

# 铂力特 ( 688333 )

## 专注工业金属 3D 打印，航空工业/商飞/空客供应商

### 工业级金属增材制造，提供金属增材制造与再制造技术全套解决方案

铂力特是一家专注于工业级金属增材制造（3D 打印）的高新技术企业，公司成立于 2011 年，总部位于陕西省西安市，注册资本 6000 万元。公司围绕金属增材制造产业链，开展金属 3D 打印定制化产品、金属 3D 打印设备、金属 3D 打印原材料的研发、生产、销售，同时亦向客户提供金属 3D 打印工艺设计开发及相关技术服务，现已成为国内最具产业化规模的金属增材制造企业，整体实力在国内外金属增材制造领域处于领先地位。

公司营收与净利润增长迅速，2018 年营收 2.9 亿元，同比+32.5%，归母净利润 0.57 亿元，同比+66.93%，毛利率 43.39%，同比+2.65 个百分点，研发费用 0.26 亿元，占收入比达 8.79%。实控人之一、首席科学家黄卫东为西工大教授，西工大向公司提供多项专利，为公司注入西工大院所基因。3D 打印定制化产品是第一大营收来源，2018 年 3D 打印定制化产品营收达 1.22 亿元，毛利率 56.14%，占比高达 42.22%。

### 增材制造是我国战略性行业，行业增速预期超 30%，蓝海空间广阔

目前，全球增材制造进入快速成长期，2012-2017 年 CAGR 超 26%，至 2017 年市场规模达 73.36 亿美元，至 2020 年产值增速将保持在 22.3%。

金属增材制造属于我国战略性行业，2017 年国家制定了《增材制造产业发展行动计划（2017-2020 年）》，明确“到 2020 年，增材制造产业年销售收入超过 200 亿元，年均增速在 30%以上”。2017 年国内产业规模超 100 亿元，三年 CAGR 超 30%，预计 2023 年我国增材市场规模将达到 110 亿美元。公司作为我国金属增材制造行业最具产业化规模的企业，有望充分受益行业蓝海期的成长机遇。

### 中航工业/中航发/中国商飞/空客集团合格供应商，技术达到世界一流

公司主要客户包括中航工业、中航发、中国商飞、航天科工、航天科技等军工与民航集团，且是法国空客（Airbus）公司的合格供应商。2018 年 8 月，公司与空中客车公司签署 A350 飞机大型精密零件金属 3D 打印共同研制协议，从供应商走向联合开发合作伙伴，标志着公司在金属 3D 打印工艺技术与生产能力方面达到世界一流水平。

**盈利预测：**预计公司 19-21 年营收增速分别为 31%/30%/29%，营收分别为 3.82/4.96/6.40 亿元，归母净利润分别为 0.72/0.96/1.28 亿元，按发行后 0.8 亿总股本计算，EPS 为 0.9/1.2/1.6 元。可比公司 2019 年万得一致预期 PE 平均值为 40.02x，预计公司 PE 估值区间在 38-40x 左右，价格区间为 34.13-35.93 元/股，市值区间为 27.3-28.7 亿元。

**风险提示：**金属增材制造产业化进程放缓，增材制造技术与研发放缓，下游客户集中风险，增材制造装备核心器件进口风险，应收账款风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	219.95	291.48	381.84	496.39	640.34
增长率(%)	32.23	32.52	31.00	30.00	29.00
EBITDA(百万元)	65.20	98.09	79.66	97.44	137.14
净利润(百万元)	34.26	57.18	71.85	95.67	128.14
增长率(%)	9.35	66.93	25.66	33.15	33.94
EPS(元/股)	0.43	0.71	0.90	1.20	1.60
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，天风证券研究所

### 证券研究报告

2019 年 07 月 06 日

行业 有色金属/金属非金属  
新材料

发行价格 元  
合理估值 元

发行数据  
总股本（万股） 6,000  
发行数量(万股) 2,000  
网下发行(万股) 1,520  
网上发行(万股) 380  
保荐机构 中信建投证券股份有限公司  
发行日期 2019/7/10  
发行方式 网上发行,网下配售,战略投资者配售

作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

孙亮 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

李鲁靖 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

崔宇 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518060002  
cuiyu@tfzq.com

许利天 联系人  
xulitian@tfzq.com

股东信息

折生阳	29.07%
萍乡晶屹商务信息咨询合伙企业（有限合伙）	15.12%
西安西北工业大学资产经营管理有限公司	14.49%
薛蕾	5.94%
西安高新技术产业风险投资有限责任公司	5.40%
雷开贵	4.59%
海宁国安精进股权投资合伙企业（有限合伙）	4.00%
青岛金石灏汭投资有限公司	4.00%
黄芃	3.82%
萍乡博睿企业管理合伙企业（有限合伙）	3.24%



