

2019 年 06 月 21 日

公司研究 ● 证券研究报告

华兴源创 (688001.SH)

新股分析

面板检测卡位优质客户，布局半导体测试设备

投资要点

- ◆ **华兴源创成为科创板第一股，主营为平板显示检测设备：**首批获准科创板 IPO 的苏州华兴源创于 6 月 19 日率先披露上市发行安排及初步询价公告。发行人股票简称为“华兴源创”，股票代码为 688001.SH，网上申购代码为 787001。公司网上、网下申购配号日为 6 月 27 日，并将于 7 月 1 日将公布中签结果。
- ◆ **平板显示检测设备业务受益国内 OLED 产能扩张：**公司近三年营业收入分别为 5.2/13.7/10.1 亿元，复合增速为 39.6%；归母净利润分别为 1.8/2.1/2.4 亿元，复合增速为 16.2%。苹果公司 2017 年推出采用 OLED 屏的 iPhone X 提升了面板检测设备更新换代需求；而 2018 年新产品屏幕改动较小，检测设备更换需求减弱，导致公司来自苹果供应商三星的收入由 2017 年的 8.18 亿元下滑至 1.37 亿元，2018 年公司营收下滑 26.6%。公示目前已覆盖面板检测的显示、触控、光学等半自动及全自动检测设备，绑定优质客户，产品具有较强竞争力。而从面板行业趋势看，全球面板产能正加速向我国大陆转移，2017 年我国面板产能占全球总产能比重接近 50%；特别是随着智能手机 OLED 屏渗透率逐步提升，我国作为全球主要的智能手机及平板电脑生产基地，高端 AMOLED 需求正快速增长。据 HIS 预测，未来五年全球的 OLED 投入规模将达到 500 亿美元以上，这为公司平板显示检测设备提供了广阔的市场。
- ◆ **面板检测设备行业格局清晰，绑定海外优质客户享受溢价：**从面板检测设备行业竞争格局看，国内面板检测行业以精测电子以及新进入者劲拓股份为代表，其主要客户为京东方、华星光电、深天马等国内面板企业。而韩国的赛太克、台湾地区的致茂电子及由田新技均成长于 20 世纪 90 年代面板产能由日本转移至台湾地区与韩国时期；随着近十年面板产业向我国大陆转移，韩国与台湾地区检测设备企业竞争优势已不明显，市场逐渐被国内企业瓜分。国内面板生产企业一般通过招标方式确定供应商，竞争相对激烈；而苹果、三星、LG 等海外企业通常与设备供应商协同确定技术方案，打样测试通过后签订销售合同，独家供应，长期合作且关系紧密。公司最大的终端客户是苹果，公司前五大客户覆盖了平板显示行业主要的龙头公司，包括 LG、三星、京东方、苹果、夏普等；而按苹果直接及指定第三方订单，近三年收入占比分别为 75.1%/91.9%/66.5%。公司客户结构更为优质，近三年毛利率均值为 53.1%，高于精测电子的 48.2%，享受了高端客户带来的溢价。
- ◆ **加大研发投入布局半导体测试设备：**公司于 2017 年成立集成电路事业部，研发测试机和分选机，并已完成 SoC 芯片测试机台研发。公司在 2018 年逆势加大研发投入 1.39 亿元，占收入比重由 2017 年的 6.83% 提升至 2018 年的 13.78%。公司今年已签署多条电池管理系统芯片检测设备订单并开始交付，累计订单额超过 3 亿元，为 2019 年业绩增长打下良好基础。另外，公司拟募资 10.1 亿元，其中投入平板显示生产基地建设项目 4.0 亿元，投入半导体事业部建设项目 2.6 亿元。公司重点在研项目主要包括 OLED mura 补偿、模板驱动测试、成像亮度色度检测、芯片分拣编带等。从半导体产业看，数据中心建设、物联网、汽车电子和人工智能领域的快速发展，为半导体及半导体设备市场增长提供了新的动能，全球半导体市场呈现良好

III
 询价区间：18.7 - 20.0 元
 定价区间：- 元

发行数据

总股本(万股)	36,090
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	华泰联合证券有限公司
发行日期	2019/6/27
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

股东信息

苏州源华创投投资管理有限公司	64.00%
陈文源	15.66%
苏州源奋企业管理合伙企业(有限合伙)	9.00%
苏州源客企业管理合伙企业(有限合伙)	9.00%
张茜	2.34%

分析师 范益民
 SAC 执业证书编号: S0910518060001
 fanyimin@huajinsec.cn
 021-20377169

报告联系人 吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

的增长势头。根据 SEMI，2018 年全球半导体设备销售额为 645 亿美元，同比增长 14%。当前最大的半导体设备销售市场是韩国，2018 年销售额为 177.1 亿美元，但其 2018 年增速为下滑 1.3%；而中国大陆在 2018 年已超过台湾地区成为全球第二大半导体设备销售地区，销售额为 131.1 亿美元，同比增长 59%，占全球半导体设备销售额由上年的 14.5% 提升至 20.3%。我国拥有着巨大的半导体设备市场，并将保持较快速的增长，但国产化设备占比依然很低，自给率严重不足。根据电子专用设备协会统计，2017 年我国大陆半导体设备制造商销售收入为 11.5 亿美元，占我国市场份额为 16%，在全球的市占率仅为 2.5%，因此我国的半导体设备拥有庞大的进口替代市场。目前国内半导体检测设备市场以长川科技为代表，近三年收入分别为 1.24/1.80/2.16 亿元，规模尚小。公司加大研发投入，布局半导体测试设备，具备先发优势，有望成为国内半导体检测设备的生力军。

◆ **估值分析：**我们根据公司各业务特点，选择面板检测行业的精测电子、劲拓股份，半导体设备行业的长川科技、至纯股份，自动化设备领域的先导智能、智云股份为可比公司。我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 11.8 亿元、14.0 亿元、16.4 亿元；归母净利润分别为 2.88 亿元、3.37 亿元、4.03 亿元。如按可比公司 2019 年动态市盈率一致预期中位数 26.9 倍为参考，公司合理市值为 77 亿元。如按可比公司 2019 年动态市销率一致预期中位数 6.6 倍为参考，公司合理市值为 78 亿元。综合以上，我们认为公司上市后合理市值为 75-80 亿元区间，如按发行后总股份 40100 万股，其合理股价区间为 18.7-20.0 元。

◆ **风险提示：**贸易摩擦加剧致面板投资增长不达预期；苹果是公司最大终端客户，苹果市场份额下降导致公司收入下滑风险；半导体设备研发投入大、周期长，存在研发失败风险；市场竞争加剧导致毛利率下滑盈利能力下降风险等。

财务数据与估值

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,369.8	1,005.1	1,182.9	1,395.9	1,643.0
净利润	209.7	243.3	287.5	337.3	402.5
每股收益(元)	0.58	0.67	0.72	0.84	1.00
每股净资产(元)	1.85	2.53	3.01	3.72	4.58

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	45.0%	55.4%	52.7%	51.6%	50.6%
净利率	15.3%	24.2%	24.3%	24.2%	24.5%
净资产收益率	31.4%	26.7%	23.8%	22.6%	21.9%
ROIC	36.0	14.8	8.1	16.9	7.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、	科创板第一股，主营为平板显示检测设备	4
二、	平板显示检测设备受益产能转移及 OLED 渗透率提升	5
(一)	全球面板产能向我国大陆转移	5
(二)	公司绑定海外优质客户享受溢价	6
三、	加大研发投入布局半导体测试设备	6
(一)	募资加大研发投入半导体测试设备	7
(二)	国内半导体设备进口替代空间巨大	7
四、	公司财务分析	8
五、	盈利预测与估值	10
六、	风险提示	11

图表目录

图 1:	公司发行前股权结构	4
图 2:	公司 2016-2018 年营业收入及其增速	5
图 3:	公司 2016-2018 年营业收入结构 (万元)	5
图 4:	全球面板市场占有率变迁	5
图 5:	近三年前五大公司占比	6
图 6:	公司最终用于苹果产品的销售占比	6
图 7:	可比公司营业收入	6
图 8:	可比公司毛利率	6
图 9:	公司研发投入及其营收占比	7
图 10:	全球半导体设备市场及增速 (亿美元)	8
图 11:	2018 年中国大陆成为全球第二大半导体设备市场	8
图 12:	我国半导体设备市场规模及增速 (亿美元)	8
图 13:	我国半导体设备自给率低 (亿美元)	8
图 14:	可比公司营业收入 (百万元)	9
图 15:	可比公司归母净利润 (百万元)	9
图 16:	可比公司毛利率 (%)	9
图 17:	可比公司净利率 (%)	9
图 18:	公司存货及其营收占比	9
图 19:	公司存货结构 (万元)	9
图 20:	可比公司存货周转率	10
图 21:	可比公司应收账款周转率	10
表 1:	公司募集资金投资项目	7
表 2:	主要财务假设	10
表 3:	可比公司市值、股价与估值 (2019 年 6 月 20 日)	11

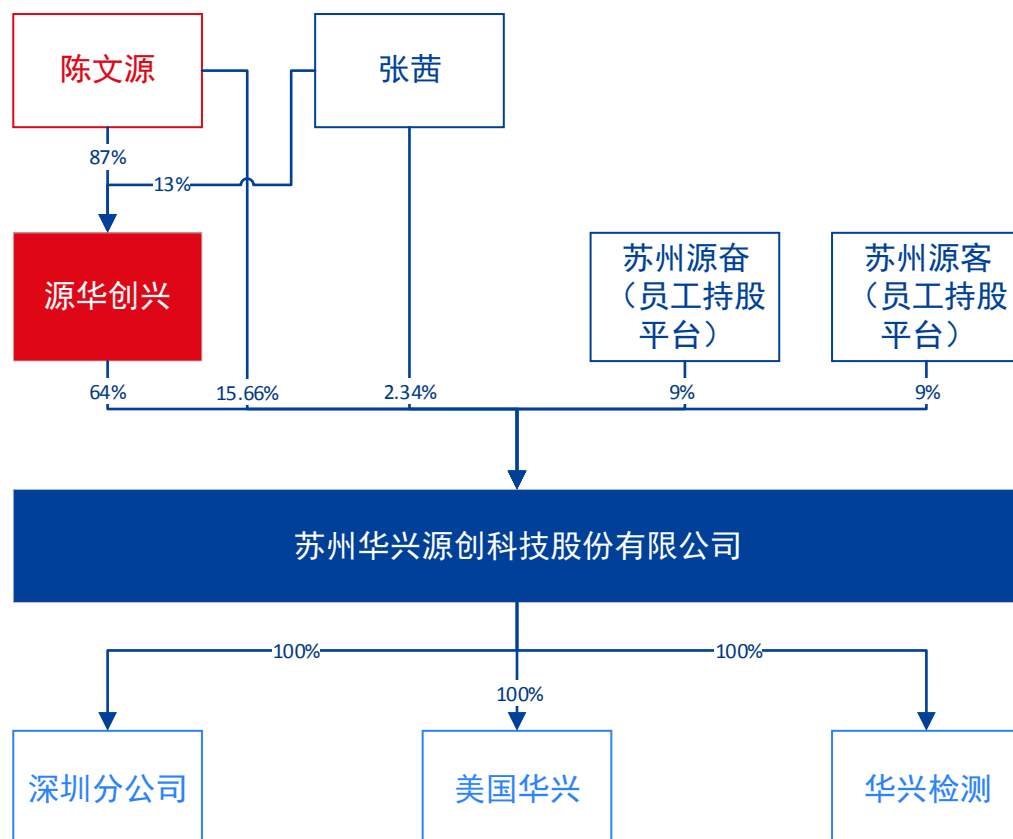
一、科创板第一股，主营为平板显示检测设备

公司首批获准科创板 IPO，并于 6 月 19 日率先披露上市发行安排及初步询价公告。发行人股票简称为“华兴源创”，股票代码为 688001.SH，网上申购代码为 787001。公司网上、网下申购配号日为 6 月 27 日，并将于 7 月 1 日将公布中签结果。

公司成立于 2005 年，前身为苏州华兴源创电子科技有限公司，2018 年整体转为股份公司。公司是国内领先的检测设备与整线系统解决方案提供商，主要从事平板显示及集成电路的检测设备研发、生产和销售，公司主要产品应用于 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等行业。

公司股权结构较为集中，陈文源及张茜夫妇通过直接及源华创兴间接持有公司合计 93% 股份。

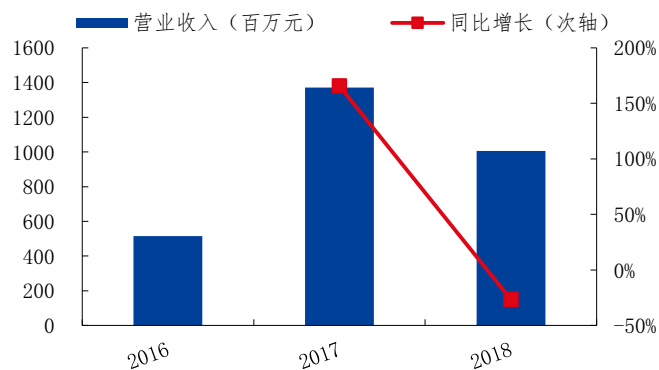
图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

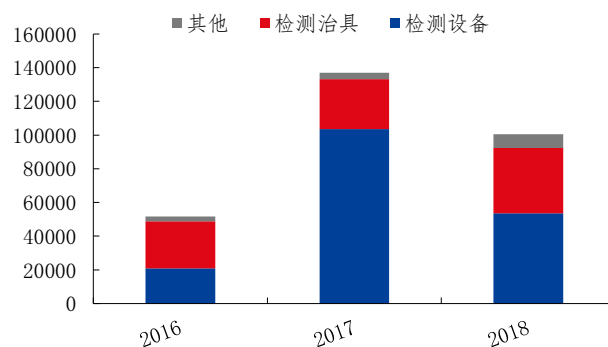
公司目前已覆盖面板的显示、触控、光学等半自动及全自动检测设备，绑定优质客户，产品具有较强竞争力。公司 2016-2018 年营业收入分别为 5.2/13.7/10.1 亿元，复合增速为 39.6%；归母净利润分别为 1.8/2.1/2.4 亿元，复合增速为 16.2%。公司 2018 年营收下滑的主要原因是，苹果公司 2017 年推出采用 OLED 屏 iPhone X，提升了面板检测设备更新换代需求，而 2018 年苹果新产品的屏幕改动较小，检测设备更新需求减弱，导致公司来自苹果供应商三星的收入由 2017 年的 8.18 亿元下滑至 1.37 亿元。

图 2：公司 2016-2018 年营业收入及其增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司 2016-2018 年营业收入结构（万元）



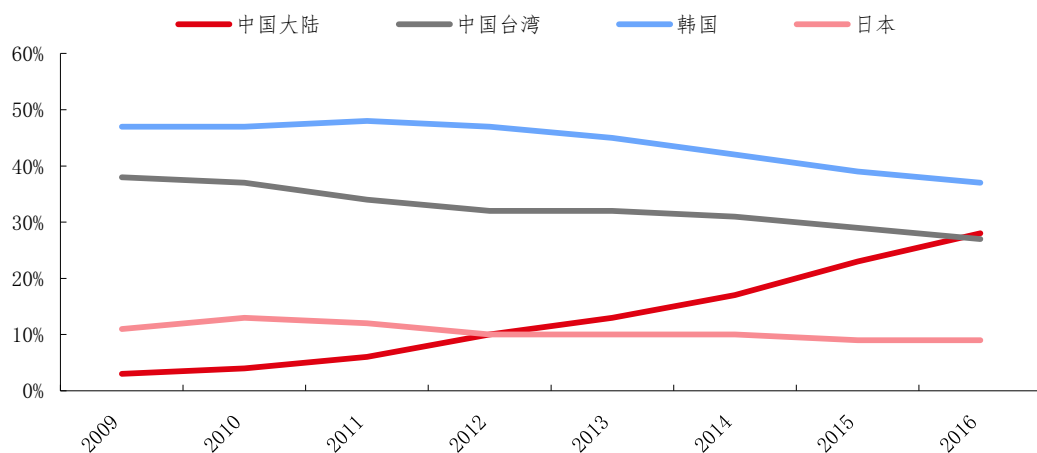
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

二、平板显示检测设备受益产能转移及 OLED 渗透率提升

（一）全球面板产能向我国大陆转移

近年随着全球消费电子持续增长影响，全球面板显示以及模组产能均保持稳定增长。我国面板企业京东方、华星光电等大力投资建设高世代产线，积极布局以满足面板市场大尺寸，轻薄及高解析度的趋势性需求。外资厂商夏普、友达等也为争取中国市场加大在华投资力度新建产线，全球面板产能向中国大陆转移的趋势明显。2017 年我国面板产能占全球总产能比重接近 50%。

图 4：全球面板市场占有率变迁



资料来源：Display Search，华金证券研究所

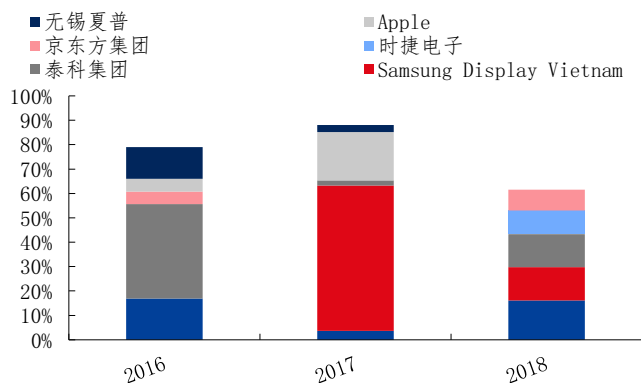
全球面板产能正加速向我国大陆转移，特别是随着智能手机 OLED 屏渗透率逐步提升，我国作为全球主要的智能手机及平板电脑生产基地，高端 AMOLED 需求正快速增长。据 HIS 预测，未来五年全球的 OLED 投入规模将达到 500 亿美元以上，这为公司平板显示检测设备提供了广阔的市场。

(二) 公司绑定海外优质客户享受溢价

从面板检测设备行业竞争格局看，国内面板检测行业以精测电子以及新进入者劲拓股份为代表，其主要客户为京东方、华星光电、深天马等国内面板企业。而韩国的赛太克、台湾地区的致茂电子及由田新技成长于 20 世纪 90 年代面板产能由日本转移至台湾地区与韩国时期；随着近十年面板产业向我国大陆转移，韩国与台湾地区检测设备企业竞争优势已不明显，市场逐渐被国内自动化企业瓜分。国内面板生产企业一般通过招标方式确定供应商，竞争相对激烈；而苹果、三星、LG 等海外企业通常与设备供应商协同确定技术方案，打样测试通过后签订销售合同，独家供应，长期合作且关系紧密。

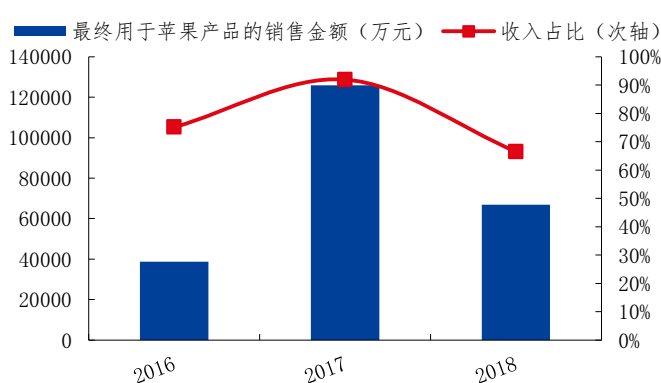
公司最大的终端客户是苹果，公司前五大客户覆盖了平板显示行业主要的龙头公司，包括 LG、三星、京东方、苹果、夏普等；而按苹果直接及指定第三方订单，近三年收入占比分别为 75.1%/91.9%/66.5%。

图 5：近三年前五大公司占比



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

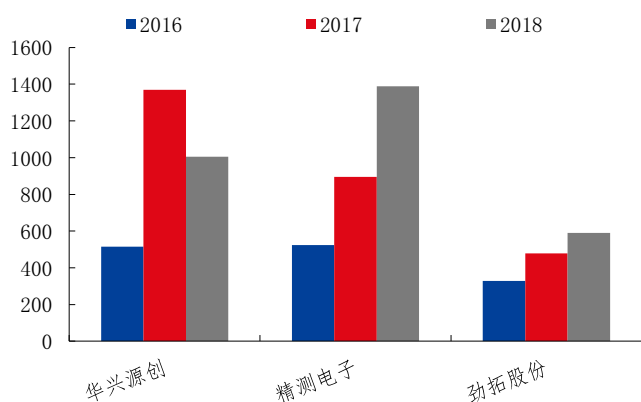
图 6：公司最终用于苹果产品的销售占比



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

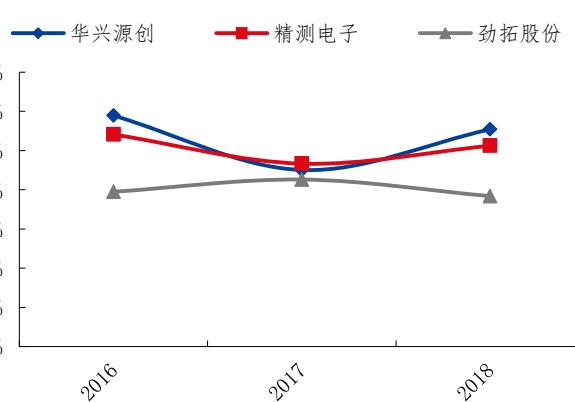
公司客户结构更为优质，享受了高端客户带来的溢价。公司 2016-2018 年毛利率均值为 53.1%，高于同类公司精测电子的 48.2%。

图 7：可比公司营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：可比公司毛利率



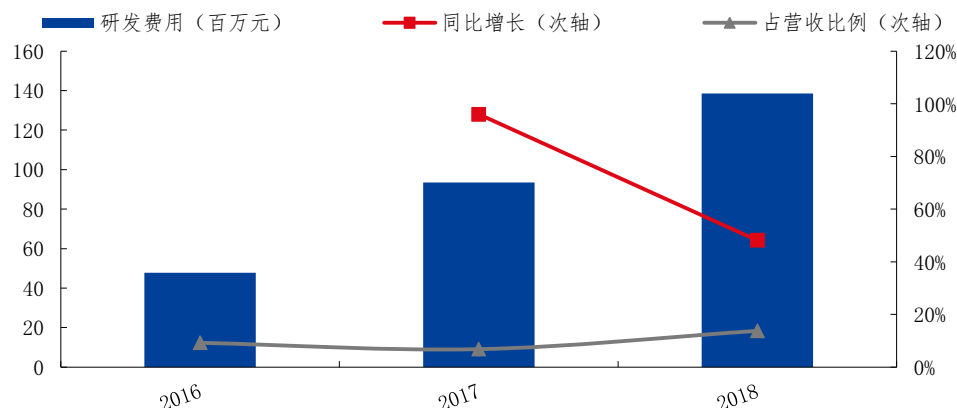
资料来源：Wind，华金证券研究所

三、加大研发投入布局半导体测试设备

(一) 募资加大研发投入半导体测试设备

公司于 2017 年成立集成电路事业部，研发测试机和分选机，并已完成 SoC 芯片测试机台研发。公司在 2018 年逆势加大研发投入 1.39 亿元，占收入比重由 2017 年的 6.83% 提升至 2018 年的 13.78%。公司今年已签署多条电池管理系统芯片检测设备订单并开始交付，累计订单额超过 3 亿元，为 2019 年业绩增长打下良好基础。

图 9：公司研发投入及其营收占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司本次科创板上市拟募资 10.1 亿元，其中投入平板显示生产基地建设项目 4.0 亿元，投入半导体事业部建设项目 2.6 亿元。公司重点在研项目主要包括 OLED mura 补偿、模板驱动测试、成像亮度色度检测、芯片分拣编带等。

表 1：公司募集资金投资项目

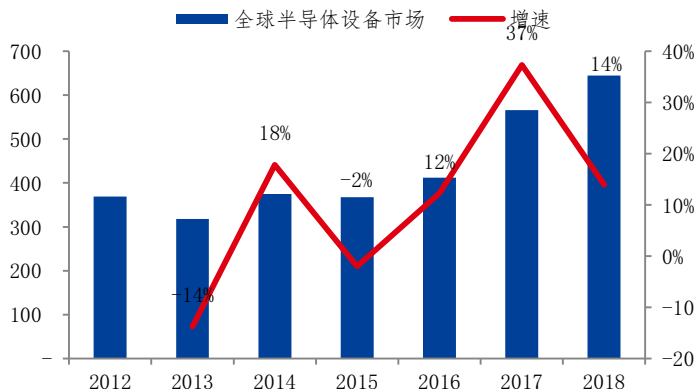
序号	募集资金投资项目	拟使用募集资金金额 (万元)
1	平板显示生产基地建设项目	39858.91
2	半导体事业部建设项目	26032.79
3	补充流动资金	35000
合计		100891.7

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

(二) 国内半导体设备进口替代空间巨大

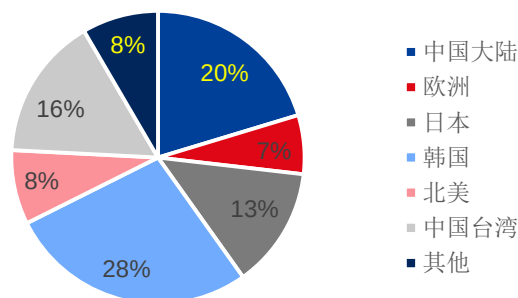
从全球半导体市场看，数据中心建设、物联网、汽车电子和人工智能领域的快速发展，为半导体及设备市场增长提供了新的动能，呈现良好的增长势头。根据 SEMI 数据，2018 年全球半导体设备销售额为 645 亿美元，同比增长 14%。中国大陆超过台湾地区成为全球第二大半导体设备销售地区，销售额为 131.1 亿美元，同比增长 59%，占全球半导体设备销售额由上年的 14.5% 提升至 20.3%；当前最大的半导体设备销售市场是韩国，2018 年销售额为 177.1 亿美元，而其 2018 年增速为下滑 1.3%；相比于中国大陆 59% 的高增长，韩国半导体设备市场呈现疲态。

图 10：全球半导体设备市场及增速（亿美元）



资料来源：SEMI，华金证券研究所

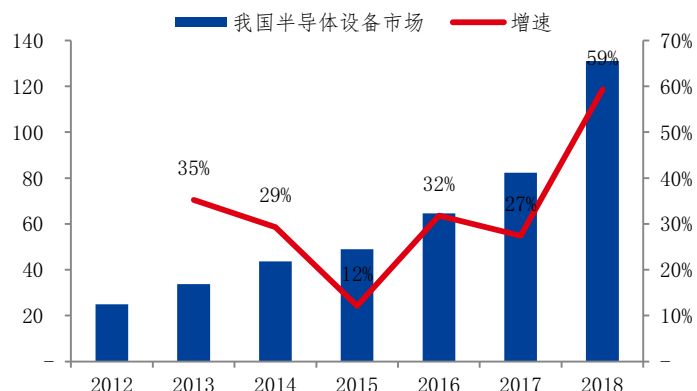
图 11：2018 年中国大陆成为全球第二大半导体设备市场



资料来源：SEMI，华金证券研究所

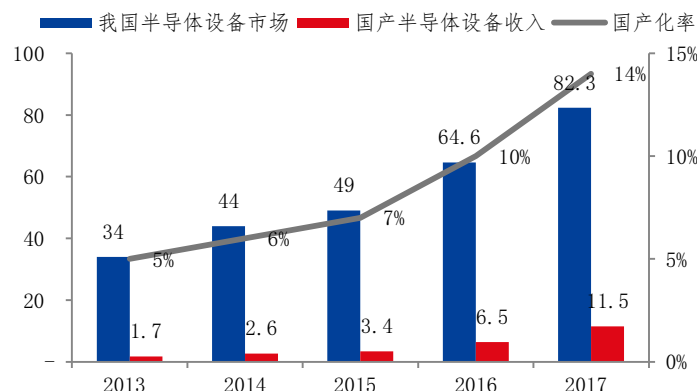
虽然我国拥有着巨大的半导体设备市场，并将保持较快速的增长，但国产化设备占比依然很低，自给率严重不足。根据电子专用设备协会统计，2017 年我国大陆半导体设备制造商销售收入为 11.5 亿美元，占我国市场份额为 16%，在全球的市占率仅为 2.5%，国内半导体设备需求旺盛但仍高度依赖进口。

图 12：我国半导体设备市场规模及增速（亿美元）



资料来源：SEMI，华金证券研究所

图 13：我国半导体设备自给率低（亿美元）



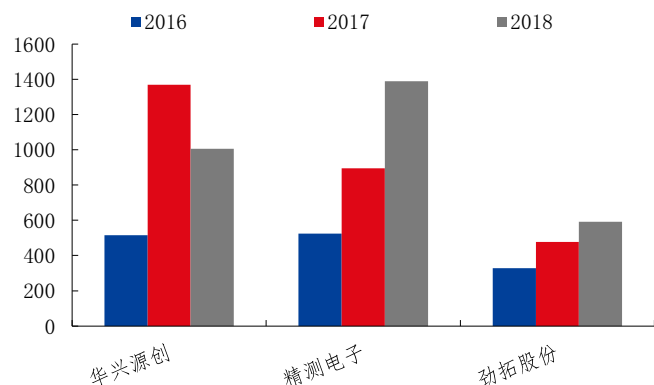
资料来源：电子专用设备协会，华金证券研究所

当前我国半导体设备仍然以进口为主，而国产设备正加速拉近与全球先进技术水平的差距。在“极大规模集成电路制造装备及成套工艺”重大专项的推动下，国产半导体装备的市场将会进一步提升。目前国内半导体检测设备市场以长川科技为代表，2018 年收入 2.16 亿元，规模尚小。公司加大研发投入，布局半导体测试设备，具备先发优势，有望成为国内半导体检测设备的生力军。

