



2019年12月9日

科创板询价报告之华特气体 (688268)

机械

建议询价区间: [30.85, 40.11]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	818	912	1,039	1,172
(+/-)	3.9%	11.5%	13.9%	12.9%
营业利润	82	116	134	151
(+/-)	41.5%	41.8%	14.8%	13.2%
归属母公	68	101	115	130
司净利润				
(+/-)	39.9%	48.6%	14.5%	13.0%
EPS (元)	0.75	0.84	0.96	1.09

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

公司是一家致力于特种气体国产化,并率先打破极大规模集成电路、新型显示面板等尖端领域气体材料进口制约的民族气体厂商,主营业务以特种气体的研发、生产及销售为核心,辅以普通工业气体和相关气体设备与工程业务,提供气体一站式综合应用解决方案。

● **特种气体需求广阔。**特种气体作为关键性材料,广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等领域。根据卓创资讯统计,2010-2017年中国特种气体市场平均增速达15.48%,2017年中国的特种气体市场规模达到约178亿元,且预期此后5年仍将以平均超过15%的同比增长率高速增长,到2022年中国特种气体市场规模将达到411亿元,特种气体将为中国新兴产业的发展注入新动力。而在全球范围内,特种气体同样保持了较高的增速,2017年全球特种气体市场规模达241亿美元,较2016年同比增长11.55%,特种气体市场空间广阔。

● **突破国外垄断,公司覆盖国内80%集成电路客户。**经过近二十年的持续研发,公司已掌握特种气体从生产制备、存储、检测到应用服务全流程涉及的关键技术,研发出了近20个进口替代产品,并实现了规模化生产,其中Ar/F/Ne混合气、Kr/Ne混合气、Ar/Ne混合气、Kr/F/Ne混合气4种光刻气产品,2017年在国内市场占有率达到60%,位于国内第一。目前,公司的产品已得到了市场的广泛认可,并成功应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆等国家新兴产业,积累了中芯国际、华虹宏力等国内知名半导体厂商,在极大规模集成电路、新型显示面板等尖端领域由液化空气集团、林德集团、空气化工集团、普莱克斯集团、大阳日酸集团、日本昭和电工等国外气体公司寡头垄断的情况下,公司成功实现了对国内8寸以上集成电路制造厂商超过80%的客户覆盖率。

● 我们预测公司2019-2021年实现归属母公司所有者净利润分别为1.01亿元、1.15亿元和1.30亿元,按照发行后12,000万股计算,公司EPS分别为0.84元、0.96元和1.09元。随着国内半导体产业蓬勃兴起,国内特种气体需求将快速增长,公司是特种气体的领军企业,有望长期受益于行业的发展,公司业绩增长也具备持续性。我们选取的对比公司2019年平均市盈率为43.21倍,对应公司总市值为51.85亿元,股价应为36.30元/股,建议询价区间为30.85-40.11元/股。

● **风险提示:** 1) 产品价格波动的风险; 2) 原材料价格波动的风险。

分析师: 魏旭锟
执业证书编号: S1050518050001
电话: 021-54967800
邮箱: weixk@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. 公司融资历程及股权构成情况	4
二、我国特种气体需求将保持快速增长	5
1. 我国产业升级拉动特种气体需求	5
2. 国内特种气体需求有望持续快速增长	5
3. 行业竞争将逐步趋向于综合服务能力的竞争	6
三、突破国外垄断，公司覆盖国内 80% 集成电路客户	6
四、公司财务状况优良	7
1. 收入和利润快速增长	7
2. 盈利基本稳定	7
3. 经营性现金流有待改善	8
五、公司募投资项目概况	8
六、公司主要竞争对手及同类公司估值	9
1. 同行业重点公司	9
2. 同行业重点公司估值比较	10
七、公司估值及询价建议	10
1. 假设条件	10
2. 公司估值与询价建议	11
八、风险提示	11

一、公司概况

1. 公司简介

公司是一家致力于特种气体国产化，并率先打破极大规模集成电路、新型显示面板等尖端领域气体材料进口制约的民族气体厂商，主营业务以特种气体的研发、生产及销售为核心，辅以普通工业气体和相关气体设备与工程业务，提供气体一站式综合应用解决方案。

特种气体是随着电子行业的兴起而在工业气体门类下逐步细分发展起来的新兴产业，广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等领域。目前在我国的集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆等高端应用领域中，海外大型气体公司占据了 80% 以上的市场份额，尤其在极大规模集成电路、新型显示面板等尖端应用领域，进口制约尤为严重。