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

## 内容目录

1. 专注金属增材制造，航空工业/商飞/空中客车供应商 .....	3
2. 经营业绩成长性良好，研发投入带来持续增长.....	4
3. 全球增材制造市场态势良好，我国政策助长产业发展 .....	5
4. 中航工业集团为第一大客户，国内外企业均参与竞争 .....	7
5. 本次发行情况及估值区间预测 .....	8

## 图表目录

图 1：航空专用金属增材定制：采用激光选区熔化成型的空心叶片 .....	3
图 2：公司 S600 设备面向航空航天大型回转体类零部件定制开发 .....	3
图 3：持公司 5%以上股份的主要股东情况（截至 2019 年 4 月 4 日） .....	3
图 4：2016-2018 公司营业分板块收入构成及其毛利率情况 .....	4
图 5：2018 年度公司主营业务及其占比（单位：万元） .....	4
图 6：2016-2018 年铂力特销售毛利率与销售净利率 .....	5
图 7：2016-2018 年铂力特研发费用及其占收入的比重 .....	5
图 8：2016-2018 年铂力特员工人员构成 .....	5
图 9：采用可比估值法对铂力特估值 .....	8

## 1. 专注金属增材制造，航空工业/商飞/空中客车供应商

铂力特是一家专注于工业级金属增材制造（3D打印）的高新技术企业，可根据客户的需求，提供金属增材制造与再制造技术全套解决方案。公司成立于2011年，总部位于陕西省西安市，注册资本6000万元。公司围绕金属增材制造产业链，开展金属3D打印定制化产品、金属3D打印设备、金属3D打印原材料的研发、生产、销售，同时亦向客户提供金属3D打印工艺设计开发及相关技术服务。

目前，公司产品广泛应用于航空航天、工业机械、能源动力、科研院所、医疗研究、汽车制造及电子工业等领域，尤其在航空航天领域市场占有率较高，现已成为国内最具产业化规模的金属增材制造企业，整体实力在国内外金属增材制造领域处于领先地位。

图 1：航空专用金属增材定制：采用激光选区熔化成型的空心叶片



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

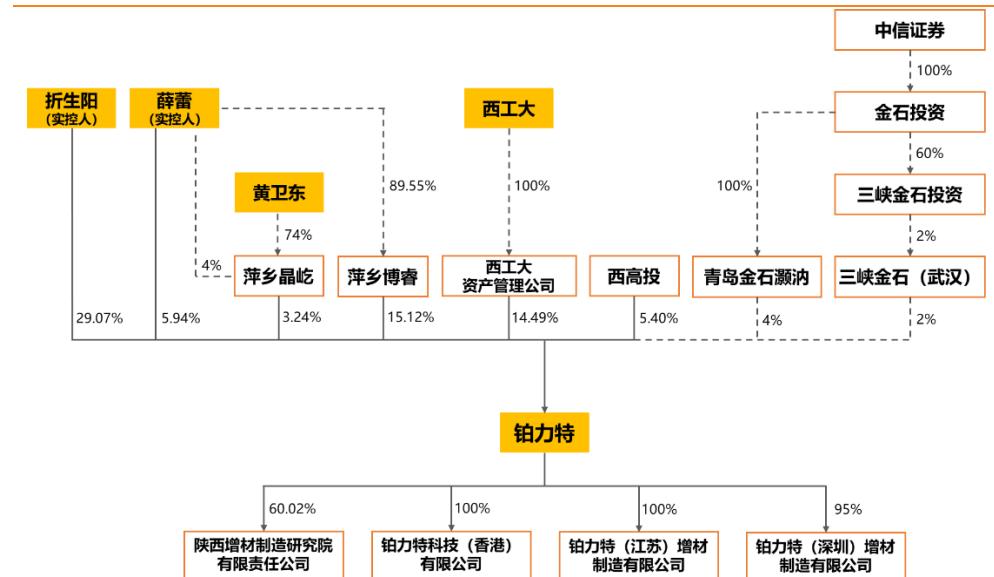
图 2：公司 S600 设备面向航空航天大型回转体类零部件定制开发



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**核心技术人员控股企业，西工大基因浓厚。**截至4月4日，公司共有16名股东，实际控制人为黄卫东、折生阳、薛蕾三位自然人，合计控制公司53.37%的股份。黄卫东博士为公司首席科学家，1991年任西北工业大学教授，1999年任凝固技术国家重点实验室主任。除三位自然人外，西工大资产管理公司持股公司14.49%股份，同时给予公司8项独占许可使用专利，为公司注入西工大科研基因。目前，直接持股/间接持股5%以上股份的股东及公司的四家子公司情况如下图所示：

