

增持

——首次

大立科技 (002214)

证券研究报告/公司研究/动态点评

日期: 2020 年 02 月 04 日

行业: 电子



分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

## 基本数据 (2019)

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元)         | 15.77      |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 4.46-15.77 |
| 总股本 (亿股)          | 4.59       |
| 无限售 A 股/总股本       | 100%       |
| 流通市值 (亿元)         | 72.33      |
| 每股净资产 (元)         | 2.43       |
| PBR (X)           | 6.49       |

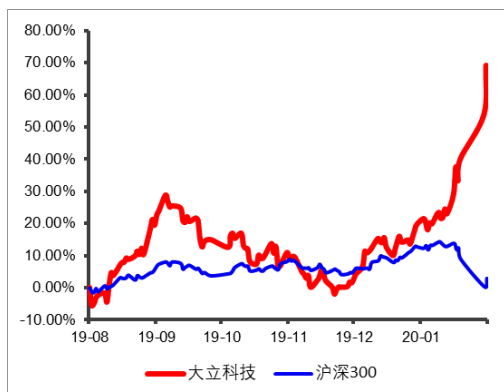
## 主要股东 (2019-12-20)

|      |        |
|------|--------|
| 庞惠民  | 29.10% |
| 章佳欢  | 2.05%  |
| 中国中投 | 1.35%  |
| 陈洪强  | 0.67%  |

## 收入结构 (2018)

|       |     |
|-------|-----|
| 红外产品  | 93% |
| 巡检机器人 | 5%  |

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

# 疫情催生红外体温筛检设备列装周期

## 投资要点

### 肺炎疫情催生红外体温筛检设备列装周期

自 2020 年 1 月 2 日确诊 41 名新冠肺炎患者以来, 全国疫情呈现快速增长的态势, 公共区域的疫情监控与防治成为遏制疫情的重要环节。目前, 公共区域的体温筛检设备以非接触式设备为主, 包括移动式筛检系统、固定式筛检系统以及手持式筛检设备等。我们针对交通运输系统进行了市场空间的预测, 红外体温检测设备以及手持设备均价分别取 12 万/台和 5 万/部, 数据表明地铁、汽车站、火车站、高铁站四大部分对应红外体温筛检设备市场空间分别为 17.8 亿、13.3 亿、7.8 亿、2.5 亿, 累计达到 41 亿元。除了交通系统外, 国内高校、医院、公安系统、大型企事业单位等均展开了防疫筛检设备采购, 预期整体需求将数倍于轨交系统, 新型冠状肺炎疫情导致 2020 年国内市场迅猛放量。我们认为, 通过疫情事件, 原来没有配备红外体温筛检设备的各级地方政府部门、大型公众活动场所都将迎来设备列装新周期。

### 公司是工信部组织红外热成像供应商之一

1 月 29 日, 工信部中国红十字会疫情防控物资保障联动机制召开第一次工作组会议, 会中电子信息司组织大立科技等 3 家红外热成像筛检仪厂商向疫区供货。根据公司发布的公告显示, 截至 2 月 2 日, 公司总计已有超千余台套设备部署至全国近 20 个省区市。我们根据公司产能以及市场份额进行推测, 公司 2020 年业绩大概率将迎来井喷。同时, 设备列装周期开启以及军品业务的回暖将助推公司业务体量稳健。

## 投资建议

我们预期公司 2019-2021 年实现营业收入 5.89 亿元、12.07 亿元、10.92 亿元, 同比增长分别为 39.00%、105.00%和-9.50%; 归属于母公司股东净利润为 1.34 亿元、2.41 亿元和 2.28 亿元, 同比增长分别为 145.00%、79.39%和-5.54%; EPS 分别为 0.29 元、0.53 元和 0.50 元, 对应 PE 为 48.92、27.27 和 28.87。未来六个月内, 首次覆盖给与“增持”评级。

## 主要风险

(1) 红外体温筛检设备列装低于预期; (2) 军工业务回暖低于预期导致业绩持续性弱。

## 数据预测与估值:

| 至 12 月 7 日 (¥.百万元) | 2018A  | 2019E   | 2020E    | 2021E    |
|--------------------|--------|---------|----------|----------|
| 营业收入               | 423.52 | 588.69  | 1,206.82 | 1,092.17 |
| 年增长率               | 40.46% | 39.00%  | 105.00%  | -9.50%   |
| 归属于母公司的净利润         | 54.88  | 134.45  | 241.19   | 227.82   |
| 年增长率               | 81.95% | 145.00% | 79.39%   | -5.54%   |
| 每股收益 (元)           | 0.12   | 0.29    | 0.53     | 0.50     |
| PER (X)            | 233.41 | 48.92   | 27.27    | 28.87    |

