

# 电子装联行业龙头，光电模组业务打开成长空间

## 投资要点

- **业绩总结:** 2018 年公司实现营业收入 5.9 亿元, 同比增长 23.7%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 9097.8 万元, 同比增长 13.3%。其中报告期内提取股权激励费用 1641.4 万元, 剔除股权激励费用后的净利润增长率为 33.7%。
- **电子整机装联业务稳定增长, 稳站行业龙头地位。** 公司电子整机装联业务包括电子焊接类设备和智能机器视觉检测类设备, 主要用来组建电子工业中的 PCBA 线, 2018 年实现销售收入 4.8 亿元, 同比增长 7.3%, 贡献了公司整体收入的 81.8%; 其中电子焊接类设备销售收入 4.2 亿元, 营收占比 71%, 同比增长 6.8%; 智能机器视觉检测设备实现销售收入 6399.8 万元, 营收占比 10.8%, 同比增长 11.3%。公司经过多年发展已成为电子整机装联焊接设备行业龙头企业, 电子焊接类设备市占率达到 30% 左右。
- **光电模组业务取得突破性进展, 成为公司业绩增长点。** 公司光电模组业务主要研发和生产用于手机屏幕制造及 3D 玻璃制造等不同工艺阶段的光电模组专用设备。2018 年公司光电模组设备实现销售收入 9096.9 万元, 同比大增 689.62%, 其中生物识别指纹模组和摄像头模组生产设备贡献突出, 分别实现收入 1269.6 万元和 7343 万元, 成为公司新的业绩增长点。随着智能手机创新主线逐渐转向全面屏、多摄像头技术等, 公司积极布局研发相关专业设备, 依托下游主流电子厂商, 迎合技术发展趋势, 不断助力公司业绩提升。
- **面板设备取得重大市场突破, 持续打开成长空间。** 随着智能手机市场的发展和 5G 对的来临, 手机全面屏和曲面屏时代开启, 国内柔性 AMOLED 技术发展和产能逐渐释放, 预计行业景气度上行有望延续至 2021 年, 为上游国产材料和设备厂商带来巨大空间。公司 4 月 12 日公告中标信息, 公司 D-Lami 贴合设备中标京东方绵阳第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目, 中标金额 8120 万元, D-Lami 贴合设备是 OLED 产线核心模组设备, 公司作为该类设备进口替代领导者, 随着后续 OLED 产线建设, 成长空间巨大。
- **盈利预测与评级。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.66、0.87、1.08 元, 对应动态 PE 分别为 32、24、20 倍, 考虑公司在光电模组设备上的巨大空间以及在电子装联行业的龙头地位, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 光电新业务发展不及预期的风险; 下游技术和工艺更迭的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	590.90	848.96	1141.54	1371.73
增长率	23.68%	43.67%	34.46%	20.17%
归属母公司净利润 (百万元)	90.98	160.43	212.33	263.19
增长率	13.25%	76.33%	32.35%	23.96%
每股收益 EPS (元)	0.37	0.66	0.87	1.08
净资产收益率 ROE	15.16%	21.33%	22.43%	22.14%
PE	57	32	24	20
PB	8.62	6.91	5.49	4.37

数据来源: Wind, 西南证券

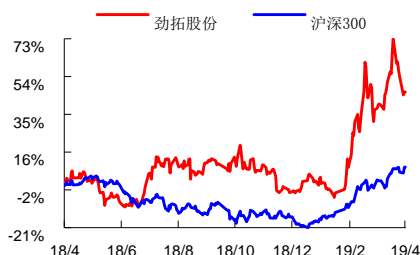
## 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
 执业证号: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭  
 电话: 021-68415309  
 邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 李少青  
 电话: 021-68415309  
 邮箱: lisq@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	2.44
流通 A 股(亿股)	1.59
52 周内股价区间(元)	13.03-25.19
总市值(亿元)	52.14
总资产(亿元)	9.39
每股净资产(元)	2.47

## 相关研究

## 1 劲拓股份：电子整机装联龙头，光电模组业务蓄势待发

深圳市劲拓自动化设备股份有限公司是国内知名的集研发、生产及销售为一体的智能装备系统和先进制造系统供应商。公司主要从事专用设备的研发、生产、销售和服务，主要产品按大类可以划分为电子整机装联设备、光电模组生产专用设备以及航空专用制造设备等。经过多年发展，公司已经成为电子整机装联焊接设备行业的龙头企业。

图 1：劲拓股份发展里程碑



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业务层面推行业务部制，共 5 个事业部，分为智能制造事业部、视显事业部、封装项目部、FPD 事业部和 DAS 事业部，其中智能制造事业部和 DAS 事业部负责公司电子整机装联业务，视显事业部、封装项目部和 FPD 事业部负责公司光电模组相关业务。

图 2：公司主营业务结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 电子整机装联焊接设备龙头

公司自成立以来一直从事电子整机装联设备的研发、生产和销售，经过多年发展已成为电子整机装联焊接设备行业龙头企业，电子焊接类设备市占率达到 30%左右。电子整机装联设备主要提供给下游电子制造企业，用来组建电子工业中的 PCBA 线，公司的电子整机装联设备广泛应用于通讯、汽车、消费电子产品及国防、航空航天电子产品等生产过程。公司的电子整机装联业务产品主要包括电子焊接类设备和智能机器视觉检测设备。

表 1：公司电子整机装联业务及主要产品

产品分类	主要产品	主要功能及应用领域	代表产品外观示例
电子焊接类设备	波峰焊	波峰焊能自动完成 PCB 板从涂覆助焊剂、预加热、焊锡及冷却等焊接的全部工艺过程，主要用于无铅焊接表面贴装元件、短脚直插式元件及混装型 PCB 板的整体焊接	 <p>隧道式氮气波峰焊 NXS-450</p>
	回流焊	主要应用于 SMT 表面贴装焊接，或者短脚元器件的通孔焊接，通过加热对焊锡膏的熔融和冷却，实现元器件与 PCB 线路板之间形成可靠的电路连接	 <p>无铅热风回流焊机 TEA 系列</p>
	其他焊接设备	包括选择焊及 SMT 周边设备，主要应用于 SMT 或者 DIP 生产线中，通过这些小型设备将其他焊接或生产设备串联起来，实现各种设备之间的自动化生产，如上下料机、接驳台、转角机等	 <p>LD/ULD 系列上/下料机</p>
	高温垂直固化炉	主要应用于三防漆、填充胶等的固化。通过热风回流加热产品，在某个温度范围内保持一定的时间以完成胶水的凝固，此机种占地面积小，生产效率高，可实现在线式生产	 <p>垂直固化炉 JTL-730</p>
智能机器视觉检测设备	AOI	主要用于电子产品生产中 PCB 上元件的装配品质检测及工艺品质控制。目前可实现离线式及在线式 2D、2.5D 及 3D 检测	 <p>焊点及元器件检测 AOI-JTA-800</p>
	3D-SPI	主要应用于电子产品生产过程中对锡膏印刷质量和工艺进行实时检测和调整，提高产品优质率	 <p>自动 3D 锡膏检测 SPI-ZEN 系列</p>

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司光电模组业务主要是研发和生产用于**手机屏幕制造**及**3D 玻璃制造**等不同工艺阶段的光电模组专用设备，该类业务主要依托国内大型面板制造商和 3D 玻璃生产商。截至 2018 年年报，公司光电模组专用设备根据产品主要功能不同划分为 8 大类，其中第 8 类 D-Lami 贴合设备为公司研发出的新产品。公司光电业务组建了封装项目部、FPD 事业部、视显事业部，各事业部由独立负责人进行专业化运作，协同发展。