图 3：持股公司5%以上股份的主要股东情况（截至2019年4月4日）

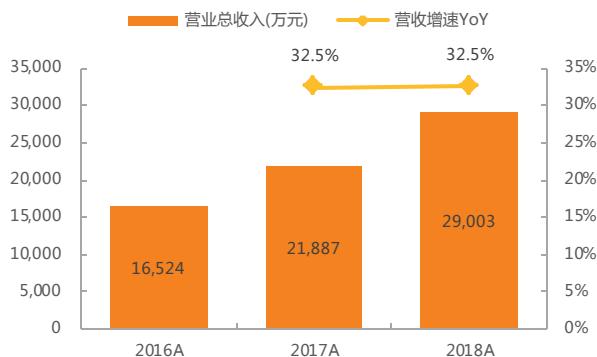


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2. 经营业绩成长性良好，研发投入带来持续增长

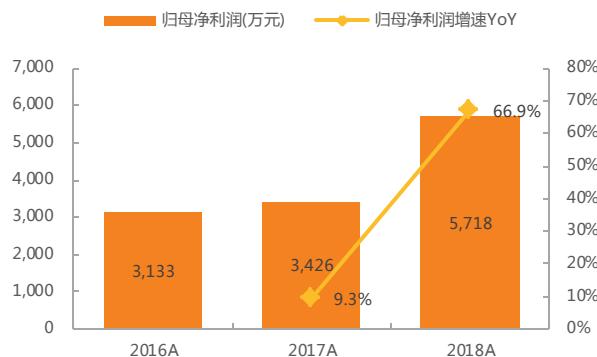
公司具备较强的成长性，近三年来，公司营收与归母净利润增长迅速。作为国内增材制造行业早期的参与者之一，公司积累了独特的技术优势，现已发展成为国内最具产业化规模的金属增材制造企业，成长能力良好。2018年公司营收2.9亿元，同比+32.5%，实现中高速增长；归母净利润0.57亿元，同比+66.93%，实现较高速增长。

图 2：2016-2018 年铂力特营业收入及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2016-2018 年铂力特归母净利润及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

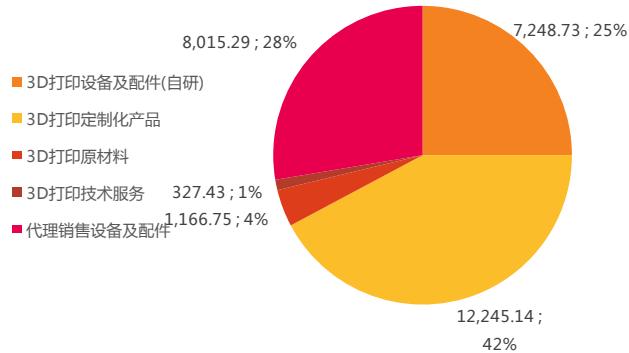
**3D 打印定制化产品为第一大营收来源，设备业绩贡献占比提升。**报告期内，公司两大主要产品为金属 3D 打印定制化产品、3D 打印设备及配件。其中，金属 3D 打印定制化产品是公司经营业绩支柱，2016-2018 年销售收入分别为 0.65/0.89/1.22 亿元，分别占当年主营业务收入的 39.20%/40.67%/42.22%；公司自研的金属 3D 打印设备及配件连续三年销售收入分别为 0.44/0.37/0.72 亿元，分别占当年主营业务收入的 26.4%/17.0%/25.0%，在 2018 年体现出较好成长性。

图 4：2016-2018 公司营业分板块收入构成及其毛利率情况

	2016A	2017A	2018A
	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
<b>营业收入 (万元)</b>	16634.33	21994.84	29147.92
3D打印设备及配件 (自研)	4358.87	3719.39	7248.73
3D打印定制化产品	6477.59	8900.54	12245.14
3D打印原材料	416.36	855.83	1166.75
3D打印技术服务	466.40	421.21	327.43
代理销售设备及配件	4804.41	7990.33	8015.29
<b>毛利率</b>	42.60%	40.75%	43.39%
3D打印设备及配件 (自研)	44.73%	36.46%	48.73%
3D打印定制化产品	53.09%	57.64%	56.14%
3D打印原材料	51.03%	34.95%	35.49%
3D打印技术服务	98.73%	88.27%	90.66%
代理销售设备及配件	20.33%	22.04%	18.32%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

