

# 新大正 (002968)

证券研究报告

2020年04月01日

## 19年新签订单同比增50%，市场化专业化优势凸显

### 公司发布2019年度报告，拟10转5派6.2元

3月31日，公司公告2019年度报告，2019年公司实现营收10.5亿元，同比增长19.05%，其中Q1-4营收分别为2.40亿、2.50亿、2.63亿和3.02亿元，占比22.77%、23.69%、24.93%和28.62%。

归母净利润1.04亿元，同比增长18.6%，Q1-4归母净利润分别0.24亿、0.24亿、0.30亿和0.27亿元，占比22.51%、22.97%、28.81%和25.65%。

拟向全体股东每10股派发现金红利6.2元(含税)，以资本公积金向全体股东每10股转增5股。2019年公司现金分红4441.8万元，分红率42.52%。

### 2019年公司实现营收10.5亿元，同比增长19.05%。

分产品来看，综合物业管理服务收入7.94亿元，占比75.28%，同比增长17.11%；专项物业管理服务收入1.67亿元，占比15.83%，同比增长21.95%；增值服务收入0.93亿元，占比8.82%，同比增长31.81%；其他业务收入67.4万元，占比0.06%。

2019年毛利率21.1%，同比减少0.12pct。其中分产品来看，综合物业管理服务毛利率19.92%，同比减少0.41pct；专项物业管理服务毛利率11.99%，同比增加1.07pct；增值服务毛利率47.5%，同比减少0.86pct。增值服务毛利率小幅下降，主要在于公司报告期内在各大事业部专设增值服务管理部，对不同类客户需求进行重点挖掘和分析，因此成本略有增加，收入也因此有了较大提升。

### 经营：19年新项目总金额6亿元，同比增50%，渝外占比约70%

2019年公司开发的新项目和业务合同总金额超6亿元，合同签约期为1-3年不等，签约金额同比增长约50%，新增项目数量70余个，再创历史新高，为业务的持续增长奠定了坚实的基础。其中：重庆地区以外市场2019年新开发项目和业务金额占比约70%，随着公司全国化市场布局的持续推进，外地拓展速度将进一步加快，重庆区域外收入占比有望进一步提升。

### 维持盈利预测，给予买入评级

公司作为独立第三方物业服务企业，主要为各类城市公共建筑提供物业服务，专注于中国未来智慧城市公共建筑与设施的运营和管理。我们预计公司20-22年EPS分别为2.08元、2.84元、3.66元；PE分别为31xPE、23xPE、18xPE

### 风险提示：拿单不及预期，行业竞争激烈，核心高管流失

| 财务数据和估值     | 2018   | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 885.85 | 1,054.60 | 1,420.00 | 1,795.00 | 2,315.55 |
| 增长率(%)      | 15.41  | 19.05    | 34.65    | 26.41    | 29.00    |
| EBITDA(百万元) | 106.16 | 128.01   | 184.23   | 251.56   | 316.49   |
| 净利润(百万元)    | 88.08  | 104.46   | 149.19   | 203.38   | 262.13   |
| 增长率(%)      | 24.66  | 18.60    | 42.82    | 36.33    | 28.89    |
| EPS(元/股)    | 1.23   | 1.46     | 2.08     | 2.84     | 3.66     |
| 市盈率(P/E)    | 52.46  | 44.24    | 30.97    | 22.72    | 17.63    |
| 市净率(P/B)    | 17.23  | 6.13     | 5.12     | 4.18     | 3.38     |
| 市销率(P/S)    | 5.22   | 4.38     | 3.25     | 2.57     | 2.00     |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 33.50    | 20.58    | 14.72    | 10.88    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 房地产/房地产开发 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级)  |
| 当前价格  | 64.5元     |
| 目标价格  | 元         |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 71.64       |
| 流通A股股本(百万股) | 17.91       |
| A股总市值(百万元)  | 4,620.95    |
| 流通A股市值(百万元) | 1,155.24    |
| 每股净资产(元)    | 5.44        |
| 资产负债率(%)    | 41.63       |
| 一年内最高/最低(元) | 78.20/32.11 |

### 作者

|   |     |
|---|-----|
| <b>刘章明</b>  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110516060001<br>liuzhangming@tfzq.com  |     |
| <b>陈天诚</b>  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517110001<br>chentiancheng@tfzq.com |     |
| <b>孙海洋</b>  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518070004<br>sunhaiyang@tfzq.com    |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新大正-公司点评:拟布局市政环卫等市场，把握市场化加速红利打开成长空间》2020-03-09
- 《新大正-公司点评:19年归母净利润1.04亿+18.16%超此前预告，市场化品质物业价值持续凸显》2020-03-01
- 《新大正-公司专题研究:产业对比再看新大正：依靠外拓成长，经营效率制胜》2019-12-31