四、公司财务分析

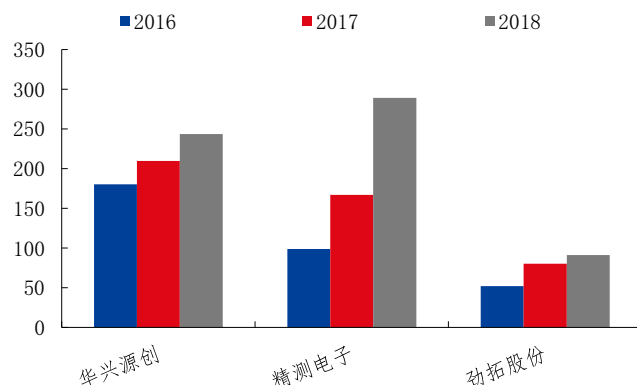
2018 年，由于苹果手机产品屏幕变化较小，新增检测设备的需求较小，华兴源创营业收入降低，低于精测电子。公司净利润保持稳步增长，由于精测电子营收规模快速增长，公司净利润规模略低于精测电子。2016 年至 2018 年，公司净利润保持 16% 的年复合增速。

图 14：可比公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

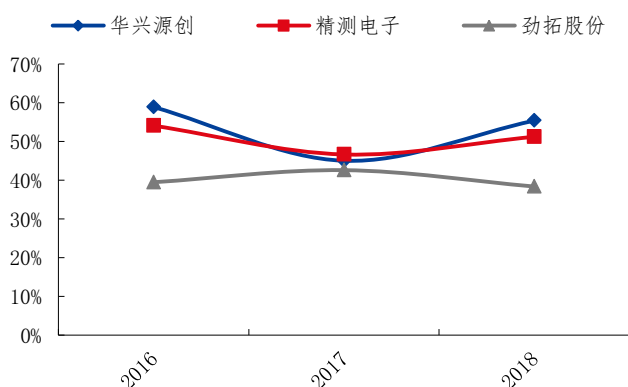
图 15：可比公司归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

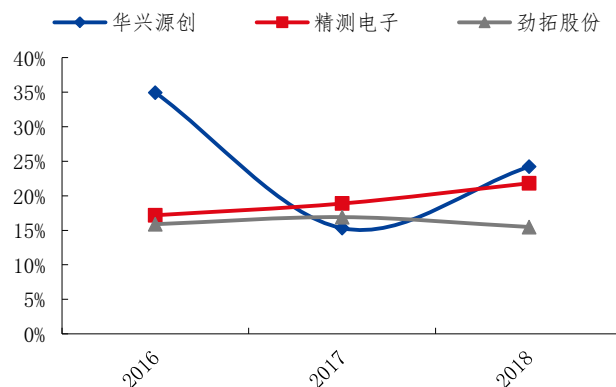
公司客户结构更为优质，近三年毛利率均值为 53.1%，高于精测电子的 48.2%，享受了高端客户带来的溢价。更高的毛利率推动公司 2018 年净利率高于精测电子。2018 年公司毛利率约 55.4%，净利率约 24.2%。

图 16：可比公司毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

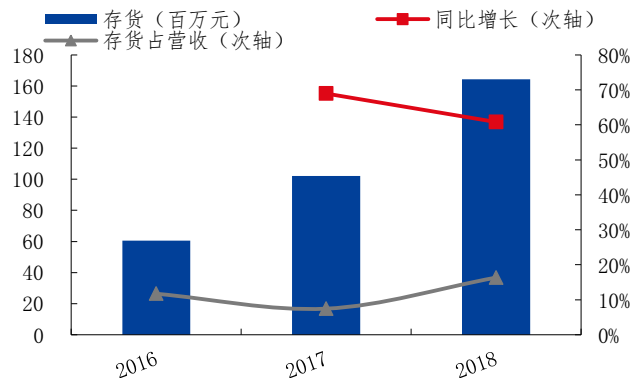
图 17：可比公司净利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

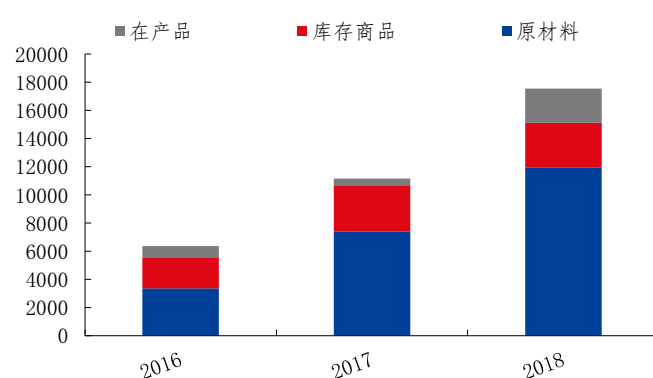
近年来公司存货规模随营收增长而较快增长，2018 年存货占营收比例提升至 16%。其中原材料同比增长 61%，主要源于未来生产的储备；库存商品同比略有降低；在产品同比增长逾 3 倍，主要源于检测设备生产周期较长，年底有 17 条自动化检测设备在产。

图 18：公司存货及其营收占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

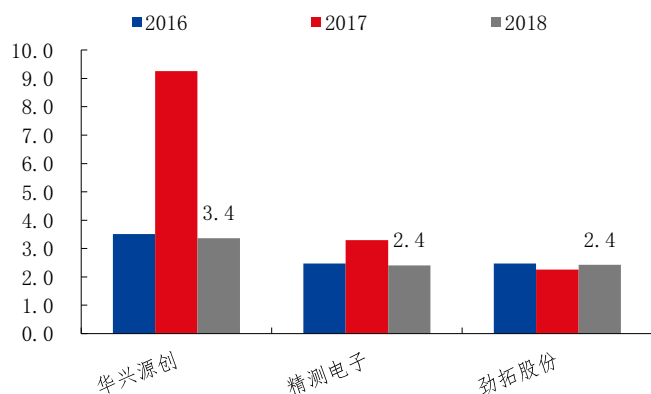
图 19：公司存货结构（万元）



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

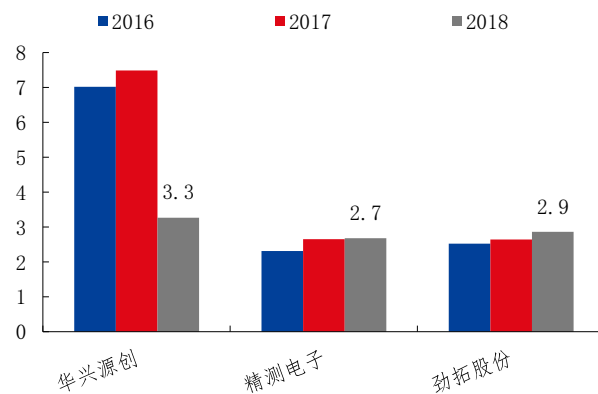
2018 年公司存货周转率及应收账款周转率均高于可比公司。其中，存货周转率高于精测电子，一是源于按订单的生产模式，二是源于公司生产销售旺季主要在二三季度，期末存货金额相对较小，精测电子经营旺季在下半年，尤其是四季度，存货规模高于公司。公司应收账款周转率更高，一是源于公司主要客户苹果、三星、LG 的信用周期普遍较短，二是源于销售旺季差异。

图 20：可比公司存货周转率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：可比公司应收账款周转率



资料来源：Wind，华金证券研究所

五、盈利预测与估值

我们预测公司未来几年各业务板块主要财务指标如下：

公司检测设备主要包括面板检测中的触控、老化、显示等设备，以及芯片检测设备。公司面板检测下游主要为苹果产业链，2018 年苹果智能手机定价过高以及消费者换机周期变长，导致全球销量不及预期，市占率下降，预计 2019 年设备采购预算将有所下滑；而目前全球 5G 建设加快，明年或将加速智能手机更新需求。我们预计公司面板检测设备业务 2019-2021 年收入增速分别为-20%，30%，20%。另一方面，公司自 2017 年发力半导体检测设备研发，2018 年逆势加大研发投入。公司已公告今年已签署多条电池管理系统芯片检测设备订单并开始交付，累计订单额超过 3 亿元。公司作为半导体检测业务的新进入者，能否持续开拓新客户及向市场推出新产品存在一定不确定性，我们预计公司半导体检测业务未来三年收入分别为 2.5/2.8/3.5 亿元。综合以上，我们预测公司检测设备未来三年收入分别为 6.7/8.4/10.1 亿元，增速分别为 26%/24%/21%。毛利率预计将随着景气波动及潜在新进入的竞争小幅下滑，预测未来三年毛利率分别为 51%/50%/49%。

公司检测治具主要分别为结构类，信号类及备品备件，随着非标自动化行业由简单治具向自动化设备升级，行业整体将保持平稳发展，预计公司检测治具业务保持平稳发展，我们预测 2016-2018 年收入增速分别为 10%/12%/15%，收入分别为 4.27/4.78/5.50 亿元；毛利率稳中有降，分别为 54%/53%/52%。

表 2：主要财务假设

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
检测设备	营业收入	20,793	103,591	53,478	67,382	83,554	101,100
	增长率		398.21%	-48.38%	26.00%	24.00%	21.00%
	营业成本	8,777	59,292	25,668	33,017	41,777	51,561

	毛利率	57.79%	42.76%	52.00%	51.00%	50.00%	49.00%
检测治具	营业收入	28,041	29,559	38,806	42,687	47,809	54,980
	增长率		5.41%	31.28%	10.00%	12.00%	15.00%
	营业成本	11,264	14,738	16,340	19,636	22,470	26,391
	毛利率	59.83%	50.14%	57.89%	54.00%	53.00%	52.00%
其他业务	营业收入	2,762	3,834	8,225	8,225	8,225	8,225
	增长率		38.80%	114.52%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	1,166	1,264	2,835	3,290	3,290	3,290
	毛利率	57.78%	67.03%	65.53%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	营业收入	51,595	136,983	100,508	118,293	139,587	164,305
	增长率		39.51%	39.51%	17.69%	18.00%	17.71%
	营业成本	21,207	75,294	44,842	55,943	67,537	81,241
	毛利率	58.90%	45.03%	55.38%	52.71%	51.62%	50.55%

资料来源：招股书、华金证券研究所

我们根据公司各业务特点，选择面板检测行业的精测电子、劲拓股份，半导体设备行业的长川科技、至纯股份，自动化设备领域的先导智能、智云股份为可比公司，估值情况如下：

表 3：可比公司市值、股价与估值（2019 年 6 月 20 日）

公司	证券代码	股价	市值（亿元）	PE(2019E)	PS(2019E)	PB(2019E)
精测电子	300567.SZ	48.4	123.7	30.2	7.6	6.0
长川科技	300604.SZ	18.6	52.6	52.6	24.7	14.6
至纯科技	603690.SH	17.4	45.3	33.9	6.3	4.3
先导智能	300450.SZ	28.0	254.7	23.7	6.2	5.0
劲拓股份	300400.SZ	14.3	36.0	23.0	6.9	4.2
智云股份	300097.SZ	10.0	29.3	10.6	3.5	1.8
可比公司平均值				29.0	9.2	6.0
可比公司中位数				26.9	6.6	4.7

资料来源：Wind，华金证券研究所

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 11.8 亿元、14.0 亿元、16.4 亿元；归母净利润分别为 2.88 亿元、3.37 亿元、4.03 亿元。

如按可比公司 2019 年动态市盈率一致预期中位数 26.9 倍为参考，公司合理市值为 77 亿元。

如按可比公司 2019 年动态市销率一致预期中位数 6.6 倍为参考，公司合理市值为 78 亿元。

综合以上，我们认为公司上市后合理市值区间为 75-80 亿元，如按发行后总股份 40100 万股测算，公司合理股价区间为 18.7-20.0 元。

六、风险提示

中美贸易摩擦加剧将影响国内面板投资的进度，并将对公司面板检测设备的需求产生负面影响。

苹果是公司过去三年最大的终端客户，苹果市场份额下降将导致公司收入有下滑风险。

半导体设备行业属性决定了公司需持续及大量的研发投入,如公司产品研发失败或产品推向市场后不能满足客户需求,将显著影响公司的竞争力和品牌形象。

市场竞争加剧导致毛利率下滑盈利能力下降风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,369.8	1,005.1	1,182.9	1,395.9	1,643.0	年增长率					
减: 营业成本	752.9	448.4	559.4	675.4	812.4	营业收入增长率	165.5%	-26.6%	17.7%	18.0%	17.7%
营业税费	10.6	8.4	9.5	11.2	13.1	营业利润增长率	25.6%	2.3%	17.2%	17.3%	18.8%
销售费用	51.9	50.3	61.5	71.2	82.2	净利润增长率	16.3%	16.0%	18.2%	17.3%	19.3%
管理费用	156.8	91.6	248.4	279.2	312.2	EBITDA 增长率	60.4%	5.3%	-26.7%	19.2%	19.9%
财务费用	29.2	-7.1	-15.6	-18.5	-22.2	EBIT 增长率	61.0%	2.9%	-24.7%	17.2%	18.7%
资产减值损失	18.8	6.6	9.8	11.7	9.4	NOPLAT 增长率	44.7%	-3.5%	11.6%	17.2%	18.7%
加: 公允价值变动收益	-	-0.5	-	-	-	投资资本增长率	134.7%	103.0%	-43.5%	187.9%	-28.7%
投资和汇兑收益	4.9	-4.5	2.9	1.1	-0.2	净资产增长率	5.2%	36.6%	32.3%	23.7%	23.0%
营业利润	261.1	267.0	312.8	366.8	435.8	盈利能力					
加: 营业外净收支	-4.6	9.0	21.5	25.4	32.2	毛利率	45.0%	55.4%	52.7%	51.6%	50.6%
利润总额	256.5	276.0	334.4	392.2	468.0	营业利润率	19.1%	26.6%	26.4%	26.3%	26.5%
减: 所得税	46.8	32.7	46.8	54.9	65.5	净利率	15.3%	24.2%	24.3%	24.2%	24.5%
净利润	209.7	243.3	287.5	337.3	402.5	EBITDA/营业收入	28.5%	40.9%	25.5%	25.7%	26.2%
						EBIT/营业收入	28.0%	39.3%	25.1%	25.0%	25.2%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	29.8%	26.7%	17.2%	17.8%	17.4%
货币资金	373.5	371.7	902.3	551.0	1,187.9	负债权益比	42.4%	36.4%	20.8%	21.7%	21.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.88	2.70	5.29	5.00	5.17
应收账款	297.4	327.9	85.0	494.3	264.8	速动比率	2.51	2.19	5.08	4.13	4.71
应收票据	0.5	1.0	0.4	0.8	0.8	利息保障倍数	13.12	-55.44	-19.04	-18.83	-18.65
预付账款	4.8	3.7	3.4	5.8	6.4	营运能力					
存货	102.1	164.3	40.0	224.6	141.2	固定资产周转天数	6	62	101	99	102
其他流动资产	13.0	12.0	8.5	11.2	10.6	流动营业资本周转天数	30	76	31	54	65
可供出售金融资产	-	2.1	2.0	1.4	1.8	流动资产周转天数	188	299	292	300	318
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	49	112	63	75	83
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	21	48	31	34	40
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	218	393	411	422	442
固定资产	25.6	321.1	341.7	429.5	502.0	投资资本周转天数	56	163	145	172	186
在建工程	104.8	-	36.0	58.0	69.0	费用率					
无形资产	14.3	30.7	29.9	29.1	28.4	销售费用率	3.8%	5.0%	5.2%	5.1%	5.0%
其他非流动资产	13.7	9.0	7.9	10.0	9.0	管理费用率	11.4%	9.1%	21.0%	20.0%	19.0%
资产总额	949.7	1,243.3	1,457.0	1,815.6	2,221.9	财务费用率	2.1%	-0.7%	-1.3%	-1.3%	-1.4%
短期债务	20.0	80.0	-	-	-	三费/营业收入	17.4%	13.4%	24.9%	23.8%	22.6%
应付账款	79.3	181.7	87.2	149.0	187.0	投资回报率					
应付票据	45.5	-	30.2	18.4	43.2	ROE	31.4%	26.7%	23.8%	22.6%	21.9%
其他流动负债	129.8	64.9	79.2	90.2	81.8	ROA	22.1%	19.6%	19.7%	18.6%	18.1%
长期借款	-	-	50.0	60.0	70.0	ROIC	185.8%	76.4%	42.0%	87.1%	35.9%
其他非流动负债	8.0	5.4	4.5	5.9	5.3	分红指标					
负债总额	282.6	332.0	251.0	323.6	387.3	DPS(元)	-	-	0.11	0.13	0.15
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	360.9	360.9	401.0	401.0	401.0	股息收益率					
留存收益	307.2	550.5	805.0	1,091.0	1,433.6						
股东权益	667.1	911.3	1,206.0	1,492.0	1,834.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	209.7	243.3	287.5	337.3	402.5	EPS(元)	0.58	0.67	0.72	0.84	1.00
加: 折旧和摊销	7.8	17.0	4.2	11.0	17.2	BVPS(元)	1.85	2.53	3.01	3.72	4.58
资产减值准备	18.8	1.8	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	0.5	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	15.8	-0.7	-15.6	-18.5	-22.2	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-4.9	4.5	-2.9	-1.1	0.2	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-111.1	-138.7	322.1	-539.1	367.4	CAGR(%)	17.2%	18.3%	16.8%	17.2%	18.3%
经营活动产生现金流量	147.2	184.4	595.3	-210.3	765.2	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-83.2	-169.5	-57.5	-118.2	-100.5	ROIC/WACC	36.0	14.8	8.1	16.9	7.0
融资活动产生现金流量	-170.6	-19.0	-7.3	-22.8	-27.7						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

范益民声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn