

2019年11月01日

证券研究报告·2019年三季度点评

先导智能 (300450) 机械设备

买入 (维持)

当前价: 33.36 元

目标价: 41.50 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

海外占比进一步提升, 资产质量改善明显

投资要点

- **业绩总结:** 先导智能 2019 年前三季度实现营收 32.2 亿元, 实现扣非后归母净利润 6.2 亿元, 同比增速 14.7%。Q3 单季度实现营收 13.6 亿元, 同比增速 7.9%; 实现扣非后归母净利润 2.4 亿元, 同比增速 10.16%。前三季度毛利率为 41.3%, 其中 Q3 单季度毛利率为 38.8%, 环比下降 2.5pct。
- **存货周转天数减少, 现金流改善明显。** 存货周转天数降低, 从 389 天降低到 346 天。经营性现金流由负转正, 体现了公司从 2017 年开始持续改善资产结构做出的努力已经有了明显效果。
- **公司客户结构优异, 海外客户有望大幅度提升。** 公司拥有众多优质的国内外客户, 目前全球前十大锂电巨头均是公司客户, 涵盖中国、日本、韩国、欧洲等全球多个国家和地区。公司一直都是宁德最优质的设备供应商, 同时也是 LG 和特斯拉的合作伙伴。2018 年公司已经获得特斯拉美国的订单, 随着特斯拉国产进度的加快, 预计特斯拉的订单能很快落地。2019 年, 公司与 NOSVOLT 签订战略合作协议, NOSVOLT 是大众控股的动力电池厂商, 预计这部分订单也将迅速落地。2020 年, 公司海外订单的占比会迅速提升。
- **横向拓展其他战略新兴行业, 取得不错的进展。** 公司不仅仅是锂电行业全球最优质的供应商, 其优质的基因使得公司屡次跨行成功。先导智能在薄膜电容器和光伏领域已经验证了自己优秀的装备制造能力, 并且进一步开拓了 3C 检测行业。随着 A 客户订单的落地, 预计 2020 年公司在 3C 领域的订单会保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预测未来三年公司归母净利润复合增速 40%。先导设备龙头并且在各个领域都实现突破, 我们给予公司 2020 年 25 倍估值, 对应目标价 41.5 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源补贴政策大幅度退坡的风险; 产能爬坡不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3890.03	4744.03	6572.87	8245.72
增长率	78.70%	21.95%	38.55%	25.45%
归属母公司净利润(百万元)	742.44	1035.22	1458.00	1866.42
增长率	38.13%	39.43%	40.84%	28.01%
每股收益 EPS(元)	0.84	1.17	1.65	2.12
净资产收益率 ROE	21.57%	23.85%	26.02%	25.92%
PE	40	28	20	16
PB	8.54	6.78	5.25	4.09

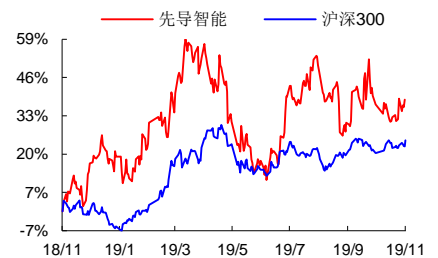
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁
执业证号: S1250517090002
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

分析师: 陈瑶
执业证号: S1250519080003
电话: 0755-23914886
邮箱: cyao@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)	8.82
流通 A 股(亿股)	8.48
52 周内股价区间(元)	24.35-38.78
总市值(亿元)	294.09
总资产(亿元)	84.34
每股净资产(元)	4.37

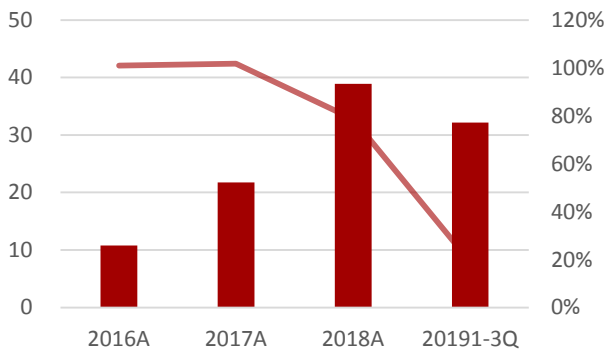
相关研究

1. 先导智能 (300450): 技术创新领先, 引导智能潮流 (2019-04-17)

1 三季度报符合预期，资产质量进一步改善

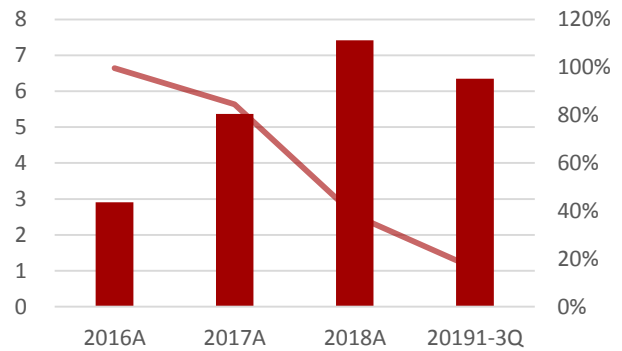
业绩指引：先导智能 2019 年前三季度一共实现营收 32.16 亿元，同比增速 19.3%，实现扣非后归母净利润 6.2 亿元，同比增速 14.7%。Q3 单季度实现营收 13.6 亿元，同比增速 7.93%；实现扣非后归母净利润 2.4 亿元，同比增速 10.2%。

图 1：公司最近三年营收（亿元）及增速



数据来源：wind，西南证券整理

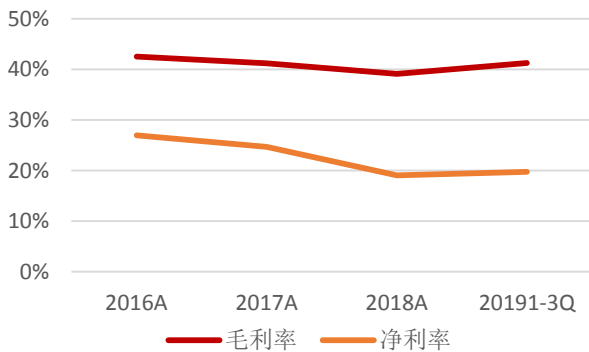
图 2：公司最近三年归母净利润（亿元）及增速



数据来源：wind，西南证券整理

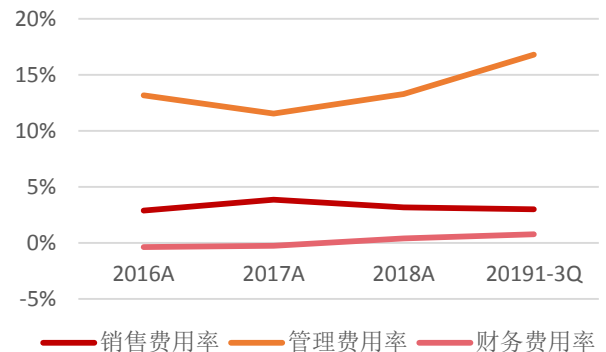
财务状况：先导智能的毛利率稳定，净利率略有下滑，主要是研发费用的占比持续提升。三废当中的研发费用一直很高，这也是高科技企业技术先进性的保证。公司最近加大了其他行业的拓展，预计研发费用会保持在高位。

图 3：公司最近三年毛利率和净利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司最近三年三费率



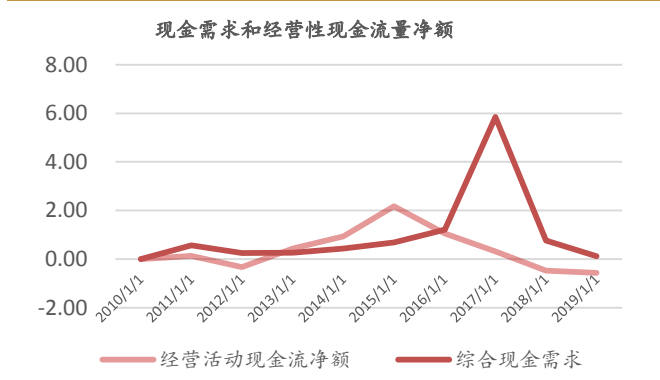
数据来源：wind，西南证券整理

资产和现金流情况：公司属于轻资产运营，营运资本的占比一直很高。营运资本当中，存货、预付账款及应收账款占据大头。2015 年以后，公司在预收的占比是在下降，存货的占比不明显，而应收的占比在提升。这个和锂电池行业的特征非常相关，锂电池行业补贴每年都在降低，下游锂电池对于设备厂商的验收时间在增加，所以导致了应收账款占比的提升。存货是资产中最重要的一块。锂电行业以销定产，在产线没有验收之前，就以库存记账。库存当中，大部分为发出商品，这就是已经发出但未验收的存货，将来即可确认为收入。

从现金流的角度，公司 2016 和 2017 年的现金流在下降，特别是 2017 年出现大的下滑。2017 年珠海银隆由于产线验收还没有完成，营收表现为大量的应收账款。2018 年珠海银隆的订单已经验收，该客户的风险已经化解，应收账款的占比已经下降到合理水平。

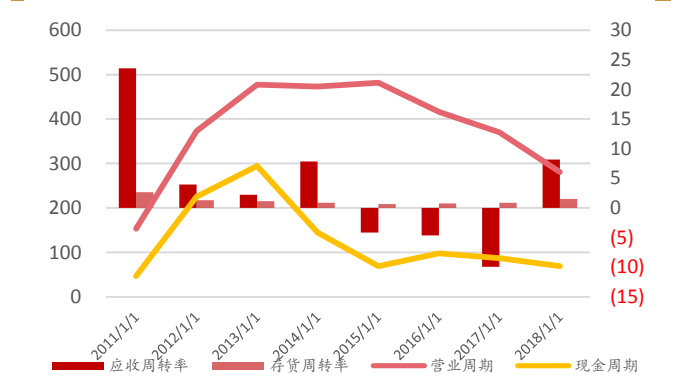
三季度中，公司经营性现金流净额为 3.3 亿，同比由负转正；其中 Q3 单季净额为 1.5 亿。公司 2019 年 Q3 应收账款为 15 亿，应收票据 10.2 亿。公司的存货周转天数从上年同期的 389 天大幅缩短至 346 天。

图 5：公司现金流情况（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司资产情况

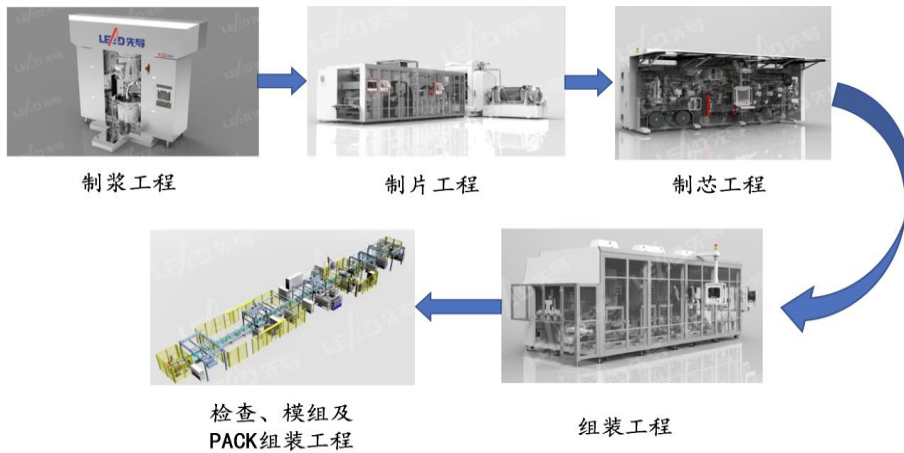


数据来源：wind，西南证券整理

2 平台型设备公司，横向跨行降低周期波动

先导智能的产品是沿着横向和纵向两个方向拓展：横向，从薄膜电容器到锂电池和 3C、到光伏和半导体；纵向从锂电池产线的前端到中端到后端继而到总线总包。

图 7：先导智能在锂电行业纵向扩展



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司可提供粉料、搅拌、涂布、辊压、分切、卷绕、组装、化成、分容测试和整线物流系统等锂电池整线装备，并配套公司自主研发的 MES 生产执行系统，为锂电池企业打造智能化工厂。

虽然产品线多，但研发核心不变。设备的核心要求是精度的稳定性和可靠性。通过核心产品，公司获得大量优质客户，刚开始是在消费类锂电池拿下松下（苏州）等，随着动力电池的爆发，公司在 2015-2017 年相继开拓力神、亿纬锂能、BYD、CATL 等动力电池优质客户，乘动力电池扩产大潮的东风。在对锂电池产线深刻的理解下，公司纵向自主开发

前端涂布机设备，后端通过收购珠海泰坦获得测试和分容化成的能力，继而具备整线整包的能力。

单个行业的设备周期性强，所以先导一直在开拓新的行业，以降低业绩的波动。公司从薄膜电容器发家，在锂电池扩产的大潮中进入动力锂电池行业，开拓了新的业绩增长点，并做到国内行业第一的龙头位置。同时，先导跨入了光伏行业和 3C 领域，再次证明自己优秀的基因。每次跨界，先导总是瞄准高技术领域，实现新的进口替代。横向拓展的多次成功证明，先导的设备具备核心竞争力。

光伏领域已经拥有稳定的优质客户：光伏高效电池产线设备。先导智能在光伏领域可提供自动上下料机、插片叠片一体机、制绒清洗自动上下料机、刻蚀清洗自动上下料机等设备，覆盖电池和组件环节的自动化设备。

图 8：先导智能光伏产品

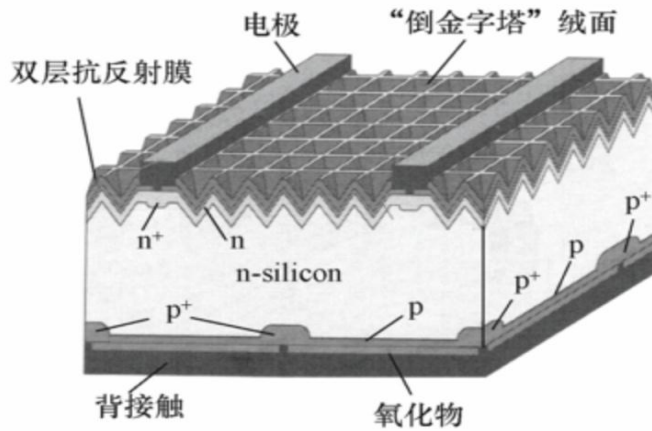


数据来源：公司官网，西南证券整理

光伏行业的趋势是高效电池。而通往高效的路上技术众多，我们对光伏技术简单梳理一下：

基于 P 型硅片的主要是目前广泛采用的 PERC 技术。背钝化电池 (PERC) 为钝化发射极背接触，在常规晶硅电池的生产工艺上新增两道工序：背面钝化和激光刻槽，通过在常规晶硅电池的背面添加一个电介质钝化层来提高电池的转换效率。仅通过背面钝化和激光刻槽两道新增工序就可以完成生产线的改造。背面进行小面积的硼扩散 P+ 区域，减少了背面电极的接触电阻。蒸铝的背面电极本身就是很少的背面反射器，从而提高了电池的光电转换效率。局部接触背钝化 PERC 核心是在硅片背面用 Al₂O₃ 和 SiN_x 覆盖，起到钝化表面的作用。可以用 PEVCD 和 ALD 两种方法。ALD 制备氧化铝之后还需要退火的步骤。

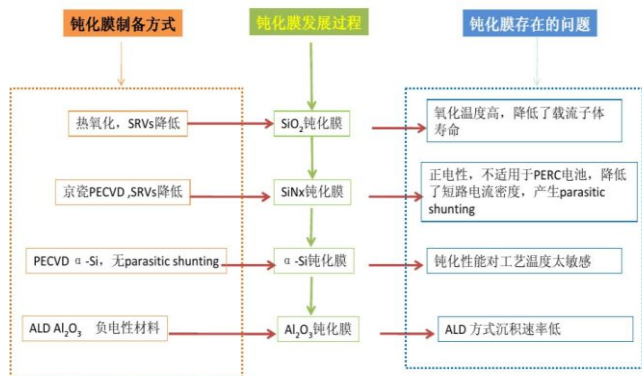
图 9: PERC 电池技术



数据来源: 西南证券整理

从钝化的工艺来进行分类: 这几年光伏电池都在背钝膜上发力。发展出来不同的钝化材料和不同的钝化设备。目前广泛采用的就是 SiN_x 钝化膜, 对应的设备是 PECVD。而 Al_2O_3 钝化膜采用的是 ALD 设备, ALD 设备更多应用于半导体工业。

图 10: 集中背钝化的工艺



数据来源: 西南证券整理

图 11: 不同的膜材料代表

钝化材料	SiN_x/H	$\alpha\text{-Si}:\text{H}$	SiO_2	Al_2O_3	叠层钝化
类型代表	传统电池技术	HIT	PERC、PERL	N type	ISFH、FISE
特点	沉积温度低 ($\leq 450^\circ\text{C}$), 良好的体和表面钝化效果, 沉积速率高适合工业化生产。	沉积温度低, 一般低于 250°C , 良好的钝化及透光效果, 可用于制备高效电池, 如 SiN_x/H 钝化。采用 $\alpha\text{-Si}$ 钝化, Sanyo 公司得到转换效率为 22.3% 的 HIT 太阳能电池, 厚度可降到 $70\ \mu\text{m}$ 。	钝化性能高, 常用于制备高效电池, 如 UNSW 的 PERC、PERL 电池。	沉积温度低, 一般低于 400°C ; 薄膜厚度易控制, 精度高; 钝化性能良好; 适合 P 型背场和 N 型发射极钝化。PEALD 可满足工业化生产 (3000 片/h)。	$\text{SiN}_x/\text{SiO}_2$, $\text{SiN}_x/\alpha\text{-Si}$, $\text{SiO}_2/\text{Al}_2\text{O}_3$ 等钝化性能良好, 也常用于制备高效电池。
电池结构					

数据来源: 西南证券整理

2014 年, 光伏行业开始逐渐引入 PERC 技术。PERC 电池与常规电池最大的区别在背表面介质膜钝化, 采用局域金属接触, 大大降低被表面复合速度, 同时提升了背表面的光反射。PERC 电池可大大提高光伏电池的转换效率, 因而从 2014 年开始, 该技术逐渐投入商业化应用。

表 1: PERC 商业化发展路径

	进程
PERC 技术沿革	2013 年, 研究所 IMEC 运用激光掺杂技术, 基于 P 型单晶硅片, 实现 20.2% 的电池效率
	2014 年 4 月, 研究所 ISFH 与产业合作研发了 21.2% 转换效率的 P 型单晶 PERC 电池
	2014 年 9 月, 天合宣布基于 P 型单晶 PERC 的 21.4% 的效率, 并且 2015 年 1 月宣布产量, 平均效率为 20%
商业化生产	2014 年 2 月, 晶澳推出基于 PERC 的组件

	进程
	2014 年 6 月, 新日光宣布引入 PERC
	2014 年 6 月, sunedision 宣布基于 PERC 的电池
	2014 年, 旭宏光电引入 PERC, 开始量产
设备供应	SCHMID 向中国客户销售了一条 PERC 产线
	Centrothem 宣布可以在 500MW 的规模下实现 19.8% 的转换效率
	RENA 和 solaytec 宣布向一线中国厂供应了第十条 0erc 整线
	Levitech 宣布从台湾客户获得钝化沉积设备订单
	Singulus 宣布和浙江鸿禧能源奠定背钝化设备供应框架
	Meyer Burger 宣布截止到 2014 年 1 季度, 销售出超过 1GW 的 PERC 电池产线设备

数据来源: 西南证券整理

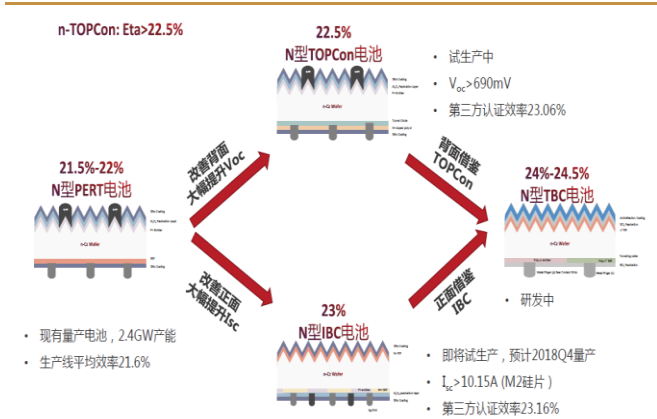
2020 年, PERC 产线改造将升级完毕。PERC 产线设备技术含量很高, 从上表可以看出只有海外设备厂商才可提供, 单机价格昂贵。目前光伏竞价上网的压力加大, 使得高效电池片的需求与日俱增。单晶电池产线正在进行 PERC 改造, 从而实现转换效率的升级。2016 年开始, 光伏巨头隆基股份实现了 PERC 电池的大规模应用, 各大巨头纷纷上线 PERC 电池。截止到目前为止, 单晶电池已经基本完成 PERC 产线的改造。而 2020 年, 预计 PERC 电池产线完成产线的技术升级。

光伏的下一代产线升级: TOPCON 和 HJT 技术

TOPCon 电池技术基于 N 型硅衬底, 前表面采用叠层膜钝化工艺, 背表面采用基于超薄氧化硅和掺杂多晶硅的隧穿氧化层钝化接触结构, 电池的背表面为 H 型栅线电极, 可双面发电。TOPCon 在电池表面生长一层超薄的可隧穿的氧化层和一层高掺杂的多晶硅层, 氧化层的钝化作用和高掺杂多晶硅层的场钝化作用可以极大地降低少子复合速率, 同时高掺杂的多晶硅层对于多子来说具有良好的传导性, 因而 TOPCon 电池具有高的开路电压和填充因子。电池采用直拉法 N 型单晶硅片, 正面依次为硼扩散发射极, 氧化硅/氮化硅钝化减反射层和金属电极; 背面依次为隧穿氧化层, 掺杂多晶硅层, 氮化硅钝化减反射层和金属电极。

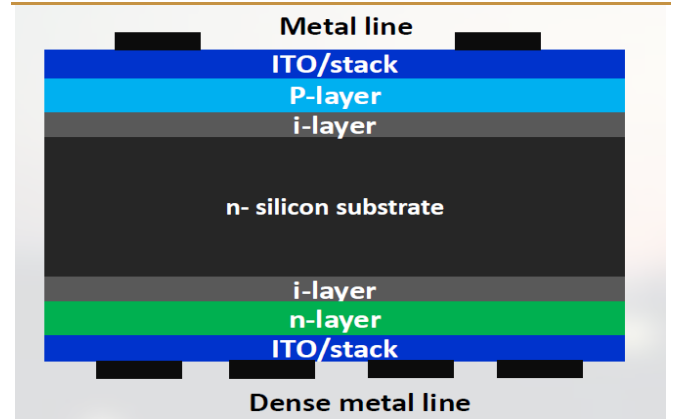
HIT 是 Heterojunction with Intrinsic Thin-layer 的缩写, 意为本征薄膜异质结, 是三洋公司发明技术。关键在于该结构的电池在 a-Si/c-Si 之间插入了 i-a-Si。i-a-Si/c-Si 的界面态比 a-Si/c-Si 的更低, 采用该结构可以大幅降低 c-Si 的表面复合, 从而获得很高的开路电压。HIT 电池所有制程的加工温度均低于 250°C, 避免了生产效率低而成本高的高温扩散制结的过程, 而且低温工艺使得 a-Si 薄膜的光学带隙、沉积速率、吸收系数以及氢含量得到较精确的控制, 也可避免因高温导致的热应力等不良影响。HIT 电池采用的 N 型硅片, 掺杂剂为磷, 几乎无光致衰减现象。HIT 电池的典型温度-转换效率系数为-0.29%, 远低于常规晶硅电池的-0.45%, 这得益于典型的电池结构和很高的开路电压。

图 12: TOPCon 工艺



数据来源: 中来股份, 西南证券整理

图 13: HJT 工艺



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

由于光伏行业技术更新迭代很快, 所以设备厂商的生命周期很长。设备厂商承担了技术升级改造的重要使命, 也是光伏平价上网的必要条件。

先导智能的光伏设备已经基本进入 TOP10 的电池片和组件生产企业。再次进行光伏领域的进口替代。先导的某些设备比海外设备厂商速度快, 精度更高, 价格低, 服务好。预计其市占率能够进一步提升。

表 2: 先导智能覆盖大部分光伏优质客户

	公司	产品
1	通威股份	PERC 电池片
2	中来股份	N 型号电池片
3	协鑫	黑硅产线
4	其他 TOP10 电池厂商	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

突破 3C 客户, 开拓 3C 检测领域。 先导智能在 3C 领域主要覆盖后端组装和检测。事实上, 公司很早就瞄准 3C 领域。2016 年公司发布公告收购芬兰 JOT 公司, JOT 公司主营业务是为 3C 行业提供自动化检测与组装设备以及相关系统解决方案的自动化设备制造业。JOT 公司拥有全球领先的自动化测试与组装技术, 主要应用于 3C 产品。但最终公司终止了此次收购。

虽然收购终止, 先导并未停止在 3C 检测方面的研发和准备。公司自主开发的产品通过样品测试, 生产基地在 2016 年底开工, 17 年基地投入使用, 18 年已经落地产品和订单。2018 年公司实现 3C 设备收入 3000 万元, 预计该板块收入会持续高速增长, 成为公司新的利润点。

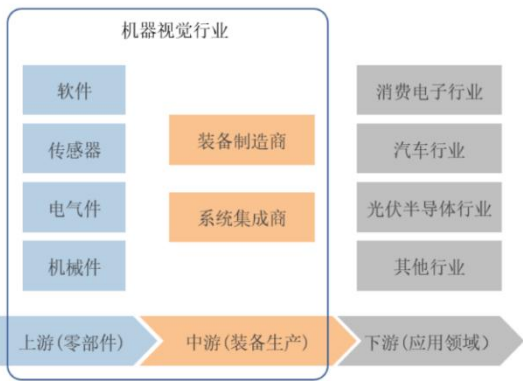
图 14: 3C 视觉检测系列产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

视觉检测取得实质性突破。视觉检测应用最多的是在智能制造领域。为了降低人力成本, 减少出错率, 机器视觉检测逐步地取代了人工检测。广泛应用的是尺寸检测, 缺陷检测, 装配定位。应用的行业有消费电子、汽车、面板、食品饮料、快递物流和半导体等等。

图 16: 视觉检测应用广泛



数据来源: 天准科技招股说明书, 西南证券整理

机器视觉在工业领域的应用主要有尺寸与缺陷检测、智能制造以及自主导航等。

尺寸与缺陷检测: 主要包括高精度定量检测(例如工业零部件的尺寸检测)和定性检测(例如产品的外观检查、缺陷性检测与装配完全性检测)。在一些人工视觉难以满足要求的场合, 机器视觉可高效地替代人工视觉; 同时, 在大批量工业生产过程中, 用人工视觉检查产品质量效率低且精度不足, 用机器视觉检测方法可以大大提高生产效率和生产自动化程度。

智能制造: 机器视觉系统可用于指引工业机器人在大范围内的操作和行动, 如从杂乱的零件堆中检取零部件并按一定的方位放在传输带或装配到其他设备上。还可以融合多传感器技术引导工业机器人在小范围内的操作和行动。

导航识别: 机器视觉技术用摄像头摄取场景图像, 通过算法进行图像分析和识别, 找出与已设置路径的相对位置, 从而引导装置行走的一种导航方法。例如: 装备有机器视觉自动导引装置的无人物流车, 能够自主行驶, 具有安全保护等功能。

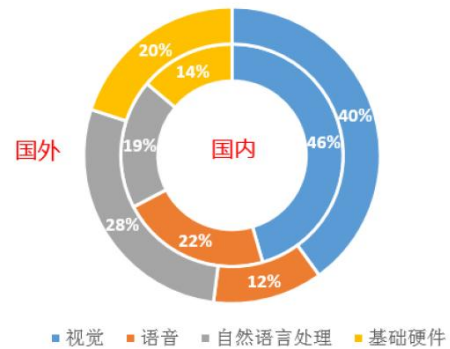
目前应用最成熟最广泛的还是在消费电子领域。其中尺寸检测的技术最成熟, 难度级别高点的比如缺陷检测、气密性检测、屏幕检测等等。而从行业上来说, 半导体行业的技术难度最高。

图 15: 3C 加工切割系列产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 17: 3C 加工切割系列产品



数据来源: 天准科技招股说明书, 西南证券

表 3: 先导智能覆盖大部分光伏优质客户

主要行业	用量	用途
消费电子	iPhone 需要 70 套以上	表面检测, 光学检测, PCB 电路检测, 封装, 丝网印刷, SMT 表面贴装
汽车	一条产线需要十几套	车身装配检测、面板检测、零部件精密检测, 表面缺陷检测等
半导体	十几套	晶圆切割, 半导体对位识别等
制药	5 套以上	质量检测
印刷	6 套以上	质量检测

数据来源: 西南证券整理

先导智能已经在视觉检测领域取得突破。公司 3C 智能测量及检测设备、汽车智能生产线设备均有批量订单落地, 综合运用机器视觉、仿真设计、大数据分析等先进制造技术自主开发了算法软件平台, 服务于苹果、奥迪等国内外高端客户。

按照先导智能的技术和战略定位, 一直都是突破行业内最高客户以后向外拓展。所以我们可以认为, 公司已经在视觉检测方面积累了相当的技术和资源, 在突破大客户之后, 可见范围内就能取得更大的市占率。先导智能的优质基因推动着它向平台商进化。

3 盈利预测

关键假设:

- 1) 先导智能的产品在各个行业突破, 假设市占率在稳定提升。预计锂电池行业到 2021 年全球市占率为从 2017 年的 15% 提升到 30%。
- 2) 2018 年单 GW 动力锂离子投资额在 2-2.5 亿之间, 假设 2019 和 2020 年单 GW 投资额为 2.3 亿和 2 亿。
- 3) 公司提供定制化的产品, 假设锂电池设备毛利率 2018-2020 年分别为 38%、37%、36%。

表 4: 根据前文的假设, 我们对先导智能的分业务营收预测如下:

合计 (单位: 百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	536.11	1078.98	2176.9	3890	4743.99	6572.81	8245.65
Yoy	75%	101%	102%	95%	21.95%	38.55%	25.45%
营业成本	305.33	619.82	1281.27	2343.46	2856.65	3992.86	5007.45
毛利率	43%	43%	41%	40%	40%	39%	39%
毛利润	230.53	463.96	892.53	1546.54	1887.34	2579.94	3238.20
锂电池设备							
全球动力电池市场规模 GW	45	60	71	100	135	170	200
市占率 (%)	5%	10%	15%	18%	22%	30%	30%
单 GW 投资额 (亿)	5	4	3	2.5	2.3	2	2
订单额 (百万)	1125	2400	3195	4500	6831	10200	12000
收入	359.5	731	1822	3443.7	4098.6	5610	6720
Yoy		103%	149%	119%	19%	37%	20%

合计 (单位: 百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成本	220.41	441	1103	2135.09	2541.13	3534.30	4300.80
毛利率	39%	40%	39%	38%	38%	37%	36%
光伏自动化生产配套设备							
收入	139.69	288	231	264	330	396	475.2
Yoy			-20%	30%	25%	20%	20%
成本	67	147	125	137.28	171.6	205.92	247.104
毛利率	52%	49%	46%	48%	48%	48%	48%
薄膜电容器设备							
收入	26	28	42	70.3	91.39	118.81	154.45
yoy			50%	67%	30%	30%	30%
成本	14.3	15.4	23.1	24.26	50.26	65.34	84.95
毛利率	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
3C 设备							
收入				30.5	61	122	244
yoy				#DIV/0!	100%	100%	100%
成本				18.3	36.6	73.2	146.4
毛利率				40%	40%	40%	40%
其他							
收入	3.92	4.65	10.32	81.5	163	326	652
yoy			122%	690%	100%	100%	100%
成本	1.36	1.64	3.61	28.525	57.05	114.1	228.2
毛利率	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%

数据来源: 西南证券

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.17 元、1.65 元、2.12 元, 对应动态 PE 分别为 28 倍、20 倍和 16 倍。

我们选取锂电池设备板块作为可比公司, 剔除了一些业绩较差的个股, 仅作估值参考: 2020 年和 2021 年可比公司的 PE 均值为 16 倍和 12 倍; 考虑到公司是高科技龙头公司, 实现进口替代, 并不断突破新市场的情况, 我们给予公司内生业务合理的溢价, 给予公司内生 2020 年 25 倍 PE, 合理股价为 41.5 元。

表 5: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002139.SZ	拓邦股份	5.32	0.22	0.29	0.38	0.52	24.40	18.11	13.98	10.30
300340.SZ	科恒股份	11.58	0.25	0.38	0.61	0.85	45.93	30.33	19.04	13.65
300457.SZ	赢合科技	27.13	0.86	1.07	1.32	1.62	31.45	25.34	20.55	16.75
300648.SZ	星云股份	15.70	0.15	0.82	1.37	1.68	103.63	19.15	11.43	9.36
平均值							51.35	23.23	16.25	12.52

数据来源: wind, 西南证券整理

4 风险提示

新能源汽车补贴退坡的风险。2019年7月1日开始，新能源汽车补贴退坡达50%，动力电池行业的扩产可能受到抑制，从而影响公司的新增订单。

产能爬坡不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3890.03	4744.03	6572.87	8245.72	净利润	742.44	1035.22	1458.00	1866.42
营业成本	2369.71	2856.67	3992.90	5007.50	折旧与摊销	44.60	46.87	53.21	54.77
营业税金及附加	30.27	36.92	51.15	64.17	财务费用	15.11	4.74	6.57	8.25
销售费用	123.21	150.26	208.19	261.17	资产减值损失	35.12	50.00	60.00	70.00
管理费用	231.61	332.08	460.10	577.20	经营营运资本变动	-563.35	-595.40	-480.86	-618.56
财务费用	15.11	4.74	6.57	8.25	其他	-321.90	-34.25	-49.66	-55.29
资产减值损失	35.12	50.00	60.00	70.00	经营活动现金流净额	-47.97	507.18	1047.26	1325.58
投资收益	6.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-300.07	-60.00	-35.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	309.98	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	9.91	-60.00	-35.00	-20.00
营业利润	969.42	1313.36	1793.96	2257.45	短期借款	418.08	-468.08	0.00	0.00
其他非经营损益	-130.65	-130.65	-130.65	-130.65	长期借款	186.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	838.78	1182.71	1663.31	2126.80	股权融资	56.10	0.00	0.00	0.00
所得税	96.33	147.49	205.32	260.38	支付股利	-101.23	-137.66	-193.46	-271.40
净利润	742.44	1035.22	1458.00	1866.42	其他	188.18	-23.08	-6.57	-8.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	747.73	-628.82	-200.03	-279.64
归属母公司股东净利润	742.44	1035.22	1458.00	1866.42	现金流量净额	742.44	1035.22	1458.00	1866.42
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1483.41	1301.77	2114.00	3139.94	成长能力				
应收和预付款项	2519.45	3415.29	4574.01	5804.43	销售收入增长率	78.70%	21.95%	38.55%	25.45%
存货	2413.23	2911.30	4073.44	5111.17	营业利润增长率	60.44%	35.48%	36.59%	25.84%
其他流动资产	140.28	171.08	237.03	297.35	净利润增长率	38.13%	39.43%	40.84%	28.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	63.65%	32.63%	35.81%	25.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	538.27	562.58	555.55	531.96	毛利率	39.08%	39.78%	39.25%	39.27%
无形资产和开发支出	1254.40	1246.55	1238.70	1230.86	三费率	9.51%	10.27%	10.27%	10.27%
其他非流动资产	76.57	73.24	69.91	66.58	净利率	19.09%	21.82%	22.18%	22.63%
资产总计	8425.61	9681.81	12862.64	16182.29	ROE	21.57%	23.85%	26.02%	25.92%
短期借款	468.08	0.00	0.00	0.00	ROA	8.81%	10.69%	11.34%	11.53%
应付和预收款项	3770.10	4563.32	6358.69	7975.34	ROIC	32.97%	34.05%	38.99%	41.97%
长期借款	256.60	256.60	256.60	256.60	EBITDA/销售收入	26.46%	28.77%	28.20%	28.14%
其他负债	488.50	522.12	643.05	751.03	营运能力				
负债合计	4983.28	5342.04	7258.34	8982.97	总资产周转率	0.52	0.52	0.58	0.57
股本	881.66	881.66	881.66	881.66	固定资产周转率	12.43	9.69	11.81	15.28
资本公积	1019.24	1019.24	1019.24	1019.24	应收账款周转率	4.78	4.80	4.68	4.59
留存收益	1578.82	2476.38	3740.93	5335.94	存货周转率	0.95	1.07	1.14	1.09
归属母公司股东权益	3442.33	4339.76	5604.31	7199.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.72%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3442.33	4339.76	5604.31	7199.32	资产负债率	59.14%	55.18%	56.43%	55.51%
负债和股东权益合计	8425.61	9681.81	12862.64	16182.29	带息债务/总负债	14.54%	4.80%	3.54%	2.86%
					流动比率	1.45	1.60	1.62	1.69
					速动比率	0.92	1.00	1.02	1.09
					股利支付率	13.63%	13.30%	13.27%	14.54%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.17	1.65	2.12
					每股净资产	3.90	4.92	6.36	8.17
					每股经营现金	-0.05	0.58	1.19	1.50
					每股股利	0.11	0.16	0.22	0.31
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1029.14	1364.97	1853.74	2320.46					
PE	39.62	28.41	20.17	15.76					
PB	8.54	6.78	5.25	4.09					
PS	7.56	6.20	4.47	3.57					
EV/EBITDA	27.82	20.75	14.84	11.41					
股息率	0.34%	0.47%	0.66%	0.92%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn