



2019年11月5日

科创板询价报告之清溢光电

电子

建议询价区间：[5.95, 7.74]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	407	460	529	617
(+/-)	27.5%	13.0%	15.0%	16.5%
营业利润	72	85	96	109
(+/-)	65.9%	19.3%	12.6%	13.2%
归属母公司净利润	63	74	84	95
(+/-)	62.1%	18.8%	13.0%	13.2%
EPS (元)	0.31	0.28	0.32	0.36

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 清溢光电创立于1997年，是国内规模最大的掩膜版生产企业。公司主要产品为掩膜版，主要应用于平板显示、半导体芯片、触控、电路板等行业。2018年全球平板显示掩膜版企业销售金额排名中，公司位列全球第六。

● 深耕掩膜版行业，打破国外厂商垄断局面。2008年，清溢光电投产国内第一张5代TFT-LCD用掩膜版，打破了我国中大尺寸掩膜版依赖进口的局面；2014年研制出国内第一张8代掩膜版；2016年10月成功研制AMOLED用高精度掩膜版，成为全球第6家具备AMOLED用高精度掩膜版生产能力的商用厂家，打破了国内AMOLED用高精度掩膜版完全依赖国外进口的局面，目前已正式给多家国内面板企业供货。

● 产业转移和技术升级推动我国掩膜版行业的发展。随着中国大陆不断建设面板产线，平板显示产业持续向中国大陆转移，对国内掩膜版行业的需求持续增加。另一方面，消费者对显示质量的需求不断提升，显示产品的大尺寸化、精细化趋势能够提升掩膜版产品的附加值。此外，中国大陆半导体芯片、触摸屏和柔性电路板等下游行业正处于快速发展期，将直接带动中国大陆掩膜版市场需求的稳步上升。

● 公司的增长点包括：1) 继续提升平板显示掩膜版的市场份额，实现高端产品的进口替代；2) 面板显示产品精细化、大型化提升产品附加值，高端产品收入占比提升有望推动公司业绩增长；3) 在新技术领域、IC用和柔性线路板用掩膜版领域实现进一步进口替代。

● 公司估值与询价建议：我们采用PE法给予公司估值为6.98元/股，采用DCF法给予公司估值为6.72元/股。长期来看，由于注册制的推进，我们预计科创板市场的估值将更为理性。综合考虑两种估值方法，我们采用PE估值法和DCF估值法的平均值作为公司的最终估值，即公司的合理估值中枢为6.85元/股，对应总市值18.26亿元。以30%的询价区间计算，建议询价区间[5.95, 7.74]元/股。

● 风险提示：掩膜版行业的风险主要包括：下游平板显示市场需求不及预期、公司新技术研发进度跟不上海外竞争对手、核心原材料进口受阻、8.5代掩膜版面临国际竞争对手的价格竞争风险等。

分析师：徐鹏
执业证书编号：S1050516020001
邮箱：xupeng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号
邮编：200030
电话：(8621) 64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn



目录

一、 公司概况.....	3
1.公司简介	3
2.产业转移和技术升级推动我国掩膜版行业的发展	4
3.主要客户	5
二、 财务数据.....	6
三、 公司股权结构及募投项目	7
四、 公司估值及询价建议.....	8
1. 假设条件及盈利预测	8
2. PE 相对估值.....	8
3、绝对估值 DCF 法分析	9
4、 询价建议.....	9
五、 风险提示.....	9
图表 1 掩膜版工作原理.....	3
图表 2 公司主要产品.....	3
图表 3 掩膜版主要应用领域及相关客户	3
图表 4 2018 年清溢光电平板显示掩膜版销售金额全球第 6.....	4
图表 7 2011-2023 年中国区掩膜版需求全球占比逐步增加(销售金额口径)	4
图表 5 电视面板尺寸预测(单位:百万台)	5
图表 6 平板显示用掩膜版技术路线预测图	5
图表 8 2018 年公司前五大客户	5
图表 9 公司营收及净利润(2016-2019H1)	6
图表 10 2018 年公司营收划分(按产品)	6
图表 11 公司毛利率及净利润率(2016-2019H1)	6
图表 12 公司费用率(2016-2019H1)	6
图表 13 2016-2019H1 公司经营性现金流量净额与净利润	7
图表 14 公司股权结构(IPO 前)	7
图表 15 募集资金用途.....	7
图表 16 海外竞争对手及同行业上市公司的估值(2019 年 11 月 4 日)	8
图表 17 A 股光电行业上市公司估值(截止 2019 年 11 月 4 日)	9
图表 18 DCF 估值核心假设	9
图表 19 公司盈利预测.....	10