**表 2：公司光电模组专用设备**

序号	主要产品		主要功能
1	生物识别模组生产设备	超声波指纹模组邦定设备	设备用于将指纹识别 Sensor 与 FPC（柔性线路板）之间的邦定连接。将已完成 IC 邦定的显示屏面板，进行 FPC（柔性线路板）邦定制程，含 ACF 贴附、FPC 高精度对位预压、FPC 本压、点胶四个主要工序
		超声波指纹模组贴合设备	超声波指纹模组 IC+Sensor 贴合设备
		光学指纹模组封装贴合设备	主要用于光学指纹模组的贴合、贴附、封边点胶及固化
2	3D 贴合设备	3D 曲面贴合设备	设备是将 3D 盖板玻璃在真空状态下进行贴合，能应用于贴合装饰膜、防爆膜、Sensor 膜、光学膜等
3	3D 玻璃设备	等离子清洗机	用于喷墨工序之前的玻璃盖板清洗及 IC、FPC 邦定工序之前的显示屏面板清洗
		喷墨机	依照工艺将油墨均匀喷涂到玻璃盖板表面，喷墨的材料性能、喷墨厚度、均匀性决定了盖板的质量
		预烤炉	将喷涂的玻璃进行油墨均匀加热固化，加热的均匀性、空气的洁净度都将对后续曝光品质产生影响。
		曝光机	通过 UV-LED 准直光源及掩膜片的共同作用，照射部分的油墨固定附着，未照射部分的油墨可显影清洗掉，玻璃盖板可呈现出图案、文字及视窗
		固烤炉	喷涂曝光显影整线的最后一道工序，通过均匀加热，将呈现图案的油墨附着在玻璃盖板上
4	显示屏模组封装设备	全自动 COG 邦定机	将已清洗的显示屏面板，进行 IC 邦定制程，含 ACF 贴附，IC 高精度对位预压，IC 本压三个主要工序
		全自动 FOG 邦定机	将已完成 IC 邦定的显示屏面板，进行 FPC（柔性线路板）邦定制程，含 ACF 贴附，FPC 高精度对位预压，FPC 本压三个主要工序
5	摄像头模组生产设备	摆料机/UV 固化机	双摄像头、三摄像头模组支架组自动摆料、自动固化设备，和搭载机自动连线使用
		搭载机	主要用于摄像头模组中音圈马达、镜头、支架、铁壳的搭载
		COB 摄像头模组热压机	应用于手机摄像头线路板晶片点胶后和镜头模组组合后，修正上游设备组装后产生的上下平整度偏差，并进行加热固化
		点胶机	用于摄像头模组中电子元器件的封装、加固、补强及保护等工序
6	OLED 设备	AMOLED 外部补偿设备	AMOLED 外部补偿是将 AMOLED 面板点亮后通过光学 CCD 照相的方法将亮度信号抽取出来，通过 RGB（8bit）黑白灰采集图片计算需修补数据（DEMURA）并写入修复 Flash 中，完成缺陷修补并复检修复结果的设备
7	光电模组检测设备	触控显示一体模组点亮检测 AOI	触屏显示一体模组点亮检测 AOI 设备，是检测手机屏在制程中存在的漏液、异显、残影、点、线、团缺陷、MURA、漏光等问题；通过千万级主相机，多个百万级环侧相机拍摄，将手机屏幕上显示的缺陷用相机抓取形成清晰图像，通过计算图像上的异常，判断手机与之对应的缺陷问题点
8	D-Lami 贴合设备	3D-Lami 贴合设备	用于柔性 OLED 屏与曲面玻璃盖板的贴合

数据来源：公司公告，西南证券整理

除电子整机装联设备和光电模组生产专用设备外，公司还研发生产部分航空专用制造设备和其他设备。航空专用设备涉及航空航天数字化柔性装配系统，主要应用于飞机及其他航空器的制造。

**表 3：公司其他设备**

主要产品		主要功能
激光辅助设备	激光打标机	主要用于 PCB、FPC 板材上的二维码雕刻，实现产品制程、销售可追溯
	激光分板机	主要用于 PC 版、FPC 材料的激光切割、精密切割

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 公司业绩稳步上涨，毛利率保持稳定

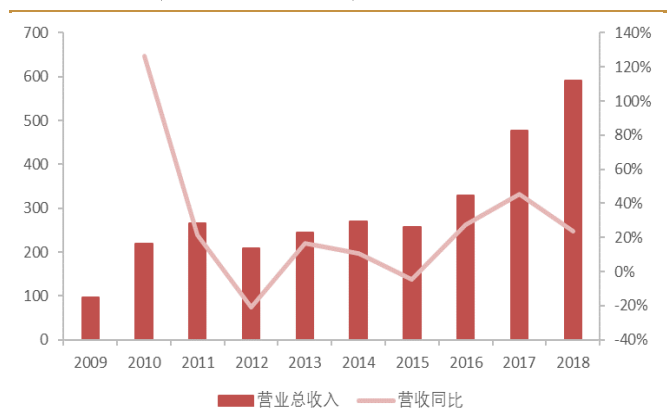
2018 年公司实现营业收入 5.9 亿元，同比增长 23.7%；实现归属于上市公司股东的净利润为 9097.8 万元，同比增长 13.3%。其中报告期内提取股权激励费用 1641.4 万元，剔除股权激励费用后的净利润增长率为 33.7%。