经过近二十年的发展，公司的技术积累日益深厚，已获授权专利 87 项、参与制定 28 项国家标准，承担了国家重大科技专项（02 专项）中的《高纯三氟甲烷的研发与中试》课题、广东省教育厅产学研结合项目《半导体材料用氟碳系列气体产品的开发与应用》、广东省战略性新兴产业区域集聚发展试点重点项目《平板显示器用特种气体》等重点科研项目，并于 2017 年作为唯一的气体公司入选“中国电子化工材料专业十强”。

图表 1 公司提供的主要产品和服务

类别	简介及用途
特种气体	<p>1、广泛用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆等电子产业的加工制造过程，主要包括清洗、蚀刻、光刻、外延、掺杂等，具体情况如下：</p> <p>①清洗、蚀刻：高纯四氟化碳、高纯六氟乙烷、高纯二氧化碳等；</p> <p>②光刻气：氟氮混合气、氟氦混合气等；</p> <p>③外延气体、成膜气体：高纯氨、硅烷等；</p> <p>④掺杂气体：乙硼烷、三氯化硼、磷烷等；</p> <p>⑤其他：氮（6N）、氢气（6N）、氩（5.5N）、He（5N）等；</p> <p>2、除电子领域外，用于医疗、测量、食品等众多领域的产品：</p> <p>①医疗气体：医用氧、血气测定气等，用于诊断、手术、医学研究等；</p> <p>②标准气体：由高纯碳氢气体配制，在物理、化学、生物工程等领域中用于校准测量仪器和测量过程，评价准确度和检测能力，确定材料的特性量值；</p> <p>③激光气体：氟氮激光气、密封束激光气等，用于国防建设、激光加工等；</p> <p>④食品气体：二氧化碳、乙烯、氩等，用于饮料气体、蔬菜/水果保鲜等；</p> <p>⑤电光源气体：氩、氪、氙、氙及其混合气，用于电器、灯具生产</p>
普通工业气体	主要为氧、氮、氩、工业氨等气体，在金属冶炼、化工、机械制造、家电照明等众多产业领域
气体设备与工程	<p>1、气体设备包括低温绝热气瓶、汽化器、撬装装置等，可广泛用于气体的存储、充装等过程；</p> <p>2、气体工程主要是为客户提供的供气系统设计、安装、维修服务</p>

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

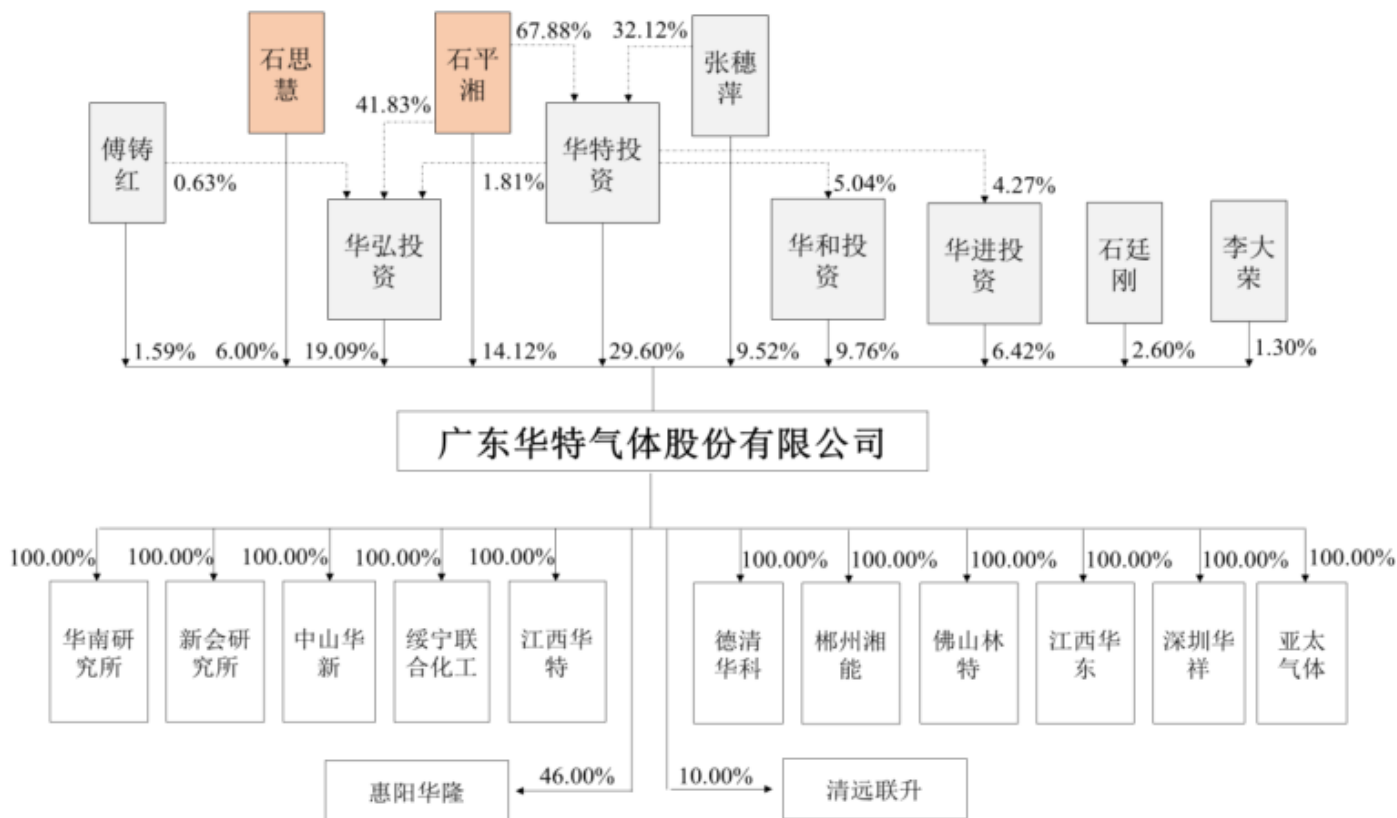
2.公司融资历程及股权构成情况

公司前身南海市华特气体有限公司于1999年2月成立，成立时注册资本金为300万元，其中货币资金150万元，实物资产150万元。2015年6月，公司整体变更为股份公司，将经审计的净资产人民币332,776,003.48元折为股份有限公司股本共90,000,000股，除专项储备934,550.06元外的其余净资产241,841,453.42元计入股份公司的资本公积。公司股改后公司不存在股本、股东变化情况。

华特投资直接持有公司 29.60%的股权，并通过华弘投资、华和投资和华进投资间接持有公司 1.11%的股权，合计持有公司 30.71%的股权。此外，华特投资作为华弘投资、华和投资、华进投资的执行事务合伙人，能够控制华弘投资、华和投资、华进投资所持有的公司表决权，华特投资合计控制公司 64.87%的表决权，足以对公司股东大会决议产生决定性影响，为公司的控股股东。

石平湘直接持有公司 14.12%的股份，并通过华特投资、华弘投资、华和投资和华进投资间接持有公司 28.83%的股份，石思慧直接持有公司 6.00%的股份，石平湘、石思慧为父女关系，且双方已签订一致行动协议，石平湘、石思慧父女直接与间接合计可实际支配发行人股份的表决权比例达到 84.99%，为公司共同实际控制人。

图表 2 公司股权结构



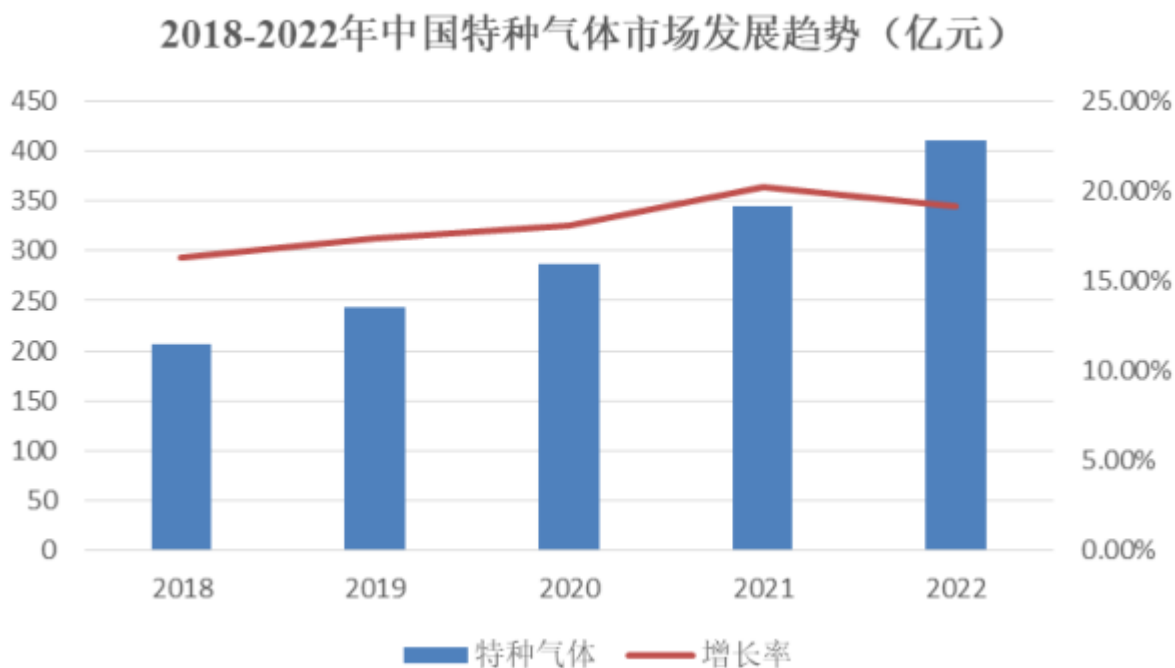
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