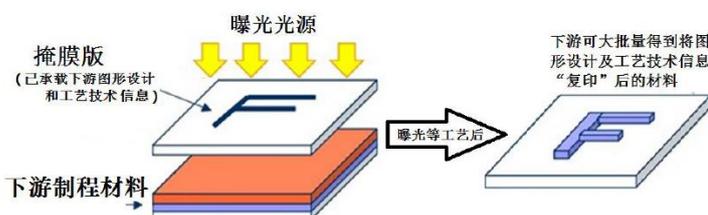
一、公司概况

1. 公司简介

清溢光电创立于 1997 年，是国内规模最大的掩膜版生产企业。目前，公司主要产品为掩膜版，又称光罩、光掩膜等，主要应用于平板显示、半导体芯片、触控、电路板等行业，是下游行业产品制程中的关键工具。

掩膜版是下游行业产品制造过程中的图形“底片”转移用的高精密工具，是承载图形设计和工艺技术等信息的载体，其功能类似于传统照相机的“底片”。掩膜版工作原理如下图所示：

图表 1 掩膜版工作原理



资料来源：公司招股说明书

掩膜版产品根据基板材质的不同主要分为石英掩膜版、苏打掩膜版和其他（包含凸版、菲林）。公司产品广泛应用于平板显示、半导体芯片、触控和电路板领域。其中，平板显示是公司产品最主要的应用领域。

图表 2 公司主要产品

产品名称	图示	介绍
石英掩膜版		使用石英玻璃作为基板材料，光学透过率高，热膨胀率低，相比苏打玻璃更为平整和耐磨，使用寿命长，主要用于高精度掩膜版。
苏打掩膜版		使用苏打玻璃作为基板材料，光学透过率较高，热膨胀率相对高于石英玻璃，平整度和耐磨性相对弱于石英玻璃，主要用于中低精度掩膜版。
其他	 左图为凸版，右图为菲林	凸版使用不饱和聚二烯树脂作为基板材料，主要用于液晶显示器（LCD）制造过程中定向材料移印；菲林使用PET作为基板材料，主要应用于电路板掩膜。

资料来源：公司招股说明书

图表 3 掩膜版主要应用领域及相关客户

下游行业	掩膜版产品	典型客户
平板显示	1、薄膜晶体管液晶显示器（TFT-LCD）掩膜版，包括阵列（Array）掩膜版（a-Si/LTPS技术）、彩色滤光片（CF）掩膜版； 2、有源矩阵有机发光二极管显示器（AMOLED）掩膜版，主要为Array掩膜版（AMOLED技术）； 3、超扭曲向列型液晶显示器（STN-LCD）掩膜版； 4、Fine Metal Mask用掩膜版。	京东方、天马、华星光电、群创光电、瀚宇彩晶、信利、龙腾光电、中电熊猫、维信诺
半导体芯片	1、半导体集成电路凸块（IC Bumping）掩膜版； 2、集成电路代工（IC Foundry）掩膜版； 3、集成电路载板（IC Substrate）掩膜版； 4、发光二极管（LED）封装掩膜版； 5、微机电（MEMS）掩膜版。	艾克尔、顾邦科技、长电科技、中芯国际、士兰微、英特尔
触控	1、内嵌式触控面板（In Cell、On Cell）掩膜版； 2、外挂式触控（OGS、Metal Mesh）掩膜版。	京东方、天马、TPK
电路板	1、柔性电路板（FPC）掩膜版； 2、高密度互连线路板（HDI）掩膜版。	紫翔电子、鹏鼎控股

资料来源：公司招股说明书

深耕掩膜版行业，打破国外厂商垄断局面。2008 年，清溢光电投产国内第一张 5 代 TFT-LCD 用掩膜版，配套我国下游 5 代 TFT-LCD 产业的掩膜版国产化，打破了我国中大尺寸掩膜版依赖进口的局面，大大降低了国内面板企业掩膜版采购成本；2014 年研制出国内第一张 8 代掩膜版；2016 年 10 月成功研制 AMOLED 用高精度掩膜版，成为全球第 6 家具备 AMOLED 用高精度掩膜版生产能力的商用厂家，打破了国内 AMOLED 用高精度掩膜版完全依赖国外进口的局面，已经正式给多家国内面板企业供货。

