



2019年11月18日

## 科创板询价报告之建龙微纳 (688357)

有色金属

建议询价区间: [39.07, 50.79]元/股

### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	378	457	535	695
(+/-)	54.7%	20.8%	17.0%	29.9%
营业利润	56	91	113	201
(+/-)	145.1%	62.0%	23.1%	78.6%
归属母公	47	88	106	179
司净利润				
(+/-)	562.0%	87.3%	19.9%	69.1%
EPS (元)	1.09	1.52	1.83	3.09

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● 公司是国内吸附类分子筛龙头企业。公司是国内少数涵盖分子筛原粉、分子筛活化粉和成型分子筛生产和销售的全产业链企业。根据中商产业研究院数据, 2018 年全球分子筛吸附剂产能、产量分别为 43.78 万吨和 33.52 万吨, 公司 2018 年成型分子筛与活化粉合计产能、产量占全球比例分别为 3.77% 和 4.85%, 排名全球第六, 国内第一。

● 技术创新能力强, 产业化成果显著。公司取得的科技成果包括 11 项授权发明专利, 19 项授权实用新型专利、1 项软件著作权与多项技术储备, 领先国内竞争对手。目前, 公司主要核心技术产品已达到国际同类产品性能指标、国内领先水平。

● 未来分子筛吸附剂需求稳定增长。根据中商产业研究院数据, 2018 年全球分子筛吸附剂消费量为 33.52 万吨, 预计到 2025 年, 全球分子筛吸附剂消费量将达到 48.84 万吨, 全球分子筛吸附剂消费量复合增长率达到 5.52%。

● 制氧领域分子筛更新需求较大。分子筛具有寿命周期, 一般 5 年左右需要进行更换。通过测算, 我国每年深冷空分设备制氧存量市场分子筛需求 1.44 万吨。而随着分子筛制氧机在医用和家庭保健类产品的运用, 对分子筛的需求量逐步提升。

● 分子筛在氢气提纯领域运用前景广阔。根据中商产业研究院数据, 2019 年我国氢气产量将近 2,000 万吨。根据公司目前 JLP5 高效制氢分子筛的提纯能力, 对应的分子筛需求量约在 3-5 万吨左右。随着我国氢能商业化的条件逐步成熟, 氢能应用将越来越广泛, 对分子筛的需求前景将更加广阔。

● 公司估值及询价建议: 我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 4.57 亿元、5.35 亿元、6.95 亿元; 预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.88 亿元、1.06 亿元、1.79 亿元。我们审慎地采用 PE 估值和 PEG 估值的平均值作为公司的合理估值, 即公司的合理总市值为 25.98 元 (IPO 摊薄后), 对应每股 44.93 元。以 30% 的询价区间, 我们建议询价区间为 [39.07, 50.79] 元/股。

● 风险提示: 核心技术失密、产品被替代、市场竞争加剧、原材料价格上涨、国际贸易壁垒。

分析师: 徐鹏  
执业证书编号: S1050516020001  
联系人: 谢玉磊  
电话: 021-54967579  
邮箱: xieyl@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、同类公司估值 .....	3
二、公司估值及询价建议 .....	3
三、公司概况 .....	4
1. 公司简介 .....	4
2. 公司股权结构及融资历程 .....	6
四、国内吸附类分子筛龙头企业 .....	7
1. 技术创新能力强，产业化成果显著 .....	7
2. 未来分子筛吸附剂需求稳定增长 .....	8
3. 制氧领域分子筛更新需求较大 .....	8
4. 分子筛在氢气提纯领域运用前景广阔 .....	9
五、财务数据 .....	10
六、风险提示 .....	11
图表 1 主要竞争对手估值情况（截止到 2019 年 11 月 15 日） .....	3
图表 2 公司主要产品一览 .....	5
图表 3 公司产品部分应用场景 .....	5
图表 4 公司股权结构图 .....	6
图表 5 公司股权转让及增资情况 .....	7
图表 6 公司拥有的核心技术一览 .....	7
图表 7 全球市场分子筛吸附剂消费量预测（单位：万吨） .....	8
图表 8 我国工业气体规模及同比增速 .....	9
图表 9 2015-2022 年我国工业氢气市场规模及同比增速 .....	9
图表 10 2019 年上半年公司营业收入划分（按产品） .....	11
图表 11 公司近三年营业收入和净利润情况 .....	11
图表 12 公司盈利预测 .....	12



## 一、同类公司估值

公司是国内少数涵盖分子筛原粉、分子筛活化粉和成型分子筛生产和销售的全产业链企业，主要竞争对手包括：国际大型分子筛企业霍尼韦尔的 UOP、法国阿科玛的 CECA、Zeochem，以及其国内的子公司上海环球、张家港环球、江苏洁欧康等；国内竞争对手有上海恒业、大连海鑫、雪山实业、上海新奥等。

UOP 是霍尼韦尔子公司，主要向炼油、石化和天然气加工行业提供催化剂、吸附剂等，在分子筛吸附剂领域拥有完整的产业链，是全球规模最大的分子筛吸附剂生产商。上海环球、张家港环球是霍尼韦尔 UOP 在国内的子公司。阿科玛的 CECA 是一家隶属于阿科玛集团的领先特种化学品制造商，在分子筛吸附剂领域拥有完整的产业链，是全球第二大分子筛吸附剂生产商。Zeochem 是 CPH Chemie+Papier Holding AG 的分子筛业务板块，是一家成立于 190 多年前的分子筛和色谱凝胶的制造商，总部位于瑞士苏黎世，在分子筛吸附剂领域拥有完整的产业链，是全球第三大分子筛吸附剂生产商。

公司国内主要竞争对手中，上海恒业（834041.0C）和雪山实业（838772.0C）在科创板挂牌上市，目前两家企业均处于停牌状态，其中上海恒业是国内成规模的分子筛吸附剂制造企业之一，主要产品以成型分子筛为主；雪山实业产品以分子筛原粉和分子筛活化粉为主。大连海鑫主要产品以成型分子筛、分子筛活化粉为主，上海新奥主要产品为成型分子筛。

从同类可比公司估值来看，全球排名前三的分子筛吸附剂企业的集团公司 PE(TTM) 为 15.25 倍。

图表 1 主要竞争对手估值情况（截止到 2019 年 11 月 15 日）

代码	公司简称	上市地	股价(元/股)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
HON.N	霍尼韦尔国际	纳斯达克	1258.90	9100.43	59.98	-	-	21.22	-	-
AKE.PA	阿科玛	巴黎	681.83	517.64	47.93			14.22		
CPHN.SW	瑞士工业集团	苏黎世	560.60	33.88	54.45			10.30		
		平均值						15.25		

注：海外公司股价及市值单位已折算为人民币

资料来源：Yahoo, 华鑫证券研发部

## 二、公司估值及询价建议

### 1. 假设条件

1) 公司 2019 年完成科创板上市，募投项目在 2020 年建设完成并达产；

2) 考虑到行业复合平均增速以及公司产能投放，我们假设 2019-2021 年公司成型分子筛产品销售增速分别为 25%、20%和 29%；公司原粉产品销售增速分别为 15%、12%和 38.7%；

- 3) 公司 2019 年和 2020 年销售费用率保持平稳, 2021 年因新增项目投产, 销售费用率有所上升;
- 4) 随着公司产品品质提升和工艺改进, 研发费用率有所上升;
- 5) 公司中高端产品销售占比增加, 产品毛利率水平小幅上升;
- 6) 假设公司本次发行后股份数量为 5,782 万股 (不考虑超额配售选择权)。

## 2. 公司估值及询价建议

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 4.57 亿元、5.35 亿元、6.95 亿元; 预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.88 亿元、1.06 亿元、1.79 亿元。

公司是国内吸附类分子筛标杆企业, 具有技术和全产业链成本优势, 随着我国工业的持续发展、环保要求的提高以及氢能的推广和运用, 对分子筛的需求量将稳步提升, 公司盈利有望保持增长, 采用 PE 估值较为合理。目前, 全球三大分子筛吸附剂企业的集团公司 PE (TTM) 为 15.25 倍, 其中霍尼韦尔国际 PE (TTM) 为 21.22 倍。截止到 11 月 18 日, 证监会 A 股化学原料及化学制品制造业板块 PE (TTM) 为 20.84 倍。

2019 年公司吸附材料产业园项目 (三期) 中 5,000 吨成型分子筛和 3,000 吨分子筛活化粉投入生产, 使得公司 2019 年净利润相比 2018 年变动较大, 我们以公司 2019 年盈利为依据。参考国内化学原料及化学制品制造业板块 PE (TTM) 20.84 倍的估值水平, 考虑到公司盈利增速高于行业平均水平, 给予一定的估值溢价, 以 30 倍的 PE(TTM), 计算得出公司估值为 26.45 亿元。

2018 年 12 月, 公司最新一轮的估值为 5.69 亿元, 由于公司盈利的高增长, 给予公司 PE (静) 为 53.01 倍, 远高于行业平均估值水平。对于成长股而言, 采用 PEG 估值法可以确定公司合理估值, 我们通过测算公司未来三年扣非净利润盈利复合增速为 56.6%。一般经验认为 PEG=1 时, 公司估值较为合理, 计算得出公司估值为 25.51 亿元。