二、我国特种气体需求将保持快速增长

1.我国产业升级拉动特种气体需求

特种气体作为关键性材料，广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等领域。经济新常态下更加强调经济结构的优化升级，集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等产业对中国经济增长的贡献率将愈加突出。特种气体作为上述产业发展不可或缺的关键性材料，其市场规模将保持持续高速发展。根据卓创资讯统计，2010-2017年中国特种气体市场平均增速达 15.48%，2017 年中国的特种气体市场规模达到约 178 亿元，且预期此后 5 年仍将以平均超过 15% 的同比增长率高速增长，到 2022 年中国特种气体市场规模将达到 411 亿元，特种气体将为中国新兴产业的发展注入新动力。而在全球范围内，特种气体同样保持了较高的增速，2017 年全球特种气体市场规模达 241 亿美元，较 2016 年同比增长 11.55%，特种气体市场空间广阔。

图表 3 中国特种气体发展趋势



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2.国内特种气体需求有望持续快速增长

自 20 世纪 80 年代中期特种气体导入中国市场，中国的特种气体行业已经经过了 30 年的发展和沉淀，随着不断的经验积累和技术进步，业内领先企业已在部分产品上实现突破，达到国际通行标准，逐步实现了进口替代，特种气体国产化具备了客观条件。在需求层面，国内近年连续建设了多条 8 寸、12 寸大规模集成电路生产线、高世代面板生产线等，为保障供货稳定、服务及时、控制成本等，特种气体国产化的需求迫切。此外，近年来国家相继发布《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》《新材料产业指南》等指导性文件，旨在推动包括特种气体在内的关键材料国产化。因此，在技术进步、需求拉动、政策刺激等多重因素的影响下，特种气体国产化势在必行。

特种气体广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆、新能源汽车、



航空航天、环保、医疗等领域，近年来下游产业技术快速更迭，例如集成电路领域晶圆尺寸从6寸、8寸发展到12寸乃至18寸，制程技术从28nm到14nm再到7nm；显示面板从LCD向OLED乃至柔性面板发展；光伏能源从晶体硅电池片向薄膜电池片发展等。作为这些产业发展的关键性材料，伴随着下游产业技术的快速迭代，特种气体的精细化程度持续提高，对特种气体生产企业在气体纯度、混配精度等方面的技术要求都将持续提高。

3.行业竞争将逐步趋向于综合服务能力的竞争

气体的产品种类丰富，而多数客户在其生产过程中对气体产品亦存在多样化需求，例如集成电路制造需经过硅片制造、氧化、光刻、气相沉积、蚀刻、离子注入等工艺环节中，需要的特种气体种类就超过50种，出于成本控制、仓储管理、供应稳定等多方面考虑，客户更希望能在一家供应商完成多种产品的采购，对气体公司所覆盖的产品种类提出了更全面的要求。

随着下游行业的产品精细化程度不断提高，客户所需的产品定制化特点明显，要求气体供应商能够根据其需求进行定制化生产，对气体供应商的技术与工艺水平提出了较高要求。此外，由于气体产品的特殊性，其使用过程中的包装物、管道以及供气系统的处理均会对最终使用的产品性能产生影响，因此客户更希望供应商能够提供气体包装物的处理、检测、维修，供气系统、洁净管道的建设、维护等全面的专业性增值服务。

三、突破国外垄断，公司覆盖国内80%集成电路客户

经过近二十年的持续研发，公司已掌握特种气体从生产制备、存储、检测到应用服务全流程涉及的关键技术，研发出了近20个进口替代产品，并实现了规模化生产，其中Ar/F/Ne混合气、Kr/Ne混合气、Ar/Ne混合气、Kr/F/Ne混合气4种光刻气产品，2017年在国内市场占有率达到60%，位于国内第一。

目前，公司的产品已得到了市场的广泛认可，并成功应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆等国家新兴产业，积累了中芯国际、华虹宏力、长江存储、武汉新芯、华润微电子、台积电（中国）、和舰科技、士兰微电子、柔宇科技、京东方、晶科能源等众多客户，并进入了英特尔（Intel）、美光科技（Micron）、德州仪器（TI）、海力士（Hynix）等全球领先的半导体企业供应链体系，实现科技成果与产业的深度融合。

在极大规模集成电路、新型显示面板等尖端领域由液化空气集团、林德集团、空气化工集团、普莱克斯集团、大阳日酸集团、日本昭和电工等国外气体公司寡头垄断的情况下，公司成功实现了对国内8寸以上集成电路制造厂商超过80%的客户覆盖率，解决了中芯国际、华虹宏力、长江存储、武汉新芯、华润微电子、台积电（中国）、和舰科技、士兰微电子、柔宇科技、京东方等客户多种气体材料的进口制约，并进入了英特尔（Intel）、美光科技（Micron）、德州仪器（TI）等全球领先的半导体企业供应链体系。在集成电路、新型显示面板等半导体领域，公司取得了极高的市场认可度。

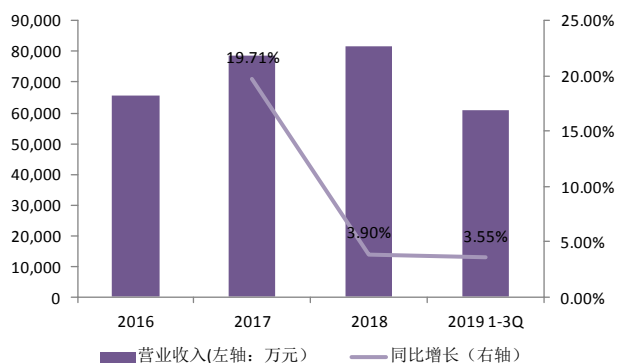
四、公司财务状况优良

1. 收入和利润快速增长

2016-2018年，公司实现营业收入6.57亿元、7.87亿元和8.18亿元，同比分别增长19.71%和3.90%。特种工业气体领域随着公司特种气体产品在集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆等领域的技术积累，公司开始将相关产品向消费品市场延伸，报告期公司在电子级氧化亚氮产品的基础上逐步推出食品级氧化亚氮等产品，并实现了较快的收入增长；普通工业气体领域，受供给侧改革的影响，国内钢铁产业去产能成效显著，导致近年来普通工业气体供给减少，市场价格整体呈上涨趋势，拉动了公司普通工业气体收入的增长；设备与工程领域，随着2017年来国家“煤改气”政策的大力推进和公司高纯洁净供气系统相关技术的突破，直接拉动了公司低温绝热气瓶、汽化器、撬装装置等气体设备的销售及高纯洁净供气系统工程收入的快速增长。

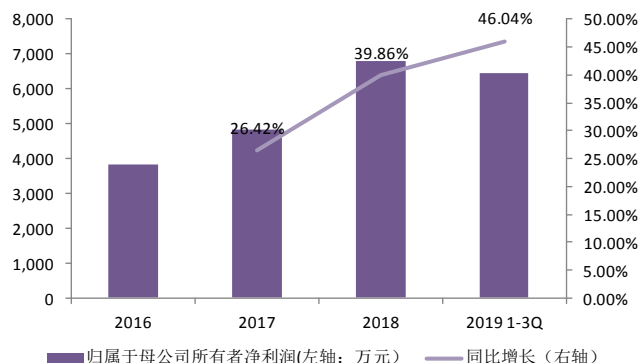
2016年-2018，公司归属母公司所有者净利润分别为3,855万元、4,838万元和6,789万元，同比增速分别为25.50%和40.34%。

图表 4 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 公司归母净利润及增速



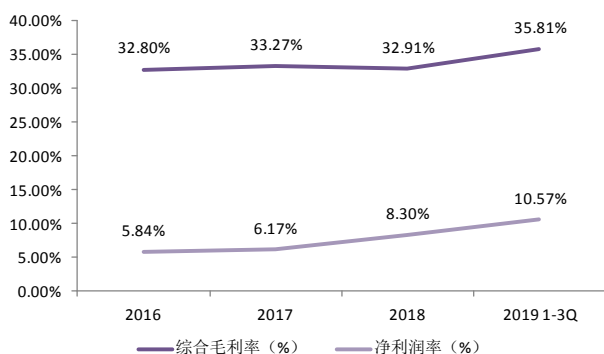
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 盈利基本稳定

2016-2018年，公司综合毛利率分别为32.80%、33.27%和32.91%。公司主营业务毛利率整体相对稳定，特种气体、普通工业气体、设备与工程毛利率略有波动。

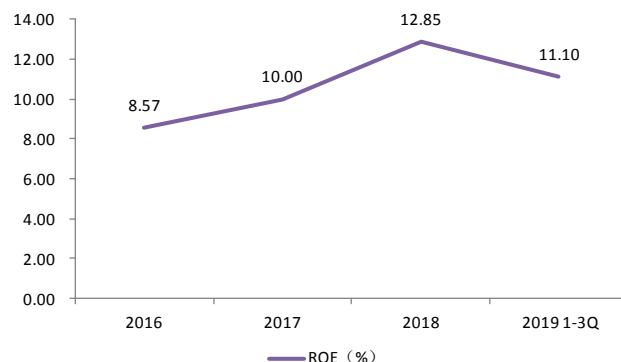
2016-2018年，公司净利润率分别为5.86%、6.51%和8.30%。公司净利润率逐步升高，一方面是由于期间费用率逐年降低；另一方面因为公司非经常性损益所致。

图表 6 公司毛利率和净利润率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 公司 ROE



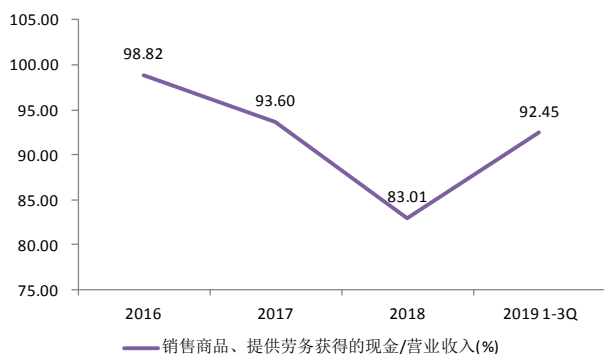
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

3.经营性现金流有待改善

2016-2018年,公司销售商品、提供劳务获得的现金分别是营业收入的98.82%、93.60%和83.01%,公司销售业务回款能力较强。公司 2018 年度销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例较 2017 年度有所下降,回款速度有所下降,主要系南通通州湾 5G 光伏电池高纯洁净供气系统项目等设备安装工程项目于 2018 年竣工结转收入部分的款项未收回导致回款速度稍有放缓。

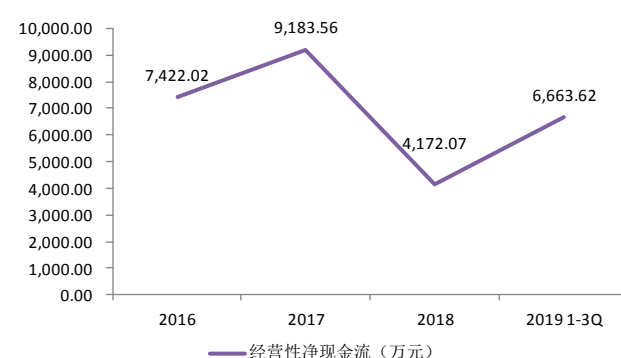
2016-2018年,公司经营性净现金流分别为7422万元、9184万元和4172万元,波动较大。2018年度经营活动产生的现金流量净额较2017年减少5,011.49万元,同比下降54.57%,主要因为2018年度公司销售商品、提供劳务收到的现金较 2017年下降5,775.76万元。

图表 8 公司销售商品提供劳务获得现金/营业收入 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 9 公司经营性净现金流



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五、公司募投项目概况

公司拟公开发行新股不超过 3000 万股,发行及上市的募集资金扣除发行费用后,将投资于气体中心建设及仓储经营项目、电子气体生产纯化及工业气体充装项目、智能化运营项目和补充流动资金具体情况如下:



图表 10 公司募投项目概况

序号	募集资金使用项目	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	气体中心建设及仓储经营项目	34,764.00	22,000.00
2	电子气体生产纯化及工业气体充装项目	21,600.00	9,000.00
3	智能化运营项目	6,329.75	6,000.00
4	补充流动资金	8,000.00	8,000.00
	合计	70,693.75	45,000.00

资料来源：华鑫证券研发部，公司招股意向书

六、公司主要竞争对手及同类公司估值

1. 同行业重点公司

(1) 国外公司

图表 11 国外同行业公司

企业	基本情况
林德集团	林德集团是全球领先的气体及工程集团，分公司遍及全球 100 多个国家，在中国拥有 70 多个子公司和合资企业，在各个主要工业中心设有 200 多个运营工厂，拥有员工近 5,500 名
液化空气集团	法国液化空气集团成立于 1902 年，是全球最主要的工业气体和医疗气体以及相关服务的供应商之一，业务遍及全球 80 多个国家，在中国设有近 90 家工厂，遍布 40 多个城市，拥有逾 4,000 名员工
空气化工产品集团	美国空气化工产品创立于 1940 年，在 50 个国家拥有约 17,000 名员工，主要提供空分和工业气体以及相关的设备，为石化、金属、电子和食品饮料等制造产业服务，同时也是一家全球领先的液化天然气工艺技术和设备供应商
普莱克斯集团	美国普莱克斯创立于 1907 年，是一家全球领先的工业气体专业公司，在全球 50 个国家共有约 27,000 名员工，于 1988 年进入中国市场，目前在国内经营着 22 家独资公司和 12 家合资企业，覆盖了华北、华东、华南及华西地区
昭和电工	日本昭和电工成立于 1939 年，是全球知名的综合性集团企业，生产的产品涉及到石油、化学、无机、铝金属、电子信息等多种领域，设有化学品事业部，专门从事产业气体、电子材料用高纯度气体的研发、生产

资料来源：华鑫证券研发部，公司招股意向书

(2) 国内公司

图表 12 国内同行业公司

企业	基本情况
中船重工七一八所	中国船舶重工集团公司第七一八研究所，隶属于中国船舶重工集团公司，创立于 1966 年，是集军民产业的科研开发、设计生产、技术服务于一体的国家级科研单位。形成了电子特气材料、精细化工、空气净化、氢能产业、核电装备、节能环保、安防信息工程及特种装备等 8 大产业方向
黎明化工研究院	黎明化工研究设计院有限责任公司，是原化工部直属综合性研究院，始建于 1965 年，现隶属中国昊华化工（集团）总公司，主要从事化工新材料和化学推进剂及其原材料的研究开发，形成了化学推进剂及原材料、聚氨酯新材料、含氟气体材料、过氧化氢及配套原材料等 4 个专业板块
绿菱气体	北京绿菱气体科技有限公司，成立于 2001 年，致力于为集成电路、平板显示、半导体照明、光伏电池材料以及光纤等行业提供各种特种气体产品与服务
金宏气体	金宏气体成立于 1999 年，是一家专业从事气体的研发、生产、销售和服务一体化解决方案的环保集约型综合气体供应商



企业	基本情况
南大光电	南大光电（300346）是一家专业从事先进电子材料研发、生产和销售的高新技术企业，通过设立子公司全椒南大光电材料有限公司，逐步进入了特种气体领域

资料来源：华鑫证券研发部，公司招股意向书

2. 同行业重点公司估值比较

国内上市公司从事工业气体的公司有三家，分别是杭氧股份、凯美特气和南大光电，具体如下：

图表 13 同类公司估值情况（以 2019 年 12 月 6 日收盘价为基准）

代码	简称	最新价格 (元)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
			2017	2018	2019	2017	2018	2019		
002430.SZ	杭氧股份	12.67	0.41	0.77	0.83	30.90	16.45	15.34	2.15	122.22
002549.SZ	凯美特气	5.33	0.08	0.15	0.17	64.06	35.42	31.35	3.42	33.24
300346.SZ	南大光电	12.60	0.21	0.19	0.15	59.89	67.16	82.95	4.23	51.27
平均						51.62	39.68	43.21	3.27	68.91

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

七、公司估值及询价建议

1. 假设条件

- （1）未来 3 年特种气体和设备需求保持快速增长，普通工业气体需求平稳增长；
- （2）公司产品价格和原材料价格稳定，公司毛利率基本稳定；
- （3）公司各项费用控制良好；
- （4）按照本次发行股份数量为 3000 万股计算，公司发行后总股本为 12,000 万股。

图表 14 公司盈利预测假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(万元)	65,728.75	78,682.96	81,754.38	91,191.65	103,860.49	117,245.86
特种气体	34,889.65	36,867.86	38,999.22	46,799.06	55,222.90	63,506.33
普通工业气体	21,499.82	26,070.86	25,051.64	23,799.06	24,513.03	25,248.42
设备与工程	8,727.75	15,212.48	17,033.59	19,588.63	22,918.70	27,044.06
其他业务	611.53	531.76	669.93	1,004.90	1,205.87	1,447.05
营业成本(万元)	44,170.49	52,506.36	54,846.18	58,322.88	65,928.75	73,457.86
特种气体	20,736.90	21,470.79	23,422.74	27,705.05	32,581.51	36,833.67
普通工业气体	16,535.26	19,653.51	17,839.04	16,064.36	16,423.73	16,916.44
设备与工程	6,781.51	11,214.60	13,519.81	14,201.76	16,501.46	19,201.28
其他业务	116.82	167.46	64.59	351.71	422.06	506.47
收入增速 (%)		19.71	3.90	11.54	13.89	12.89
特种气体		5.67	5.78	20.00	18.00	15.00
普通工业气体		21.26	-3.91	-5.00	3.00	3.00
设备与工程			11.97	15.00	17.00	18.00
其他业务		-13.04	25.98	50.00	20.00	20.00



	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率(%)	32.80	33.27	32.91	36.04	36.52	37.35
特种气体	40.56	41.76	39.94	40.80	41.00	42.00
普通工业气体	23.09	24.62	28.79	32.50	33.00	33.00
设备与工程	22.30	26.28	20.63	27.50	28.00	29.00
其他业务	80.90	68.51	90.36	65.00	65.00	65.00

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 公司估值与询价建议

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 1.01 亿元、1.15 亿元和 1.30 亿元, 按照发行后 12,000 万股计算, 公司 EPS 分别为 0.84 元、0.96 元和 1.09 元。

随着国内半导体产业蓬勃兴起, 国内特种气体需求将快速增长, 公司是特种气体的领军企业, 有望长期受益于行业的发展, 公司业绩增长也具备持续性, 因此我们建议采用 PE 相对估值法, 选取的对比公司 2019 年平均市盈率为 43.21 倍, 对应公司总市值为 51.85 亿元, 股价应为 36.30 元/股, 公司股价合理价格区间为 30.85-40.11 元/股。

八、风险提示

主要风险包括: 1) 产品价格波动的风险; 2) 原材料价格波动的风险。



图表 15 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	818	912	1,039	1,172
货币资金	96	746	384	108	营业成本	548	583	659	735
应收款	266	304	346	391	营业税金及附加	6	14	16	19
存货	94	105	119	133	销售费用	116	134	149	170
其他流动资产	19	19	19	19	管理费用	51	57	64	72
流动资产合计	475	1,174	868	650	财务费用	-1	-7	-10	-3
非流动资产:					费用合计	166	185	203	238
可供出售金融资产	6	6	6	6	资产减值损失	3	-4	3	3
固定资产+在建工程	227	234	617	1,012	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	19	19	19	19	投资收益	2	8	5	5
其他非流动资产	25	25	25	25	营业利润	82	116	134	151
非流动资产合计	277	285	668	1,062	加: 营业外收入	1	3	3	3
资产总计	752	1,459	1,536	1,713	减: 营业外支出	3	1	1	1
流动负债:					利润总额	81	119	136	153
短期借款	25	60	20	70	所得税费用	13	18	20	23
应付账款、票据	81	243	275	306	净利润	68	101	115	130
其他流动负债	86	90	90	90	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	192	393	385	466	归母净利润	68	101	115	130
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	7	7					
非流动负债合计	7	7	7	7					
负债合计	199	400	392	473					
所有者权益									
股本	90	120	120	120					
资本公积金	205	600	600	600					
未分配利润	230	300	374	457					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	553	1,059	1,144	1,240					
负债和所有者权益	752	1,459	1,536	1,713					

现金流量表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	68	101	115	130
折旧与摊销	31	33	67	105
财务费用	-1	-7	-10	-3
存货的减少	-6	-11	-14	-14
营运资本变化	-51	124	-11	-13
其他非现金部分	1	0	0	0
经营活动现金净流量	42	239	149	206
投资活动现金净流量	0	-40	-450	-500
筹资活动现金净流量	-12	451	-61	18
现金流量净额	30	650	-362	-276

主要财务指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	3.9%	11.5%	13.9%	12.9%
营业利润增长率	41.5%	41.8%	14.8%	13.2%
归母净利润增长率	39.9%	48.6%	14.5%	13.0%
总资产增长率	6.1%	94.0%	5.3%	11.5%
盈利能力				
毛利率	32.9%	36.0%	36.5%	37.3%
营业利润率	10.0%	12.8%	12.9%	12.9%
三项费用/营收	20.3%	20.3%	19.6%	20.3%
EBIT/销售收入	9.6%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润率	8.3%	11.1%	11.1%	11.1%
ROE	12.3%	9.5%	10.1%	10.5%
营运能力				
总资产周转率	108.7%	62.5%	67.6%	68.5%
资产结构				
资产负债率	26.4%	27.4%	25.5%	27.6%
现金流质量				
经营净现金流/净利	0.61	2.37	1.29	1.58
每股数据(元/股)				
每股收益	0.75	0.84	0.96	1.09
每股净资产	6.15	8.82	9.53	10.33

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部。

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>