**电子整机装联业务：**公司在报告期内不断研发推出高性能高精密度的电子焊接类设备，并结合客户需求进一步提升智能机器视觉检测设备的检测性能、检测效率及精准度，保障公司电子整机装联设备的销售收入实现稳定增长；同时随着一些不满足环保要求的落后产能逐渐被淘汰出局，电子整机装联行业洗牌加速，进一步提升了公司市占率，助力公司坐稳电子整机装联行业龙头企业地位。

**光电模组业务：**公司大力支持对光电模组生产专用设备新产品的研发投入，2018 年光电模组专用设备得到市场认可，其中生物识别模组生产设备和摄像头模组生产设备实现销售收入，成为公司业绩增长点。

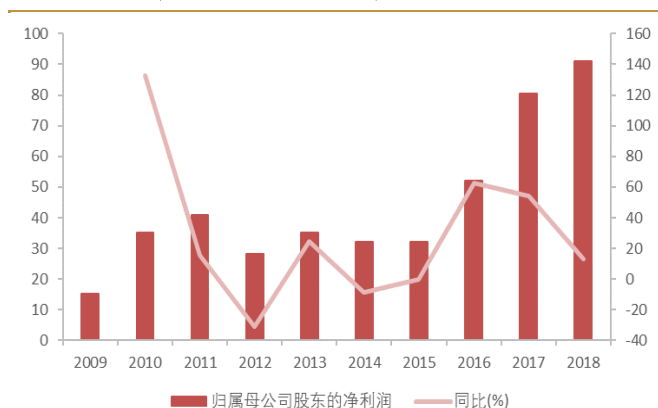
此外，公司收到的软件退税和政府补助同比增加，以及公司利用闲置资金用于理财投资，进一步促进了公司利润的增长。

**图 3：公司历年营业收入情况（单位：百万元）**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：公司历年归母净利润情况（单位：百万元）**

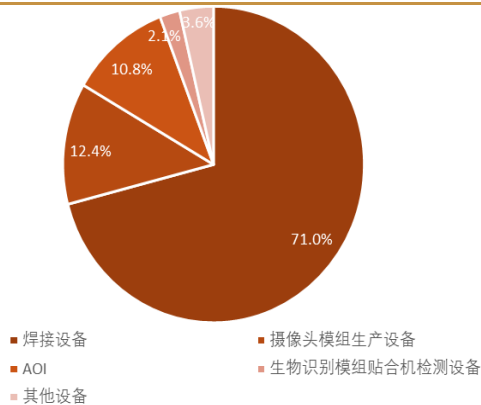


数据来源：公司公告，西南证券整理

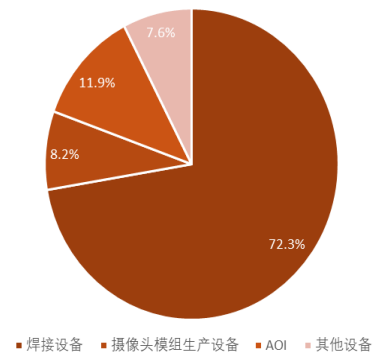
**主营业务构成：**电子整机装联业务是公司销售收入主要来源，2018 年实现销售收入 4.8 亿元，同比增长 7.3%，占公司整体收入的 81.8%；其中电子焊接类设备销售收入 4.2 亿元，营收占比 71%，同比增长 6.8%；智能机器视觉检测设备实现销售收入 6399.8 万元，营收占



比 10.8%，同比增长 11.3%。光电模组业务实现收入 9096.9 万元，占公司整体收入 15.4%，同比大增 689.6%；其中生物识别模组生产设备和摄像头模组生产设备分别贡献收入 1269.6 万元和 7343 万元。从毛利构成来看，焊接设备 2018 年实现毛利 1.6 亿元，毛利占比 72.3%；摄像头模组生产设备实现毛利 1851 万元，毛利占比 8.2%；AOI 设备实现毛利 2695 万元，毛利占比 11.9%。