综上所述, PE 估值和 PEG 估值两种方法分别得到公司总市值的合理估值为 26.45 和 25.51 亿元。综合考虑两者估值方法的特点和科创板的定位, 我们审慎地采用 PE 估值和 PEG 估值的平均值作为公司的合理估值, 即公司的合理总市值为 25.98 元 (IPO 摊薄后), 对应每股 44.93 元。以 30% 的询价区间, 我们建议询价区间为 [39.07, 50.79] 元/股。

## 三、公司概况

### 1. 公司简介

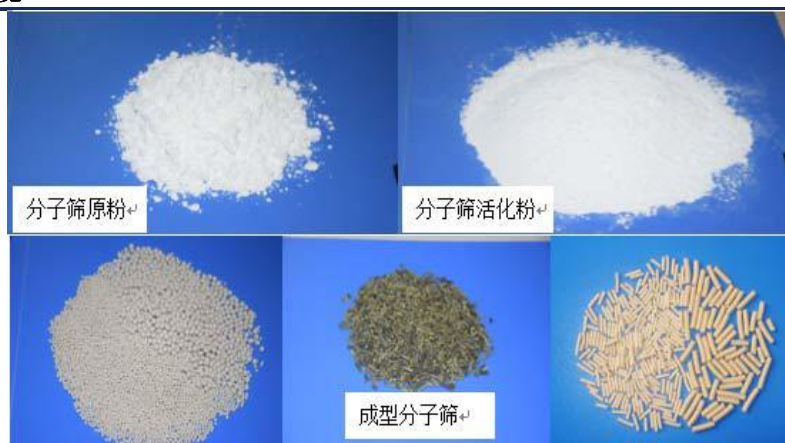
建龙微纳成立于 1998 年 7 月, 注册资本为 4,336 万元, 公司是国内吸附类分子筛行业引领者之一, 主要从事无机非金属多孔晶体材料分子筛吸附剂相关产品研发、生产、销售及技术服务的业务, 主要产品为分子筛原粉、分子筛活化粉和成型分子筛三

大类。

分子筛是一种具有规则、有序、均匀孔道结构的无机非金属材料。其晶体结构中有规整而均匀的孔道，孔径大小为分子数量级，允许直径比孔径小的分子进入，因此能将混合物中的分子按照直径大小加以筛分，故称分子筛，具有吸附、催化、离子交换三大功能，广泛应用于石油化工、煤化工、精细化工、冶金、建材、环境保护（包括核废水、核废气处理）、土壤修复与治理等领域。

目前，公司拥有分子筛原粉、成型分子筛、分子筛活化粉的产能分别达到 3.10 万吨、1.55 万吨、0.30 万吨。根据中商产业研究院数据，2018 年全球分子筛吸附剂产能、产量分别为 43.78 万吨和 33.52 万吨，公司 2018 年成型分子筛与活化粉合计产能、产量占全球比例分别为 3.77%和 4.85%，排名全球第六，国内第一。除国内市场外，公司产品还销往美国、法国、德国、俄罗斯、韩国等国家和地区。

图表 2 公司主要产品一览



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司分子筛原粉的主要客户为国内外分子筛生产企业，分子筛活化粉的主要客户为国内外聚氨酯、油漆、涂料生产企业，成型分子筛的主要客户为空分设备与制氧制氢设备制造商。公司长期合作的客户既有法国阿科玛、德国 CWK、Zeochem 等全球分子筛巨头，也有盈德气体、中船物贸、神华宁煤、杭氧集团、开空集团、天一科技等国内大型企业。

图表 3 公司产品部分应用场景





北京汉能清源 3200-93 变压吸附制氧装置

大唐多伦丙烯精制项目

中船呈钢 6000-80 变压吸附制氧装置

天安化工 5.2 万 Nm<sup>3</sup>/h 深冷空分装置

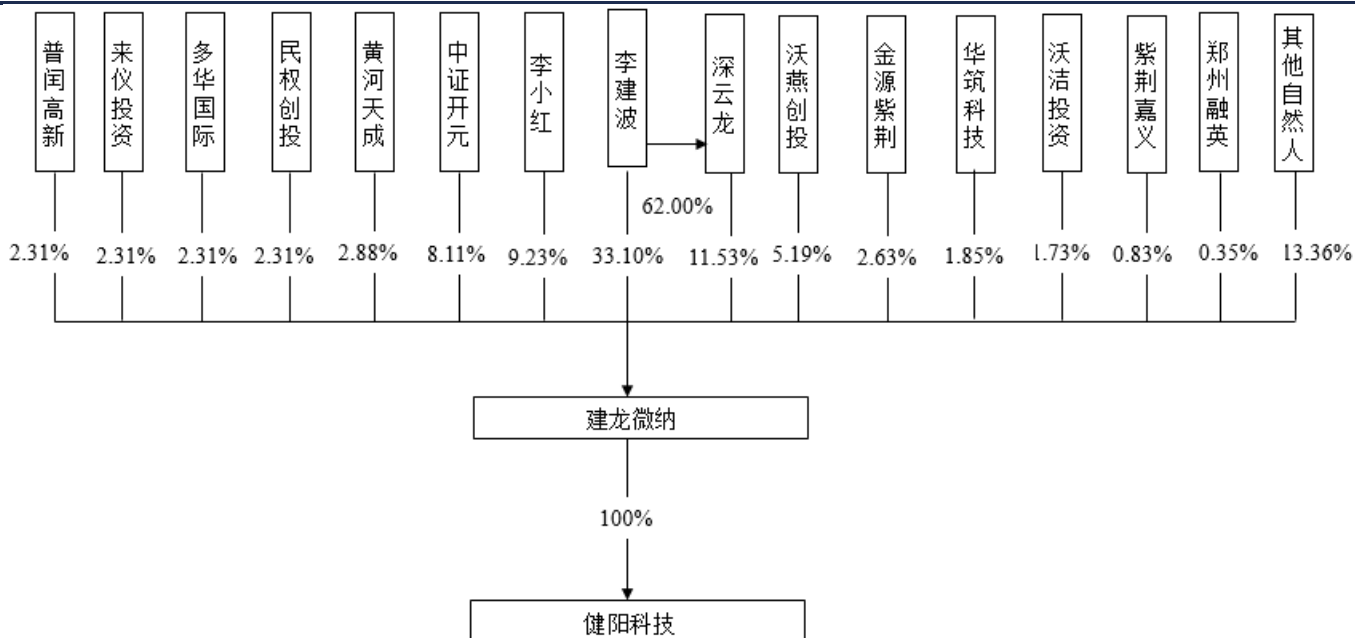
盈德气体 6 万 Nm<sup>3</sup>/h 深冷空分装置

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 2. 公司股权结构及融资历程

公司的控股股东、实际控制人为李建波、李小红夫妇，分别直接持有公司 1,435 万股和 400 万股，持股比例分别为 33.1%和 9.23%。此外，李建波先生通过持有深云龙 62%的股权间接控制公司 11.53%的股份。本次发行前，李建波先生、李小红女士直接及间接控制公司合计持有公司 53.86%的股份。

图表 4 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司前身为建龙有限，于 2015 年 4 月整体变更为股份有限公司，2015 年 4 月挂牌新三板市场，随后公司历经多次定向增发股票融资。根据公司 2018 年 12 月最新一轮增资情况，公司每股价格为 13.13 元/股，整体评估价值为 5.69 亿元。

图表 5 公司股权转让及增资情况

时间	事件	注册资本及股本变动明细	估值
1998 年 7 月	建龙有限设立	注册资本为 50 万元	-
2015 年 4 月	整体变更为股份有限公司	注册资本为 3,188 万元	-
2015 年 9 月	新三板市场挂牌（代码：533540.0C）	-	-
2016 年 8 月	股东赵凤英以每股 6.1 元转让 5 万股	-	-
2018 年 6 月	以每股 8.16 元价格扩股增资	注册资本变更为 3,688 万元	3 亿元
2018 年 12 月	以每股 13.13 元价格扩股增资	注册资本变更为 4,336 万元	5.69 亿元

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 四、国内吸附类分子筛龙头企业

### 1. 技术创新能力强，产业化成果显著

自成立以来，公司不断进行技术创新和研发工作，取得多项研发成果。截止招股说明书签署之日，公司取得的科技成果包括 11 项授权发明专利，19 项授权实用新型专利、1 项软件著作权与多项技术储备，其中“一种 Li-LSX 分子筛的制备方法”、“一种小晶粒 A 型分子筛原粉的制备方法”、“一种中硅 X 分子筛 MSX 原粉的制备方法”等 7 项发明专利已经实现产业化。根据国家知识产权局网站及同行业可比公司公开披露的信息，在主要国内竞争对手中，上海恒业有 6 项授权发明专利，雪山实业有 2 项授权发明专利，大连海鑫有 2 项授权发明专利，而公司拥有 11 项授权发明专利。

目前，公司主要核心技术产品已达到国际同类产品性能指标、国内领先水平，其中：公司的 Li-LSX 变压吸附制氧分子筛与 JLOX-300 系列深冷空分制氧分子筛已在国内 26 套大型装置实现了对国际大型分子筛企业产品的进口替代。根据客户山东闽源钢铁有限公司的评价报告，公司的 JLOX-300 系列分子筛替代进口产品后，分子筛装填量由 42 吨降至 36 吨，切换周期由 4 小时延长至 6 小时，达到了客户节能降本目标。

图表 6 公司拥有的核心技术一览

序号	名称	取得专利情况	技术特点
1	中硅 MSX 分子筛原粉的制备方法	授权发明专利	采用两段水热合成法制备技术，产品具有硅铝比低，热稳定性好，无杂晶等特点、可选择性吸附直径 10Å 以下分子，选择性吸附氮气、二氧化碳、水，主要应用于变压吸附制氧、二氧化碳净化等领域
2	变压吸附空分制氧的分子筛吸附剂及其制备方法	授权发明专利	采用二价阳离子改性技术。具有二价阳离子交换度高、氮气吸附容量和氮气/氧气分离系数大等特点，主要用于变压吸附制氧或制氢领域
3	大晶粒 4A 型分子筛原粉的制备方法	授权发明专利	采用一步法合成工艺技术，产品具有热稳定性好、晶体尺寸大的 4A 分子筛原粉，平均晶体尺寸是正常 2-3 倍，可有效提高单位体积内吸附器中分子筛的装填量，吸附小于 4Å 的分子，主要用于天然气脱水等领域。
4	Li-LSX 分子筛的制备方法	授权发明专利	采用多级逆流交换技术进行金属离子交换改性，有效解决了分子筛 Li 利用率低，交换度低的难题；采用真空焙烧技术避免低硅分子筛骨架坍塌等缺点。具有优良的氮气吸附容量和氮气/氧气分离系数，用于变压吸附制氧设备中，显著降低制氧能耗。

5	小晶粒 A 型分子筛原粉及其制备方法	授权发明专利	在合成过程中采用诱导成核技术替代有机模板剂成核，获得纳米级分子筛晶体。产品具有孔道短、传质速率快等特点，主要用于在石化行业，烷烃、烯烃等的分离与深度脱水。
6	低硅 X 型分子筛 LSX 的制备方法	授权发明专利	采用双阳离子合成法技术，显著降低 X 型分子筛硅铝比的同时有效避免了 A 型杂晶的产生，硅铝比在 X 型分子筛中最低，大幅提高了吸附活性位点的数量，可有效提高产品的吸附分离性能。
7	小晶粒 X 型分子筛原粉及其制备方法	授权发明专利	采用在合成过程中加入诱导成核添加剂的技术，使成核数量提高，获得纳米级分子筛晶体，产品具有传质速率快，吸附容量高的特点，主要用于变压吸附制氧、烯烃类的净化等领域。
8	改性 H 型分子筛的制备方法及其作为甲烷富集吸附剂的应用	授权发明专利	采用晶种辅助法的合成技术，合成出具有 HEU 结构的分子筛原粉，对分子筛原粉进行二价混合阳离子改性，显著提高了吸附容量和氮气/甲烷分离系数，用于煤层气中甲烷的富集。
9	一种含银分子筛吸附剂及其制备方法和应用	授权发明专利	选择用银离子对分子筛的交换改性技术，显著提高了分子筛的对氩气的吸附选择性，用于变压吸附工艺，制取高纯度氧气。
10	一种膏状分子筛活化粉及其制备方法和应用	授权发明专利	采用分子筛活化粉与蓖麻油在真空条件，无气泡的混合碾压技术，产品具有活性高、无扬尘、易添加等特点。用于聚氨酯涂料和胶粘剂中。
11	一种 HEU 型分子筛的制备方法及其应用	授权发明专利	采用水热法进行多种阳离子交换的技术，调节其孔径大小及离子作用力，产品具有高的氧气和甲烷分离能力等特点，用于含氧煤层气中甲烷的安全分离。

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 2.未来分子筛吸附剂需求稳定增长

根据国际咨询公司 TechNavio 的统计，2018 年，全球分子筛吸附剂市场容量为 14.97 亿美元，到 2023 年，市场容量将增长到 20.10 亿美元，复合增长率达到 6.08%。而根据中商产业研究院数据，2018 年全球分子筛吸附剂消费量为 33.52 万吨，预计到 2025 年，全球分子筛吸附剂消费量将达到 48.84 万吨，2018-2025 年期间，全球分子筛吸附剂消费量复合增长率将达到 5.52%。公司作为国内分子筛吸附剂市场领先企业，在巩固制氧、制氢、吸附干燥等传统优势领域的同时，积极拓展煤化工、环境治理、生态环境修复等领域，将给公司产品带来更大的增长空间。

图表 7 全球市场分子筛吸附剂消费量预测(单位:万吨)

年份	2018 年	2019E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
空气分离	5.61	5.83	6.26	6.89	7.49	7.80	8.21	8.84
炼油	9.72	10.24	11.00	11.56	11.97	12.36	12.95	13.75
石化	4.28	4.47	4.62	4.89	5.23	5.51	5.84	6.15
制冷剂	3.25	3.40	3.61	3.80	4.08	4.25	4.44	4.65
天然气	3.98	4.18	4.33	4.47	4.64	4.99	5.31	5.63
中空玻璃	2.71	2.77	3.00	3.19	3.39	3.59	3.81	3.95
其他	3.98	4.23	4.49	4.77	4.95	5.25	5.57	5.87
合计	33.52	35.13	37.31	39.56	41.76	43.74	46.12	48.84

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 3.制氧领域分子筛更新需求较大

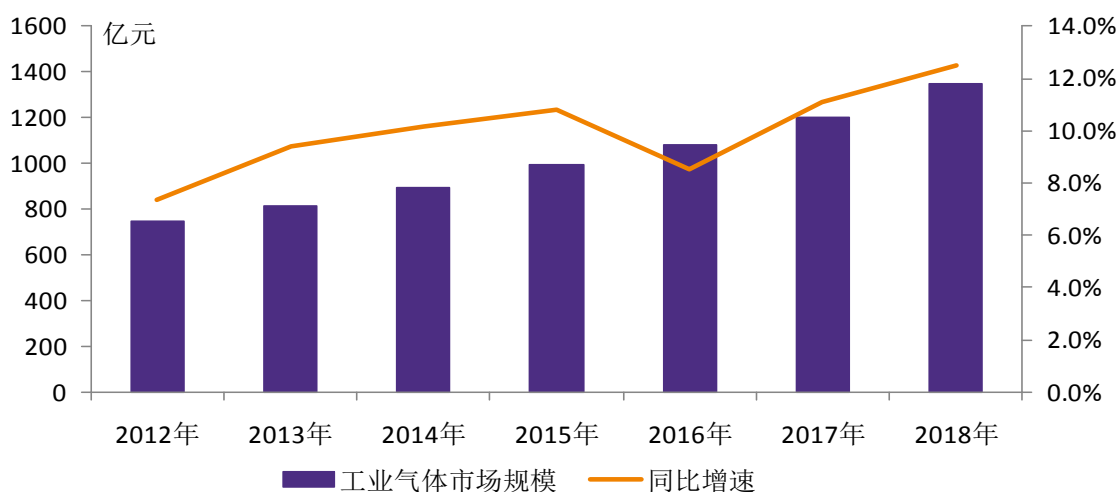
以氧气为代表的工业气体是工业的“血液”，包括钢铁、煤化工、有色金属冶炼、玻璃等在内的众多行业存在大量的工业高炉、工业窑炉，需要通过富氧设备提供高含量氧气来有效提升燃料燃烧效率、降低能耗。根据中国气体网数据，我国工业气体规



模从 2012 年的 745 亿元增长到 2018 年的 1350 亿元，年均复合增速为 10.4%，且近三年来增幅稳步上升。随着我国工业的持续快速发展，对工业气体和分子筛的需求保持稳定增长。

工业制氧途径主要有深冷空分制氧和变压吸附制氧两种。在工业制氧领域，根据中国通用机械工业协会气体分离设备分会的市场调研数据，2018 年，我国化工和冶金深冷空分设备制氧能力达到约 3,600 万 Nm<sup>3</sup>/h，由于分子筛具有寿命周期，一般 5 年左右需要进行更换。通过测算，我国每年深冷空分设备制氧存量市场需求分子筛 1.44 万吨。而在变压吸附制氧中，分子筛吸附剂是核心材料，近年来，随着分子筛制氧机在医用和家庭保健类产品的运用，对分子筛的需求量逐步提升。

图表 8 我国工业气体规模及同比增速



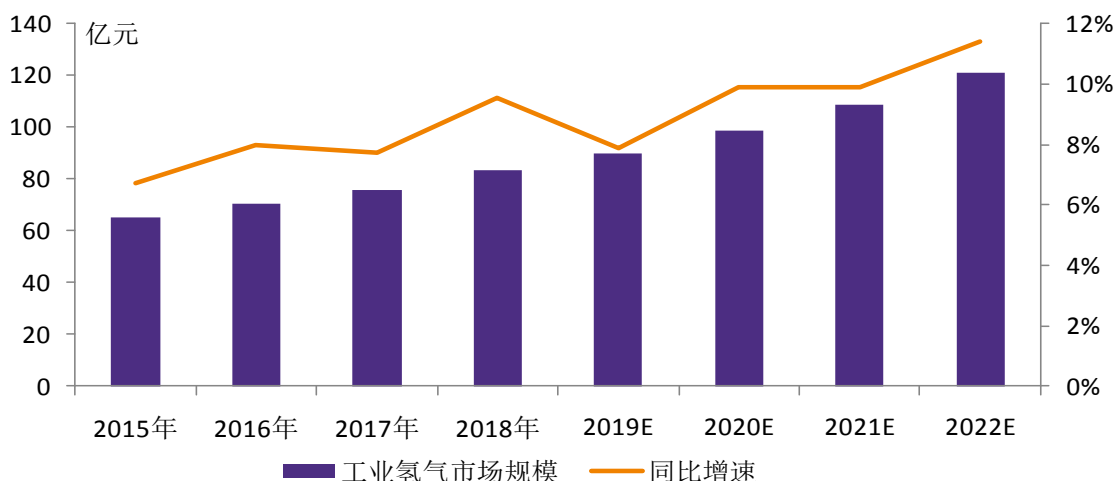
资料来源：中国气体网，华鑫证券研发部

#### 4.分子筛在氢气提纯领域运用前景广阔

相比其他能源，氢能绿色清洁，热值显著高于化石能源，是高效、清洁、环保、零污染的新能源，是我国能源革命重要的探索方向，广泛应用于燃料电池汽车、分布式发电与热电联产、煤化工、石油化工等领域。而我国焦炉煤气、高炉尾气、甲醇弛放气、合成氨弛放气及石油工业的催化干气等许多工业弛放气中往往含有大量氢气，从各种弛放气中运用公司的 JLPH5 高效制氢分子筛利用变压吸附制氢工艺，可以回收、提纯高纯度氢气，不仅可以取得巨大的经济效益，还可以减轻尾气排放或尾气直接燃烧引起的环境污染。

根据中商产业研究院数据，2019 年我国氢气产量将近 2,000 万吨。根据公司目前 JLPH5 高效制氢分子筛的提纯能力，对应的分子筛需求量约在 3-5 万吨左右。随着我国氢能商业化的条件逐步成熟，氢能的应用将越来越广泛，对分子筛的需求前景将更加广阔。根据中国产业信息网数据，2015-2018 年期间我国工业氢气市场规模年均复合增速为 8%。

图表 9 2015-2022 年我国工业氢气市场规模及同比增速



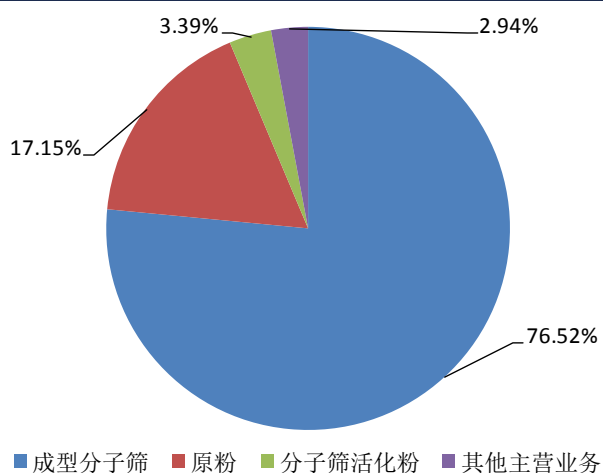
资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

## 五、财务数据

分子筛在空气净化与提纯、富氧燃烧、废水与核废水交换处理、烟气与柴油车尾气脱硝等节能减排领域具有良好的效果，随着国家节能减排政策的大力推行，钢铁冶金行业、煤炭化工行业、火电核电行业等高耗能行业面临前所未有的节能减排压力，纷纷加大节能减排设备的投入，分子筛作为这些行业不可替代的耗材，需求量持续攀升，带动公司主营业务收入大幅增长。2016年至2019年上半年，公司营业收入持续快速增长，分别为13,000.9万元、24,448.23万元、37,821.33万元和21,614.49万元，其中2016年至2018年复合增长率达到70.56%。

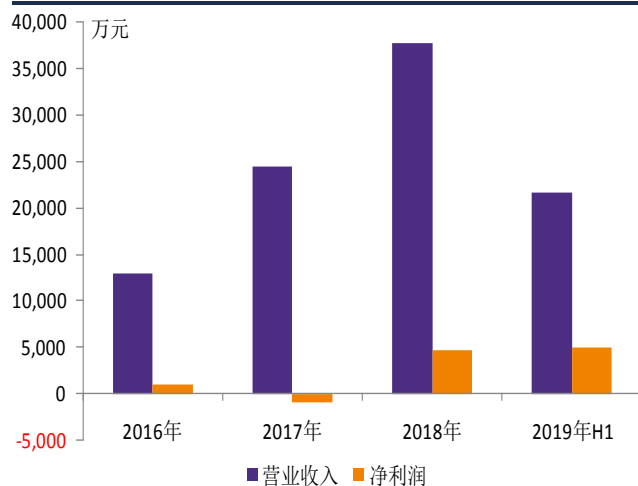
公司是国内少数拥有涵盖分子筛原粉、分子筛活化粉、成型分子筛的研发、生产、营销、技术服务全产业链的企业，能够生产各种类型的分子筛原粉和不同性能、应用于不同领域的成型分子筛。相对于竞争对手，公司由于拥有全产业链优势，能够保证产品质量稳定、同时公司产能规模位居国内首位，规模效应下具备明显的成本优势。2016年至2019年上半年，公司主营业务毛利率分别达到39.33%、31.92%、34.89%和38.11%。2019年上半年，由于公司成型分子筛产品结构调整，毛利率较2018年上升3.68%。

图表 10 2019 年上半年公司营业收入划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 11 公司近三年营业收入和净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 六、风险提示

风险主要包括：核心技术失密、产品被替代、市场竞争加剧、原材料价格上涨、国际贸易壁垒



图表 12 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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>378</b>	<b>457</b>	<b>535</b>	<b>695</b>
货币资金	64	509	226	312	营业成本	246	279	322	364
应收款	125	151	176	229	营业税金及附加	5	6	7	10
存货	61	69	80	90	销售费用	31	37	43	58
其他流动资产	3	3	3	3	管理费用	15	18	22	30
流动资产合计	252	732	485	634	财务费用	13	11	10	7
<b>非流动资产:</b>					费用合计	59	66	75	96
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产+在建工程	323	312	644	616	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	24	24	24	24	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	6	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>56</b>	<b>91</b>	<b>113</b>	<b>201</b>
非流动资产合计	354	343	674	646	加: 营业外收入	0	13	12	8
资产总计	606	1,074	1,159	1,280	减: 营业外支出	2	2	2	2
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>54</b>	<b>102</b>	<b>122</b>	<b>207</b>
短期借款	114	126	100	40	所得税费用	7	14	17	28
应付账款、票据	75	85	99	112	<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>179</b>
其他流动负债	126	126	126	126	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	316	337	325	278	<b>归母净利润</b>	<b>47</b>	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>179</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	38	38	38	38					
其他非流动负债	37	37	37	37					
非流动负债合计	75	75	75	75					
负债合计	390	412	400	352					
<b>所有者权益</b>									
股本	43	58	58	58					
资本公积金	125	474	474	474					
未分配利润	41	116	202	353					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	215	663	760	928					
负债和所有者权益	606	1,074	1,159	1,280					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	47	88	106	179	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	17	16	33	33	营业收入增长率	54.7%	20.8%	17.0%	29.9%
财务费用	14	11	10	7	营业利润增长率	145.1%	62.0%	23.1%	78.6%
存货的减少	-12	-8	-11	-10	归母净利润增长率	-562.0%	87.3%	19.9%	69.1%
营运资本变化	9	-16	-12	-40	总资产增长率	19.9%	77.4%	7.9%	10.4%
其他非现金部分	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	75	91	126	169	毛利率	34.9%	39.0%	39.7%	47.5%
投资活动现金净流量	-5	-5	-364	-5	营业利润率	14.9%	20.0%	21.1%	29.0%
筹资活动现金净流量	-18	359	-44	-78	三项费用/营收	15.6%	14.4%	14.0%	13.8%
现金流量净额	52	446	-283	85	EBIT/销售收入	0.0%	25.0%	25.1%	31.0%
					净利润率	12.4%	19.3%	19.8%	25.7%
					ROE	21.8%	13.3%	13.9%	19.3%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	62.4%	42.5%	46.1%	54.3%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	64.4%	38.3%	34.5%	27.5%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.59	1.04	1.19	0.94
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	1.09	1.52	1.83	3.09
					每股净资产	4.97	11.46	13.14	16.05

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>