核心技术达国际水准，平板显示掩膜版市场份额全国第一，全球前列。在生产技术方面，公司高精度平板显示用掩膜版产品的生产技术已达到国际水平。公司自主开发

的生产管理系统、图形处理软件、Mura 控制技术、精细图形 bias 补正、斜线补正、Distortion、Z-correction、二次对位、精密坐标校正等技术，属于国际先进水平。公司 TFT-LCD 掩膜版和 AMOLED/LTPS 的 CD 精度、位置精度等关键指标已达到国际主流水平。在生产工艺方面，公司对光刻机性能的开发和应用上具备了业内先进的水准。据 IHS 统计的 2018 年全球平板显示掩膜版企业销售金额排名，公司位列全球第六名，是国内唯一上榜企业。

图表 4 2018 年清溢光电平板显示掩膜版销售金额全球第 6

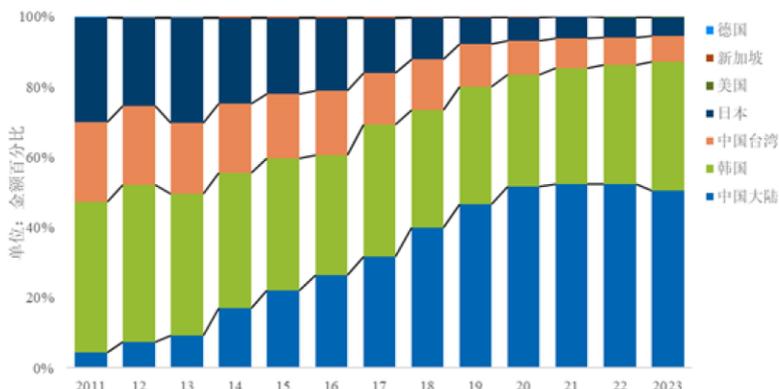
排名	公司	销售金额 (万日元)	金额占比	备注
1	SKE	2,363,992	26.40%	日本上市公司，股票代码：6677
2	HOYA	1,706,257	19.06%	日本上市公司，股票代码：7741
3	LG-IT	1,650,516	18.43%	韩国上市公司，股票代码：011070
4	PKL	1,351,236	15.09%	母公司福尼克斯为美国上市公司，股票代码：PLAB
5	DNP	1,001,643	11.19%	日本上市公司，股票代码：7912
6	清溢光电	399,729	4.46%	中国大陆公司
7	SAMSUNG	377,011	4.21%	三星集团旗下公司
8	TOPPAN	103,394	1.15%	日本上市公司，股票代码：7911

资料来源：IHS，公司招股说明书，华鑫证券研发部

2. 产业转移和技术升级推动我国掩膜版行业的发展

产业转移带动中国大陆掩膜版市场的增长。掩膜版下游产业为平板显示、半导体芯片、触控和电路板等行业。在平板显示领域，根据 IHS 统计，随着中国大陆面板厂商不断投资新的平板显示产线，预计 2020 年，中国平板显示产能的全球占有率将达到 52%。我国平板显示产业规模持续扩大，自给能力稳步提升，市场占有率持续增长，对掩膜版行业的需求持续增加。据 IHS 统计，中国大陆平板显示行业掩膜版需求占全球比重，从 2011 年的 5% 上升到 2017 年的 32%。预计到 2023 年，该占比将达到 50.64%。此外，中国大陆半导体芯片、触摸屏和柔性电路板等下游行业正处于快速发展期，将直接带动中国大陆掩膜版市场需求的稳步上升。掩膜版行业作为国家战略支持产业的关键配套产业之一，有较大发展空间。

图表 5 2011-2023 年中国区掩膜版需求全球占比逐步增加(销售金额口径)

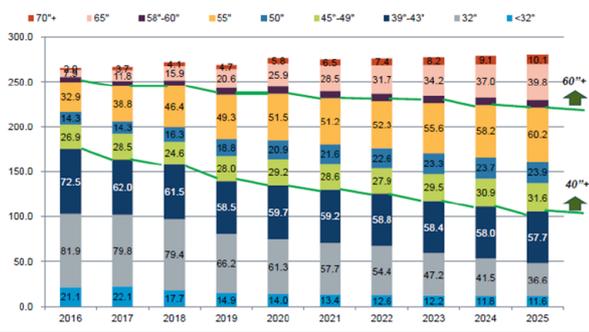


资料来源：IHS，公司招股说明书



大尺寸化、精细化提升掩膜版产品的附加值。掩膜版下游终端产品为主流消费电子（手机、平板等）、笔记本电脑等。未来几年，全球消费电子产品出货量基本保持稳定，但消费者对显示质量的需求不断提升。据 IHS 统计预测，43 英寸、55 英寸、65 英寸、70 英寸等大尺寸电视出货量逐年增长。电视尺寸的大型化导致国内面板基板趋向大型化，直接决定了掩膜版产品尺寸趋向大型化。另一方面，消费者对显示类产品的高清需求增加。据 IHS 预测，未来显示屏的显示精度将从 450PPI（Pixel Per Inch，即每英寸像素）逐步提高到 650PPI 以上，对平板显示掩膜版的半导体层、光刻分辨率、最小过孔、CD 均匀性、套合精度、缺陷大小、洁净度均提出了更高的技术要求，从而提升掩膜版产品的附加值。

图表 6 电视面板尺寸预测（单位：百万台）



资料来源：IHS, 公司招股说明书

图表 7 平板显示用掩膜版技术路线预测图

Specification	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Panel resolution (ppi)	~450 ppi				450-650 ppi			650-850 ppi		>850 ppi
Semiconductor	LTPS/Oxide				LTPS			LTPS/LTPO		LTPS/LTPO
Exposure resolution (L/S)	2.0 μm				1.5 μm			1.0-1.2 μm		~1.0 μm
Minimum via	2.5 μm				2.0 μm			1.5-1.7 μm		~1.4 μm
CD uniformity	±0.2 μm				±0.15 μm			±0.12 μm		±0.1 μm
Overlay	±0.65-0.5 μm				±0.5-0.3 μm			±0.3-0.28 μm		±0.25 μm
Status	MP				MP			In development		TBD?

资料来源：IHS, 公司招股说明书

公司未来业绩增长点。公司的增长点包括：1) 继续提升平板显示掩膜版的市场份额，实现高端产品的进口替代；2) 面板显示产品精细化、大型化提升产品附加值，高端产品收入占比提升有望推动公司业绩增长；3) 在新技术领域、IC 用和柔性线路板用掩膜版领域实现进一步进口替代。此外，公司计划逐步向上游产业链拓展，积极具备研磨、抛光、镀铬、涂胶等掩膜版基板全产业链的生产能力，在有效降低原材料的采购成本的同时能够有效提升掩膜版产品质量。

3.主要客户

优质客户资源凸显公司实力。清溢光电市场定位明确，具有品牌影响力。在平板显示领域，拥有京东方、天马、华星光电、群创光电、瀚宇彩晶、信利、龙腾光电、中电熊猫、维信诺等客户；在半导体芯片领域，已开发了艾克尔、顾邦科技、长电科技、中芯国际、士兰微、英特尔等客户。

2018 年公司前五大客户销售收入占比为 47.95%。第一大客户为京东方科技集团股份有限公司是公司主要经销商，销售占比为 12.62%。第二大客户天马微电子销售占比 11.32%。

图表 8 2018 年公司前五大客户

序号	客户名称	销售额 (万元)	占比
1	京东方科技集团股份有限公司	5,140.73	12.62%
2	天马微电子股份有限公司	4,613.09	11.32%
3	信利电子有限公司	3,668.48	9.01%
4	深圳市华星光电技术有限公司	3,106.65	7.63%
5	群创光电股份有限公司	3,002.68	7.37%
	合计	19,531.62	47.95%

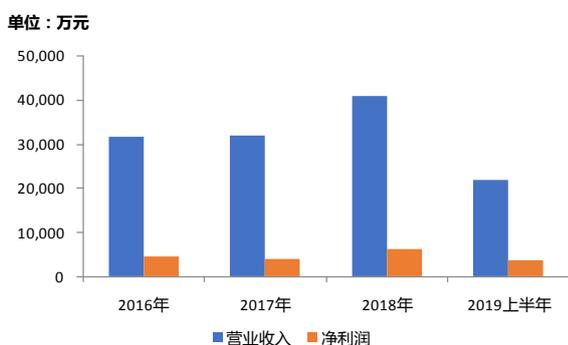
资料来源：公司招股说明书

二、财务数据

2016-2018年,公司营业收入保持稳中有升的态势。2018年,公司实现营业收入4.07亿元,同比增长27.5%;实现净利润6,265万元,同比增长62.07%。2019年上半年,公司实现营收2.17亿元,同比增长15.09%;实现净利润3,609万元,同比增长20.04%。公司预计2019年1-9月收入3.4-3.6亿元,实现扣非净利润5,300-5,600万元。

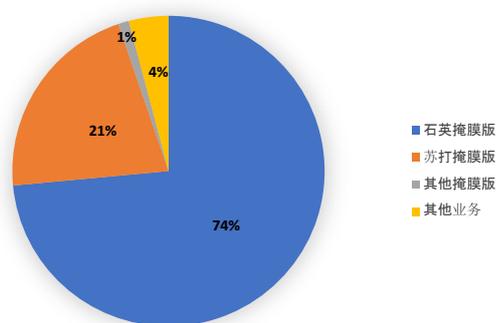
按产品结构来看,掩膜版占公司收入的大部分,也是未来发展的重点。2018年,公司石英掩膜版收入2.99亿元,占总收入的74%;苏打掩膜版0.87亿元,占总收入的21%。

图表9 公司营收及净利润(2016-2019H1)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表10 2018年公司营收划分(按产品)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

公司盈利能力稳中有升。2019年上半年,公司综合毛利率为34.5%,净利润率为16.6%,超过2018年的31.5%和15.4%。盈利能力明显提升的主要原因是:1)随着公司营业收入的增长,规模效应逐渐体现;2)产品结构优化,掩膜版产品结构向更高精度的方向升级。

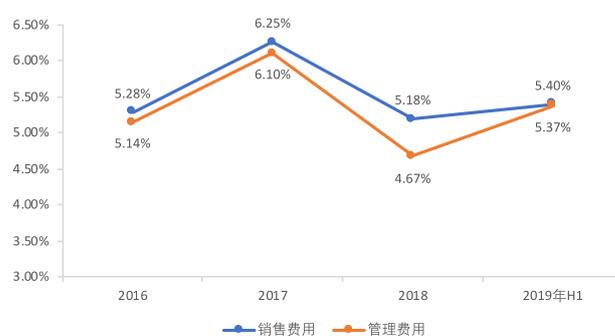
公司费用率基本稳定。2016-2019H1,销售费用率先增后降。其中2017年度由于运输费用增长较快,导致占营业收入比重显著高于其他年度。公司管理费用率同样先增后降,2017年度由于前次IPO中介机构的相关支出计入费用,导致费用率高于其他年度,2019年上半年则小幅上升,总体基本保持稳定。

图表11 公司毛利率及净利润率(2016-2019H1)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表12 公司费用率(2016-2019H1)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

在盈利能力稳步提升的同时,公司拥有较好的现金流量。2016-2019H1,公司经营性现金流量净额均明显高于同期净利润。

图表 13 2016-2019H1 公司经营性现金流量净额与净利润

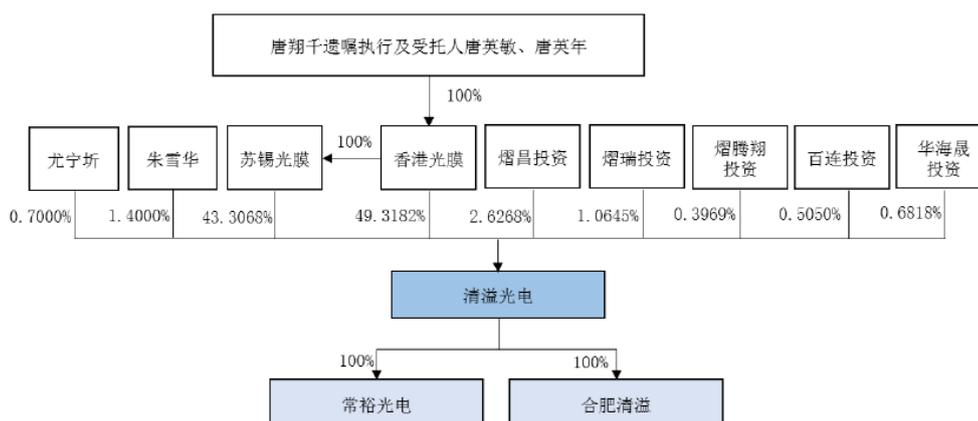


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、公司股权结构及募投项目

唐英敏和唐英年兄妹是控股股东和实际控制人，共同控制公司 92.63%的股权。

图表 14 公司股权结构（IPO 前）



资料来源：公司招股说明书

募投项目：本次公司申请在科创板上市，拟募集资金 4 亿元，主要用于合肥清溢光电有限公司 8.5 代及以下高精度掩膜版项目和合肥清溢光电有限公司掩膜版技术研发中心项目等主业。

图表 15 募集资金用途

序号	项目	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设期
1	合肥清溢光电有限公司8.5代及以下高精度掩膜版项目	73,600.35	37,250.00	2年
2	合肥清溢光电有限公司掩膜版技术研发中心项目	3,000.00	3,000.00	2年
	合计	76,600.35	40,250.00	-

资料来源：公司招股说明书

四、公司估值及询价建议

1. 假设条件及盈利预测

1) 随着下游液晶面板产能持续向中国大陆转移, 公司积极扩充产能扩大市场份额, 我们预计 2019-2021 年公司石英掩膜版业务实现营收分别为 3.53、4.24 和 5.13 亿元, 分别同比增长 18%、20%和 21%。

2) 石英掩膜版是公司未来的发展重点, 苏打掩膜版增量需求有限。我们预计 2019-2021 年该业务实现收入分别为 8,586、8,415 和 8,246 万元, 分别同比小幅下降 1%、1%和 2%。

3) 其他业务保持稳定, 部分新业务有所增长。

4) 随着销售规模的扩大, 规模效应逐渐显现, 但考虑到人工成本及研发投入的提升, 我们预计未来几年各项费用率基本稳定。

5) 公司本次发行股份数量为 7064 万股 (不考虑超额配售选择权)。

基于以上核心假设, 我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 4.60、5.29、和 6.17 亿元; 预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 7,444、8,410 和 9,523 万元。

2. PE 相对估值

目前, 公司在行业内竞争对手主要有日本的 SKE、HOYA、DNP、Toppan、韩国的 LG-IT、美国的福尼克斯、中国台湾的台湾光罩和中国大陆的路维光电等。海外竞争对手及同行业上市公司的 TTM-PE 平均为 18.8 倍。

图表 16 海外竞争对手及同行业上市公司的估值 (2019 年 11 月 4 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (亿人民币)	EPS TTM	PE TTM
6677.T	SK-Electronics	日本	2.236	17	288.68	7.75
7741.T	HOYA	日本	9.408	2,338	320.11	29.39
011070.KS	LG INNOTEK CO.LT	韩国	122.500	175	n.a.	n.a.
PLAB.O	福尼克斯	美国	12	57	0.58	20.69
7912.T	大日本印刷	日本	2.904	613	-110.00	n.a.
7911.T	凸版印刷	日本	2.042	465	117.41	17.39
海外平均值						18.8

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

注: 股价单位为上市地货币

A 股上市公司中, 并不存在与清溢光电业务较为相似的上市公司。在这种情况下, 我们选取光学光电领域相关的 A 股上市公司作为估值参考。从下表我们可以看到, 相关 A 股上市公司的 2019 动态 P 平均为 32.4 倍。

科创板的定位及特点更接近于 A 股市场, 且清溢光电的成长性与海外成熟市场的竞争对手存在较大差异。因此, 我们选取 A 股公司的估值作为参考。考虑到: 1) 科创板有更高的投资门槛, 预计未来扩容后流动性将略低于 A 股; 2) 可比上市公司虽同处于光学光电领域, 但与清溢光电业务相关性不高。因此, 我们在 A 股光学光电领域上

市公司估值的基础上给予适当折价，即以 25 倍动态 PE（折扣率约为 77%）作为清溢光电的 PE 估值，得到公司的合理估值为 6.98 元/股。

图表 17 A 股光电行业上市公司估值（截止 2019 年 11 月 4 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	TTM	EPS		PE		
						2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
002632.sz	道明光学	中国	6.39	40	0.36	0.46	0.59	17.68	13.8	10.9
002389.sz	航天彩虹	中国	10.47	99	0.26	0.36	0.44	40.21	29.2	23.6
300566.sz	激智科技	中国	26.14	41	0.29	0.38	0.80	89.31	68.1	32.6
603806.sh	福斯特	中国	41.29	216	1.91	1.49	1.73	21.65	27.8	23.8
300433.sz	蓝思科技	中国	13.94	547	0.17	0.42	0.60	80.39	33.2	23.1
002273.sz	水晶光电	中国	15.44	174	0.38	0.44	0.54	41.07	34.8	28.5
600063.sh	皖维高新	中国	3.48	67	0.15	0.18	0.22	22.86	19.5	15.7
平均值								44.7	32.4	

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3、绝对估值 DCF 法分析

我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。在 DCF 模型中，核心假设如下：公司 Beta 系数为 1.5，目标权益比为 80%，无风险利率为 3.288%（十年期国债收益率），WACC（加权平均资本成本）为 9.93%，永续增长率为 2%。

图表 18 DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.29%
Beta	1.51
WACC	9.9%
股权比例	80%
永续增长率	2%
合理估值	6.72

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 6.72 元/股，总市值（IPO 后）17.92 亿元，对应 2019 年 PE 为 24.1 倍。

4、询价建议

综合分析来看，我们采用 PE 法给予公司估值为 6.98 元/股，采用 DCF 法给予公司估值为 6.72 元/股。

长期来看，由于注册制的推进，我们预计科创板市场的估值将更为理性。综合考虑两种估值方法，我们采用 PE 估值法和 DCF 估值法的平均值作为公司的最终估值，即公司的合理估值中枢为 6.85 元/股，对应总市值 18.26 亿元。以 30%的询价区间计算，建议询价区间[5.95，7.74]元/股。

五、风险提示

掩膜版行业的风险主要包括：下游平板显示市场需求不及预期、公司新技术研发



进度跟不上海外竞争对手、核心原材料进口受阻、8.5代掩膜版面临国际竞争对手的价格竞争风险等。

图表 19 公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	407	460	529	617
货币资金	83	482	512	560	营业成本	279	305	354	416
应收款	144	163	187	218	营业税金及附加	3	3	3	3
存货	47	52	60	70	销售费用	21	25	28	33
待摊费用和其他流动资产	131	131	131	131	管理费用	19	25	28	32
流动资产合计	275	696	759	848	财务费用	0	1	-1	-1
非流动资产:					费用合计	40	51	55	63
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	4	5
固定资产+在建工程	395	421	442	449	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	384	386	389	391	投资收益	0	1	0	0
其他非流动资产	13	13	13	13	营业利润	72	85	96	109
非流动资产合计	412	438	459	466	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	687	1,134	1,218	1,314	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	72	85	96	109
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	9	11	12	14
应付账款、票据	54	59	68	80	净利润	63	74	84	95
其他流动负债	59	59	59	59	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	113	118	127	139	归母净利润	63	74	84	95
非流动负债:									
长期借款	25	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	18	18	18	18	成长性				
非流动负债合计	43	18	18	18	营业收入增长率	27.5%	13.0%	15.0%	16.5%
负债合计	156	136	145	157	营业利润增长率	65.9%	19.3%	12.6%	13.2%
所有者权益					归母净利润增长率	62.1%	18.8%	13.0%	13.2%
股本	200	267	267	267	总资产增长率	12.2%	65.2%	7.4%	7.9%
资本公积金	27	362	362	362	盈利能力				
未分配利润	274	332	398	473	毛利率	31.5%	33.8%	33.2%	32.6%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	17.6%	18.6%	18.2%	17.7%
所有者权益合计	531	999	1,074	1,158	三项费用/营收	9.8%	11.0%	10.4%	10.3%
负债和所有者权益	687	1,135	1,219	1,315	EBIT/销售收入	16.9%	18.2%	17.9%	17.5%
					净利润率	15.4%	16.2%	15.9%	15.4%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	11.8%	7.4%	7.8%	8.2%
净利润	63	74	84	95	营运能力				
折旧与摊销	49	54	59	63	总资产周转率	59.3%	40.6%	43.5%	46.9%
财务费用	0	1	-1	-1	资产结构				
存货的减少	-11	-4	-8	-10	资产负债率	22.7%	12.0%	11.9%	12.0%
营运资本变化	-4	-14	-15	-19	现金流质量				
其他非现金部分	3	0	0	0	经营净现金流/净利	1.59	1.50	1.41	1.34
经营活动现金净流量	100	111	119	128	每股数据(元/股)				
投资活动现金净流量	-51	-80	-80	-70	每股收益	0.31	0.28	0.32	0.36
筹资活动现金净流量	-16	368	-9	-10	每股净资产	2.65	3.75	4.03	4.34
现金流量净额	33	399	30	48					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>