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

## 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、 红外热像仪龙头迎来军民业绩强势增长 .....         | 1  |
| 1.1 公司是国内热像仪龙头供应商之一 .....          | 1  |
| 二、 肺炎疫情催生红外筛检设备需求 .....            | 2  |
| 2.1 红外体温筛检设备成为疫情防控的重要物资 .....      | 2  |
| 2.2 红外体温筛检产业链中重点关注终端设备商 .....      | 4  |
| 2.3 交通运输领域非接触式体温筛检市场空间约 41 亿 ..... | 6  |
| 2.4 公司是工信部组织红外热成像供应商之一 .....       | 7  |
| 三、 公司军工业务景气度反弹确保业绩高增长 .....        | 8  |
| 四、 公司“核高基”专项助推核心器件国产化 .....        | 8  |
| 五、 投资建议 .....                      | 8  |
| 六、 风险提示 .....                      | 9  |
| 七、 附表 .....                        | 10 |

## 图

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图 1 大立科技主要产品 .....                 | 1 |
| 图 2 大立科技营收分拆占比 .....               | 1 |
| 图 3 大立科技营收与同比（百万元，%） .....         | 2 |
| 图 4 大立科技利润与同比（百万元，%） .....         | 2 |
| 图 5 公司盈利能力一览 .....                 | 2 |
| 图 6 公司运营能力一览 .....                 | 2 |
| 图 7 全国疫情地理分布图 .....                | 3 |
| 图 8 全国疫情确诊/疑似累计趋势图 .....           | 3 |
| 图 9 全国疫情死亡/治愈累计趋势图 .....           | 3 |
| 图 10 公共区域体温筛检设备一览 .....            | 4 |
| 图 11 检验检疫红外热成像人体筛检实况 .....         | 4 |
| 图 12 国务院组织红外体温筛检仪相关企业复工的紧急通知 ..... | 4 |
| 图 13 红外线光谱分布 .....                 | 4 |
| 图 14 红外热像工作原理 .....                | 5 |
| 图 15 红外筛检设备拆解 .....                | 5 |
| 图 16 红外探测器简介 .....                 | 5 |
| 图 17 大立科技体温筛检设备一览 .....            | 7 |

## 表

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 表 1 公司前十大股东（2019-12-20） .....   | 1 |
| 表 2 红外体温筛检产业链梳理 .....           | 6 |
| 表 3 全国车站系统潜在的红外筛检设备市场空间测算 ..... | 7 |

## 一、红外热像仪龙头迎来军民业绩强势增长

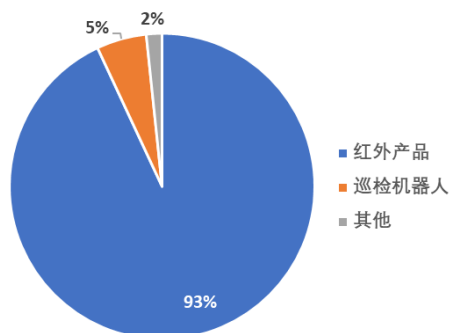
### 1.1 公司是国内热像仪龙头供应商之一

浙江大立科技股份有限公司的主要产品包括非制冷红外焦平面探测器芯片、红外热像仪和巡检机器人三大类，产品应用涵盖民用与军工。公司拥有热成像产品核心器件、机芯组件及整机系统的全产线生产能力，是国内规模最大、综合实力最强的民用红外热像仪生产厂商之一。同时，公司是军用红外非制冷探测器定点承研承制单位，具有武器装备科研生产的完备资质，是国家二级保密资格单位。

图 1 大立科技主要产品



图 2 大立科技营收分拆占比



数据来源：大立科技，上海证券研究所

数据来源：大立科技，上海证券研究所

公司第一大股东庞惠民为公司董事长兼总经理，持股比例 29.10%。第二大股东张家欢持股比例 2.05%。公司前十大股东中机构数量达到六家。整体来看公司股权结构稳定。

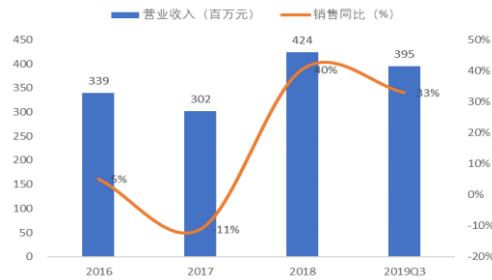
表 1 公司前十大股东（2019-12-20）

| 排名 | 股东名称                        | 持股数量        | 占总股本比例 |
|----|-----------------------------|-------------|--------|
| 1  | 庞惠民                         | 133,465,904 | 29.10% |
| 2  | 章佳欢                         | 9,395,000   | 2.05%  |
| 3  | 中国中投-杭州银行-金中投大立 1 号集合资产管理计划 | 6,198,040   | 1.35%  |
| 4  | 陈红强                         | 3,055,000   | 0.67%  |
| 5  | 交通银行股份有限公司-长信量化先锋混合型证券投资基金  | 2,949,376   | 0.64%  |
| 6  | 全国社保基金六零四组合                 | 2,914,600   | 0.64%  |
| 7  | 中国人民人寿保险股份有限公司-分红-团险分红      | 2,885,600   | 0.63%  |
| 8  | 中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红      | 2,343,980   | 0.51%  |
| 9  | 林孝国                         | 2,335,500   | 0.51%  |
| 10 | 全国社保基金四零七组合                 | 2,238,300   | 0.49%  |
| 合计 |                             | 167,781,300 | 36.59% |

数据来源：Wind，上海证券研究所

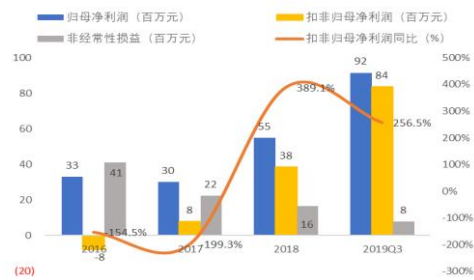
公司近两年营收及利润呈现快速增长。2018 年及 2019 年前三季度，公司营收分别为 4.24 亿元和 3.95 亿元，同比增速分别为 40% 和 33%；同期公司扣非归母净利润分别为 0.38 亿元和 0.84 亿元，同比增速分别为 389.1% 和 256.5%。公司的业绩增长主要受益于军品订单持续恢复。

图 3 大立科技营收与同比（百万元，%）



数据来源：大立科技，上海证券研究所

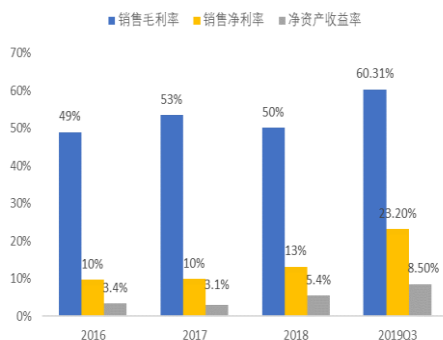
图 4 大立科技利润与同比（百万元，%）



数据来源：大立科技，上海证券研究所

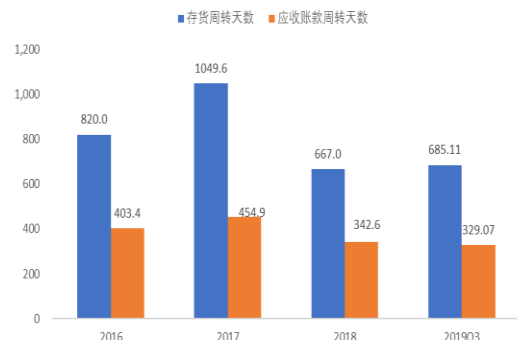
从盈利能力来看，公司前三季度毛利率 60.31%，同比提升 12.33pct；销售净利率 23.20%，同比提升 12.08pct。同时，受益于订单转暖，公司存货周转天数以及应收账款周转天数均呈现下降趋势。

图 5 公司盈利能力一览



数据来源：大立科技，上海证券研究所

图 6 公司运营能力一览



数据来源：大立科技，上海证券研究所

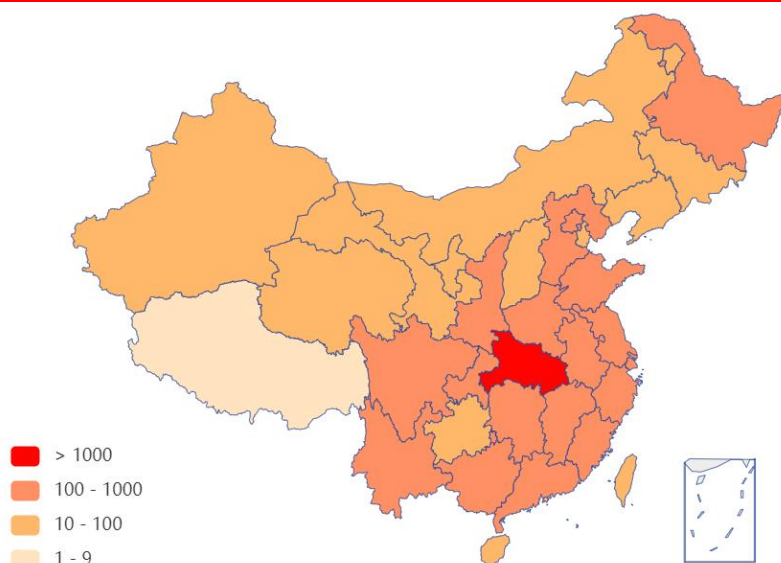
## 二、肺炎疫情催生红外筛检设备需求

### 2.1 红外体温筛检设备成为疫情防控的重要物资

自 2020 年 1 月 2 日确诊 41 名新冠肺炎患者以来，全国疫情呈现快速增长的态势。从国内各地域来看，疫情首发地湖北成为疫情重灾区，全国各省均出现疫情确诊病例。海外疫情来看，截止北京时间 1 月 31 日 18 时期间，共有韩国、日本、美国、澳大利亚、新加坡、法国、德国、意大利、英国、越南等国家报告新增 24 例确

诊病例；目前共有来自亚洲、北美洲、欧洲、大洋洲和南美洲的 20 个国家报告确诊病例 106 例。

图 7 全国疫情地理分布图



数据来源：Wind，上海证券研究所

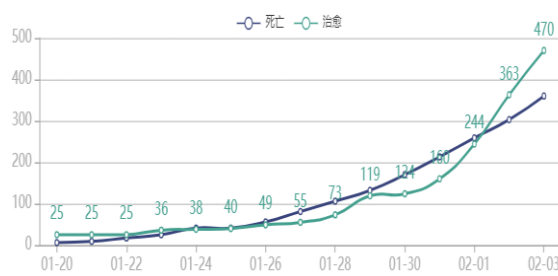
截止 2020 年 2 月 4 日 11:39，全国确诊病例 20477 例，疑似病例 23214 例，治愈病例 637 例，死亡病例 425 例。

图 8 全国疫情确诊/疑似累计趋势图



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 9 全国疫情死亡/治愈累计趋势图



数据来源：Wind，上海证券研究所

新冠肺炎病毒可以通过咳嗽、呼吸形成的飞沫进行传播，所以公共区域的疫情监控与防治成为遏制疫情的重要环节。时值春运，机场枢纽、高铁站、客运站等场所客流量大、人员密集，人流疫情初检工作意义重大。新冠肺炎患者症状表现主要呈现发热、咳嗽、呼吸困难和乏力等症状，所以体温筛检成为公共区域疫情监测的主要手段之一。从目前调研情况来看，公共区域的体温筛检设备以非接触式设备为主，包括移动式筛检系统、固定式筛检系统以及手持式筛检设备等。相较于传统的接触式体温筛检设备（体温计等），非接触式设备可以依托红外线强度对目标体进行在线温度监测，实现高效快速筛检过往人群，筛检效率大幅提升。



图 10 公共区域体温筛检设备一览



数据来源：大立科技，上海证券研究所

图 11 检验检疫红外热成像人体筛检实况



数据来源：大立科技，上海证券研究所

从政策来看，国务院于 1 月 30 号印发关于组织做好红外体温筛检仪及配套零部件生产企业复工复产工作的紧急通知，通知明确将红外体温筛检仪纳入疫情防控重点物资。

图 12 国务院组织红外体温筛检仪相关企业复工的紧急通知

### 国务院应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情联防联控机制(医疗物资保障组)

肺炎机制医疗保障发〔2020〕34 号

#### 关于组织做好红外体温检测仪及配套零部件生产企业复工复产工作的紧急通知

各省、自治区、直辖市人民政府，交通运输部：

体温检测是疫情检测的第一关口，红外体温检测仪在公众场所对疑似患者甄别发挥了重要作用，是打赢疫情防控战的重要装备。为贯彻落实党中央、国务院重要决策部署，依据《国务院办公厅关于组织做好疫情防控重点物资生产企业复工复产和调度安排工作的紧急通知》（国办发明电〔2020〕2 号 中机发 1203 号）要求，切实做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作，解决防控物资需求，请各省（区、市）人民政府及交通运输部将红外体温检测仪及配套零部件等产品纳入疫情防控重点物资生产运输保障工作，帮助企业及时解决生产经营中遇到的困难和问题。

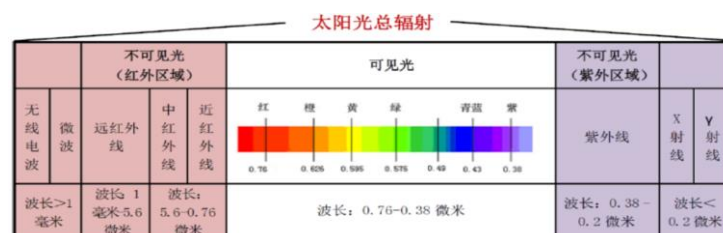
特此通知。

数据来源：国务院，上海证券研究所

## 2.2 红外体温筛检产业链中重点关注终端设备商

红外线又称红外热辐射，波长在 0.76 至 1,000 微米之间，波长介于微波与可见光。红外线能量的大小与物体表面的温度和材料特性直接相关，温度越高，红外线能量就越大。

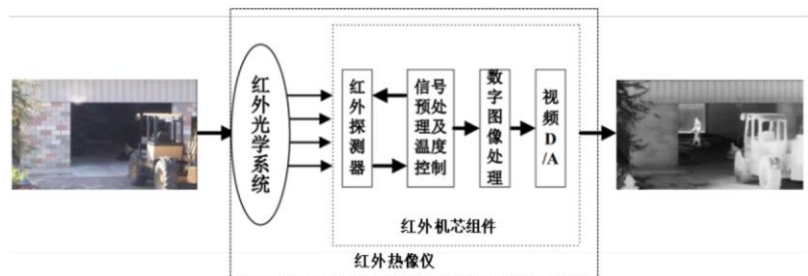
图 13 红外线光谱分布



数据来源：睿创微纳，上海证券研究所

红外筛检仪通过物体发出的红外辐射能量大小来确定物体的温度。简单来说，红外体温筛检分三步进行，第一步是利用对红外辐射敏感的红外探测器把红外辐射转变为微弱电信号，该信号的大小可以反映出红外辐射的强弱；第二步是利用后续电路将微弱的电信号进行放大和处理，从而清晰地采集到目标物体温度分布情况；第三步是通过图像处理软件对上述放大后的电信号进行处理，得到电子视频信号，电视显像系统将反映目标红外辐射分布的电子视频信号在屏幕上显示出来，得到可见图像。

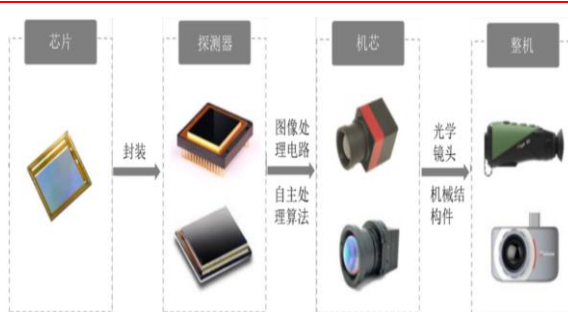
图 14 红外热像工作原理



数据来源：睿创微纳，上海证券研究所

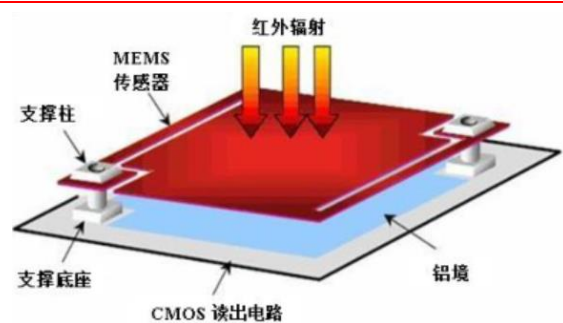
红外筛检系统可以分解为芯片、探测器、机芯和整机几部分。红外 MEMS 芯片是红外成像系统的核心元件，处于整个红外成像产业链的最上游。红外 MEMS 芯片将红外光学系统采集的红外光信号集聚到探测器中，并通过 IC 和 MEMS 系统将红外光信号转换为微弱电信号输出。红外探测器的设计、生产及研发涉及到材料、集成电路设计、制冷和封装等多个学科，技术难度大，目前全球仅有美国、法国、以色列、中国等少数国家能够掌握非制冷红外探测器核心技术。机芯由探测器及带有公算法的图像处理电路组成，机芯的工作原理是将探测器输出的微弱电信号进行处理以及数字化采样，通过算法对数字化后的信号进行图像和温度定量的处理，最终将目标物体温度分布图转化为视频图像。整机是由红外光学系统、机芯、智能处理电路、电池、外壳、显示屏等组成的完整系统。

图 15 红外筛检设备拆解



数据来源：睿创微纳，上海证券研究所

图 16 红外探测器简介



数据来源：睿创微纳，上海证券研究所

我们根据设备拆解情况，进行了产业链梳理。红外筛检的核心芯片以进口为主，供应商包括 Flir，以及 2019 年由 Sofradir 和 ULIS 合并而成的 Lynred。国内高德红外已建成 8 英寸 0.25um 批产型 MEMS 生产线，是国内唯一一条自主可控且具备批产能力的非制冷红外焦平面探测器生产线；睿创微纳掌握 MEMS 芯片的核心技术，主要系自产自用；大立科技在核心器件领域获“核高基”重大专项资金支持，在非制冷红外焦平面探测器领域获得重大突破。从整机领域来看，供应商包括大立科技、中电 11 所、高德红外、华中数控等。

表 2 红外体温筛检产业链梳理

| 设备  | 企业                                  |
|-----|-------------------------------------|
| 芯片  | Flir; Lynred (Sofradir 和 ULIS 合并);  |
| 探测器 | 高德红外: 已建成 8 英寸 0.25um 批产型 MEMS 生产线; |
| 机芯  | 睿创微纳: 掌握红外 MEMS 芯片的核心技术, 自产自用;      |
|     | 大立科技: “核高基”项目在研;                    |
| 整机  | 大立科技、中电 11 所、高德红外、华中数控等             |

数据来源: 各公司官网、上海证券研究所

## 2.3 交通运输领域非接触式体温筛检市场空间约 41 亿

我们针对交通运输系统进行了市场空间的预测，主要包括地铁、汽车站、火车站、高铁站四大部分。

2019 年 10 月 24 日，交通运输部表示国内共有 39 个城市开通运营城市轨道交通，运营里程超过 5800 公里。我们假设平均 1.1 公里设有一个地铁站，全国地铁站数量为约 5200-5300 站。以每站入口采用一台移动式体温筛检设备，并备用一台移动式红外体温筛检设备，同时配备 2 部手持式红外筛检设备，并按照移动式红外体温筛检设备 12 万/部，手持式设备 5 万/部计算，**地铁站所需市场空间接近 17.8 亿元。**

汽车站来看，我们按照 333 个地级市，2862 个县进行大致测算，假设每个地级市平均拥有 1.5 个车站，每个县拥有 1.2 个车站，则对应全国汽车站数量为 3934 个，以每个车站配备两台移动式红外体温筛检设备以及两部手持式设备计，**汽车站相关市场空间为 13.3 亿元。**

火车站来看，国内客运站数量以 2000 计，假设单站配置两台移动式红外体温筛检系统以及 3 部手持式红外体温筛检设备，**对应市场空间约 7.8 亿。**国内高铁站以 505 座计，按照单站两个移动式设备和 5 个手持设备来估算，**高铁站对应市场约 2.5 亿。**综上分析，



交通系统针对红外体温监测市场的空间约 41.4 亿元。除了交通系统外，国内高校、医院、公安系统、大型企事业单位等均展开了防疫筛检设备采购，预期整体需求将数倍于轨交系统，新型冠状肺炎疫情导致 2020 年国内市场迅猛放量。

表 3 全国车站系统潜在的红外筛检设备市场空间测算

|                       | 全国地铁站     | 全国汽车站   | 火车站     | 高铁站       |
|-----------------------|-----------|---------|---------|-----------|
| 站台数量（预测量）             | 5200-5300 | 3934    | 2000    | 505       |
| 移动式红外体温筛检系统需求（台）      | 5200      | 3934    | 2000    | 505       |
| 移动式红外体温筛检系统备用需求（台）    | 5200      | 3934    | 2000    | 505       |
| 手持式红外筛检设备需求（台）        | 25600     | 7868    | 6000    | 2525      |
| 移动式红外体温筛检系统市场空间（亿元）   | 6.3+6.3   | 4.7+4.7 | 2.4+2.4 | 0.60+0.60 |
| 手持式红外体温筛检设备需求（亿元）     | 5.2       | 3.9     | 3       | 1.3       |
| 移动式红外体温筛检系统市场空间合计（亿元） |           | 28.0    |         |           |
| 手持式红外体温筛检设备需求合计（亿元）   |           | 13.4    |         |           |

数据来源：交通运输部、大立科技、上海证券研究所

## 2.4 公司是工信部组织红外热成像供应商之一

疫情防治需求加速政府以及企事业单位采购，相关订单成为整机企业业绩增长主要动力。1 月 29 日，工信部中国红十字会疫情防控物资保障联动机制召开第一次工作组会议，会中电子信息司组织大立科技等 3 家红外热成像筛检仪厂商向疫区供货。根据公司发布的公告显示，截至 2 月 2 日，公司总计已有超千余台套设备部署至武汉、湖北疫区，北京、上海、浙江、江苏、广东等近 20 个省区市及港澳台地区的机场枢纽、火车站、海关口岸、医院及写字楼等人员密集场所。公司目前产能充足，可根据疫情防控需要进一步提高产能，确保供应链的持续稳定。

图 17 大立科技体温筛检设备一览



DM-60-W 体温筛检系统



T1-W1 体温快速筛检系仪



T1-W2 体温快速筛检系仪

数据来源：大立科技，上海证券研究所

总体来看，我们认为疫情防控成为一季度体温红外筛检突击列

装的主要推动力，由于疫情发展的不确定性，我们仍然需要进一步跟踪未来设备出货的节奏。不过通过疫情事件，原来没有配备红外体温筛检设备的各级地方政府部门、大型公众活动场所都将迎来设备列装新周期，看好公司体温筛检设备业务业绩的持续稳定放量。

### 三、公司军工业务景气度反弹确保业绩高增长

公司是军用红外非制冷探测器定点承研承制单位，具有武器装备科研生产的完备资质，是国家二级保密资格单位，军品生产历史已有 10 年。由于 2015 年军改，公司军品订单延迟。2018-2019，受益于军品订单回暖，公司业绩已经呈现显著反弹。2020 年是“十三五”的最后一年，原定“十三五”的军品订单预期将在今年呈现“赶单”行情。军品产品定型后，采购周期一般为 3-5 年，公司在红外领域的新品储备几十种，可保障未来每年新品的不断推出与定型，带来军工业务稳定提升。

### 四、公司“核高基”专项助推核心器件国产化

公司连续承担了“十二五”、“十三五”国家“核高基”重大专项，总金额达 1.01 亿。第一期项目总预算为 6,656.43 万元，公司借助项目研制出超大面阵非制冷红外焦平面探测器产品，在国内首次实现百万像素级探测器产业化，相关产品入选工信部《民参军技术与产品推荐目录》。第二期项目总预算为 3,445.85 万元，课题目标为完成新一代非制冷红外焦平面探测器产品研制，建立自主研制平台和成套产品化制备工艺，满足装备需求，并形成批产能力。在“核高基”专项科研工作基础上，公司自行研制 600 万像素产品，并于 2019 年推出 12 $\mu$ m 像元、3072 $\times$ 2048 规格 600 万像素非制冷红外焦平面探测器，产品采用非晶硅技术路线，具备大面阵、高均匀性和高稳定的特点，适用于航空航天、空间遥感、态势感知等高端应用场景，为公司持续开拓军用与民用市场奠定坚实基础。

### 五、投资建议

我们预期公司 2019-2021 年实现营业收入 5.89 亿元、12.07 亿元、10.92 亿元，同比增长分别为 39.00%、105.00%和-9.50%；归属于母公司股东净利润为 1.34 亿元、2.41 亿元和 2.28 亿元，同比增长分别为 145.00%、79.39%和-5.54%；EPS 分别为 0.29 元、0.53 元和 0.50 元，对应 PE 为 48.92、27.27 和 28.87。未来六个月内，首次覆盖给与“增持”评级。

### ■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2018A  | 2019E   | 2020E    | 2021E    |
|---------------------|--------|---------|----------|----------|
| 营业收入                | 423.52 | 588.69  | 1,206.82 | 1,092.17 |
| 年增长率                | 40.46% | 39.00%  | 105.00%  | -9.50%   |
| 归属于母公司的净利润          | 54.88  | 134.45  | 241.19   | 227.82   |
| 年增长率                | 81.95% | 145.00% | 79.39%   | -5.54%   |
| 每股收益 (元)            | 0.12   | 0.29    | 0.53     | 0.50     |
| PER (X)             | 233.41 | 48.92   | 27.27    | 28.87    |

数据来源：上海证券研究所整理

## 六、风险提示

- (1) 红外体温筛检设备列装低于预期；
- (2) 军工业务回暖低于预期导致业绩持续性弱。

## 七、附表

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标               | 2018A       | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金             | 114         | 5           | 5           | 6           |
| 存货               | 401         | 802         | 1664        | 568         |
| 应收账款及票据          | 470         | 802         | 1664        | 568         |
| 其他               | 22          | 30          | 30          | 30          |
| 流动资产合计           | 1116        | 1860        | 3943        | 1316        |
| 长期股权投资           | 0           | 30          | 30          | 30          |
| 固定资产             | 92          | 91          | 91          | 492         |
| 在建工程             | 208         | 208         | 208         | 0           |
| 无形资产             | 19          | 15          | 11          | 7           |
| 其他               | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 非流动资产合计          | 338         | 317         | 312         | 501         |
| <b>资产总计</b>      | <b>1454</b> | <b>2177</b> | <b>4255</b> | <b>1817</b> |
| 短期借款             | 227         | 890         | 2587        | 285         |
| 应付账款及票据          | 107         | 131         | 362         | 84          |
| 其他               | 3           | 0           | 0           | 0           |
| 流动负债合计           | 360         | 1052        | 2981        | 401         |
| 长期借款和应付债券        | 30          | 30          | 30          | 30          |
| 其他               | 0           | 2           | 2           | 2           |
| 非流动负债合计          | 53          | 32          | 32          | 32          |
| <b>负债合计</b>      | <b>413</b>  | <b>1052</b> | <b>2981</b> | <b>401</b>  |
| 少数股东权益           | 2           | 6           | 13          | 19          |
| 股东权益合计           | 1039        | 1124        | 1274        | 1416        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1454</b> | <b>2177</b> | <b>4255</b> | <b>1817</b> |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标             | 2018A      | 2019E       | 2020E       | 2021E        |
|----------------|------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润            | 56         | 138         | 248         | 234          |
| 折旧和摊销          | 16         | 24          | 24          | 45           |
| 营运资本变动         | 486        |             |             |              |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>59</b>  | <b>2715</b> | <b>0</b>    | <b>0</b>     |
| 资本支出           | 45         |             |             |              |
| 投资收益           | 221        | 0           | 0           | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>39</b>  | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     |
| 股权融资           | 0          | 0           | 0           | 0            |
| 负债变化           | 0          | 0           | 0           | 0            |
| 股息支出           | 0          | 0           | 0           | 0            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>-88</b> | <b>545</b>  | <b>1472</b> | <b>-2714</b> |
| <b>净现金流</b>    | <b>10</b>  | <b>-83</b>  | <b>1</b>    | <b>1</b>     |

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

| 指标                | 2018A      | 2019E      | 2020E       | 2021E       |
|-------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>424</b> | <b>589</b> | <b>1207</b> | <b>1092</b> |
| 营业成本              | 399        | 265        | 543         | 491         |
| 营业税金及附加           | 4          | 6          | 13          | 11          |
| 营业费用              | 42         | 47         | 121         | 109         |
| 管理费用              | 51         | 62         | 127         | 115         |
| 财务费用              | 14         | 32         | 98          | 75          |
| 资产减值损失            | 14         | 14         | 14          | 14          |
| 投资收益              | 3          | 0          | 0           | 0           |
| 公允价值变动损益          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>       | <b>60</b>  | <b>138</b> | <b>248</b>  | <b>234</b>  |
| 营业外收支净额           | 1          | 0          | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>       | <b>61</b>  | <b>163</b> | <b>292</b>  | <b>276</b>  |
| 所得税               | 5          | 24         | 44          | 41          |
| 净利润               | 56         | 138        | 248         | 234         |
| 少数股东损益            |            | 4          | 7           | 6           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>55</b>  | <b>134</b> | <b>241</b>  | <b>228</b>  |

财务比率分析

| 指标           | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入增长率       | 40%   | 39%   | 105%  | -10%  |
| EBITDA 增长率   | 195%  | 278%  | 89%   | -4%   |
| EBIT 增长率     | 926%  | 368%  | 100%  | -10%  |
| 净利润增长率       | 1990% | 377%  | 79%   | -6%   |
| 毛利率          | 18%   | 50%   | 55%   | 55%   |
| EBITDA/总收入   | 14%   | 37%   | 34%   | 36%   |
| EBIT/总收入     | 10%   | 33%   | 32%   | 32%   |
| 净利率          | 7%    | 23%   | 21%   | 21%   |
| 资产负债率        | 26%   | 48%   | 70%   | 22%   |
| 流动比率         | 321%  | 182%  | 134%  | 356%  |
| 速冻比率         | 194%  | 101%  | 76%   | 194%  |
| 总资产回报率 (ROA) | 3%    | 9%    | 9%    | 19%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 3%    | 12%   | 19%   | 16%   |
| EV/营业收入      | 16    | 13    | 8     | 6     |
| EV/EBITDA    | 118   | 35    | 23    | 18    |
| PE           | 233   | 49    | 27    | 29    |
| PB           | 6     | 6     | 5     | 5     |

## 分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义                       |
|------|---------------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20% 以上        |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10% 以上        |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10% 以上        |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义                           |
|------|-------------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。