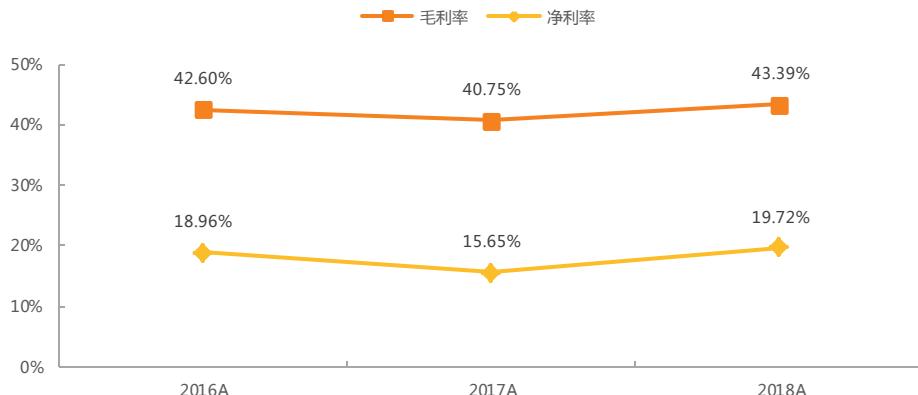
图 5：2018 年度公司主营业务及其占比 (单位：万元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

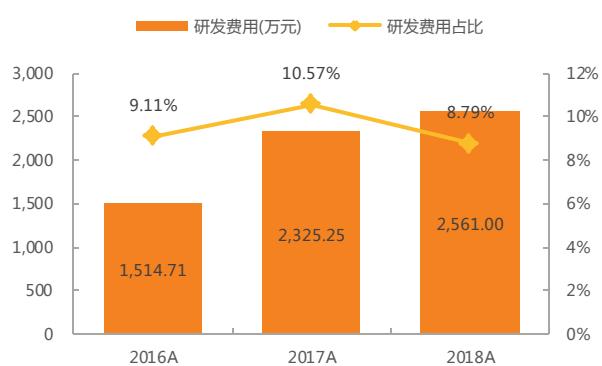
**公司盈利能力稳中有升，强大的研发投入与团队建设是保障。**2016-2018 年公司毛利率分别为 42.60%/40.75%/43.39%，净利率分别为 18.96%/15.65%/19.72%，总体稳中有升。高研发投入与团队建设是公司毛利率、净利率提升的保障。在资金投入方面，2016-2018 年公司研发费用分别为 0.15/0.23/0.26 亿元，占营业收入的比例高达 9.04%/10.45%/8.93%。在人员配备方面，公司自成立以来围绕金属增材制造技术大力培养装备、产品、工艺、材料等子领域核心团队，截至 2018 年末，公司拥有核心技术人 9 名，其他研发人员 108 名，共占员工总数的 26.95%。

图 6：2016-2018 年铂力特销售毛利率与销售净利率



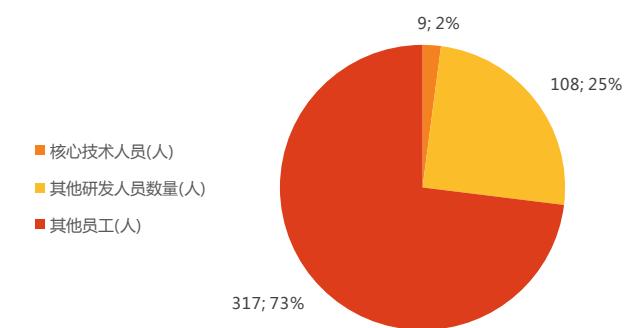
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2016-2018 年铂力特研发费用及其占收入的比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2016-2018 年铂力特员工人员构成



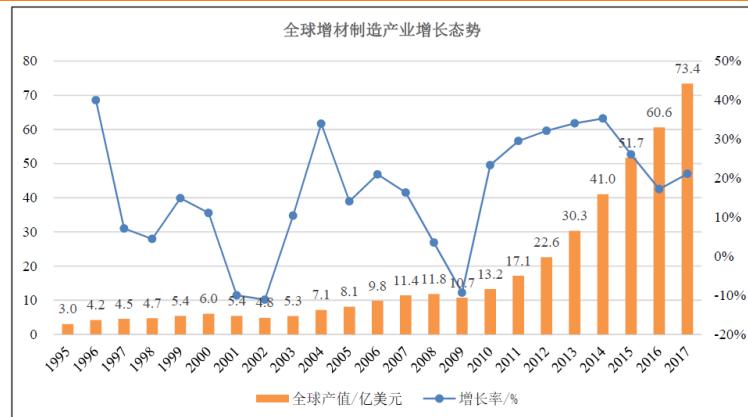
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

我们预计，在高校研发体系的加持下，公司的成长性将持续提升，盈利能力亦将稳健上行。未来公司有望聚焦金属 3D 打印主航道、持续加大研发投入，进一步促进制造业的转型升级，使公司成为全球领先的增材技术解决方案提供商。

### 3. 全球增材制造市场态势良好，我国政策助长产业发展

**全球增材制造进入快速增长期，2012-2017 年复合增速超 26%。** 经过 30 多年发展，增材制造产业正从起步期迈入成长期，呈现出加速增长的态势。根据从事增材制造行业研究的美国咨询机构 Wohlers Associates, Inc. 统计显示，全球增材制造产值（包括产品和服务）从 2012 年的 22.6 亿美元增长到 2017 年的 73.36 亿美元，五年来增长超过 300%，年复合增长率高达 26.20%。2017 年，全球增材制造行业市场规模达到了 73.36 亿美元，同比增长 21.00%，增速较 2016 年提高 3.6 个百分点。其中增材制造相关产品（包括增材制造设备销售及升级、增材制造原材料、专用软件、激光器等）产值为 31.33 亿美元，同比增长 17.4%；增材制造相关服务（包括增材制造零部件打印、增材制造设备维护、技术服务及人员培训、增材制造相关咨询服务等）产值为 42.02 亿美元，同比增长 23.8%。预计未来十年，全球增材制造产业仍将处于高速增长期，发展潜力巨大。据 IDC 预测，2016-2020 年，全球增材制造产业的年复合增长率将保持在 22.30%，至 2020 年全球增材制造产值将达 289 亿美元。

图 8：全球增材制造产业增长态势

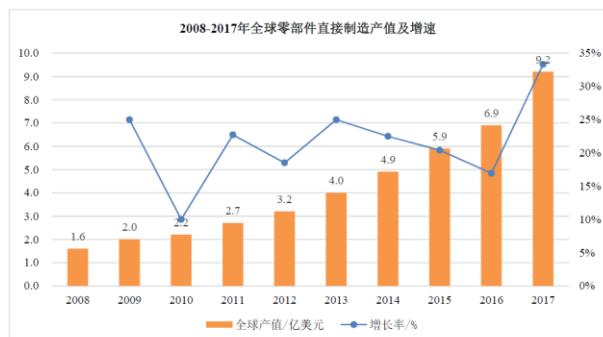


资料来源：Wohlers Associates: Wohlers Report 2018

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**增材制造应用方式正逐步走向直接制造，零部件与增材装备市场扩张迅速。**据 Wohlers 对全球 82 家服务提供商和 28 家系统制造商统计数据显示，零部件直接制造占营收的比例逐年提升，近五年复合增长率为 23.5%。2017 年，零部件直接制造的产值为 9.18 亿美元，同比增长 32.4%。与此同时，全球工业级增材制造装备销量稳步增长，近五年复合增长率达到 13.60%，根据 Wohlers 统计，2017 年度全球金属增材制造装备的销售量约为 1,768 台，比 2016 年度增长了近 80%。新的增材制造装备制造商正进入增材制造市场，并带来如开放材料系统等先进的技术设备，使金属增材制造变得越来越易于被市场接受。

图 9：2008-2017 年全球零部件直接制造产值及增速



资料来源：Wohlers Associates: Wohlers Report 2018

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：2000 年到 2017 年全球金属增材制造装备销售量



资料来源：Wohlers Associates: Wohlers Report 2018

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**当前中国增材制造已日趋成熟，市场呈现快速增长趋势。**据中国增材制造产业联盟统计，2015-2017 年我国增材制造产业规模 CAGR 超 30%，2017 年产业规模超 100 亿元，联盟重点联系企业总产值 32.40 亿元，同比增长 40.3%，增速高于行业平均 15 个百分点，高于全球近 20 个百分点。据其初步预计，我国 3D 打印市场（含金属、非金属）规模 2023 年将达到 110 亿美元左右。

图 11：2012 年-2017 年中国增材制造产业规模



资料来源：招股说明书，前瞻产业研究院整理，天风证券研究所

图 12：2017 年-2023 年中国增材制造产业规模预测



资料来源：招股说明书，前瞻产业研究院整理，天风证券研究所

**增材制造是国家战略性行业，成长性蓝海广阔，至 2020 年 CAGR 超 30%。**增材制造也称为 3D 打印，是以数字模型为基础，将材料逐层堆积制造出实体物品的新兴制造技术，将对传统的工艺流程、生产线、工厂模式、产业链组合产生深刻影响，是国家间科技竞争的战略制高点。我国高度重视增材制造产业，将其作为《中国制造 2025》的发展重点，工信部、发改委等十二部门在 2017 年制定了《增材制造产业发展行动计划（2017-2020 年）》，明确“到 2020 年，增材制造产业年销售收入超过 200 亿元，年均增速在 30% 以上。”

作为国内领先的金属增材制造企业，铂力特的发展一方面受益于增材制造行业整体快速发展带来的广阔市场前景，另一方面也受益于国家及地方政府对增材制造行业研发升级和产业化的直接支持。行业发展和政策支持的战略机遇会增强企业的发展动能，公司作为我国金属增材制造行业的领先企业有望持续受益。

#### 4. 中航工业集团为第一大客户，国内外企业均参与竞争

铂力特的主要客户包括中航工业、航发集团、航天科工、航天科技、中船重工等大型军工集团，以及如空中客车等海外战略客户。公司前五大客户的销售金额占当期营业收入的比重较大，2016-2018 年占比分别为 68.53%/60.93%/68.94%，较高的集中度主要由我国航空航天两行业市场需求高度集中、有较大的集中性和垄断性所致。

表 1：2018 年公司前五大客户

序号	集团名称	销售金额（万元）	占销售总额比
1	中国航空工业集团	5983.15	20.53%
2	中国航空发动机集团	5594.64	19.19%
3	中国航天科工集团	4093.51	14.04%
4	航发优材（镇江）增材制造有限公司	2541.95	8.72%
5	中国航天科技集团	1880.75	6.45%
<b>合计</b>		<b>20,094.00</b>	<b>68.94%</b>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司专注于工业化金属增材制造，与其技术路线基本一致的行业主要企业包括西部超导、SLM Solutions、Renishaw、先临三维，其基本情况如下：

表 2：铂力特同行业主要竞争对手

公司名称	公司简介
德国 EOS	公司成立于 1989 年，是金属和高分子材料工业 3D 打印的领导者，现已成为全球最大的金属增材制造设备提供商，覆盖产品开发、材料、设备、工艺和咨询服务等一整套体系。
SLM Solutions	总部位于德国 Luebeck，金属增材制造领先企业，在德国和美国拥有 80 多名员工。公司致力于选择性激光熔化、真空和金属铸造设备和集成系统解决方案的开发，组装和销售，产品在航空航天、能源、医疗保健和汽车行业应用广泛。
GE 增材	美国 GE 于 2010 年开始布局增材制造技术，2016 年收购瑞典 Arcam 公司和德国 Concept Laser 公司，成为金属增材制造领域的佼佼者，在航空发动机领域实现了增材制造零部件的规模化应用。

3D Systems

美国 3D Systems 成立于 1986 年，是全球销售规模最大的 3D 打印解决方案供应商，纽交所上市。

公司产品主要包括 3D 打印机、打印材料、打印服务和云计算按需定制部件，主要技术路线包括材料挤出、激光烧结、光固化成形及 3DP 等，可选材料包括塑料、金属、陶瓷等。

先临三维

先临三维专注于 3D 数字化及 3D 打印技术，将两项技术进行融合创新，提供装备及服务一体化综合解决方案，应用于工业制造、生物医疗、教学创意消费等领域。公司拥有金属、尼龙、树脂、桌面等 10 多款自主 3D 扫描与 3D 打印设备产品，形成了完整的产品链，同时在杭州、南京、佛山、温州等地开设线下 3D 打印创新服务中心。现公司全面推进“3D 打印+互联网”战略，全力建设线上 3D 打印云平台(3D 客网+3D 造网)，形成线上线下(O2O)3D 打印生态系统，成为具备国际影响力的中国 3D 打印产业领军企业。

资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

## 5. 本次发行情况及估值区间预测

本次拟发行股数不超过 2000 万股，占发行后总股本比例不低于 25%，预计发行后总股本将达到 8000 万股。募集资金在扣除发行费用后，将全部投资于金属增材制造智能工厂建设项目和补充流动资金。其中，拟投入的“金属增材智能工厂建设项目”将有利于提高公司产能、扩大公司规模，增强公司持续经营能力。

表 3：发行募集资金用途

方向	项目名称	项目投资金额 (万元)	拟使用募集 资金金额(万元)	建设期
科技创新领域	金属增材制造智能工厂建设 项目	60,000.00	60,000.00	3 年
—	补充流动资金	10,000.00	10,000.00	—
	合计	70,000.00	70,000.00	—

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我们预计，公司 19-21 年营收增速分别为 31%/30%/29%，营收分别为 3.82/4.96/6.40 亿元，归母净利润分别为 0.72/0.96/1.28 亿元，EPS 为 0.9/1.2/1.6 元。在国内已上市的公司里，与铂力特从事相同或相似业务的可比公司包括：(1) 设备+材料端：日发精机、中航高科，(2) 材料端：钢研高纳、炼石航空。

图 9：采用可比估值法对铂力特估值

股票代码	股票简称	18年营收 (亿元)	18年营收 增速	18年归母 净利润(亿元)	18年归母 净利润增速	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	19e PE	最新价格 (元/股)
002520.SZ	日发精机	19.69	27.0%	1.51	154.7%	57.29	7.56	37.90	7.58
600862.SH	中航高科	26.53	-12.9%	3.04	263.8%	134.71	13.93	38.10	9.67
300034.SZ	钢研高纳	8.93	32.3%	1.07	83.5%	66.98	4.49	42.36	14.92
000697.SZ	炼石航空	16.03	112.9%	0.25	-57.6%	75.96	6.72	41.73	11.31
19ePE平均值									40.02
股票代码	股票简称	18年营收 (亿元)	18年营收 增速	18年归母 净利润(亿元)	18年归母 净利润增速	预测市值 (亿元)	预测股本 (亿股)	19e PE	最新价格 (元/股)
688333.SH	铂力特	2.91	32.5%	0.57	66.9%	27.31	0.80	38	34.13
						28.74	0.80	40	35.93

资料来源：Wind，天风证券研究所

本次拟发行股数不超过 2000 万股，占发行后总股本比例不低于 25%，预计发行后总股本将达到 8000 万股。在国内已上市的公司里，与铂力特从事相同或相似业务的可比公司包括：(1) 设备+材料端：日发精机、中航高科，(2) 材料端：钢研高纳、炼石航空。上述可比公司 2019 年万得一致预期 PE 平均值为 40.02x，预计公司 PE 估值区间在 38-40x 左右，价格区间为 34.13-35.93 元/股，市值区间为 27.31-28.74 亿元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	84.87	56.72	30.55	39.71	51.23	营业收入	219.95	291.48	381.84	496.39	640.34
应收票据及应收账款	130.99	186.52	222.90	287.28	370.85	营业成本	129.69	164.17	204.11	263.25	340.08
预付账款	16.23	9.58	22.17	18.78	34.12	营业税金及附加	2.63	1.44	2.67	3.47	4.48
存货	75.44	160.69	128.47	229.84	223.59	营业费用	12.38	18.36	25.58	34.75	42.90
其他	14.36	25.81	29.77	28.03	34.28	管理费用	16.77	27.11	36.27	49.64	64.03
<b>流动资产合计</b>	<b>321.88</b>	<b>439.31</b>	<b>433.86</b>	<b>603.64</b>	<b>714.07</b>	研发费用	23.25	25.61	38.18	54.60	64.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	1.00	6.83	9.77	10.13	11.37
固定资产	115.17	316.73	343.11	385.34	424.08	资产减值损失	3.38	5.30	5.50	6.00	3.00
在建工程	114.11	24.57	50.74	78.45	77.07	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	26.47	51.47	47.90	44.33	40.75	投资净收益	(2.37)	0.27	(0.87)	(0.87)	(0.87)
其他	21.12	7.58	7.98	12.12	9.21	其他	(3.71)	(10.11)	1.75	1.75	1.75
<b>非流动资产合计</b>	<b>276.87</b>	<b>400.35</b>	<b>449.73</b>	<b>520.23</b>	<b>551.11</b>	<b>营业利润</b>	<b>36.93</b>	<b>52.50</b>	<b>58.87</b>	<b>73.67</b>	<b>109.56</b>
<b>资产总计</b>	<b>598.75</b>	<b>839.66</b>	<b>883.58</b>	<b>1,123.87</b>	<b>1,265.19</b>	营业外收入	4.14	15.18	25.00	38.00	40.00
短期借款	0.00	35.00	27.54	86.24	100.58	营业外支出	0.00	1.74	0.58	0.78	1.03
应付票据及应付账款	82.72	137.48	132.40	203.97	230.57	<b>利润总额</b>	<b>41.06</b>	<b>65.93</b>	<b>83.29</b>	<b>110.89</b>	<b>148.53</b>
其他	80.71	57.46	79.59	81.78	107.57	所得税	5.19	7.94	10.41	13.86	18.57
<b>流动负债合计</b>	<b>163.44</b>	<b>229.93</b>	<b>239.52</b>	<b>372.00</b>	<b>438.72</b>	<b>净利润</b>	<b>35.87</b>	<b>57.99</b>	<b>72.87</b>	<b>97.03</b>	<b>129.96</b>
长期借款	3.50	111.65	55.31	68.65	11.56	少数股东损益	1.61	0.81	1.02	1.36	1.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>34.26</b>	<b>57.18</b>	<b>71.85</b>	<b>95.67</b>	<b>128.14</b>
其他	88.29	96.06	96.00	93.45	95.17	每股收益 (元)	0.43	0.71	0.90	1.20	1.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>91.79</b>	<b>207.71</b>	<b>151.31</b>	<b>162.10</b>	<b>106.73</b>						
<b>负债合计</b>	<b>255.22</b>	<b>437.64</b>	<b>390.84</b>	<b>534.09</b>	<b>545.44</b>						
少数股东权益	5.56	6.37	7.39	8.75	10.57	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	253.87	253.87	253.87	253.87	253.87	营业收入	32.23%	32.52%	31.00%	30.00%	29.00%
留存收益	276.32	333.50	405.36	501.03	629.17	营业利润	19.94%	42.17%	12.13%	25.14%	48.72%
其他	(252.22)	(251.73)	(253.87)	(253.87)	(253.87)	归属于母公司净利润	9.35%	66.93%	25.66%	33.15%	33.94%
<b>股东权益合计</b>	<b>343.53</b>	<b>402.01</b>	<b>492.75</b>	<b>589.78</b>	<b>719.74</b>	<b>盈利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>598.75</b>	<b>839.66</b>	<b>883.58</b>	<b>1,123.87</b>	<b>1,265.19</b>	毛利率	41.03%	43.68%	46.55%	46.97%	46.89%
						净利率	15.57%	19.62%	18.82%	19.27%	20.01%
						ROE	10.14%	14.45%	14.80%	16.47%	18.07%
						ROIC	13.98%	19.87%	12.18%	13.45%	15.00%
现金流量表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	35.87	57.99	71.85	95.67	128.14	资产负债率	42.63%	52.12%	44.23%	47.52%	43.11%
折旧摊销	13.05	22.90	11.02	13.64	16.21	净负债率	-17.38%	24.51%	12.24%	21.69%	9.82%
财务费用	1.33	6.42	9.77	10.13	11.37	流动比率	1.97	1.91	1.81	1.62	1.63
投资损失	2.37	(0.27)	0.87	0.87	0.87	速动比率	1.51	1.21	1.27	1.00	1.12
营运资金变动	27.69	(111.79)	(3.51)	(98.30)	(38.94)	<b>营运能力</b>					
其它	(53.92)	(7.14)	1.02	1.36	1.82	应收账款周转率	1.99	1.84	1.87	1.95	1.95
<b>经营活动现金流</b>	<b>26.40</b>	<b>(31.89)</b>	<b>91.04</b>	<b>23.37</b>	<b>119.48</b>	存货周转率	3.12	2.47	2.64	2.77	2.82
资本支出	94.58	151.95	60.06	82.55	48.28	总资产周转率	0.41	0.41	0.44	0.49	0.54
长期投资	(1.99)	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(120.62)	(258.72)	(120.94)	(163.43)	(99.15)	每股收益	0.43	0.71	0.90	1.20	1.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28.03)</b>	<b>(106.77)</b>	<b>(60.87)</b>	<b>(80.87)</b>	<b>(50.87)</b>	每股经营现金流	0.33	-0.40	1.14	0.29	1.49
债权融资	25.15	155.27	90.85	167.65	121.93	每股净资产	4.22	4.95	6.07	7.26	8.86
股权融资	59.19	(6.34)	8.09	(10.13)	(11.37)	<b>估值比率</b>					
其他	(82.05)	(33.95)	(155.27)	(90.85)	(167.65)	市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2.29</b>	<b>114.98</b>	<b>(56.34)</b>	<b>66.67</b>	<b>(57.09)</b>	市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>0.66</b>	<b>(23.68)</b>	<b>(26.17)</b>	<b>9.16</b>	<b>11.52</b>	EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

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

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

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

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

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