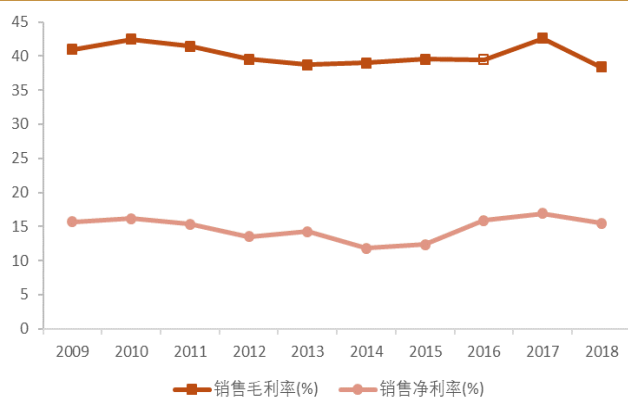
**图 5：公司 2018 年主营收入构成情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

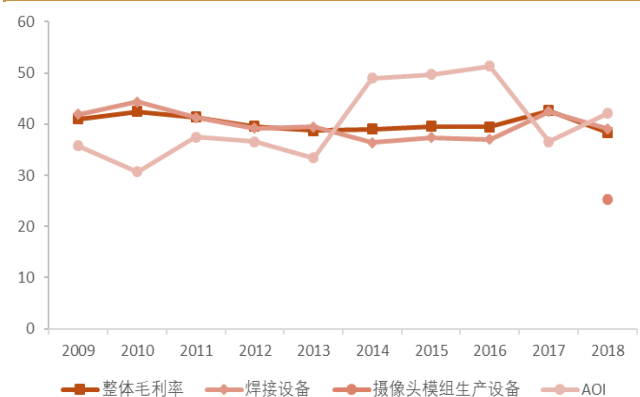
**图 6：公司 2018 年毛利构成情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率水平基本保持稳定，2018 年公司整体毛利率 38.38%，同比下滑 4.23 个百分点，主要是由于摄像头模组生产设备实现收入大幅增长，而摄像头模组生产设备毛利率为 25.21%，远低于公司其他业务 40%左右的毛利率水平，因而拉低了公司整体毛利率水平。此外电子焊接设备类毛利率 39.13%，同比下滑 3.32 个百分点；智能机器视觉检测设备毛利率 42.11%，同比增长 0.49 个百分点。公司 2018 年实现销售净利率 15.48%，同比下滑 1.43 个百分点，在经济环境下行压力较大的 2018 年整体保持了收入的增长性和盈利的稳定性。

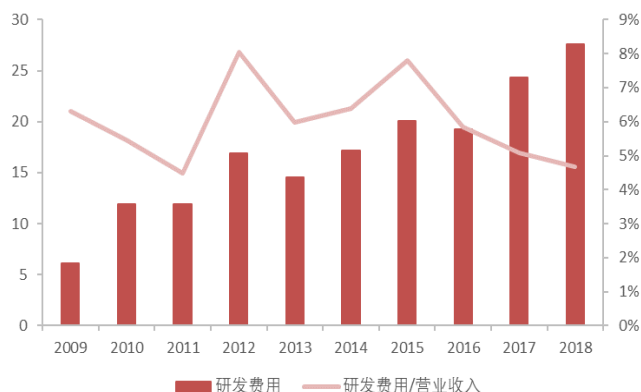
**图 7：公司历年毛利率及净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

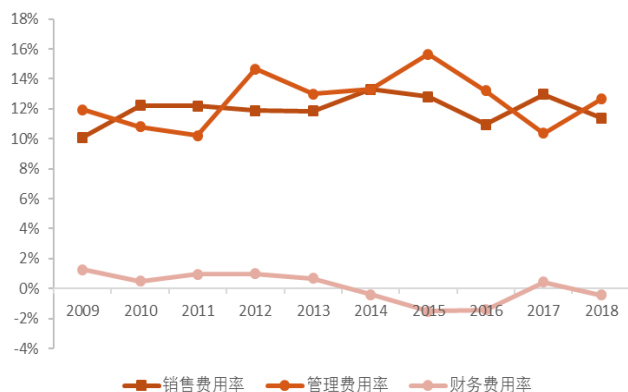
**图 8：公司分产品毛利率情况（单位：%）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

从运营效率来看，公司三费率整体保持稳定。2018 年销售费用率 11.4%，同比下滑 1.56 个百分点；管理费用率（含研发费用）12.67%，同比增长 2.3 个百分点，主要是由于 2018 年增加限制性股票激励费用及管理费用的薪酬有所增长。公司 2018 年研发费用 2761.3 万元，同比增长 13.72%，研发费用率为 4.67%，公司在报告期内加大研发投入，持续优化电子整机装联设备性能，加大光电模组专用设备的开发力度，光学指纹模组封装贴合设备及摄像头模组生产设备等相关成果已转化为产品，陆续推向市场进行销售。

**图 9：公司历年研发投入（百万元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：公司三费率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司是电子整机装联行业龙头企业，市占率在 30% 左右，随着 5G 拉动消费电子换机潮以及电子整机装联行业洗牌进一步加速，公司焊接设备和 AOI 设备销量未来三年有望保持每年 15% 左右的稳定增长，单价保持稳定，毛利率分别稳定在 40% 和 42% 的水平；

假设 2：摄像头和指纹识别是智能手机未来创新主线之一，公司光电模组业务中的摄像头模组生产设备和生物识别模组贴合机检测设备销量未来三年分别保持每年 15% 和 20% 的增速，毛利率均保持在 27% 的水平；

假设 3：随着公司 D-Lami 贴合设备中标 BOE 柔性 AMOLED 产线，以及国外严控 OLED 相关技术出口，国内设备厂商在 OLED 设备方面机会凸显。根据公司光电模组专用设备布局以及国内 OLED 产线建设进程，2019 年公司的 OLED 3D 贴合设备、3D 玻璃设备、AMOLED 外部补偿设备等均有望形成批量订单。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
焊接设备	收入	419.28	482.17	554.50	637.67
	增速	6.76%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	39.13%	40.00%	40.00%	40.00%
摄像头模组生产设备	收入	73.43	84.44	97.11	111.68
	增速		15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	25.21%	27.00%	27.00%	27.00%
AOI	收入	64.00	73.60	84.64	97.34

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	11.28%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	42.11%	42.00%	42.00%	42.00%
生物识别模组贴合机 检测设备	收入	12.70	15.24	18.29	21.95
	增速	363.50%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	25.51%	27.00%	27.00%	27.00%
其他业务 (后续面板设备)	收入	21.50	193.50	387.00	503.10
	增速	-13.24%	800.00%	100.00%	30.00%
	毛利率	65.40%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	590.90	848.96	1141.54	1371.73
	增速	23.68%	43.67%	34.46%	20.17%
	毛利率	38.38%	43.21%	45.61%	46.21%

数据来源：Wind，西南证券

## 3.2 相对估值

根据我们的预测，预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 8.5 亿元、11.4 亿元、13.7 亿元，归母净利润分别为 1.6 亿元、2.12 亿元、2.63 亿元，对应当前股价 32、24、20 倍 PE。考虑未来 OLED 设备国产替代带来的巨大空间以及公司在电子装联行业的龙头地位，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值情况

公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
精测电子	78.36	2.48	3.39	3.38	31.61	23.07	23.17
联得装备	31.91	0.92	1.25	1.38	34.77	25.43	23.15
智云股份	13.73	0.92	1.17	1.25	14.33	11.35	9.88
激智科技	17.98	0.58	0.71	0.85	30.76	25.25	21.09
平均值		-	-	-	27.87	21.28	19.35

数据来源：Wind，西南证券整理（截止到 2019 年 4 月 17 日）

## 4 风险提示

光电新业务发展不及预期的风险；下游技术和工艺更迭的风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	590.90	848.96	1141.54	1371.73	净利润	90.98	160.43	212.33	263.19
营业成本	364.12	482.16	620.83	737.84	折旧与摊销	7.26	29.98	29.98	29.98
营业税金及附加	5.11	6.79	9.13	10.97	财务费用	-2.46	-4.67	0.00	0.00
销售费用	67.37	89.99	136.98	164.61	资产减值损失	7.74	5.00	5.00	5.00
管理费用	74.85	84.90	125.57	150.89	经营营运资本变动	-92.61	-143.83	-139.81	-91.11
财务费用	-2.46	-4.67	0.00	0.00	其他	111.19	-2.82	-5.11	-5.31
资产减值损失	7.74	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>122.10</b>	<b>44.08</b>	<b>102.39</b>	<b>201.75</b>
投资收益	1.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-161.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-130.84	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-292.68</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>105.74</b>	<b>184.79</b>	<b>244.02</b>	<b>302.42</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.32	-0.71	-0.57	-0.62	长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>105.42</b>	<b>184.08</b>	<b>243.45</b>	<b>301.80</b>	股权融资	39.31	0.00	0.00	0.00
所得税	13.96	23.66	31.12	38.61	支付股利	0.00	-11.57	-17.90	-20.84
净利润	91.46	160.43	212.33	263.19	其他	-14.69	4.67	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>44.62</b>	<b>-6.90</b>	<b>-17.90</b>	<b>-20.84</b>
归属母公司股东净利润	90.98	160.43	212.33	263.19	<b>现金流量净额</b>	<b>-126.78</b>	<b>37.18</b>	<b>84.49</b>	<b>180.91</b>
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	58.85	96.03	180.52	361.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	222.44	354.79	463.66	555.44	销售收入增长率	23.68%	43.67%	34.46%	20.17%
存货	150.22	221.89	275.64	332.57	营业利润增长率	13.66%	74.76%	32.05%	23.93%
其他流动资产	172.38	167.61	261.25	299.56	净利润增长率	13.22%	75.40%	32.35%	23.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.72%	90.07%	30.41%	21.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	298.55	270.19	241.83	213.46	毛利率	38.38%	43.21%	45.61%	46.21%
无形资产和开发支出	17.45	15.92	14.40	12.87	三费率	23.65%	20.05%	23.00%	23.00%
其他非流动资产	19.06	18.97	18.88	18.78	净利率	15.48%	18.90%	18.60%	19.19%
<b>资产总计</b>	<b>938.95</b>	<b>1145.41</b>	<b>1456.17</b>	<b>1794.12</b>	ROE	15.16%	21.33%	22.43%	22.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.74%	14.01%	14.58%	14.67%
应付和预收款项	210.19	283.46	367.29	438.45	ROIC	20.22%	24.60%	27.90%	30.61%
长期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	EBITDA/销售收入	18.71%	24.75%	24.00%	24.23%
其他负债	105.47	89.81	122.32	146.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>335.66</b>	<b>393.27</b>	<b>509.61</b>	<b>605.20</b>	总资产周转率	0.71	0.81	0.88	0.84
股本	243.37	243.37	243.37	243.37	固定资产周转率	3.41	2.99	4.46	6.03
资本公积	59.67	59.67	59.67	59.67	应收账款周转率	2.86	3.07	2.90	2.80
留存收益	322.10	470.96	665.39	907.73	存货周转率	2.38	2.58	2.47	2.41
归属母公司股东权益	602.24	751.10	945.53	1187.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.72%	—	—	—
少数股东权益	1.05	1.05	1.05	1.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>603.29</b>	<b>752.15</b>	<b>946.58</b>	<b>1188.92</b>	资产负债率	35.75%	34.33%	35.00%	33.73%
负债和股东权益合计	938.95	1145.42	1456.18	1794.13	带息债务/总负债	5.96%	5.09%	3.92%	3.30%
					流动比率	2.02	2.36	2.50	2.72
					速动比率	1.52	1.73	1.91	2.14
					股利支付率	0.00%	7.21%	8.43%	7.92%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.37	0.66	0.87	1.08
					每股净资产	2.48	3.09	3.89	4.89
					每股经营现金	0.50	0.18	0.42	0.83
					每股股利	0.00	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	110.54	210.10	274.00	332.40					
PE	57.14	32.40	24.48	19.75					
PB	8.62	6.91	5.49	4.37					
PS	8.80	6.12	4.55	3.79					
EV/EBITDA	46.51	24.29	18.32	14.56					
股息率	0.00%	0.22%	0.34%	0.40%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn