<b>资产总额</b>	<b>15,139</b>	<b>22,113</b>	<b>24,390</b>	<b>25,677</b>	<b>32,398</b>	三费/营业收入	10.5%	10.0%	9.6%	9.1%	8.8%
短期债务	4,804	6,318	3,722	3,395	3,332	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	3,956	4,505	8,559	5,252	11,568	资产负债率	81.9%	64.8%	62.7%	58.4%	60.4%
应付票据	852	1,377	2,363	3,313	3,035	负债权益比	451.2%	183.8%	168.2%	140.3%	152.8%
其他流动负债	396	1,889	575	801	943	流动比率	0.92	0.96	1.07	1.37	1.29
长期借款	2,253	70	-	1,594	-	速动比率	0.67	0.72	0.80	0.98	0.96
其他非流动负债	131	162	78	635	702	利息保障倍数	1.66	2.44	6.56	10.04	14.43
<b>负债总额</b>	<b>12,392</b>	<b>14,321</b>	<b>15,297</b>	<b>14,990</b>	<b>19,581</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>115</b>	<b>183</b>	<b>282</b>	DPS(元)	-	0.03	0.09	0.08	0.14
股本	847	1,071	1,607	1,607	1,607	分红比率	0.0%	10.2%	12.3%	7.5%	10.0%
留存收益	1,984	6,720	7,372	8,897	10,929	股息收益率	0.0%	0.3%	0.8%	0.7%	1.3%
<b>股东权益</b>	<b>2,747</b>	<b>7,792</b>	<b>9,093</b>	<b>10,687</b>	<b>12,818</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.09	0.33	0.69	1.02	1.40
净利润	149	530	1,112	1,635	2,249	BVPS(元)	1.70	4.84	5.59	6.54	7.80
加: 折旧和摊销	354	487	405	442	480	PE(X)	119.9	32.9	15.5	10.6	7.7
资产减值准备	57	133	21	22	26	PB(X)	6.3	2.2	1.9	1.6	1.4
公允价值变动损失	-11	11	4	1	-2	P/FCF	8.8	-4.6	-8.8	38.3	30.0
财务费用	246	382	236	205	191	P/S	2.1	1.1	0.9	0.7	0.6
投资收益	-73	-47	-15	-15	-17	EV/EBITDA	19.9	11.2	9.9	8.4	5.9
少数股东损益	5	4	95	68	99	CAGR(%)	125.2%	64.2%	212.8%	125.2%	64.2%
营运资金的变动	-311	-770	166	-3,146	-164	PEG	1.0	0.5	0.1	0.1	0.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>75</b>	<b>161</b>	<b>2,024</b>	<b>-787</b>	<b>2,862</b>	ROIC/WACC	1.0	1.3	1.4	1.8	1.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3,996</b>	<b>-3,604</b>	<b>-86</b>	<b>-452</b>	<b>-452</b>	REP	2.0	1.0	1.3	0.8	0.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>4,461</b>	<b>3,657</b>	<b>-3,269</b>	<b>1,594</b>	<b>-1,923</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

吉华集团(603980)

目标价:14.2元

国内染料巨头，产能持续扩张

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	12.33
一年内最低/最高(元)	10.33/23.49
市盈率	9.6
市净率	1.47

## 基础数据

净资产收益率(%)	13.22
资产负债率(%)	13.7
总股本(亿股)	5

## 最近12月股价走势



## 联系信息

虞小波	分析师
SAC证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
赵新裕	联系人
zhaoxy@ctsec.com	021-68592339

## 相关报告

1 《603980-跟踪简报:国内染料巨头，产能持续扩张》 2018-11-12

## ● 染料及中间体景气持续，前三季度业绩表现靓丽

公司是国内染料巨头，17年产能占国内总产能的10%以上，拥有分散染料产能7万吨，活性染料产能1.5万吨，其他染料1万吨，同时配套中间体H酸产能2万吨。业绩方面，2018前三季度公司实现营收21.8亿(+13.9%)，归母净利润5.5亿(+81.3%)，其中18Q3单季度实现营收8.1亿(同比+19.0%，环比+6.4%)，归母净利润2.3亿(同比+127.1%，环比+11.9%)，业绩增长的主要原因是环保影响下染料及中间体销售价格提升所致。

## ● 终端纺服需求稳中向好，染料价格有望维持高位

**前三季度公司染料均价同比大幅增长：**根据公司公告，2018前三季度染料产销量分别为5.13和6.05万吨，其中18Q3产销量为1.74/2.15万吨，占比分别为34%和36%。从产品价格看，18Q3染料不含税均价4.2元/吨，较18H1增加31.4%，Q3价格大幅增长也导致前三季度染料均价同比涨幅达51.2%。同时，18Q3产品价格上涨致Q3单季度毛利率达42.7%(同比+8.4pct，环比+3.6pct)。此外，**纺服终端数据稳中向好：**1)出口端：1-9月国内纺织原料及纺织制品出口金额同比增4.6%；2)国内消费端：1-9月服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增8.9%；3)库存端：9月国内纺织服装、服饰业存货同比减少3.1%，库存也处于历史较低水平。**我们判断，在国内环保压力没有明显放松背景下，结合纺服终端数据稳中向好的表现，染料价格有望维持高位。**

## ● 变更募投项目，进一步提升行业竞争力

**公司于2018年10月29日公告变更募投项目：**将原项目“年产3万吨活性染料扩能技术改造项目”变更为“年产10万吨染料及中间体产业转型提升技术改造项目”。新项目总投资5亿，预计于2020年6月投产，达产后公司将新增分散染料2万吨、活性染料1.5万吨、直接和酸性染料各5000吨的生产能力，有望成为盈利增长的新动力。

## ● 盈利预测及投资建议

预计公司2018-2020年EPS分别为1.48/1.64/1.83元，对应2018-2020年PE分别为8.0/7.3/6.5倍，给予“增持”评级。

**风险提示：**染料及中间体价格波动风险，环保及安全生产风险。

表 5:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2,160	2,456	2,969	3,371	3,737
增长率	-25.9%	13.7%	20.9%	13.5%	10.9%
归属母公司股东净利润(百万)	382	397	742	821	914
增长率	-42.8%	4.0%	86.7%	10.7%	11.4%
每股收益(元)	0.76	0.79	1.48	1.64	1.83
市盈率(倍)	15.6	15.0	8.0	7.3	6.5

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,160</b>	<b>2,456</b>	<b>2,969</b>	<b>3,371</b>	<b>3,737</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,419	1,682	1,750	2,020	2,246	营业收入增长率	-25.9%	13.7%	20.9%	13.5%	10.9%
营业税费	19	23	28	32	36	营业利润增长率	-43.3%	4.9%	81.7%	10.5%	11.1%
销售费用	45	47	45	49	52	净利润增长率	-42.8%	4.0%	86.7%	10.7%	11.4%
管理费用	215	225	264	299	331	EBITDA 增长率	-39.2%	7.5%	68.1%	10.7%	10.9%
财务费用	-22	11	-28	-38	-49	EBIT 增长率	-46.0%	7.2%	80.5%	9.8%	10.3%
资产减值损失	2	-4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-45.3%	12.1%	72.5%	9.8%	10.3%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-1.7%	71.8%	7.1%	7.4%	5.9%
投资和汇兑收益	6	16	20	20	20	净资产增长率	10.0%	80.7%	13.3%	13.5%	13.2%
<b>营业利润</b>	<b>488</b>	<b>512</b>	<b>930</b>	<b>1,028</b>	<b>1,141</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	9	-8	5	5	5	毛利率	34.3%	31.5%	41.0%	40.1%	39.9%
<b>利润总额</b>	<b>497</b>	<b>504</b>	<b>935</b>	<b>1,033</b>	<b>1,146</b>	营业利润率	22.6%	20.8%	31.3%	30.5%	30.5%
减: 所得税	68	69	129	142	158	净利润率	17.7%	16.2%	25.0%	24.4%	24.5%
<b>净利润</b>	<b>382</b>	<b>397</b>	<b>742</b>	<b>821</b>	<b>914</b>	EBITDA/营业收入	26.6%	25.2%	35.0%	34.2%	34.2%
						EBIT/营业收入	21.6%	20.3%	30.4%	29.4%	29.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	408	943	1,296	1,685	2,179	固定资产周转天数	146	146	124	109	97
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	123	179	225	209	198
应收帐款	314	237	414	316	483	流动资产周转天数	272	374	443	450	465
应收票据	360	418	506	533	608	应收帐款周转天数	53	40	40	39	39
预付帐款	37	37	35	43	38	存货周转天数	95	93	80	81	81
存货	589	679	634	876	796	总资产周转天数	468	570	620	619	629
其他流动资产	15	1,065	1,045	1,045	1,045	投资资本周转天数	303	359	389	367	353
可供出售金融资产	32	22	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.9%	10.0%	16.6%	16.4%	16.2%
长期股权投资	41	48	58	68	78	ROA	14.3%	9.1%	14.8%	14.5%	14.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	21.9%	25.0%	25.1%	25.8%	26.5%
固定资产	964	1,024	1,028	1,021	1,001	<b>费用率</b>					
在建工程	108	129	119	135	148	销售费用率	2.1%	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%
无形资产	89	110	246	376	497	管理费用率	10.0%	9.2%	8.9%	8.9%	8.9%
其他非流动资产	44	68	58	46	34	财务费用率	-1.0%	0.4%	-1.0%	-1.1%	-1.3%
<b>资产总额</b>	<b>3,000</b>	<b>4,781</b>	<b>5,440</b>	<b>6,143</b>	<b>6,908</b>	三费/营业收入	11.0%	11.5%	9.4%	9.2%	8.9%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	402	376	426	493	522	资产负债率	23.9%	13.7%	14.0%	13.6%	13.0%
应付票据	110	59	116	81	131	负债权益比	31.3%	15.8%	16.3%	15.7%	14.9%
其他流动负债	175	185	190	229	213	流动比率	2.50	5.45	5.37	5.60	5.95
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.65	4.35	4.50	4.51	5.03
其他非流动负债	28	33	30	30	30	利息保障倍数	-20.93	46.21	-31.73	-26.17	-22.28
<b>负债总额</b>	<b>716</b>	<b>653</b>	<b>762</b>	<b>833</b>	<b>896</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>144</b>	<b>157</b>	<b>221</b>	<b>291</b>	<b>365</b>	DPS(元)	0.40	0.25	0.47	0.52	0.58
股本	400	500	500	500	500	分红比率	52.3%	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%
留存收益	1,741	3,471	3,957	4,520	5,147	股息收益率	3.4%	2.1%	3.9%	4.3%	4.8%
<b>股东权益</b>	<b>2,285</b>	<b>4,128</b>	<b>4,678</b>	<b>5,311</b>	<b>6,012</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.76	0.79	1.48	1.64	1.83
净利润	429	434	742	821	914	BVPS(元)	4.28	7.94	8.91	10.04	11.29
加: 折旧和摊销	110	119	139	162	185	PE(X)	15.6	15.0	8.0	7.3	6.5
资产减值准备	2	-4	-	-	-	PB(X)	2.8	1.5	1.3	1.2	1.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	14.4	-6.6	11.4	10.4	8.4
财务费用	-16	13	-28	-38	-49	P/S	2.8	2.4	2.0	1.8	1.6
投资收益	-6	-16	-20	-20	-20	EV/EBITDA	7.7	8.2	4.6	3.9	3.2
少数股东损益	47	37	65	69	74	CAGR(%)	27.5%	31.5%	3.1%	27.5%	31.5%
营运资金的变动	61	-1,433	-89	-106	-92	PEG	0.6	0.5	2.6	0.3	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>533</b>	<b>240</b>	<b>808</b>	<b>889</b>	<b>1,013</b>	ROIC/WACC	2.1	2.4	2.4	2.5	2.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-137</b>	<b>-1,076</b>	<b>-228</b>	<b>-280</b>	<b>-280</b>	REP	1.2	0.7	0.6	0.5	0.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-222</b>	<b>1,412</b>	<b>-227</b>	<b>-220</b>	<b>-239</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：增持(首次)

中大力德(002896)

目标价:41.3元

业绩持续稳定增长，RV减速器逐渐放量

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	36.63
一年内最低/最高(元)	28.02/60.75
市盈率	39.9
市净率	5.08

## 基础数据

净资产收益率(%)	16.21
资产负债率(%)	31.9
总股本(亿股)	.8

## 最近12月股价走势



## 联系信息

<b>彭勇</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
<b>陶波</b>	联系人
taob@ctsec.com	021-68592526

## 相关报告

## ● 精密传动领域优秀制造商，受益自动化大浪潮

公司是国内精密传动领域优秀制造商，主要产品包含精密减速器、传动行星减速器以及微型减速电机等，广泛应用于工业机器人、食品、包装、纺织、电子等领域。仅工业机器人领域，国内精密减速器市场空间超40亿，75%以上被日本纳博和哈默两家企业所垄断，未来存在巨大的进口替代空间。另外，国家开始加速推进产业的转型升级，传统领域自动化渗透率提升将带来减速器和减速电机需求的增加，公司明显受益。

## ● 签订3万台RV减速器合同，核心零部件国产化开始破局

公司5月与广东伯朗特签订了3万台RV减速器购销合同，是目前国内减速器厂商签订的单笔最大合同，国产减速器开始获得国内本体厂商的认可。目前国内能实现批量供货的有5家，公司是最纯正的RV减速器国产化替代标的，与日本两家企业相比，除寿命和稳定性外，公司产品其他性能都比较接近，但价格仅6-7成，可先从一些容错率较高、价格比较敏感的中低端客户开始渗透，通过中低端市场的经验来提升产品的稳定性。伯朗特是一家经营机械手和多关节机器人的本体企业，机器人以价格优势实现在中低端应用领域的快速扩张，前10月机器人出货量达3144台，去年全年仅351台，放量明显。9月公司再与伯朗特签订5万台行星减速器合同，两者形成了良好的合作关系，伯朗特的快速放量有望为公司带来持续的减速器订单。

## ● IPO募投项目推进顺利，缓解精密减速器产能瓶颈

公司IPO募集资金1.99亿用于年产20万台精密减速器生产线项目、研发中心建设项目及补充流动资金，其中超75%用于精密减速器的扩产，项目建设期2年，项目达产后将极大缓解公司产能瓶颈问题，可新增销售收入2.89亿，净利润4376.8万。研发中心建设期1年，虽不直接产生经济效益，但能进一步提升公司的研发创新能力，缩短新产品开发周期，提升产品质量的稳定性和可靠性。

● **投资建议:**预计公司18-20年归母净利润分别为0.74/0.95/1.26亿，对应EPS为0.93/1.18/1.58元/股，对应PE为39.6/30.9/23.2倍。首次覆盖，给予增持评级，目标价41.3元。

**风险提示:**宏观经济大幅下滑，行业竞争加剧，自动化需求放缓。

表 6: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	370	498	617	792	1,026
增长率	23.2%	34.6%	23.9%	28.4%	29.5%
归属母公司股东净利润(百万)	47	60	74	95	126
增长率	53.2%	28.0%	23.7%	27.9%	33.4%
每股收益(元)	0.58	0.75	0.93	1.18	1.58
市盈率(倍)	62.7	49.0	39.6	30.9	23.2

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>370</b>	<b>498</b>	<b>617</b>	<b>792</b>	<b>1,026</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	250	339	428	545	699	营业收入增长率	23.2%	34.6%	23.9%	28.4%	29.5%
营业税费	3	4	3	4	5	营业利润增长率	50.0%	43.1%	12.3%	29.5%	34.8%
销售费用	25	28	37	46	58	净利润增长率	53.2%	28.0%	23.7%	27.9%	33.4%
管理费用	38	50	62	79	103	EBITDA 增长率	25.5%	31.2%	25.2%	36.6%	34.2%
财务费用	7	7	8	15	22	EBIT 增长率	33.6%	34.8%	15.2%	34.2%	36.6%
资产减值损失	-0	3	5	8	10	NOPLAT 增长率	31.0%	36.4%	13.0%	34.2%	36.6%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	6.1%	55.1%	19.5%	28.2%	25.1%
投资和汇兑收益	-	0	3	3	3	净资产增长率	20.6%	94.6%	10.5%	12.0%	14.1%
<b>营业利润</b>	<b>47</b>	<b>67</b>	<b>76</b>	<b>98</b>	<b>132</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	7	2	10	12	14	毛利率	32.4%	31.9%	30.6%	31.2%	31.9%
<b>利润总额</b>	<b>54</b>	<b>70</b>	<b>86</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	营业利润率	12.7%	13.5%	12.3%	12.4%	12.9%
减: 所得税	7	10	12	15	20	净利润率	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.3%
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>60</b>	<b>74</b>	<b>95</b>	<b>126</b>	EBITDA/营业收入	20.3%	19.8%	20.0%	21.2%	22.0%
						EBIT/营业收入	14.6%	14.6%	13.6%	14.2%	15.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	29	60	62	79	103	固定资产周转天数	192	164	177	182	168
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	118	150	171	156	166
应收帐款	69	72	99	109	147	流动资产周转天数	248	269	296	274	282
应收票据	21	49	36	68	60	应收帐款周转天数	67	51	50	47	45
预付帐款	3	1	7	5	12	存货周转天数	121	103	115	120	124
存货	136	148	246	281	429	总资产周转天数	491	472	524	515	498
其他流动资产	4	153	82	132	182	投资资本周转天数	351	343	369	357	349
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.1%	11.3%	12.6%	14.4%	16.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	7.6%	7.3%	7.5%	7.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	13.4%	17.2%	12.5%	14.1%	15.0%
固定资产	203	250	357	444	513	<b>费用率</b>					
在建工程	15	1	13	18	17	销售费用率	6.7%	5.6%	6.0%	5.8%	5.7%
无形资产	34	33	33	32	31	管理费用率	10.2%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%
其他非流动资产	11	14	79	86	91	财务费用率	1.9%	1.5%	1.3%	1.8%	2.1%
<b>资产总额</b>	<b>525</b>	<b>781</b>	<b>1,014</b>	<b>1,254</b>	<b>1,584</b>	三费/营业收入	18.8%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%
短期债务	138	119	193	286	392	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	91	106	151	167	238	资产负债率	48.0%	31.9%	42.0%	47.5%	52.6%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	92.3%	46.9%	72.5%	90.5%	110.8%
其他流动负债	20	23	27	33	43	流动比率	1.05	1.95	1.43	1.39	1.39
长期借款	-	-	49	103	154	速动比率	0.50	1.35	0.77	0.81	0.75
其他非流动负债	3	2	6	6	6	利息保障倍数	7.77	9.90	10.23	7.71	7.07
<b>负债总额</b>	<b>252</b>	<b>250</b>	<b>426</b>	<b>596</b>	<b>833</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0	-0	-0	-1	-1	DPS(元)	-	0.18	0.22	0.30	0.41
股本	60	80	80	80	80	分红比率	0.0%	24.1%	24.0%	25.0%	26.0%
留存收益	213	452	508	579	673	股息收益率	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%
<b>股东权益</b>	<b>273</b>	<b>532</b>	<b>588</b>	<b>658</b>	<b>752</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.58	0.75	0.93	1.18	1.58
净利润	47	60	74	95	126	BVPS(元)	3.41	6.65	7.35	8.24	9.41
加: 折旧和摊销	21	25	39	56	72	PE(X)	62.7	49.0	39.6	30.9	23.2
资产减值准备	-0	3	5	8	10	PB(X)	10.7	5.5	5.0	4.4	3.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-363.1	-17.8	34.5	60.7	47.7
财务费用	7	7	8	15	22	P/S	7.9	5.9	4.7	3.7	2.9
投资收益	-	-0	-3	-3	-3	EV/EBITDA	30.6	30.2	24.6	18.7	14.5
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0	CAGR(%)	26.5%	28.3%	34.5%	26.5%	28.3%
营运资金的变动	-4	-165	-60	-109	-160	PEG	2.4	1.7	1.1	1.2	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>82</b>	<b>79</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	ROIC/WACC	1.3	1.7	1.3	1.4	1.5
投资活动产生现金流量	-57	-219	-159	-153	-146	REP	4.6	3.0	3.5	2.5	2.0
融资活动产生现金流量	-43	173	97	110	102						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所信息披露

投资评级：增持(首次)

杭叉集团(603298)

目标价:13.8元

国内叉车领域双子星之一,受益行业需求复苏

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	12.24
一年内最低/最高(元)	10.58/22.22
市盈率	14.2
市净率	2.03

## 基础数据

净资产收益率(%)	14.25
资产负债率(%)	26.3
总股本(亿股)	6.19

## 最近12月股价走势



## 联系信息

彭勇	分析师
SAC证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
陶波	联系人
taob@ctsec.com	021-68592526

## 相关报告

## ● 叉车行业持续稳步增长,国内叉车双子星将充分受益

2018年1-9月,国内叉车行业销量45.6万台,同增24.7%,在去年高基数、宏观经济下行、贸易战持续深化的背景下,行业仍保持较高的增长速度,主要驱动力是更新换代、物流行业的快速发展与效率提升、机器人以及出口的不断增长。公司与安徽合力作为国内叉车领域的双子星,将充分受益行业需求的持续,目前该行业竞争格局较为清晰,公司市占率长期保持在20%-25%的区间,营收增速基本与行业同步,实现超越行业的增长主要依靠高附加值产品占比的提升。

## ● 核心竞争力突出,盈利能力有望企稳回升

公司十分注重自主研发体系的创新与完善,自主研发了内燃车辆主动安全技术、液压混合动力技术、车辆电池电容技术等叉车领域关键核心技术,研发投入持续维持在高位,前三季度公司研发费用2.2亿,同增69.2%;同时公司继续完善营销服务网络,及时响应客户需求,加强品牌管理,依托研发+渠道+品牌的三重优势形成行业较突出的核心竞争力。受原材料价格的影响,前三季度公司毛利率略有下滑,随着原材料企稳、规模化效应、生产效率提升及产品结构调整,公司盈利能力有望企稳回升。

## ● 电动叉车领域实现关键卡位,积极推进AGV的发展

2017年国内全行业电动叉车销量占比41.0%,2018前三季度提升至45.4%,但与全球60%、欧洲80%的电动叉车占比有较大差距,随着国内厂商电动叉车技术的进步,动力不足、爬坡能力差、充电时间长、购置成本高等缺点会逐渐改善,采用电动叉车的经济效益会愈加明显,叉车电动化将是大势所趋,电动叉车渗透率提升将打开新的行业成长空间。在电动叉车领域,公司是国内的龙头,相比合力研发投入力度更大,产业布局更完善,并掌握电动叉车的三电核心技术,IPO的年产5万台电动叉车项目也将于年底达产。同时公司也积极拓展AGV业务,由单一的设备制造商向提供搬运综合解决方案服务商转变,已成功实施沈阳宝马、京东物流等多个智能物流项目,随着AGV对传统叉车的不断替代,有望拉动公司业绩成倍的增长。

● **投资建议:** 预计公司18-20年归母净利润分别为5.7/7.1/7.8亿,对应EPS分别为0.92/1.14/1.26元/股,对应PE分别为13.1/10.5/9.5倍。首次覆盖,给予增持评级,目标价13.8元。

● **风险提示:** 宏观经济大幅下滑,贸易战失控。

表 7:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	5,371	7,004	8,676	10,269	11,758
增长率	17.4%	30.4%	23.9%	18.4%	14.5%
归属母公司股东净利润(百万)	403	475	566	707	782
增长率	12.6%	17.9%	19.4%	24.8%	10.6%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.92	1.14	1.26
市盈率(倍)	18.4	15.6	13.1	10.5	9.5

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5,371</b>	<b>7,004</b>	<b>8,676</b>	<b>10,269</b>	<b>11,758</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	4,103	5,493	6,871	8,082	9,289	营业收入增长率	17.4%	30.4%	23.9%	18.4%	14.5%
营业税费	35	45	49	58	65	营业利润增长率	14.9%	14.4%	21.2%	24.9%	10.6%
销售费用	367	414	503	585	670	净利润增长率	12.6%	17.9%	19.4%	24.8%	10.6%
管理费用	339	483	573	667	753	EBITDA 增长率	14.8%	12.8%	28.6%	27.1%	12.9%
财务费用	-10	-3	0	6	17	EBIT 增长率	15.5%	12.8%	25.3%	25.7%	11.7%
资产减值损失	23	25	20	20	10	NOPLAT 增长率	14.5%	16.5%	22.4%	25.8%	11.7%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	21.9%	54.2%	28.3%	6.4%	30.9%
投资和汇兑收益	27	54	90	85	80	净资产增长率	59.4%	9.1%	10.0%	11.4%	11.5%
<b>营业利润</b>	<b>540</b>	<b>618</b>	<b>749</b>	<b>936</b>	<b>1,035</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	10	17	7	7	7	毛利率	23.6%	21.6%	20.8%	21.3%	21.0%
<b>利润总额</b>	<b>551</b>	<b>635</b>	<b>756</b>	<b>943</b>	<b>1,042</b>	营业利润率	10.1%	8.8%	8.6%	9.1%	8.8%
减: 所得税	99	112	130	162	178	净利润率	7.5%	6.8%	6.5%	6.9%	6.6%
<b>净利润</b>	<b>403</b>	<b>475</b>	<b>566</b>	<b>707</b>	<b>782</b>	EBITDA/营业收入	11.2%	9.7%	10.0%	10.8%	10.6%
						EBIT/营业收入	9.9%	8.5%	8.6%	9.2%	8.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1,507	783	868	1,027	1,176	固定资产周转天数	37	35	41	45	44
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	61	76	87	80	87
应收帐款	516	503	810	666	1,193	流动资产周转天数	196	195	179	169	175
应收票据	127	190	218	241	338	应收帐款周转天数	33	26	27	26	28
预付帐款	74	132	100	145	123	存货周转天数	48	42	40	38	42
存货	758	865	1,063	1,091	1,632	总资产周转天数	259	250	238	231	235
其他流动资产	633	1,517	1,600	1,800	2,000	投资资本周转天数	117	125	140	137	143
可供出售金融资产	-	26	26	26	26	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	12.6%	13.6%	14.9%	16.8%	16.7%
长期股权投资	52	58	58	58	58	ROA	9.9%	10.2%	9.9%	11.4%	10.2%
投资性房地产	39	36	46	41	31	ROIC	27.7%	26.4%	21.0%	20.6%	21.6%
固定资产	565	809	1,173	1,394	1,492	<b>费用率</b>					
在建工程	131	57	117	147	177	销售费用率	6.8%	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%
无形资产	147	148	192	195	188	管理费用率	6.3%	6.9%	6.6%	6.5%	6.4%
其他非流动资产	33	35	37	37	37	财务费用率	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
<b>资产总额</b>	<b>4,580</b>	<b>5,157</b>	<b>6,307</b>	<b>6,867</b>	<b>8,470</b>	三费/营业收入	13.0%	12.8%	12.4%	12.3%	12.2%
短期债务	8	27	427	497	1,094	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	859	1,012	1,220	1,283	1,535	资产负债率	23.9%	26.3%	33.7%	32.1%	38.6%
应付票据	-	50	10	57	18	负债权益比	31.4%	35.6%	50.8%	47.3%	62.9%
其他流动负债	208	243	274	333	337	流动比率	3.36	2.99	2.41	2.29	2.17
长期借款	-	-	153	-	253	速动比率	2.66	2.35	1.86	1.79	1.62
其他非流动负债	19	22	40	35	35	利息保障倍数	-51.71	-199.53	1,927.50	146.43	62.62
<b>负债总额</b>	<b>1,094</b>	<b>1,354</b>	<b>2,124</b>	<b>2,205</b>	<b>3,271</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>286</b>	<b>310</b>	<b>370</b>	<b>444</b>	<b>526</b>	DPS(元)	0.30	0.30	0.40	0.49	0.53
股本	619	619	619	619	619	分红比率	46.1%	39.1%	43.3%	42.8%	41.8%
留存收益	2,581	2,873	3,194	3,598	4,054	股息收益率	2.5%	2.5%	3.3%	4.1%	4.4%
<b>股东权益</b>	<b>3,486</b>	<b>3,803</b>	<b>4,183</b>	<b>4,661</b>	<b>5,199</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.65	0.77	0.92	1.14	1.26
净利润	452	524	566	707	782	BVPS(元)	5.17	5.64	6.16	6.81	7.55
加: 折旧和摊销	71	80	122	166	199	PE(X)	18.4	15.6	13.1	10.5	9.5
资产减值准备	23	25	20	20	10	PB(X)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	143.0	-13.6	26.2	19.3	19.3
财务费用	-10	8	0	6	17	P/S	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6
投资收益	-27	-54	-90	-85	-80	EV/EBITDA	10.2	10.1	8.5	6.5	6.4
少数股东损益	49	49	59	74	82	CAGR(%)	20.0%	18.2%	16.4%	20.0%	18.2%
营运资金的变动	-337	-920	-370	13	-1,127	PEG	0.9	0.9	0.8	0.5	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>380</b>	<b>519</b>	<b>308</b>	<b>901</b>	<b>-117</b>	ROIC/WACC	2.8	2.7	2.1	2.1	2.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-283</b>	<b>-1,023</b>	<b>-530</b>	<b>-350</b>	<b>-240</b>	REP	1.1	0.9	0.9	0.9	0.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>857</b>	<b>-217</b>	<b>306</b>	<b>-392</b>	<b>506</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

汉威科技(300007)

目标价:10.4元

业绩持续稳定增长，期待物联网生态发力

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	9.71
一年内最低/最高(元)	8.41/16.85
市盈率	22.4
市净率	1.93

## 基础数据

净资产收益率(%)	8.20
资产负债率(%)	55.4
总股本(亿股)	2.93

## 最近12月股价走势



## 联系信息

彭勇	分析师
SAC证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
陶波	联系人
taob@ctsec.com	021-68592526

## 相关报告

1 《300007-季报点评:业绩持续稳定增长,期待物联网生态发力》 2018-10-19

## ● 多业务板块协同发力，公司业绩持续稳定增长

公司预计2018年前三季度实现归母净利润8849-9586万，同增20%-30%。单看第三季度，实现归母净利润2328-2514万，同增25%-35%，重点业务板块协同效应显著，持续释放业绩，公司保持稳健增长。传感器业务在环保趋严、煤改气政策持续推进、安全意识提升及产业智能化发展等因素的驱动下继续保持稳中向好的态势；物联网平台解决方案正在全国加速落地，智慧水务平台获得华为优秀方案供应商认证，未来有望复制到智慧燃气、智慧消防、智慧园区等更多细分领域应用场景；智慧环保系统进一步升级完善，业务订单量稳步攀升，全年有望实现5000万以上的净利润；智慧安全系统坚持产业聚焦，主要面向石化、冶金、电力、矿山等领域，随着下游行业经营状况的好转及国家加强对安全隐患的重视，预计该板块业绩实现50%以上的增长。目前公司在手订单充裕，四季度将是合同签署和收入确认的高峰，未来的持续增长有较强的保障。

## ● 国内气体传感器领域“独角兽”，构建完整的物联网产业生态圈

公司是国内气体传感器的领军企业，在敏感材料配方、生产工艺技术等方面有较强的核心竞争力，同时加速拓展传感器产品种类，压力、流量、湿度、MEMS传感器等技术和市场培育渐趋成熟，传感器将是公司未来价值成长的核心。依托传感器的核心技术，结合GIS、BIM、SCADA等物联网技术，构建出完整的物联网生态圈，为市政、环保、安全、燃气、供水等多领域提供系统解决方案，积累了丰富的项目运作经验，未来有望依托标杆项目实现在其他领域的快速扩张。

## ● 云平台战略落地，内外兼修打造企业护城河

2018年6月，公司首次发布祥云物联网平台，将收集的行业数据导入云平台并进行分析，为客户提供增值服务，可将公司多年在仪器仪表垂直细分领域积累的经验标准化和模块化，逐渐打破不同行业间的应用边界，在多产业领域形成了一定的先发优势。公司一方面通过外延来补自身短板，另一方面加强研发投入提升技术水平，研发支出占比近几年均超过6%，与华为、中兴等就NB-IoT、LoRa等技术应用进行深度合作，为企业打造较深的护城河。

● **投资建议：**预计公司18-20年归母净利润分别为1.36/1.71/2.20亿，对应EPS分别为0.47/0.58/0.75元/股，对应PE分别为18.7/14.9/11.6倍。首次覆盖，增持评级，目标价10.4元。

**风险提示：**宏观经济大幅下滑，物联网行业竞争加剧

表 8:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,108	1,444	1,700	2,049	2,482
增长率	48.3%	30.4%	17.7%	20.6%	21.2%
归属母公司股东净利润(百万)	91	110	136	171	220
增长率	15.2%	21.7%	23.7%	25.3%	28.3%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.47	0.58	0.75
市盈率(倍)	28.1	23.1	18.7	14.9	11.6

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,108</b>	<b>1,444</b>	<b>1,700</b>	<b>2,049</b>	<b>2,482</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	680	905	1,079	1,307	1,586	营业收入增长率	48.3%	30.4%	17.7%	20.6%	21.2%
营业税费	22	17	18	23	26	营业利润增长率	34.7%	83.4%	-0.8%	35.8%	30.4%
销售费用	76	101	124	147	175	净利润增长率	15.2%	21.7%	23.7%	25.3%	28.3%
管理费用	199	239	269	318	379	EBITDA 增长率	39.4%	21.2%	24.2%	21.3%	20.4%
财务费用	34	45	39	27	18	EBIT 增长率	33.3%	24.7%	32.2%	24.2%	24.4%
资产减值损失	51	36	25	22	20	NOPLAT 增长率	34.4%	62.9%	-2.3%	25.3%	23.7%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	11.2%	7.5%	4.2%	-2.4%	-5.0%
投资和汇兑收益	56	25	40	45	50	净资产增长率	19.0%	6.8%	9.2%	10.3%	11.1%
<b>营业利润</b>	<b>102</b>	<b>187</b>	<b>185</b>	<b>251</b>	<b>328</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	51	-0	41	29	34	毛利率	38.6%	37.3%	36.5%	36.2%	36.1%
<b>利润总额</b>	<b>153</b>	<b>187</b>	<b>226</b>	<b>280</b>	<b>362</b>	营业利润率	9.2%	12.9%	10.9%	12.3%	13.2%
减: 所得税	25	37	43	52	69	净利润率	8.2%	7.6%	8.0%	8.3%	8.8%
<b>净利润</b>	<b>91</b>	<b>110</b>	<b>136</b>	<b>171</b>	<b>220</b>	EBITDA/营业收入	20.0%	18.6%	19.6%	19.7%	19.6%
						EBIT/营业收入	12.3%	11.7%	13.2%	13.6%	13.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	636	780	510	615	745	固定资产周转天数	166	180	176	158	137
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	85	40	48	61	51
应收帐款	462	558	600	738	922	流动资产周转天数	469	449	404	363	355
应收票据	18	40	22	58	36	应收帐款周转天数	139	127	123	117	120
预付帐款	36	52	46	76	74	存货周转天数	71	75	78	75	71
存货	257	343	392	461	521	总资产周转天数	1,069	1,003	918	813	732
其他流动资产	236	182	295	320	330	投资资本周转天数	463	388	349	292	232
可供出售金融资产	51	37	46	53	41	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.0%	7.9%	9.0%	10.2%	11.8%
长期股权投资	80	85	85	85	85	ROA	3.4%	3.5%	4.2%	4.7%	5.6%
投资性房地产	184	181	181	181	181	ROIC	8.4%	12.3%	11.2%	13.5%	17.1%
固定资产	647	800	865	931	960	<b>费用率</b>					
在建工程	108	220	285	320	335	销售费用率	6.8%	7.0%	7.3%	7.2%	7.1%
无形资产	403	464	430	396	362	管理费用率	18.0%	16.6%	15.9%	15.5%	15.3%
其他非流动资产	647	538	629	636	629	财务费用率	3.1%	3.1%	2.3%	1.3%	0.7%
<b>资产总额</b>	<b>3,765</b>	<b>4,279</b>	<b>4,385</b>	<b>4,869</b>	<b>5,221</b>	三费/营业收入	27.9%	26.7%	25.4%	24.0%	23.0%
短期债务	376	230	245	261	172	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	527	674	761	939	1,188	资产负债率	52.6%	55.4%	52.5%	52.9%	51.2%
应付票据	12	-	15	5	18	负债权益比	110.8%	124.4%	110.6%	112.1%	104.8%
其他流动负债	411	421	350	445	413	流动比率	1.24	1.48	1.36	1.37	1.47
长期借款	352	584	260	84	-	速动比率	1.05	1.22	1.07	1.09	1.18
其他非流动负债	302	463	672	840	882	利息保障倍数	3.99	3.78	5.78	10.41	19.00
<b>负债总额</b>	<b>1,979</b>	<b>2,372</b>	<b>2,303</b>	<b>2,574</b>	<b>2,672</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>491</b>	<b>511</b>	<b>557</b>	<b>615</b>	<b>688</b>	DPS(元)	0.04	0.05	0.06	0.07	0.09
股本	293	293	293	293	293	分红比率	11.3%	12.0%	12.5%	12.5%	12.5%
留存收益	1,002	1,103	1,232	1,388	1,568	股息收益率	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	1.1%
<b>股东权益</b>	<b>1,786</b>	<b>1,907</b>	<b>2,082</b>	<b>2,296</b>	<b>2,550</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.31	0.38	0.47	0.58	0.75
净利润	128	149	136	171	220	BVPS(元)	4.42	4.76	5.20	5.74	6.35
加: 折旧和摊销	90	105	109	126	140	PE(X)	28.1	23.1	18.7	14.9	11.6
资产减值准备	51	36	25	22	20	PB(X)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	325.6	158.4	-12.2	33.7	33.1
财务费用	37	45	39	27	18	P/S	2.3	1.8	1.5	1.2	1.0
投资收益	-56	-25	-40	-45	-50	EV/EBITDA	12.4	10.3	8.1	6.2	4.6
少数股东损益	37	39	46	57	74	CAGR(%)	21.3%	25.2%	22.6%	21.3%	25.2%
营运资金的变动	-46	231	-63	100	99	PEG	1.3	0.9	0.8	0.7	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>201</b>	<b>131</b>	<b>252</b>	<b>458</b>	<b>520</b>	ROIC/WACC	0.9	1.3	1.2	1.4	1.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-184</b>	<b>65</b>	<b>-199</b>	<b>-177</b>	<b>-108</b>	REP	2.0	1.3	1.3	1.1	0.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>106</b>	<b>-51</b>	<b>-324</b>	<b>-176</b>	<b>-282</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：买入(维持)

拓斯达(300607)

目标价:52.8元

三季度业绩略低于预期, 静待重回高增长轨道

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	34.29
一年内最低/最高(元)	27.71/76.50
市盈率	27.4
市净率	5.15

## 基础数据

净资产收益率(%)	21.21
资产负债率(%)	34.1
总股本(亿股)	1.3

## 最近12月股价走势



## 联系信息

<b>彭勇</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
<b>陶波</b>	联系人
taob@ctsec.com	021-68592526

## 相关报告

- 《300607-季报点评:三季度业绩略低于预期, 静待重回高增长轨道》 2018-10-26
- 《300607-中报点评:业绩持续高增长, 国内自动化成长新星》 2018-08-29

## ● 三季度业绩略低于预期, 在手订单充足保障公司持续稳定增长

公司2018年前三季度实现营收8.51亿, 同比增长67.6%, 归母净利润1.29亿, 同比增长24.3%, 公司业绩接近预告区间下限, 略低于预期。单看第三季度, 实现营收3.28亿, 同比增长73.4%, 归母净利润5213万, 同比增长6.4%, 公司营收端延续了上半年高增长的态势, 但是利润端增速三季度开始明显放缓, 主要原因是: 1) 公司为达到对机器人业务引流的目的, 采用低价策略加大了对毛利较低的智慧能源业务的扩张; 2) 今年政府补贴发放时间较去年有所延迟; 3) 去年基数抬高, 今年主要应用行3C、汽车等增速明显放缓; 4) 中美贸易战使得制造业自动化升级的观望情绪较浓。目前公司在手订单充足, 注塑业务相比去年有所减少, 但机器人业务在手订单同比有超过70%的增长, 随着中美贸易战靴子落地及智慧能源引流效果的凸显, 公司业绩有望重回高增长轨道。

## ● 销售结构调整致毛利率降低, 下游回款速度有所放缓

2018年前三季度公司毛利率、净利率分别为34.6%、15.1%, 分别同比降低4.7pct、5.3pct。盈利能力下滑主要系产品销售结构调整所致, 低毛利的智慧能源业务占比在不断提升, 目前营收占比已超过25%。公司费用管控较好, 前三季度期间费用率18.9%, 同比降低2.1pct。今年部分客户资金比较紧张, 回款速度相比去年有所放缓, 前三季度公司应收账款及票据合计4.39亿, 同比增长80.1%, 但整体风险比较可控。

## ● 拟募资新建苏州工厂, 推进多区域扩张战略

公司拟公开增发募资不超过8亿在苏州建立智能装备产业园, 项目建成后将形成以华东为中心, 辐射华中、华北等多个区域, 能就近满足市场的订单需求, 减少远距离的高运输成本, 进一步提升公司产品的性价比。同时也有助于突破产能瓶颈及保证生产的高度时效性, 增强下游优质客户的粘性, 提升公司的品牌竞争力。完全达产后, 将新增销售收入23.7亿, 为公司持续稳定增长提供强有力支撑。凭借在渠道、技术、成本的三重优势, 公司的工业机器人及自动化生态圈正在逐渐扩大。

● **投资建议:** 预计公司18-20年归母净利润分别为1.7/2.3/3.2亿, 对应EPS分别为1.27/1.76/2.45元/股, 对应PE分别为23.8/17.2/12.4倍。维持买入评级, 目标价52.8元。

**风险提示:** 宏观经济大幅下滑, 贸易战失控, 自动化进程不及预期。

表 9: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	433	764	1,265	1,769	2,457
增长率	43.3%	76.5%	65.5%	39.9%	38.9%
归属母公司股东净利润(百万)	78	138	166	230	320
增长率	24.4%	77.9%	20.2%	38.7%	39.0%
每股收益(元)	0.59	1.06	1.27	1.76	2.45
市盈率(倍)	51.0	28.7	23.8	17.2	12.4

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>433</b>	<b>764</b>	<b>1,265</b>	<b>1,769</b>	<b>2,457</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	253	483	854	1,192	1,651	营业收入增长率	43.3%	76.5%	65.5%	39.9%	38.9%
营业税费	3	4	7	11	16	营业利润增长率	4.6%	115.6%	17.5%	40.2%	40.3%
销售费用	62	83	117	164	226	净利润增长率	24.4%	77.9%	20.2%	38.7%	39.0%
管理费用	38	67	103	145	203	EBITDA 增长率	4.4%	79.5%	41.7%	39.9%	39.8%
财务费用	-3	-3	1	1	0	EBIT 增长率	3.7%	82.4%	45.6%	40.2%	40.0%
资产减值损失	9	7	10	10	10	NOPLAT 增长率	4.1%	124.0%	19.4%	40.3%	39.9%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	36.7%	193.0%	40.7%	4.0%	32.1%
投资和汇兑收益	1	6	10	10	10	净资产增长率	12.7%	127.8%	18.4%	21.6%	24.8%
<b>营业利润</b>	<b>72</b>	<b>156</b>	<b>183</b>	<b>257</b>	<b>360</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	18	2	8	8	8	毛利率	41.7%	36.8%	32.5%	32.7%	32.8%
<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>158</b>	<b>191</b>	<b>265</b>	<b>368</b>	营业利润率	16.7%	20.4%	14.5%	14.5%	14.7%
减:所得税	12	20	25	35	49	净利润率	17.9%	18.1%	13.1%	13.0%	13.0%
<b>净利润</b>	<b>78</b>	<b>138</b>	<b>166</b>	<b>230</b>	<b>320</b>	EBITDA/营业收入	16.8%	17.1%	14.7%	14.7%	14.8%
						EBIT/营业收入	16.0%	16.5%	14.5%	14.6%	14.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	117	103	126	177	246	固定资产周转天数	11	35	38	25	17
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	108	146	180	164	147
应收帐款	149	263	487	509	735	流动资产周转天数	346	326	343	333	312
应收票据	24	40	76	78	115	应收帐款周转天数	121	97	107	101	91
预付帐款	20	43	31	92	83	存货周转天数	81	89	90	85	81
存货	129	247	384	453	649	总资产周转天数	417	409	413	381	344
其他流动资产	33	218	395	465	655	投资资本周转天数	173	223	242	206	176
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	23.0%	18.0%	18.3%	20.9%	23.2%
长期股权投资	-	39	39	39	39	ROA	13.5%	11.8%	9.5%	11.5%	11.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	33.9%	55.5%	22.6%	22.5%	30.3%
固定资产	14	137	129	121	112	<b>费用率</b>					
在建工程	56	36	31	33	25	销售费用率	14.2%	10.9%	9.3%	9.3%	9.2%
无形资产	26	26	25	24	24	管理费用率	8.9%	8.7%	8.1%	8.2%	8.3%
其他非流动资产	6	14	15	11	13	财务费用率	-0.7%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>574</b>	<b>1,165</b>	<b>1,739</b>	<b>2,002</b>	<b>2,696</b>	三费/营业收入	22.4%	19.3%	17.4%	17.5%	17.5%
短期债务	15	16	114	114	201	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	100	143	371	380	641	资产负债率	41.3%	34.1%	47.7%	44.8%	48.8%
应付票据	5	39	54	82	103	负债权益比	70.5%	51.8%	91.4%	81.2%	95.4%
其他流动负债	105	153	163	306	319	流动比率	2.09	2.61	2.14	2.01	1.97
长期借款	10	38	110	-	41	速动比率	1.52	1.90	1.59	1.50	1.45
其他非流动负债	1	9	18	15	12	利息保障倍数	-22.07	-45.96	349.00	368.74	1,428.03
<b>负债总额</b>	<b>237</b>	<b>397</b>	<b>830</b>	<b>898</b>	<b>1,316</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	2	2	2	2	DPS(元)	0.08	0.20	0.19	0.26	0.35
股本	54	130	130	130	130	分红比率	14.0%	18.9%	15.0%	14.6%	14.2%
留存收益	283	635	776	972	1,247	股息收益率	0.3%	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%
<b>股东权益</b>	<b>337</b>	<b>767</b>	<b>908</b>	<b>1,105</b>	<b>1,379</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.59	1.06	1.27	1.76	2.45
净利润	78	137	166	230	320	BVPS(元)	2.58	5.86	6.95	8.45	10.56
加:折旧和摊销	4	5	2	2	2	PE(X)	51.0	28.7	23.8	17.2	12.4
资产减值准备	9	7	10	10	10	PB(X)	11.7	5.2	4.4	3.6	2.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	103.0	-13.3	80.5	49.1	34.1
财务费用	0	2	1	1	0	P/S	9.1	5.2	3.1	2.2	1.6
投资收益	-1	-6	-10	-10	-10	EV/EBITDA	21.3	29.8	21.8	15.0	10.9
少数股东损益	-	-1	-	-	-	CAGR(%)	43.7%	32.5%	38.6%	43.7%	32.5%
营运资金的变动	-36	-315	-302	-44	-350	PEG	1.2	0.9	0.6	0.4	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>81</b>	<b>7</b>	<b>-134</b>	<b>189</b>	<b>-28</b>	ROIC/WACC	3.4	5.6	2.3	2.3	3.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-74</b>	<b>-277</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	REP	1.9	1.0	1.8	1.7	0.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>0</b>	<b>308</b>	<b>145</b>	<b>-144</b>	<b>82</b>						

资料来源:贝格数据,财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

合众思壮(002383)

目标价:16.0元

高成长，低估值，一颗被遗忘的明珠

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	13.78
一年内最低/最高(元)	11.47/23.50
市盈率	23.7
市净率	2.59

## 基础数据

净资产收益率(%)	6.70
资产负债率(%)	54.7
总股本(亿股)	7.43

## 最近12月股价走势

单击或点击此处输入文字。

## 联系信息

<b>赵成</b>	<b>分析师</b>
SAC 证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
<b>蒋领</b>	<b>联系人</b>
jiangling@ctsec.com	021-68592267

## 相关报告

- 《002383-季报点评:业绩持续高增长,现金流由负转正》 2018-10-26
- 《002383-中报点评:中报业绩符合预期,自组网业务表现强劲》 2018-08-20

## 业绩回顾:

公司1-9月实现营业收入37.07亿元,同比增长279.74%;实现归母净利润2.62亿元,同比增长267.91%;扣除非经常性损益净利润2.37亿元,同比增长285.82%。

## ● 军警业务支撑业绩高成长,现金流回正验证订单真实性

公司1-9月经营活动产生的现金流净额0.16亿元,同比增长101.82%,其中第三季度经营活动产生的现金流净额高达4.22亿元,同比增长206.94%,而截至Q3公司共签署自组网业务订单总额约25亿元。我们认为,经营活动所产生现金流的回正,正是公司自组网业务真实性的最好体现。军用及警用是国产替代化最为关键的部分,其市场也将是北斗最快、最稳定的落地领域。通过测算,其市场规模至2020年将达到395亿,增量空间明显。而自组网产品可广泛应用于军事、公共安全、应急调度等领域,将率先获得应用。随着公司订单持续落地确认,将极大增厚公司未来业绩。

## ● 北斗产业链全面布局,中长期逻辑再度夯实

公司作为北斗应用领域的代表企业,以高精度业务为核心,全面布局北斗产业链,聚焦行业应用市场实现多点开花。我们认为,高精度定位是北斗得以发展的关键因素,行业应用市场空间巨大,以精准农业为例,2020年其市场规模有望攀升至360亿,存在330亿的增量空间。在应用市场不断拓展的背景下,北斗若要实现“共融”直至“赶超”GPS,则需首先在上游基础器件中表现出更高的“性价比”,其次就是在增强系统的获取上。而公司在布局全产业链的基础上,以高精度业务为核心,针对行业应用市场实现突破,将为其发展打造潜在的盈利增长点。同时在拥有星基增强系统的基础上,有望进一步向增值服务商靠拢。

## ● 盈利预测及投资建议

我们预计公司2018-2020年净利润4.19亿元、5.87亿元、7.35亿元,对应EPS为0.56元、0.79元、0.99元,对应PE为24.2倍、17.2倍、13.8倍,维持“增持”评级,目标价17.0元。

风险提示:北斗产业链竞争加剧;北斗应用推广不及预期

表 10: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,170	2,288	4,003	5,605	7,567
增长率	54.6%	95.5%	75.0%	40.0%	35.0%
归属母公司股东净利润(百万)	96	242	419	587	735
增长率	59.2%	150.8%	73.1%	40.2%	25.1%
每股收益(元)	0.13	0.33	0.56	0.79	0.99

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,170</b>	<b>2,288</b>	<b>4,003</b>	<b>5,605</b>	<b>7,567</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	645	1,369	2,392	3,335	4,464	营业收入增长率	54.6%	95.5%	75.0%	40.0%	35.0%
营业税费	8	13	23	33	44	营业利润增长率	145.7%	175.5%	75.8%	39.3%	25.2%
销售费用	89	121	212	305	439	净利润增长率	59.2%	150.8%	73.1%	40.2%	25.1%
管理费用	300	439	841	1,233	1,740	EBITDA 增长率	87.7%	117.0%	67.5%	30.2%	24.8%
财务费用	20	76	70	52	66	EBIT 增长率	144.5%	170.0%	71.5%	30.5%	25.4%
资产减值损失	10	54	21	22	26	NOPLAT 增长率	129.6%	218.4%	57.1%	30.5%	25.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	81.7%	12.1%	24.2%	21.1%	18.6%
投资和汇兑收益	-2	18	18	18	18	净资产增长率	94.7%	5.5%	14.5%	11.6%	13.2%
<b>营业利润</b>	<b>95</b>	<b>263</b>	<b>462</b>	<b>643</b>	<b>805</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	19	1	1	1	1	毛利率	44.9%	40.2%	40.3%	40.5%	41.0%
<b>利润总额</b>	<b>114</b>	<b>264</b>	<b>463</b>	<b>644</b>	<b>806</b>	营业利润率	8.1%	11.5%	11.5%	11.5%	10.6%
减: 所得税	16	19	34	47	59	净利润率	8.2%	10.6%	10.5%	10.5%	9.7%
<b>净利润</b>	<b>96</b>	<b>242</b>	<b>419</b>	<b>587</b>	<b>735</b>	EBITDA/营业收入	16.1%	17.9%	17.1%	15.9%	14.7%
						EBIT/营业收入	9.8%	13.6%	13.3%	12.4%	11.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	964	1,849	320	448	605	固定资产周转天数	102	77	44	39	34
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	175	145	132	140	143
应收帐款	663	1,404	556	1,001	1,101	流动资产周转天数	487	589	384	257	255
应收票据	17	8	37	28	60	应收帐款周转天数	154	163	88	50	50
预付帐款	68	1,268	725	1,313	920	存货周转天数	119	93	105	113	124
存货	445	742	1,584	1,936	3,272	总资产周转天数	1,137	1,041	671	480	432
其他流动资产	25	32	22	26	27	投资资本周转天数	771	540	365	320	284
可供出售金融资产	54	73	173	186	194	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	8	3	4	ROE	2.7%	6.5%	9.9%	12.4%	13.7%
长期股权投资	400	531	606	688	783	ROA	2.0%	2.9%	6.5%	7.1%	7.6%
投资性房地产	4	284	314	344	374	ROIC	5.5%	9.7%	13.6%	14.3%	14.8%
固定资产	555	425	555	670	768	<b>费用率</b>					
在建工程	156	92	147	214	297	销售费用率	7.6%	5.3%	5.3%	5.5%	5.8%
无形资产	292	349	394	408	391	管理费用率	25.7%	19.2%	21.0%	22.0%	23.0%
其他非流动资产	1,261	1,270	1,158	1,093	995	财务费用率	1.7%	3.3%	1.8%	0.9%	0.9%
<b>资产总额</b>	<b>4,903</b>	<b>8,327</b>	<b>6,600</b>	<b>8,358</b>	<b>9,791</b>	三费/营业收入	35.0%	27.8%	28.1%	28.4%	29.7%
短期债务	706	2,070	1,046	673	797	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	313	480	630	1,038	1,170	资产负债率	27.0%	54.7%	34.5%	42.2%	44.2%
应付票据	67	1,721	199	319	375	负债权益比	37.1%	120.6%	52.7%	73.2%	79.1%
其他流动负债	114	121	290	380	399	流动比率	1.82	1.21	1.50	1.97	2.18
长期借款	36	59	-	485	881	速动比率	1.45	1.04	0.77	1.17	0.99
其他非流动负债	90	100	111	635	702	利息保障倍数	5.86	4.08	7.55	13.47	13.17
<b>负债总额</b>	<b>1,326</b>	<b>4,552</b>	<b>2,276</b>	<b>3,531</b>	<b>4,325</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	DPS(元)	0.03	0.05	0.08	0.14	0.16
股本	244	743	743	743	743	分红比率	25.3%	15.4%	13.6%	18.1%	15.7%
留存收益	3,257	3,030	3,492	3,986	4,613	股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	1.1%
<b>股东权益</b>	<b>3,578</b>	<b>3,776</b>	<b>4,323</b>	<b>4,827</b>	<b>5,466</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.13	0.33	0.56	0.79	0.99
净利润	98	244	419	587	735	BVPS(元)	4.72	4.98	5.70	6.37	7.21
加: 折旧和摊销	76	102	154	198	243	PE(X)	105.0	41.8	24.2	17.2	13.8
资产减值准备	10	54	21	22	26	PB(X)	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-11.4	8.2	-6.5	37.9	35.2
财务费用	29	71	70	52	66	P/S	8.7	4.4	2.5	1.8	1.3
投资收益	2	-18	-18	-18	-18	EV/EBITDA	16.2	24.6	15.1	12.1	10.1
少数股东损益	1	2	10	9	12	CAGR(%)	82.6%	45.1%	89.1%	82.6%	45.1%
营运资金的变动	-246	-1,233	-608	-770	-850	PEG	1.3	0.9	0.3	0.2	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-87</b>	<b>-847</b>	<b>48</b>	<b>81</b>	<b>214</b>	ROIC/WACC	0.6	1.0	1.4	1.4	1.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-916</b>	<b>-173</b>	<b>-525</b>	<b>-438</b>	<b>-453</b>	REP	1.7	2.8	1.7	1.4	1.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,341</b>	<b>1,348</b>	<b>-1,051</b>	<b>485</b>	<b>395</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

老板电器(002508)

目标价:25.2元

成长性或将逐步修复

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	21.51
一年内最低/最高(元)	18.62/54.50
市盈率	13.5
市净率	3.66

## 基础数据

净资产收益率(%)	31.66
资产负债率(%)	33.7
总股本(亿股)	9.49

## 最近12月股价走势



## 联系信息

洪吉然 分析师  
SAC 证书编号: S0160517120002  
hongjr@ctsec.com

## 相关报告

- 《002508-季报点评:成长性或将逐步修复》  
2018-10-29
- 《002508-中报点评:行业寒流,砥砺前行》  
2018-08-24

- **剔除金帝并表 Q3 收入同比+3%**。前三季度公司实现营收 53.9 亿元 (yoy+8.1%); 归母净利润 10.1 亿元 (yoy+5.3%), 其中 18Q3 公司收入和净利润增速分别为 6.0% 以及 -3.1%。金帝 Q3 并表贡献收入超 5000 万元, 若剔除该因素则 18Q3 收入同比 3%。
- **一二线地产自 17Q4 见底反弹, 公司成长性或将逐步修复**。地产疲软导致厨电低迷, 奥维数据表明前三季度油烟机/燃气灶零售额增速为 -6.0%/-0.4%, Q3 单季增速边际下滑 (-11.6%/-2.9%), 其原因为厨电滞后地产销售 1 年左右+17Q3 一二线商品房销售增速筑底。从这个角度看, 一二线地产增速自 17Q4 见底反弹或将逐步修复公司主业。分产品看, Q1-Q3 烟/灶/消同比下滑, 嵌入式产品快速增长, 预计名气子公司全年+20%-25%。分渠道看, 前三季度线下零售持续承压, 电商同比增长约 10%, 工程渠道同比+30%左右。展望未来, 鉴于本轮地产调控时间可能超出预期, 未来 1-2 年公司收入增速或为 10%-15%。
- **毛利率或于 18Q4 同比改善**。Q1-Q3 毛利率 53.3% (同比-2.8pct), Q3 毛利率同比下滑幅度 (-0.8pct) 相较 Q2 (-1.7pct) 有所收窄, Q3 冷轧板价格 yoy+6%但同比压力小于 Q2 (yoy+22%), 高毛利渠道和品类增长放缓也使得单季毛利率承压。预提费用增加导致 Q3 销售费用率同比+2.8pct, “毛利率-销售费用率”同比-3.6pct, 尽管面临行业寒冬公司仍将在研发和品牌方面稳定投入。展望未来, 短期看 18Q4 毛利率或有显著改善(原材料同比压力走弱), 长期看毛利率或受电商增速放缓+嵌入式产品及工程渠道快速扩张制约。
- **预收账款环比下降反映行业疲态**。三季度末预收账款 11.3 亿元, 较中报略有下降。由于 Q4 为销售旺季, 过往几年 Q3 预收账款均为年内高点, 此次 Q3 预收不及中报在一定程度上反映代理商面临行业困境的谨慎态度。但值得注意的是, 由于公司以终端零售确认收入, 预收款和未来收入并不存在必然联系。前三季度公司经营性能现金流净额同比+48%, 主因公司对代理商在考核发货额的基础上新增回款考核, 但由于存货增加, 18Q3 经营性净现金同比-29%。
- **投资建议: 成长性短期受损不改优质白马属性**。行业寒冬导致公司成长性部分受损, 但公司的行业龙头地位、优质资产负债表(现金资产 45 亿, 几无有息负债)、高 ROE/高分红属性并未更改。预计老板电器 2018-20 年净利润为 15.4、17.1、19.0 亿元, 对应 PE 为 12.7、11.5、10.3 倍。给予“增持”评级, 目标价 25.2 元。

风险提示:行业竞争明显加剧, 原材料成本急剧攀升。

表 11: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	5,795	7,017	7,614	8,474	9,373
增长率	27.6%	21.1%	8.5%	11.3%	10.6%
归属母公司股东净利润(百万)	1,207	1,461	1,542	1,706	1,896
增长率	45.3%	21.1%	5.5%	10.7%	11.1%
每股收益(元)	1.27	1.54	1.62	1.80	2.00

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5,795</b>	<b>7,017</b>	<b>7,614</b>	<b>8,474</b>	<b>9,373</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,474	3,251	3,540	3,941	4,358	营业收入增长率	27.6%	21.1%	8.5%	11.3%	10.6%
营业税费	68	67	72	81	89	营业利润增长率	40.0%	26.7%	5.7%	10.7%	11.2%
销售费用	1,545	1,678	1,789	1,991	2,203	净利润增长率	45.3%	21.1%	5.5%	10.7%	11.1%
管理费用	449	481	518	593	656	EBITDA 增长率	43.2%	21.7%	9.9%	10.0%	10.3%
财务费用	-79	-92	-96	-112	-135	EBIT 增长率	41.5%	22.5%	10.0%	10.3%	10.6%
资产减值损失	2	5	5	5	5	NOPLAT 增长率	42.3%	27.9%	5.4%	10.3%	10.6%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-23.5%	305.2%	17.8%	4.6%	6.7%
投资和汇兑收益	-2	1	2	2	2	净资产增长率	30.3%	27.4%	15.2%	14.1%	13.7%
<b>营业利润</b>	<b>1,334</b>	<b>1,690</b>	<b>1,787</b>	<b>1,978</b>	<b>2,199</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	70	3	8	8	8	毛利率	57.3%	53.7%	53.5%	53.5%	53.5%
<b>利润总额</b>	<b>1,404</b>	<b>1,693</b>	<b>1,795</b>	<b>1,986</b>	<b>2,207</b>	营业利润率	23.0%	24.1%	23.5%	23.3%	23.5%
减: 所得税	197	231	251	278	309	净利润率	20.8%	20.8%	20.3%	20.1%	20.2%
<b>净利润</b>	<b>1,207</b>	<b>1,461</b>	<b>1,542</b>	<b>1,706</b>	<b>1,896</b>	EBITDA/营业收入	23.0%	23.2%	23.4%	23.2%	23.1%
						EBIT/营业收入	21.7%	21.9%	22.2%	22.0%	22.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	3,448	2,582	2,943	3,662	4,403	固定资产周转天数	54	43	38	32	27
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	-14	32	83	88	88
应收帐款	346	422	381	513	476	流动资产周转天数	292	310	330	344	358
应收票据	638	1,008	769	1,209	978	应收帐款周转天数	21	20	19	19	19
预付帐款	33	58	40	69	52	存货周转天数	51	52	56	56	56
存货	914	1,113	1,247	1,380	1,526	总资产周转天数	355	368	388	395	403
其他流动资产	17	1,512	1,904	2,094	2,304	投资资本周转天数	44	79	127	126	121
可供出售金融资产	28	148	150	150	150	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	29.2%	27.8%	25.5%	24.7%	24.1%
长期股权投资	1	4	4	4	4	ROA	18.8%	18.4%	18.2%	16.9%	17.4%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	135.7%	226.8%	59.0%	55.3%	58.4%
固定资产	852	828	775	724	675	<b>费用率</b>					
在建工程	-	21	57	85	108	销售费用率	26.7%	23.9%	23.5%	23.5%	23.5%
无形资产	97	168	159	153	146	管理费用率	7.8%	6.9%	6.8%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	41	63	60	61	65	财务费用率	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.4%
<b>资产总额</b>	<b>6,415</b>	<b>7,927</b>	<b>8,489</b>	<b>10,105</b>	<b>10,887</b>	三费/营业收入	33.1%	29.5%	29.0%	29.2%	29.1%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,147	1,275	1,381	1,575	1,694	资产负债率	35.7%	33.7%	28.7%	31.6%	27.8%
应付票据	-	366	28	410	74	负债权益比	55.5%	50.8%	40.2%	46.2%	38.5%
其他流动负债	1,084	957	945	1,122	1,162	流动比率	2.42	2.58	3.09	2.87	3.32
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.01	2.15	2.56	2.43	2.80
其他非流动负债	59	72	79	87	95	利息保障倍数	-15.96	-16.74	-17.69	-16.61	-15.29
<b>负债总额</b>	<b>2,290</b>	<b>2,669</b>	<b>2,433</b>	<b>3,194</b>	<b>3,026</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-0</b>	<b>2</b>	DPS(元)	0.38	0.75	0.81	0.90	1.00
股本	730	949	949	949	949	分红比率	30.2%	48.7%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	3,451	4,336	5,109	5,962	6,910	股息收益率	1.9%	3.6%	3.9%	4.4%	4.8%
<b>股东权益</b>	<b>4,125</b>	<b>5,257</b>	<b>6,056</b>	<b>6,911</b>	<b>7,861</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	1.27	1.54	1.62	1.80	2.00
净利润	1,207	1,461	1,542	1,706	1,896	BVPS(元)	4.35	5.54	6.38	7.28	8.28
加: 折旧和摊销	80	90	94	98	103	PE(X)	16.2	13.4	12.7	11.5	10.3
资产减值准备	2	5	5	5	5	PB(X)	4.7	3.7	3.2	2.8	2.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	14.1	-49.6	17.8	12.5	11.6
财务费用	-1	1	-96	-112	-135	P/S	3.4	2.8	2.6	2.3	2.1
投资收益	2	-1	-2	-2	-2	EV/EBITDA	8.7	10.3	9.2	8.0	6.9
少数股东损益	-0	-0	2	2	2	CAGR(%)	12.3%	9.1%	23.1%	12.3%	9.1%
营运资金的变动	359	-1,809	-462	-164	-242	PEG	1.3	1.5	0.6	0.9	1.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,545</b>	<b>1,256</b>	<b>1,084</b>	<b>1,533</b>	<b>1,627</b>	ROIC/WACC	12.9	21.6	5.6	5.3	5.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-198</b>	<b>-1,782</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	REP	1.5	0.3	1.0	1.0	0.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-226</b>	<b>-349</b>	<b>-649</b>	<b>-741</b>	<b>-813</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：买入(维持)

岱美股份(603730)

## 静待 Motus 协同效应释放

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	18.75
一年内最低/最高(元)	15.43/40.94
市盈率	13.0
市净率	2.28

## 基础数据

净资产收益率(%)	26.81
资产负债率(%)	18.8
总股本(亿股)	4.1

## 最近12月股价走势



## 联系信息

彭勇 分析师

SAC 证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

吴鹏 分析师

SAC 证书编号: S0160518110001

wupeng@ctsec.com

## 相关报告

1 《603730-事件点评:短期业绩承压,静待 Motus 协同效应释放》 2018-10-30

2 《603730-事件点评:回购彰显发展信心,看好公司长期价值》 2018-10-22

3 《603730-事件点评:股权激励绑定骨干利益,提振长期成长信心》 2017-12-04

事件:公司发布2018年三季报:实现营业收入29.3亿元,同比增长26.5%;归母净利润4.5亿元,同比增长2.1%。

## ● Motus并表增厚收入,短期业绩有所承压

公司2018Q3单季度实现营业收入12.0亿元,同比增长49.1%,实现归母净利润1.4亿元,同比下降12.1%。公司营业收入增速显著提升,主要由于三季度Motus业务并表,提升公司营业收入3.3亿元,若剔除该因素,公司2018Q3营业收入同比增长8.6%。总体来看,公司短期业绩有所承压,主要原因是:1) Motus业务毛利率较低拖累, Motus业务原材料外购比例较高且人工成本较高,大幅提升公司成本;2) 三季度汽车行业整体下行,部分整车厂商加大产品年降,进一步压缩公司利润。我们认为,公司短期业绩虽有承压,但通过拓展头枕、扶手新品带来新的增量,业绩长期趋势向好。

## ● 收购 Motus 完善遮阳板布局,全球市占率提升至37%

2018年7月公司完成对跨国企业Motus旗下汽车遮阳板相关资产和业务的收购,交易金额共计1.5亿美元,本次收购后,公司遮阳板业务全球市占率达37%,龙头地位进一步稳固。此外,公司与Motus业务有望产生显著协同效应:1) 盈利能力提升,公司的核心优势在于生产环节全覆盖,进而强化成本管控,该优势可在Motus中复制进而提升其盈利能力;2) 客户资源互补, Motus将助力公司快速切入此前少有涉及的高端客户和日系客户,同时巩固北美与欧洲市场;3) 贸易战风险转移,公司可利用Motus墨西哥工厂进行产能转移,从而减少贸易战影响。

## ● 积极拓展头枕、扶手新品类,打开成长新空间

公司在原有遮阳板和顶棚产品基础上,积极布局新产品头枕、扶手,新产品有望复制遮阳板全生产环节覆盖的模式,加强成本管控。此外,品类扩张将显著提升公司产品的单车配套价值量,打开业绩成长空间。头枕和扶手业务全球市场空间都近300亿,是遮阳板的2倍以上,二者技术工艺与遮阳板相近,客户契合度高,扩品类逻辑顺畅,有望借助遮阳板的制造体系及客户基础,实现收入与业绩快速释放。

## ● 盈利预测及投资建议

考虑Motus并表,预计公司2018~2020年EPS分别为1.45元、1.69元、1.96元,对应PE分别为12.2倍, 10.4倍, 9.0倍,维持“买入”评级。

表 12: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2743	3247	4224	5593	6292
增长率	18.0%	18.4%	30.1%	32.4%	12.5%
归属母公司股东净利润(百万)	445	582	593	695	806
增长率	40.1%	30.9%	2.0%	17.1%	15.9%
每股收益(元)	1.08	1.42	1.45	1.69	1.96

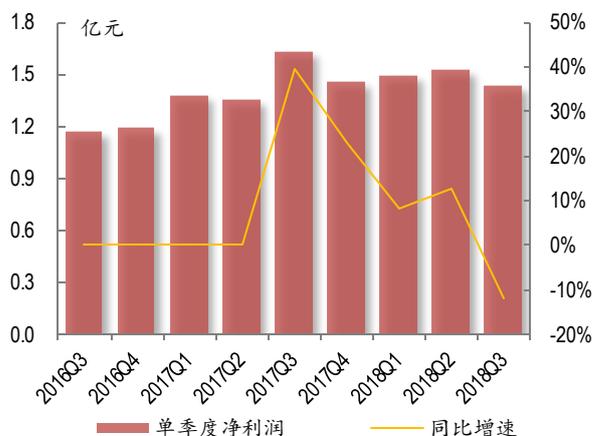
数据来源:贝格数据,财通证券研究所

图1：公司单季度营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图2：公司单季度净利润及同比增速

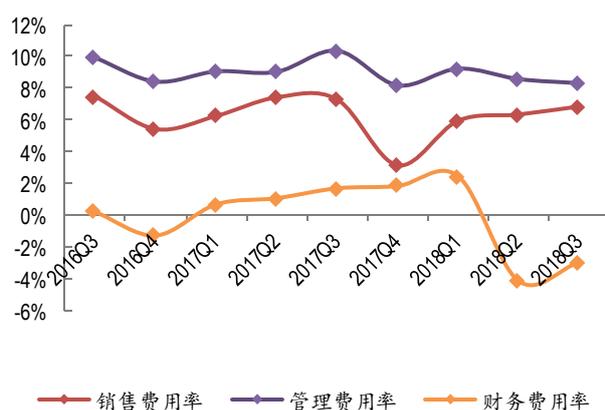


数据来源：公司公告，财通证券研究所

● 毛利率下滑显著，控费能力有所改善

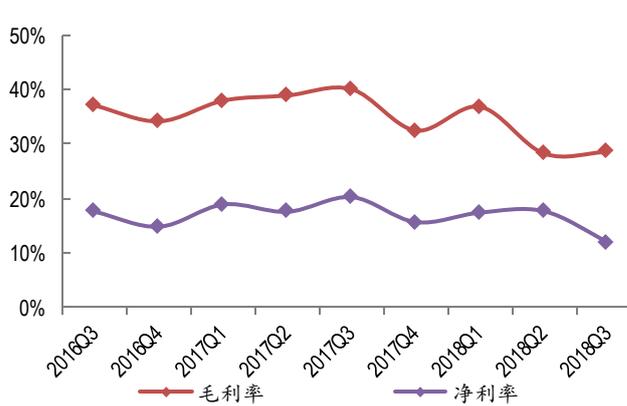
2018Q3 公司毛利率 28.5%，较去年同期下降 11.5pct，毛利率大幅下滑，主要由于 Motus 业务毛利率较低拖累、原材料价格波动以及产品年降影响所致。我们认为，Motus 直接材料外购成本占比较高，产品自制率较低。后期 Motus 通过学习岱美股份生产环节全覆盖技术，降低直接材料外购成本，加强成本控制能力，可有效提升毛利率。费用率方面，2018Q3 公司三费率合计 12.1%，较去年同期下降 7.2pct，公司整体控费能力有所改善。其中：销售费用率 6.8%，同比下降 0.5pct；管理费用率 8.3%，同比下降 2.0pct，主要系上年同期公司上市费用导致管理费用暂时高企所致；财务费用率-3.0%，同比下降 4.7pct，系本期美元资产汇兑收益增加所致。

图3：公司三费率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4：公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2743</b>	<b>3247</b>	<b>4224</b>	<b>5593</b>	<b>6292</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1771	2044	2906	3965	4449	营业收入增长率	18.0%	18.4%	30.1%	32.4%	12.5%
营业税费	8	12	13	17	20	营业利润增长率	36.6%	28.4%	0.2%	16.8%	14.8%
销售费用	177	191	253	336	378	净利润增长率	40.1%	30.9%	2.0%	17.1%	15.9%
管理费用	243	296	376	493	554	EBITDA 增长率	29.7%	34.4%	0.0%	18.3%	15.7%
财务费用	-14	43	0	1	0	EBIT 增长率	31.3%	36.9%	-3.5%	16.9%	14.7%
资产减值损失	9	14	21	22	26	NOPLAT 增长率	32.2%	46.7%	-6.3%	16.9%	14.7%
加:公允价值变动收益	14	11	15	21	27	投资资本增长率	33.7%	60.4%	10.1%	18.8%	4.3%
投资和汇兑收益	-34	2	9	14	18	净资产增长率	23.4%	105.2%	13.2%	13.9%	13.7%
<b>营业利润</b>	<b>528</b>	<b>678</b>	<b>679</b>	<b>794</b>	<b>911</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	29	19	36	44	60	毛利率	35.4%	37.1%	31.2%	29.1%	29.3%
<b>利润总额</b>	<b>557</b>	<b>697</b>	<b>715</b>	<b>837</b>	<b>971</b>	营业利润率	19.2%	20.9%	16.1%	14.2%	14.5%
减:所得税	112	115	122	142	165	净利润率	16.2%	17.9%	14.0%	12.4%	12.8%
<b>净利润</b>	<b>445</b>	<b>582</b>	<b>593</b>	<b>695</b>	<b>806</b>	EBITDA/营业收入	20.9%	23.7%	18.2%	16.3%	16.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	18.7%	21.7%	16.1%	14.2%	14.5%
货币资金	214	429	576	521	919	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	68	61	53	45	44
应收帐款	714	776	1,138	1,379	1,208	流动营业资本周转天数	114	164	164	132	122
应收票据	52	40	87	84	108	流动资产周转天数	205	251	254	212	209
预付帐款	12	18	30	32	38	应收帐款周转天数	81	83	82	81	74
存货	640	881	1,218	1,424	1,467	存货周转天数	79	84	89	85	83
其他流动资产	36	712	46	59	74	总资产周转天数	315	353	348	303	305
可供出售金融资产	-	-	2	2	2	投资资本周转天数	188	237	236	204	201
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	2	3	5	7	8	ROE	29.5%	18.8%	17.0%	17.4%	17.8%
投资性房地产	7	6	12	17	23	ROA	17.3%	15.3%	13.6%	13.8%	14.3%
固定资产	537	570	668	744	793	ROIC	33.4%	36.7%	21.4%	22.7%	22.0%
在建工程	81	118	173	240	324	<b>费用率</b>					
无形资产	196	193	333	468	600	销售费用率	6.5%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	74	64	79	69	67	管理费用率	8.9%	9.1%	8.9%	8.8%	8.8%
<b>资产总额</b>	<b>2,564</b>	<b>3,811</b>	<b>4,368</b>	<b>5,047</b>	<b>5,630</b>	财务费用率	-0.5%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	325	0	10	10	10	三费/营业收入	14.8%	16.3%	14.9%	14.8%	14.8%
应付帐款	294	329	447	616	631	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.2%	18.8%	19.8%	20.9%	19.4%
其他流动负债	145	173	165	180	193	负债权益比	70.1%	23.2%	24.7%	26.5%	24.1%
长期借款	106	19	50	50	50	流动比率	2.18	5.68	4.98	4.34	4.58
其他非流动负债	186	195	193	201	211	速动比率	1.34	3.93	3.02	2.57	2.82
<b>负债总额</b>	<b>1,057</b>	<b>717</b>	<b>864</b>	<b>1,057</b>	<b>1,094</b>	利息保障倍数	-37.76	16.28	#####	929.05	8,266.93
少数股东权益	3	3	3	3	4	<b>分红指标</b>					
股本	175	408	410	410	410	DPS(元)	0.26	0.50	0.46	0.51	0.63
留存收益	1,321	2,681	3,090	3,576	4,122	分红比率	23.6%	35.1%	31.5%	30.0%	32.2%
<b>股东权益</b>	<b>1,508</b>	<b>3,094</b>	<b>3,503</b>	<b>3,990</b>	<b>4,536</b>	股息收益率	1.4%	2.8%	2.6%	2.9%	3.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	444	582	593	695	806	EPS(元)	1.08	1.42	1.45	1.69	1.96
加:折旧和摊销	59	67	91	117	143	BVPS(元)	3.67	7.53	8.53	9.71	11.05
资产减值准备	9	14	21	22	26	PE(X)	16.3	12.5	12.2	10.4	9.0
公允价值变动损失	-14	-11	15	21	27	PB(X)	4.8	2.3	2.1	1.8	1.6
财务费用	-14	44	-0	1	0	P/FCF	286.9	-9.1	20.4	47.8	11.0
投资收益	34	-2	-9	-14	-18	P/S	2.6	2.2	1.7	1.3	1.2
少数股东损益	-0	0	0	0	0	EV/EBITDA	5.6	8.8	8.6	7.4	6.0
营运资金的变动	-119	-943	11	-259	118	CAGR(%)	16.1%	11.5%	23.2%	16.1%	11.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>323</b>	<b>406</b>	<b>723</b>	<b>583</b>	<b>1,102</b>	PEG	1.0	1.1	0.5	0.6	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-210</b>	<b>-786</b>	<b>-420</b>	<b>-430</b>	<b>-447</b>	ROIC/WACC	3.2	3.5	2.1	2.2	2.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-200</b>	<b>605</b>	<b>-157</b>	<b>-207</b>	<b>-257</b>	REP	0.6	0.7	1.1	0.9	0.8

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**投资评级：买入(维持)**
**富奥股份(000030)**
**受益一汽大众强周期，期待业绩持续改善**
**市场数据 2018-11-12**

收盘价(元)	3.92
一年内最低/最高(元)	3.33/8.59
市盈率	8.4
市净率	1.15

**基础数据**

净资产收益率(%)	15.22
资产负债率(%)	39.0
总股本(亿股)	17.63

**最近12月股价走势**

**联系信息**

<b>彭勇</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
<b>吴鹏</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160518110001	
wupeng@ctsec.com	

**相关报告**

- 《000030-中报点评:受益一汽大众强周期,期待业绩持续改善》 2018-10-30
- 《000030-中报点评:并表增厚业绩,受益一汽大众强周期》 2018-08-29

**事件:**

公司发布2018年三季报:实现营业收入56.9亿元,同比增长11.7%;归母净利润6.6亿元,同比增长2.6%;扣非后归母净利润6.1亿元,同比下降2.9%。

**● 行业景气度下行,短期业绩承压**

公司2018Q3单季度实现营业收入18.7亿元,同比增长11.7%,归母净利润1.8亿元,同比下降6.0%。营业收入增速显著高于净利润增速,主要由于公司对原合营企业富奥翰昂持股比例由50%上升至55%,纳入合并报表,提升营业收入。公司来自参股公司的投资收益占总营业利润的87.5%,参股公司主要为一汽大众与一汽解放配套。公司2018Q3净利润增速显著放缓的原因为:1)乘用车业务方面,Q3汽车行业景气度显著下行,其中Q3乘用车销量544.0万辆,同比下滑7.7%,公司乘用车客户一汽大众销量52.5万辆,同比下滑3.5%;2)重卡业务方面,重卡行业景气度回落,Q3国内重卡销量22.4万辆,同比下滑21.3%,公司客户一汽解放重卡销量4.7万辆,同比下滑29.4%。我们认为,公司短期业绩虽有承压,但随着公司下游核心客户一汽大众进入强产品周期,业绩有望持续修复。

**● 受益一汽大众强产品周期,业绩有望迎来修复**

本轮一汽大众新品周期于2018-2020年密集投放16款全新/换代车型,为应对此轮强产品周期,一汽大众加大产能布局,国内产能将于2018-2019年增加105万辆,较原有180万辆产能提升58%。我们认为,一汽大众产品力强,品牌认可度高,本轮加大此前空白的SUV市场布局有望为其带来销量的大幅提升,我们预计一汽大众三年(2018-2020年)销量有望增长50%。公司是一汽大众核心供应商,来自一汽大众的收入占比约24%,将充分享受一汽大众的产业链红利,迎来业绩持续修复。

**● 盈利预测与投资建议**

预计公司2018~2020年EPS分别为0.47元、0.59元、0.68元,对应2018~2020年PE分别为7.7倍、6.2倍、5.4倍。维持公司“买入”评级。

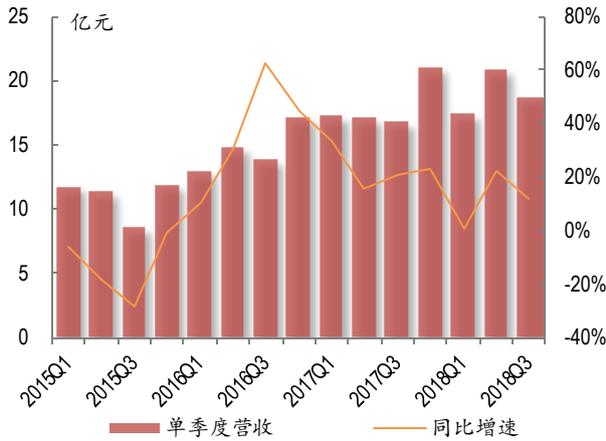
**风险提示:**国内汽车行业景气度不及预期;公司市场拓展不及预期。

**表 13: 公司财务及预测数据摘要**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	5857	7193	7783	9223	10763
增长率	35.2%	22.8%	8.2%	18.5%	16.7%
归属母公司股东净利润(百万)	677	832	851	1064	1229
增长率	34.5%	22.9%	2.3%	25.0%	15.5%
每股收益(元)	0.37	0.46	0.47	0.59	0.68

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

图5：公司单季度营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6：公司单季度净利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图7：一汽大众新一轮产品周期

厂商	品牌	车型	级别	车身形式	燃油形式	平台	上市时间
一汽大众	奥迪	Q5L	B	SUV	汽油	MLB	2018年6月
		Q2L	A0	跨界 SUV	汽油	MQB	2018年11月
		Q2L EV	A0	跨界 SUV	纯电	MQB	2019年Q1
		Q3 换代	A	SUV	汽油	MQB	2019年
		e-tron	B	SUV	纯电	MLB	2020年
		Q4	A	跨界 SUV	汽油	MQB	2020年
		A3 换代	A	轿车	汽油	MQB	2020年
一汽大众	大众	CC 换代	B	轿车	汽油	MQB	2018年8月
		宝来换代	A	轿车	汽油	MQB	2018年6月
		探歌	A0	SUV	汽油	MQB	2018年7月
		TAYRON	A	SUV	汽油	MQB	2018年12月
		T-Cross (一汽大众版)	A0	跨界 SUV	汽油	MQB	2019年
		SMV	B	SUV	汽油	MQB	2020年
		DY NB	A	轿车	汽油	PQ25/26	2020年
DY	DY A SUV	A	SUV	汽油	PQ25/26	2020年	
	DY A+ SUV	A	SUV	汽油	PQ25/26	2020年	

数据来源：财通证券研究所

图8：一汽大众产能规划



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图9：一汽大众销量预测



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5857</b>	<b>7193</b>	<b>7783</b>	<b>9223</b>	<b>10763</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	4767	5861	6538	7637	8826	营业收入增长率	35.2%	22.8%	8.2%	18.5%	16.7%
营业税费	54	64	65	77	86	营业利润增长率	24.2%	41.9%	-4.6%	25.4%	15.5%
销售费用	242	283	300	356	415	净利润增长率	34.5%	22.9%	2.3%	25.0%	15.5%
管理费用	571	632	677	802	936	EBITDA 增长率	29.7%	18.4%	5.8%	23.1%	15.9%
财务费用	-10	-11	-26	-35	-40	EBIT 增长率	21.0%	31.0%	1.8%	25.2%	15.5%
资产减值损失	29	13	20	23	27	NOPLAT 增长率	18.4%	38.3%	-4.1%	25.2%	15.5%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	2.0%	1.8%	6.0%	2.9%	7.0%
投资和汇兑收益	446	498	670	740	760	净资产增长率	8.9%	9.5%	16.6%	9.4%	10.0%
<b>营业利润</b>	<b>649</b>	<b>921</b>	<b>879</b>	<b>1102</b>	<b>1273</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	56	-42	13	13	15	毛利率	18.6%	18.5%	16.0%	17.2%	18.0%
<b>利润总额</b>	<b>706</b>	<b>879</b>	<b>892</b>	<b>1115</b>	<b>1288</b>	营业利润率	11.1%	12.8%	11.3%	11.9%	11.8%
减: 所得税	29	61	41	51	59	净利润率	11.6%	11.6%	10.9%	11.5%	11.4%
<b>净利润</b>	<b>677</b>	<b>832</b>	<b>851</b>	<b>1064</b>	<b>1229</b>	EBITDA/营业收入	15.3%	14.8%	14.4%	15.0%	14.9%
						EBIT/营业收入	10.9%	11.6%	11.0%	11.6%	11.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1183	1485	2280	2847	3323	固定资产周转天数	108	88	85	75	66
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	63	43	44	45	47
应收帐款	1450	1732	1901	2404	2619	流动资产周转天数	250	244	278	286	289
应收票据	987	1373	1524	1653	2054	应收帐款周转天数	85	80	84	84	84
预付帐款	44	43	48	58	64	存货周转天数	38	32	33	33	33
存货	651	634	783	914	1047	总资产周转天数	527	486	510	483	459
其他流动资产	63	92	120	140	160	投资资本周转天数	277	230	221	194	175
可供出售金融资产	2	2	2	2	2	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	13.1%	14.5%	12.5%	14.2%	14.8%
长期股权投资	2230	2281	2332	2383	2434	ROA	7.5%	7.9%	7.3%	8.1%	8.5%
投资性房地产	78	75	75	75	75	ROIC	13.7%	18.6%	17.6%	20.8%	23.3%
固定资产	1732	1773	1904	1945	2016	<b>费用率</b>					
在建工程	194	314	207	163	152	销售费用率	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
无形资产	297	297	300	303	305	管理费用率	9.8%	8.8%	8.7%	8.7%	8.7%
其他非流动资产	164	264	219	178	137	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
<b>资产总额</b>	<b>9073</b>	<b>10364</b>	<b>11693</b>	<b>13066</b>	<b>14389</b>	三费/营业收入	13.7%	12.6%	12.2%	12.2%	12.2%
短期债务	85	60	80	100	120	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1570	1952	1971	2568	2678	资产负债率	36.4%	39.0%	36.9%	38.3%	38.3%
应付票据	597	953	1154	1180	1517	负债权益比	57.1%	63.9%	58.6%	62.0%	62.1%
其他流动负债	247	213	244	272	308	流动比率	1.75	1.69	1.93	1.95	2.00
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	1.49	1.49	1.70	1.72	1.78
其他非流动负债	799	862	870	880	890	利息保障倍数	-65.35	-78.72	-32.37	-30.89	-30.50
<b>负债总额</b>	<b>3298</b>	<b>4040</b>	<b>4318</b>	<b>5000</b>	<b>5513</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>601</b>	<b>574</b>	<b>574</b>	<b>574</b>	<b>574</b>	DPS(元)	0.14	0.14	0.17	0.21	0.23
股本	1293	1293	1811	1811	1811	分红比率	38.2%	31.1%	36.0%	35.1%	34.1%
留存收益	3869	4446	4991	5681	6492	股息收益率	3.9%	3.9%	4.6%	5.7%	6.3%
<b>股东权益</b>	<b>5775</b>	<b>6324</b>	<b>7375</b>	<b>8065</b>	<b>8876</b>						
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	677	819	851	1064	1229	EPS(元)	0.37	0.46	0.47	0.59	0.68
加: 折旧和摊销	258	225	272	317	372	BVPS(元)	2.86	3.18	3.76	4.14	4.59
资产减值准备	29	13	20	23	27	PE(X)	9.7	7.9	7.7	6.2	5.4
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
财务费用	-12	-13	-26	-35	-40	P/FCF	12.7	9.7	11.0	6.9	7.3
投资收益	-446	-498	-670	-740	-760	P/S	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	0	-13	0	0	0	EV/EBITDA	4.6	3.4	4.2	3.0	2.3
营运资金的变动	152	-75	-256	-153	-302	CAGR(%)	16.3%	14.5%	17.5%	16.3%	14.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>601</b>	<b>463</b>	<b>191</b>	<b>476</b>	<b>525</b>	PEG	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-16</b>	<b>130</b>	<b>350</b>	<b>400</b>	<b>300</b>	ROIC/WACC	1.3	1.8	1.7	2.0	2.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-325</b>	<b>-290</b>	<b>253</b>	<b>-309</b>	<b>-348</b>	REP	0.7	0.4	0.7	0.5	0.4

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

珀莱雅(603605)

目标价:49.0元

渠道布局持续优化，盈利能力显著提升

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	38.30
一年内最低/最高(元)	22.09/54.41
市盈率	30.0
市净率	4.85

## 基础数据

净资产收益率(%)	27.93
资产负债率(%)	36.7
总股本(亿股)	2.01

## 最近12月股价走势



## 联系信息

陶冶	分析师
SAC 证书编号: S016051711002	
taoye@ctsec.com	
陈俊希	联系人
chenjunxi@ctsec.com	021-68592286

## 相关报告

- 《603605-季报点评:渠道布局持续优化,盈利能力显著提升》 2018-10-30
- 《603605-中报点评:加码营销、拓展渠道,中报业绩略超预期》 2018-08-17

## 投资要点:

## ● 渠道+营销推动营收持续高增长,优化管理助力盈利能力提升

公司在拓展低线城市线下渠道布局的基础上,及时捕捉线上渠道红利,拉动公司营收持续高增长。2018年,公司持续加码营销,上半年主打品牌珀莱雅系列实现营收9.32亿(+27.52%),网店销售占比比较17年下半年环比提升3.51pct至39.59%,优资菜单品牌店持续扩张。与此同时,新签代言人李易峰,线下依托地铁广告、影院包场等方式营销,线上借助微博持续制造话题。此外,冠名合作《异口同声》、《梦想的声音》、《最优的我们》等综艺栏目,深度植入代言人唐嫣主演的电视剧《归去来》。2018Q1-Q3公司销售费用率38.85%(+2.24%),Q3单季销售费用率41.30%(+3.29pct),结合营收增长来看,费用支出较为合理有效。虽然销售费用有一定提升,但公司持续优化平台管理,对新孵化品牌项目的职能实施统一管理,使得前三季度管理费用率大幅下降4.13pct至6.52%,整体期间费用率较去年同期下降0.9pct。叠加毛利率小幅提升0.44pct,公司净利润增速显著,盈利能力持续提升。

## ● 合作设立投资基金,完善化妆品产业资本布局

2018年9月,公司公告拟出资4470万元(占比74.5%)与杭州磐缔及上海磐缔合作设立湖州磐瑞实业投资合伙企业。磐缔投资由原上海家化CEO王拙牵头创立,深耕化妆品产业早期投资,已成功投资培育多个项目。公司有望借此拓展化妆品领域实业投资,借鉴优质项目运营经验,为公司多品牌孵化积累经验。

## ● 盈利预测与投资建议

我们认为,公司的主要优势在于三点:1)股权激励彰显管理层信心;2)线上新晋拓展、线下传统强势,渠道优势明显;3)珀莱雅品牌+全品类布局,未来新产品依托已有渠道空间较大。同时,四季度将迎来“双十一”购物节,公司有望实现销售小高潮,持续拓展市场份额。预计2018-2020年EPS分别为1.36/1.84/2.45元,对应PE为25.8/19.0/14.3X,给予36倍PE,目标价49.0元,维持“增持”评级。

**风险提示:**销售不及预期,新产品研发进度不及预期。

表 14: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,623	1,783	2,294	2,986	3,899
增长率	-1.3%	9.8%	28.6%	30.2%	30.6%
归属母公司股东净利润(百万)	154	201	272	370	493
增长率	6.9%	30.7%	35.5%	35.9%	33.2%
每股收益(元)	0.76	1.00	1.35	1.84	2.45

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,623</b>	<b>1,783</b>	<b>2,294</b>	<b>2,986</b>	<b>3,899</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	618	682	864	1,112	1,489	营业收入增长率	-1.3%	9.8%	28.6%	30.2%	30.6%
营业税费	19	24	30	39	51	营业利润增长率	3.4%	56.4%	36.4%	36.3%	33.0%
销售费用	620	636	877	1,135	1,443	净利润增长率	6.9%	30.7%	35.5%	35.9%	33.2%
管理费用	180	194	188	242	312	EBITDA 增长率	5.0%	31.4%	32.3%	33.1%	30.7%
财务费用	20	16	4	5	5	EBIT 增长率	4.9%	38.3%	38.2%	36.2%	32.8%
资产减值损失	15	9	12	12	11	NOPLAT 增长率	7.9%	40.5%	29.0%	36.2%	32.8%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	34.2%	0.4%	-19.7%	29.9%	-51.1%
投资和汇兑收益	1	0	8	3	4	净资产增长率	37.8%	160.2%	13.2%	15.7%	18.1%
<b>营业利润</b>	<b>153</b>	<b>239</b>	<b>327</b>	<b>445</b>	<b>592</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	22	2	1	0	1	毛利率	62.0%	61.7%	62.3%	62.8%	61.8%
<b>利润总额</b>	<b>175</b>	<b>242</b>	<b>328</b>	<b>446</b>	<b>593</b>	营业利润率	9.4%	13.4%	14.2%	14.9%	15.2%
减: 所得税	22	41	56	76	101	净利润率	9.5%	11.3%	11.9%	12.4%	12.6%
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>201</b>	<b>272</b>	<b>370</b>	<b>493</b>	EBITDA/营业收入	12.9%	15.4%	15.9%	16.2%	16.3%
						EBIT/营业收入	10.6%	13.4%	14.4%	15.1%	15.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	307	1,094	1,104	1,217	1,883	固定资产周转天数	63	54	41	33	26
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	-22	-14	-26	-18	-21
应收帐款	87	51	102	159	142	流动资产周转天数	154	221	241	212	210
应收票据	6	6	3	12	8	应收帐款周转天数	21	14	12	16	14
预付帐款	13	11	24	21	36	存货周转天数	43	40	35	39	38
存货	212	188	254	388	443	总资产周转天数	319	384	372	310	284
其他流动资产	101	117	120	112	116	投资资本周转天数	118	124	87	68	44
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	27.4%	13.8%	16.5%	19.4%	21.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	8.7%	11.2%	13.6%	14.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	33.2%	34.8%	44.6%	75.7%	77.3%
固定资产	277	257	270	272	282	<b>费用率</b>					
在建工程	66	174	180	180	180	销售费用率	38.2%	35.7%	38.2%	38.0%	37.0%
无形资产	350	339	322	306	289	管理费用率	11.1%	10.9%	8.2%	8.1%	8.0%
其他非流动资产	83	68	53	51	57	财务费用率	1.2%	0.9%	0.2%	0.2%	0.1%
<b>资产总额</b>	<b>1,502</b>	<b>2,304</b>	<b>2,432</b>	<b>2,717</b>	<b>3,437</b>	三费/营业收入	50.5%	47.5%	46.6%	46.3%	45.1%
短期债务	442	284	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	250	291	425	485	726	资产负债率	62.7%	36.7%	32.1%	29.7%	34.4%
应付票据	47	22	56	57	89	负债权益比	168.0%	57.9%	47.3%	42.3%	52.5%
其他流动负债	153	167	248	216	319	流动比率	0.81	1.92	2.20	2.52	2.32
长期借款	-	35	-	-	-	速动比率	0.58	1.67	1.86	2.01	1.93
其他非流动负债	51	47	52	50	50	利息保障倍数	8.73	14.56	86.57	97.82	117.13
<b>负债总额</b>	<b>942</b>	<b>845</b>	<b>781</b>	<b>808</b>	<b>1,183</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.31	0.41	0.55	0.73
股本	150	200	201	201	201	分红比率	0.0%	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	411	1,259	1,450	1,708	2,053	股息收益率	0.0%	0.9%	1.2%	1.6%	2.1%
<b>股东权益</b>	<b>561</b>	<b>1,459</b>	<b>1,651</b>	<b>1,909</b>	<b>2,254</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.76	1.00	1.35	1.84	2.45
净利润	154	201	272	370	493	BVPS(元)	2.79	7.25	8.21	9.50	11.21
加: 折旧和摊销	57	72	34	35	37	PE(X)	45.8	35.0	25.8	19.0	14.3
资产减值准备	15	9	-	-	-	PB(X)	12.5	4.8	4.3	3.7	3.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-1,911.1	93.5	94.3	31.6	8.6
财务费用	21	19	4	5	5	P/S	4.3	3.9	3.1	2.4	1.8
投资收益	-1	-0	-8	-3	-4	EV/EBITDA	25.3	22.3	16.1	11.9	8.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	34.0%	34.9%	23.7%	34.0%	34.9%
营运资金的变动	-213	14	139	-161	315	PEG	1.3	1.0	1.1	0.6	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>133</b>	<b>334</b>	<b>441</b>	<b>246</b>	<b>845</b>	ROIC/WACC	3.9	4.1	5.2	8.9	9.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-147</b>	<b>-91</b>	<b>-28</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	REP	2.2	2.5	2.3	1.0	1.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-42</b>	<b>554</b>	<b>-402</b>	<b>-116</b>	<b>-153</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

日海智能(002313)

目标价:25.0元

近期业绩优秀，长期模组前景看好

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	19.08
一年内最低/最高(元)	15.72/33.88
市盈率	44.2
市净率	2.87

## 基础数据

净资产收益率(%)	5.11
资产负债率(%)	59.2
总股本(亿股)	3.12

## 最近12月股价走势



## 联系信息

李宏涛	分析师
SAC 证书编号: S0160518080001	
liht@ctsec.com	
唐航	联系人
tanghang@ctsec.com	

## 相关报告

- 《002313-季报点评:单季毛利率大幅提升,兜底员工增持彰显发展信心》 2018-11-01
- 《002313-中报点评:中报业绩符合预期,“云+端”优势布局成型》 2018-08-28

- **Q3 单季度收入增长稳健,毛利率环比大幅提升。**公司 2018Q3 单季度实现营业收入 8.53 亿元,同比增长 8.3%,在上半年完成对龙尚科技和芯讯通的收购以后收入增长稳健;净利润 5399 万元,同比增长 29.3%,这主要得益于 Q3 单季度毛利率的大幅提升。公司三季度毛利率环比提升 8 个百分点至 25.7%,同比去年三季度也提升了近 7 个百分点。公司上半年推出全球首款智能云模组和 AIoT 移动智能计算终端,通过技术能力占领物联网模组和终端价值链高地,未来有望通过高端产品进一步提升自身盈利能力。
- **物联网业务推进顺利,龙尚科技和芯讯通订单充裕。**通过收购龙尚科技和芯讯通、参股美国艾拉并成立合资公司,日海智能 2017 年以来设定的物联网大战略推进顺利,目前已形成“云+端”完善的产业链布局。9 月,芯讯通中标联通 4G 物联网公版通信模块,中标金额约 5000 万;10 月,龙尚科技与中移物联网签订全系模组采购框架协议,合同上限 2 亿元。随着模组产业链的迅速成熟,并购的物联网企业订单充裕,相关应用加速落地,为业绩持续释放奠定坚实的基础。
- **承诺为员工增持兜底,彰显公司价值低估和发展信心。**今年年初至今,公司股价随市场同步下滑,公司成长性使估值优势逐步显现。日前,公司控股股东的一致行动人上海润良泰向公司全体员工发出增持公司股票的倡议,并承诺对公司员工因增持引发的亏损予以兜底;同时,润良泰自身也根据 8 月的增持计划,累计增持了公司 341.84 万股。此举一方面体现出公司价值的相对低估,也体现出在物联网行业发展迅速的前提下,公司高层对未来发展的信心。
- **投资建议:**预计公司 2018-2020 年营收 53.34 亿元/68.79 亿元/87.63 亿元,每股收益分别为 0.74 元/1.08 元/1.51 元,对应当前股价 PE 分别为 22.6 倍/15.4 倍/11.0 倍,维持增持评级,目标价 25 元。

风险提示:模组竞争加剧;收购公司新增商誉减值风险。

表 15: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2,707	2,990	5,334	6,879	8,763
增长率	-5.7%	10.5%	78.4%	29.0%	27.4%
归属母公司股东净利润(百万)	67	102	230	338	471
增长率	-333.1%	51.2%	125.0%	47.2%	39.4%
每股收益(元)	0.22	0.33	0.74	1.08	1.51

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,707</b>	<b>2,990</b>	<b>5,334</b>	<b>6,879</b>	<b>8,763</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,125	2,387	4,215	5,428	6,898	营业收入增长率	-5.7%	10.5%	78.4%	29.0%	27.4%
营业税费	27	19	46	57	68	营业利润增长率	-374.5%	21.0%	271.5%	35.6%	37.9%
销售费用	221	217	365	465	589	净利润增长率	-333.1%	51.2%	125.0%	47.2%	39.4%
管理费用	214	227	364	447	543	EBITDA 增长率	106.3%	1.1%	224.5%	36.7%	35.9%
财务费用	6	7	32	43	58	EBIT 增长率	1159.2%	10.0%	313.3%	35.4%	37.6%
资产减值损失	76	56	3	21	20	NOPLAT 增长率	417.7%	9.3%	292.2%	36.0%	35.9%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-10.9%	-6.2%	180.4%	-23.2%	87.9%
投资和汇兑收益	33	3	11	15	10	净资产增长率	0.8%	9.0%	12.4%	15.8%	18.4%
<b>营业利润</b>	<b>71</b>	<b>86</b>	<b>319</b>	<b>433</b>	<b>596</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	28	34	22	28	28	毛利率	21.5%	20.1%	21.0%	21.1%	21.3%
<b>利润总额</b>	<b>99</b>	<b>120</b>	<b>341</b>	<b>461</b>	<b>625</b>	营业利润率	2.6%	2.9%	6.0%	6.3%	6.8%
减: 所得税	9	21	50	65	95	净利润率	2.5%	3.4%	4.3%	4.9%	5.4%
<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>102</b>	<b>230</b>	<b>338</b>	<b>471</b>	EBITDA/营业收入	4.9%	4.5%	8.2%	8.7%	9.3%
						EBIT/营业收入	2.9%	2.8%	6.6%	6.9%	7.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	473	1057	427	550	701	固定资产周转天数	55	41	27	26	23
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	158	128	152	150	147
应收帐款	1,144	1,176	3,262	2,431	4,684	流动资产周转天数	459	454	423	394	389
应收票据	7	13	83	3	105	应收帐款周转天数	157	140	150	149	146
预付帐款	57	87	117	163	206	存货周转天数	208	202	209	206	204
存货	1,476	1,888	4,312	3,559	6,396	总资产周转天数	552	534	483	458	451
其他流动资产	125	35	75	78	63	投资资本周转天数	237	198	203	205	201
可供出售金融资产	0	30	10	13	18	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	3.4%	5.1%	10.5%	13.6%	16.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	2.0%	3.1%	4.9%	3.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	3.7%	4.5%	19.0%	9.2%	16.3%
固定资产	338	337	457	532	580	<b>费用率</b>					
在建工程	75	-	55	123	206	销售费用率	8.2%	7.3%	6.9%	6.8%	6.7%
无形资产	38	58	196	325	445	管理费用率	7.9%	7.6%	6.8%	6.5%	6.2%
其他非流动资产	167	251	209	116	16	财务费用率	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.7%
<b>资产总额</b>	<b>3,901</b>	<b>4,970</b>	<b>9,345</b>	<b>8,147</b>	<b>13,798</b>	三费/营业收入	16.3%	15.1%	14.3%	13.9%	13.6%
短期债务	5	715	1,754	1,478	1,578	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,297	1,793	3200	3,419	5,084	资产负债率	42.8%	59.2%	75.6%	67.5%	77.3%
应付票据	189	162	873	329	1,083	负债权益比	74.9%	144.8%	309.4%	208.1%	340.6%
其他流动负债	177	262	257	270	333	流动比率	1.97	1.45	1.36	1.23	1.50
长期借款	-	-	968	-	2,581	速动比率	1.08	0.81	0.65	0.59	0.71
其他非流动负债	2	7	10	6	8	利息保障倍数	12.26	12.90	10.89	11.05	11.27
<b>负债总额</b>	<b>1670</b>	<b>2,939</b>	<b>7,063</b>	<b>5,503</b>	<b>10,667</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>222</b>	<b>45</b>	<b>107</b>	<b>164</b>	<b>223</b>	DPS(元)	0.03	0.04	0.06	0.12	0.15
股本	312	312	312	312	312	分红比率	13.9%	10.7%	8.2%	10.9%	9.9%
留存收益	1,696	1,673	2,168	2,168	2,597	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%
<b>股东权益</b>	<b>2,231</b>	<b>2,030</b>	<b>2,644</b>	<b>2,644</b>	<b>3,132</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.22	0.33	0.74	1.08	1.51
净利润	90	99	230	338	471	BVPS(元)	6.44	6.36	6.97	7.95	9.32
加: 折旧和摊销	59	52	88	125	162	PE(X)	77.0	50.9	22.6	15.4	11.0
资产减值准备	76	56	3	21	20	PB(X)	2.6	2.6	2.4	2.1	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-43.1	5.7	-8.5	42.6	31.7
财务费用	9	12	32	43	58	P/S	1.9	1.7	1.0	0.8	0.6
投资收益	-33	-3	-11	-15	-10	EV/EBITDA	36.3	35.3	16.9	10.2	10.6
少数股东损益	22	-3	62	57	59	CAGR(%)	63.8%	74.6%	-280.7%	63.8%	74.6%
营运资金的变动	79	41	-2,566	1,310	-2,732	PEG	1.2	0.7	-0.1	0.2	0.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>298</b>	<b>72</b>	<b>-2,162</b>	<b>1,879</b>	<b>-1,972</b>	ROIC/WACC	0.5	0.6	2.5	1.2	2.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-36</b>	<b>-167</b>	<b>-405</b>	<b>-435</b>	<b>-458</b>	REP	5.9	5.0	0.7	1.5	0.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-377</b>	<b>504</b>	<b>1,936</b>	<b>-1,321</b>	<b>2,581</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

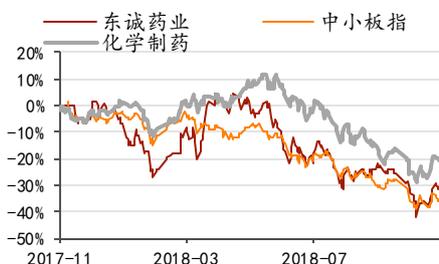
投资评级：买入(维持)

**东诚药业(002675)****18F-FDG 和云克成为持续增长动力****市场数据 2018-11-12**

收盘价(元)	8.59
一年内最低/最高(元)	6.90/13.20
市盈率	30.2
市净率	1.67

**基础数据**

净资产收益率(%)	6.09
资产负债率(%)	37.6
总股本(亿股)	8.02

**最近12月股价走势****联系信息**

**张文录** 分析师  
SAC 证书编号: S0160517100001  
zhangwenlu@ctsec.com

**相关报告**

- 《002675-季报点评:业绩略超预期, 18F-FDG 和云克成持续增长动力》 2018-10-28
- 《002675-中报点评:业绩顶上限, 核药高速增长》 2018-08-12
- 《002675-年报点评:业绩增长平稳, 核药占比六成》 2018-04-26

- **业绩略超预期, 美元贷款增加财务费用, 全年业绩增速中值上移**

前三季度公司营业收入 16.31 亿元 (+44.57%), 归母净利润 1.94 亿元、扣非后 2.02 亿元 (+50%), 经营性现金流大增至 3.92 亿元, EPS 0.27 元 (+35%), ROE 5.92%。净利润增速略超预期, 经营活动现金流大超预期。净利润超预期的原因我们认为主要是安迪科正电子药物 18F-FDG 和云克注射液的高速增长, 预计这两个核心产品全年增速在 40%、28%, 未来三到五年继续带动公司业绩高增长的动能所在。公司美元贷款 8250 万美金, 由于人民币贬值因素使得公司财务费用率从 H1 的 2.72% 上升到三季度额 3.18%, 否则净利润增加将更快。人民币无持续大幅贬值风险, 接下来公司财务费用压力将缓解。公司肝素等原料药库存下降, 使得经营性现金流大增。同时, 公司公告全年业绩增速区间为 40-70%, 增速中值较市场预期上移。

- **18F-FDG 和云克注射液药高速增长在路上**

目前我国大型医用设备保有量仅为欧美日的 1/10-1/5, 供给严重不足。配置证的放开将迎来国产大型医学设备行业的春天, 预计氟标药市场长期空间将达到 50 亿, 5 倍空间。安迪科市占率 40%, 最为受益。类风湿是“不死癌症”, 现在发展阶段有点像十年前的糖尿病, 认知率偏低, 但实际危害很大。随着医保覆盖、诊疗渗透率的上升(目前 450 万患者, 治疗渗透率仅 8%), 是数百亿元级别的蓝海市场。云克注射液镇痛效果好, 起效快, 平衡异常骨代谢, 修复骨显微结构, 成长无天花板, 十亿元以上重磅药物。

- **签署多个合作, 补强产业链核药房渠道和研发实力**

9 月, 公司与国投聚力合作总规模不低于 10 亿元的合伙基金(注资比例东诚、管理团队和国投分别为 28:2:70), 主要用于核药房等建设; 公司控股与中科院近代物理研究所合资成立新型核素及核药创新研发公司, 共同研发大型回旋加速器用于新型核素药物等开发。

**投资建议:** 上调公司 2018-2020 年净利 2.68/3.79/4.85 (原预测值为 2.46/3.57/4.63) 亿元, EPS 为 0.35/0.49/0.63 元, 对应 PE 为 23/16 /13 倍, 维持“买入”的投资评级。

**风险提示:** 核药公司业绩增速低于预期

**表 16: 公司财务及预测数据摘要**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,158	1,596	2,314	2,892	3,470
增长率	45.7%	37.7%	45.0%	25.0%	20.0%
归属母公司股东净利润(百万)	131	173	268	379	485
增长率	45.9%	31.8%	55.2%	41.6%	27.8%
每股收益(元)	0.17	0.22	0.35	0.49	0.63

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

### 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,158</b>	<b>1,596</b>	<b>2,314</b>	<b>2,892</b>	<b>3,470</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	613	725	960	1,186	1,388	营业收入增长率	45.7%	37.7%	45.0%	25.0%	20.0%
营业税费	13	20	27	33	40	营业利润增长率	78.5%	37.3%	51.5%	15.1%	25.1%
销售费用	195	334	532	723	868	净利润增长率	45.9%	31.8%	55.2%	41.6%	27.8%
管理费用	109	145	278	362	451	EBITDA 增长率	72.7%	57.4%	33.1%	12.6%	21.2%
财务费用	-2	61	41	41	39	EBIT 增长率	85.5%	63.1%	40.1%	13.8%	22.9%
资产减值损失	10	12	-	-	-	NOPLAT 增长率	84.9%	68.4%	37.8%	13.8%	22.9%
加: 公允价值变动收益	-	-6	-	-	-	投资资本增长率	39.9%	39.1%	12.4%	4.8%	8.4%
投资和汇兑收益	8	15	-	-	-	净资产增长率	37.9%	6.6%	22.0%	10.4%	11.7%
<b>营业利润</b>	<b>229</b>	<b>314</b>	<b>476</b>	<b>548</b>	<b>685</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	13	1	15	17	19	毛利率	47.1%	54.5%	58.5%	59.0%	60.0%
<b>利润总额</b>	<b>242</b>	<b>315</b>	<b>491</b>	<b>565</b>	<b>704</b>	营业利润率	19.7%	19.7%	20.6%	18.9%	19.7%
减: 所得税	42	51	79	90	113	净利润率	11.3%	10.8%	11.6%	13.1%	14.0%
<b>净利润</b>	<b>131</b>	<b>173</b>	<b>268</b>	<b>379</b>	<b>485</b>	EBITDA/营业收入	23.3%	26.7%	24.5%	22.1%	22.3%
						EBIT/营业收入	19.5%	23.1%	22.4%	20.4%	20.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	810	378	694	868	1,041	固定资产周转天数	119	116	90	67	52
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	231	187	185	184	180
应收帐款	537	661	1,039	1,142	1,450	流动资产周转天数	499	454	377	370	367
应收票据	8	9	35	8	44	应收帐款周转天数	140	135	132	136	134
预付帐款	6	5	25	6	28	存货周转天数	121	113	99	98	97
存货	426	575	693	877	985	总资产周转天数	1,059	1,076	875	774	709
其他流动资产	153	453	273	293	340	投资资本周转天数	753	762	650	563	501
可供出售金融资产	21	50	24	32	35	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.7%	5.9%	7.7%	10.0%	11.5%
长期股权投资	29	815	815	815	815	ROA	4.7%	5.0%	6.9%	7.3%	8.2%
投资性房地产	1	0	0	0	0	ROIC	9.3%	11.2%	11.1%	11.2%	13.1%
固定资产	428	598	558	518	479	<b>费用率</b>					
在建工程	159	40	140	240	340	销售费用率	16.8%	20.9%	23.0%	25.0%	25.0%
无形资产	121	150	140	131	121	管理费用率	9.4%	9.1%	12.0%	12.5%	13.0%
其他非流动资产	1,567	1,538	1,531	1,530	1,529	财务费用率	-0.2%	3.8%	1.8%	1.4%	1.1%
<b>资产总额</b>	<b>4,268</b>	<b>5,273</b>	<b>5,968</b>	<b>6,460</b>	<b>7,207</b>	三费/营业收入	26.0%	33.9%	36.8%	38.9%	39.1%
短期债务	667	403	555	637	728	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	349	275	419	436	566	资产负债率	27.7%	37.6%	32.7%	31.4%	31.4%
应付票据	22	136	48	95	108	负债权益比	38.4%	60.3%	48.7%	45.8%	45.7%
其他流动负债	82	467	248	295	354	流动比率	1.73	1.63	2.17	2.18	2.21
长期借款	-	624	624	500	436	速动比率	1.35	1.18	1.63	1.58	1.65
其他非流动负债	64	80	59	68	69	利息保障倍数	-92.17	6.02	12.53	14.38	18.77
<b>负债总额</b>	<b>1,184</b>	<b>1,984</b>	<b>1,954</b>	<b>2,031</b>	<b>2,261</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	316	386	530	625	732	DPS(元)	0.04	0.02	0.07	0.09	0.10
股本	704	704	775	775	775	分红比率	21.5%	11.0%	19.8%	17.4%	16.1%
留存收益	2,058	2,198	2,708	3,029	3,439	股息收益率	0.5%	0.3%	0.9%	1.1%	1.3%
<b>股东权益</b>	<b>3,084</b>	<b>3,289</b>	<b>4,014</b>	<b>4,429</b>	<b>4,946</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.17	0.22	0.35	0.49	0.63
净利润	200	265	268	379	485	BVPS(元)	3.57	3.74	4.49	4.91	5.43
加: 折旧和摊销	44	58	49	49	49	PE(X)	46.1	35.0	22.5	15.9	12.5
资产减值准备	10	12	-	-	-	PB(X)	2.2	2.1	1.7	1.6	1.4
公允价值变动损失	-	6	-	-	-	P/FCF	-39.1	-14.3	-35.7	42.9	41.7
财务费用	8	46	41	41	39	P/S	5.2	3.8	2.6	2.1	1.7
投资收益	-8	-15	-	-	-	EV/EBITDA	20.5	15.3	12.3	10.8	8.9
少数股东损益	69	92	144	95	106	CAGR(%)	33.3%	30.7%	54.6%	33.3%	30.7%
营运资金的变动	21	-417	-277	-187	-372	PEG	1.4	1.1	0.4	0.5	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>196</b>	<b>209</b>	<b>226</b>	<b>377</b>	<b>308</b>	ROIC/WACC	1.0	1.2	1.2	1.2	1.4
投资活动产生现金流量	-550	-1,128	-231	-80	-70	REP	2.0	1.4	1.3	1.2	1.0
融资活动产生现金流量	840	429	321	-124	-64						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

锡业股份(000960)

目标价:14.5

积极因素初现，龙头锡业配置价值凸显

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	11.17
一年内最低/最高(元)	8.58/17.05
市盈率	20.8
市净率	1.59

## 基础数据

净资产收益率(%)	7.83
资产负债率(%)	60.0
总股本(亿股)	16.69

## 最近12月股价走势



## 联系信息

李帅华	分析师
SAC证书编号: S0160518030001	
lishuaihua@ctsec.com	
郝思行	联系人
haosx@ctsec.com	021-68592511

## 相关报告

- 《000960-跟踪简报:积极因素初现，龙头锡业配置价值凸显》 2018-11-11

**事件：**近一个月以来锡行业事件频发，其中主要包括“9月缅甸锡矿出口量下滑、印尼锡出口中断、云锡冶炼设备检修、个旧市选矿企业关停”等，虽然各个事件的具体影响效果不一，但在多个积极因素的共同作用下，国内锡价上行。

- **9月缅甸锡矿出口下滑有望成为供给拐点。**海关数据显示，9月中国从缅甸进口锡矿14695吨，国际锡协估算其中锡金属含量约3700吨，同比、环比均下滑26%左右。2017年我国从缅甸进口锡矿约6.5万金属吨，如未来缅甸单月出口量维持在3000-4000金属吨的水平，缅甸锡供应量将下滑2万吨/年左右，对应全球供给总量的近6%，将刺激锡价上行。
- **密切关注印尼锡出口中断对国际市场的影响。**印尼商品与衍生品交易所(ICDX)于10月16日发布了一份公告，称进入交易所指定仓储区的锡锭不能使用由PT Surveyor公司颁发的锡矿原产证证明，只允许使用PT Sucofindo做相同检查的国有锡企业天马公司在ICDX进行交易。但10月26日以后，天马公司也不再交易，至11月6日ICDX的锡交易完全停止。由于印尼的锡出口首先需要经过ICDX进行交易，且印尼精锡主要供应国际市场，LME锡价短暂爬升，但随后又再次回落。2017年印尼精锡出口量7.8万吨，占比全球供给总量的22%，我们认为需要密切关注印尼锡锭出口中断对海外市场的影响以及其中断的持续性。
- **云锡冶炼设备检修期间恐加剧锡供应收缩的局面。**11月8日锡业股份发布公告，冶炼分公司为保证锡冶炼设备完好和持续正常生产，将按年度检修计划对冶炼设备进行停产检修，预计检修时间不超过50天，检修对公司全年生产经营计划无重大影响。云锡作为全球最大的锡矿及锡冶炼公司，其检修期间恐加剧当前锡供应收缩的局面。
- **个旧市选矿企业关停对供应影响不大。**10月23日新闻报到，受选矿厂集中搬入工业园措施影响，云南省红河州个旧市60%的选矿企业将于11月30日前关停。但该事件并未对锡价造成影响，我们认为主要原因在于当地政府对之前23家已经签署过入园协议并交过保证金的选厂进行了一定的关停展期，而近年受缅甸选矿产能增加的影响，个旧选厂产能利用率下降，23家选厂的产能预计可保证选矿环节供应的稳定。
- **进口矿下滑透露积极信号，印尼事件仍需观察。**我们认为缅甸矿出口量下滑透露积极信号，当地政府及企业的库存释放以及尾矿的回采可能已经接近尾声。此外，因国际市场锡价并没有明显上涨，印尼ICDX停止锡交易事件仍需观察。总体而言，未来两年全球锡矿供应处于收缩周期，需求端如没有大幅下行的压力，锡价将逐渐走高。

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

- **公司产能产量。**公司现拥有 8 万吨锡锭产能、2.4 万吨锡化工产能、3.83 万吨锡材产能和 10 万吨铜冶炼产能。2017 年公司锡原矿金属产量 3.4 万吨，铜原矿金属产量 3.56 万吨，锌原矿金属产量 12.5 万吨。
- **盈利预测和投资评级：**综上所述，近期锡行业积极信号忽现，缅甸方面，锡矿库存释放和尾矿回采可能已经接近尾声，供给拐点初现；印尼方面，ICDX 停止锡交易仍需观察。我们认为，在需求端不出现大幅下滑的情况下，锡价将逐渐走高，我们看好全球锡业龙头的锡业股份，给予其“增持评级”。预计公司 2018-2020 的 EPS 分别为 0.62 元、0.79 元、0.98 元，对应当前股价的 PE 分别为 17.3 倍、13.4 倍、10.9 倍。

**风险提示：**锡矿供应超预期的风险，全球宏观经济大幅下行的风险，消费电子下行的风险。

**表 17：公司财务及预测数据摘要**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	33,429	34,410	41,533	49,584	52,335
增长率	7.6%	2.9%	20.7%	19.4%	5.5%
归属母公司股东净利润（百万）	136	706	1,027	1,326	1,629
增长率	-106.9%	418.7%	45.4%	29.2%	22.8%
每股收益（元）	0.08	0.42	0.62	0.79	0.98

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>33,429</b>	<b>34,410</b>	<b>41,533</b>	<b>49,584</b>	<b>52,335</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	31,076	30,934	37,740	45,381	47,754	营业收入增长率	7.6%	2.9%	20.7%	19.4%	5.5%
营业税费	133	191	230	275	290	营业利润增长率	-131.4%	182.1%	16.0%	21.7%	17.6%
销售费用	170	157	174	179	185	净利润增长率	-106.9%	418.7%	45.4%	29.2%	22.8%
管理费用	846	1,142	1,080	1,112	1,146	EBITDA 增长率	688.3%	30.7%	18.8%	10.8%	9.6%
财务费用	745	576	800	800	800	EBIT 增长率	-289.7%	51.8%	26.1%	14.2%	12.3%
资产减值损失	-51	223	-	-	-	NOPLAT 增长率	-211.8%	91.9%	15.4%	12.3%	12.7%
加:公允价值变动收益	-9	6	-	-	-	投资资本增长率	3.4%	1.2%	24.3%	-0.5%	7.6%
投资和汇兑收益	-40	61	-	-	-	净资产增长率	2.9%	36.5%	11.3%	11.3%	11.9%
<b>营业利润</b>	<b>461</b>	<b>1,301</b>	<b>1,509</b>	<b>1,837</b>	<b>2,161</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-118	-276	-	-	-	毛利率	7.0%	10.1%	9.1%	8.5%	8.8%
<b>利润总额</b>	<b>343</b>	<b>1,025</b>	<b>1,509</b>	<b>1,837</b>	<b>2,161</b>	营业利润率	1.4%	3.8%	3.6%	3.7%	4.1%
减:所得税	100	130	256	312	367	净利润率	0.4%	2.1%	2.5%	2.7%	3.1%
<b>净利润</b>	<b>136</b>	<b>706</b>	<b>1,027</b>	<b>1,326</b>	<b>1,629</b>	EBITDA/营业收入	6.2%	7.8%	7.7%	7.1%	7.4%
						EBIT/营业收入	3.6%	5.3%	5.6%	5.3%	5.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2,652	4,064	3,323	3,967	4,187	固定资产周转天数	129	122	97	77	69
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	41	42	55	64	70
应收账款	1,276	1,123	24,298	6,050	25,982	流动资产周转天数	94	103	255	251	252
应收票据	714	1,201	7,353	3,107	7,933	应收账款周转天数	11	13	110	110	110
预付账款	138	60	412	155	442	存货周转天数	39	42	72	73	73
存货	3,928	4,134	12,591	7,520	13,643	总资产周转天数	302	309	422	386	377
其他流动资产	286	114	158	186	153	投资资本周转天数	218	216	202	187	184
可供出售金融资产	51	83	173	186	194	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	1.7%	6.4%	8.5%	9.9%	10.8%
长期股权投资	415	359	433	516	611	ROA	0.9%	2.9%	1.9%	3.9%	2.6%
投资性房地产	113	103	133	163	193	ROIC	4.3%	8.0%	9.1%	8.2%	9.3%
固定资产	11,879	11,496	10,897	10,283	9,654	<b>费用率</b>					
在建工程	1,615	2,158	2,213	2,281	2,364	销售费用率	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	3,952	3,826	3,869	3,908	3,943	管理费用率	2.5%	3.3%	2.6%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	1,404	1,832	856	1,162	968	财务费用率	2.2%	1.7%	1.9%	1.6%	1.5%
<b>资产总额</b>	<b>28,425</b>	<b>30,553</b>	<b>66,708</b>	<b>39,485</b>	<b>70,265</b>	三费/营业收入	5.3%	5.5%	4.9%	4.2%	4.1%
短期债务	12,820	10,899	12,437	13,899	14,348	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1,723	1,770	27,529	3,222	28,545	资产负债率	68.5%	60.0%	79.6%	61.6%	75.9%
应付票据	112	30	8,356	4,280	7,709	负债权益比	217.2%	149.8%	389.8%	160.5%	314.4%
其他流动负债	1,133	2,809	1,548	1,836	2,004	流动比率	0.57	0.69	0.97	0.90	0.99
长期借款	1,027	1,094	1,827	457	-	速动比率	0.32	0.42	0.71	0.58	0.74
其他非流动负债	2,649	1,717	1,392	635	702	利息保障倍数	1.62	3.18	2.89	3.30	3.70
<b>负债总额</b>	<b>19,464</b>	<b>18,320</b>	<b>53,090</b>	<b>24,329</b>	<b>53,308</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	1,089	1,277	1,503	1,701	1,865	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	1,472	1,669	1,669	1,669	1,669	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	6,448	9,331	10,447	11,786	13,423	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>8,961</b>	<b>12,233</b>	<b>13,619</b>	<b>15,156</b>	<b>16,957</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.08	0.42	0.62	0.79	0.98
净利润	243	895	1,027	1,326	1,629	BVPS(元)	4.72	6.57	7.26	8.06	9.04
加:折旧和摊销	896	923	885	902	919	PE(X)	130.3	25.1	17.3	13.4	10.9
资产减值准备	-51	223	21	22	26	PB(X)	2.3	1.6	1.5	1.3	1.2
公允价值变动损失	2	1	-	-	-	P/FCF	-69.5	-25.2	-9.4	20.5	-1,426.4
财务费用	719	571	800	800	800	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
投资收益	3	-36	-	-	-	EV/EBITDA	13.8	10.3	9.8	8.5	7.8
少数股东损益	107	189	226	198	164	CAGR(%)	84.4%	26.1%	-189.1%	84.4%	26.1%
营运资金的变动	-600	-502	-4,640	-774	-2,354	PEG	1.5	1.0	-0.1	0.2	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,798</b>	<b>2,295</b>	<b>-1,682</b>	<b>2,474</b>	<b>1,184</b>	ROIC/WACC	0.6	1.1	1.3	1.1	1.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,484</b>	<b>-1,713</b>	<b>-525</b>	<b>-460</b>	<b>-470</b>	REP	2.3	1.2	1.0	1.0	0.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-675</b>	<b>791</b>	<b>1,466</b>	<b>-1,370</b>	<b>-493</b>						

资料来源:贝格数据,财通证券研究所

投资评级：增持(维持)

明泰铝业(601677)

目标价:12.2元

明见万里，中原铝业龙头悄然崛起

## 市场数据 2018-11-12

收盘价(元)	9.40
一年内最低/最高(元)	7.52/14.28
市盈率	12.0
市净率	0.95

## 基础数据

净资产收益率(%)	8.65
资产负债率(%)	36.1
总股本(亿股)	5.9

## 最近12月股价走势



## 联系信息

李帅华 分析师  
SAC 证书编号: S0160518030001  
lishuaihua@ctsec.com

## 相关报告

1 《601677-深度报告:明见万里, 中原铝业龙头悄然崛起》 2018-10-10

- 中美贸易战打响, 公司迅速反应, 成功转销。公司每年向美国出口铝材 8 万吨, 体量较大, 2017 年下半年公司前瞻性的看到了中美贸易战的可能, 为此做了积极的布局和准备, 2018 年公司出口美国的铝材成功转销欧洲、墨西哥、马来西亚和澳大利亚等国, 从 2018 年上半年的情况来看, 公司出口铝材不降反升。
- 背靠青岛四方及温世贸易, 2 万吨轨交铝材及 20 万吨板带材订单充足。2014 年, 公司 (16.67%) 与青岛四方等 3 家公司合资设立郑州中车, 进军轨交市场, 轨交市场的壁垒在于进入国企供应链体系, 公司通过与青岛四方的合作, 切入中车供应链体系, 未来订单有充足的保障。目前公司接到青岛四方委托的 198 辆订单, 预期净利润总额为 2000 万元。此外, 公司还与韩国温世贸易合作, 合资设立明泰实业, 使之成为韩国三星的铝材供应商。
- 布局汽车轻量化市场, 年产 12.5 万吨车用铝合金板项目将成新增增长点。汽车轻量化乃大势所趋, 且发展空间广阔。2016 年公司非公开发行股份募投“12.5 万吨车用铝合金板项目”, 进军汽车用铝合金板市场, 项目达产后预期实现营业收入 22.33 亿元。2018H1 主要设备 CVC 六辊冷轧机已安装投入生产。随着项目推进, 公司产品结构将得到优化, 盈利能力将进一步提升。
- 稳扎稳打步步为营, 动荡经济下公司优势凸显。公司一直坚持稳扎稳打步步为营的风格, 具有低资本支出、低负债率、低融资成本等特点, 在宏观经济环境动荡的情形下, 公司经营风格优势凸显。此外公司选择的定增机构为无收益率要求的战略投资者从而规避了熊市股价下跌带来的赔付补偿风险。
- 盈利预测与估值。中美贸易战打响, 公司迅速调整成功转销, 与此同时公司背靠青岛四方及温世贸易, 订单充足, 最为重要的是公司稳扎稳打步步为营的经营风格在动荡的经济环境下优势凸显。随着公司重点项目的推进, 公司产品结构将得到升级, 公司业绩有望受益于量价齐升, 继续向好发展, 我们给予“增持评级”。预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.81, 1.06 元, 1.35 元, 对应当前股价的 PE 分别为 11.6 倍, 8.8 倍, 6.9 倍。

风险提示: 宏观经济下滑, 交通用铝不及预期, 项目进展不及预期。

表 18: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	7,481	10,366	13,048	14,725	16,520
增长率	18.8%	38.6%	25.9%	12.8%	12.2%
归属母公司股东净利润(百万)	269	352	477	628	799
增长率	55.6%	30.8%	35.4%	31.8%	27.2%
每股收益(元)	0.46	0.60	0.81	1.06	1.35

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>7,481</b>	<b>10,366</b>	<b>13,048</b>	<b>14,725</b>	<b>16,520</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	6,849	9,435	11,770	13,182	14,685	营业收入增长率	18.8%	38.6%	25.9%	12.8%	12.2%
营业税费	23	29	40	45	51	营业利润增长率	52.2%	34.1%	39.6%	29.8%	25.9%
销售费用	154	198	230	254	277	净利润增长率	55.6%	30.8%	35.4%	31.8%	27.2%
管理费用	136	194	265	299	336	EBITDA 增长率	50.0%	38.0%	35.1%	24.8%	20.9%
财务费用	-23	14	65	65	65	EBIT 增长率	65.9%	45.3%	50.7%	27.2%	24.1%
资产减值损失	19	9	-	-	-	NOPLAT 增长率	63.5%	45.0%	44.2%	27.2%	24.1%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-4.8%	44.4%	3.2%	-1.1%	5.7%
投资和汇兑收益	35	-5	-	-	-	净资产增长率	7.5%	35.5%	9.8%	9.1%	10.3%
<b>营业利润</b>	<b>362</b>	<b>486</b>	<b>678</b>	<b>880</b>	<b>1,107</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5	-9	-	-	-	毛利率	8.5%	9.0%	9.8%	10.5%	11.1%
<b>利润总额</b>	<b>367</b>	<b>477</b>	<b>678</b>	<b>880</b>	<b>1,107</b>	营业利润率	4.8%	4.7%	5.2%	6.0%	6.7%
减: 所得税	79	108	170	220	277	净利润率	3.6%	3.4%	3.7%	4.3%	4.8%
<b>净利润</b>	<b>269</b>	<b>352</b>	<b>477</b>	<b>628</b>	<b>799</b>	EBITDA/营业收入	7.0%	7.0%	7.5%	8.3%	8.9%
						EBIT/营业收入	4.5%	4.8%	5.7%	6.4%	7.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	751	1,181	2,861	2,979	2,837	固定资产周转天数	66	58	51	44	38
交易性金融资产	25	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	57	43	42	36	34
应收帐款	335	624	571	722	775	流动资产周转天数	172	151	182	186	175
应收票据	664	568	1,004	819	1,180	应收帐款周转天数	14	17	16	16	16
预付帐款	99	455	696	317	825	存货周转天数	44	38	44	42	41
存货	951	1,261	1,959	1,456	2,299	总资产周转天数	277	253	273	267	251
其他流动资产	719	1,056	942	906	968	投资资本周转天数	140	120	115	103	94
可供出售金融资产	105	305	305	305	305	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	6.6%	8.1%	9.9%	11.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	4.3%	4.6%	6.2%	6.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	9.0%	13.7%	13.6%	16.8%	21.1%
固定资产	1,500	1,856	1,807	1,816	1,695	<b>费用率</b>					
在建工程	254	561	761	861	961	销售费用率	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
无形资产	142	171	166	161	157	管理费用率	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	404	605	86	364	351	财务费用率	-0.3%	0.1%	0.5%	0.4%	0.4%
<b>资产总额</b>	<b>5,949</b>	<b>8,642</b>	<b>11,158</b>	<b>10,706</b>	<b>12,353</b>	三费/营业收入	3.6%	3.9%	4.3%	4.2%	4.1%
短期债务	30	650	1,102	651	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	660	799	849	1,104	1,063	资产负债率	31.5%	36.1%	45.7%	38.2%	40.9%
应付票据	942	1,379	2,424	1,340	2,843	负债权益比	46.0%	56.6%	84.1%	61.9%	69.3%
其他流动负债	218	274	344	363	449	流动比率	1.92	1.66	1.70	2.08	2.04
长期借款	-	-	300	-	-	速动比率	1.40	1.25	1.29	1.66	1.51
其他非流动负债	24	20	78	635	702	利息保障倍数	-14.82	34.18	11.43	14.54	18.04
<b>负债总额</b>	<b>1,874</b>	<b>3,123</b>	<b>5,097</b>	<b>4,093</b>	<b>5,058</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>196</b>	<b>182</b>	<b>214</b>	<b>246</b>	<b>278</b>	DPS(元)	0.09	0.10	0.18	0.21	0.26
股本	511	590	590	590	590	分红比率	19.0%	16.8%	22.1%	19.3%	19.4%
留存收益	3,623	5,018	5,257	5,777	6,428	股息收益率	0.9%	1.1%	1.9%	2.2%	2.8%
<b>股东权益</b>	<b>4,074</b>	<b>5,519</b>	<b>6,061</b>	<b>6,613</b>	<b>7,296</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.46	0.60	0.81	1.06	1.35
净利润	288	368	477	628	799	BVPS(元)	6.57	9.05	9.91	10.79	11.90
加: 折旧和摊销	184	230	233	273	300	PE(X)	20.6	15.8	11.6	8.8	6.9
资产减值准备	19	9	21	22	26	PB(X)	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8
公允价值变动损失	-4	4	-	-	-	P/FCF	26.0	-19.4	5.1	11.8	-142.8
财务费用	4	-3	65	65	65	P/S	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
投资收益	-35	5	-	-	-	EV/EBITDA	7.2	5.9	4.0	2.8	2.0
少数股东损益	19	16	32	32	32	CAGR(%)	31.8%	31.1%	38.2%	31.8%	31.1%
营运资金的变动	-110	-1,465	535	-129	-250	PEG	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>70</b>	<b>-281</b>	<b>1,362</b>	<b>892</b>	<b>971</b>	ROIC/WACC	1.0	1.6	1.6	2.0	2.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-35</b>	<b>-923</b>	<b>-400</b>	<b>-400</b>	<b>-300</b>	REP	1.3	0.7	0.6	0.4	0.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>10</b>	<b>1,385</b>	<b>718</b>	<b>-374</b>	<b>-813</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。