## 1. 公司发布 2019 年度报告，拟 10 转 5 派 6.2 元

3 月 31 日，公司公告 2019 年度报告，2019 年公司实现营收 10.5 亿元，同比增长 19.05%，其中 Q1-4 营收分别为 2.40 亿、2.50 亿、2.63 亿和 3.02 亿元，占比 22.77%、23.69%、24.93%和 28.62%。

归母净利润 1.04 亿元，同比增长 18.6%，Q1-4 归母净利润分别 0.24 亿、0.24 亿、0.30 亿和 0.27 亿元，占比 22.51%、22.97%、28.81%和 25.65%。

拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.2 元(含税)，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。2019 年公司现金分红 4441.8 万元，分红率 42.52%。

## 2. 财务：2019 年收入、归母净利润均同比增 19%

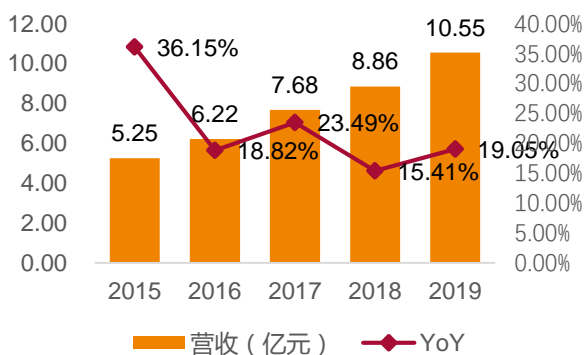
### 2.1. 营业收入：航空物业占比同比增 4.6pct

2019 年公司实现营收 10.5 亿元，同比增长 19.05%。

分产品来看，综合物业管理服务收入 7.94 亿元，占比 75.28%，同比增长 17.11%；专项物业管理服务收入 1.67 亿元，占比 15.83%，同比增长 21.95%；增值服务收入 0.93 亿元，占比 8.82%，同比增长 31.81%；其他业务收入 67.4 万元，占比 0.06%。

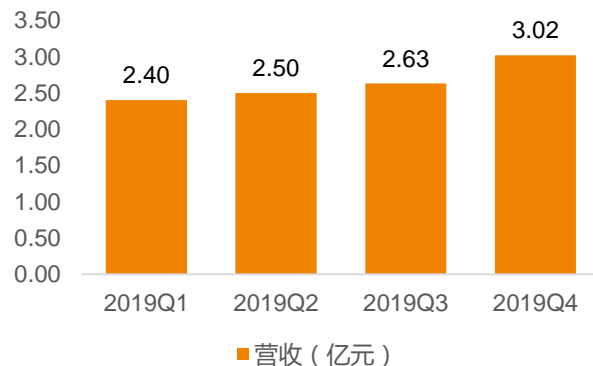
分经营业态来看，公共物业收入占比 20.89%，同比减少 0.42pct；学校物业占比 22.35%，同比减少 0.63pct；商住物业占比 25.43%，同比减少 1.79pct；航空物业占比 10.04%，同比增加 4.59pct；办公物业占比 21.29%，同比减少 1.75pct。

图 1：2019 年公司实现营收 10.5 亿元，同比增长 19.05%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

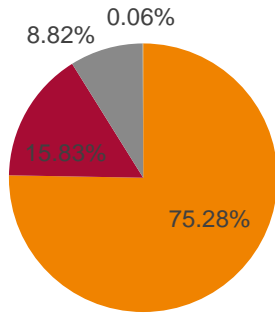
图 2：Q1-4 营收分别为 2.40 亿、2.50 亿、2.63 亿和 3.02 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

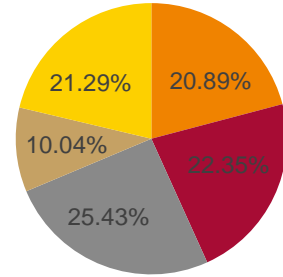
图 3：分产品看，综合物业管理服务收入 7.94 亿元，占比 75.28%

图 4：分经营业态看，公共物业收入占比 20.89%，同比减少 0.42pct



■ 综合物业管理服务 (注) ■ 专项物业管理服务 (注)  
■ 增值服务 ■ 其他业务

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



■ 公共物业 ■ 学校物业 ■ 商住物业  
■ 航空物业 ■ 办公物业

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

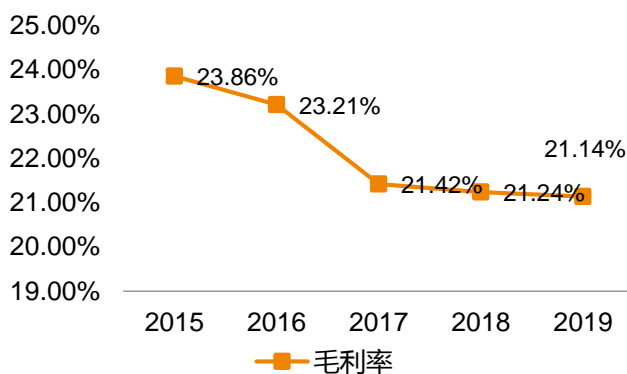
## 2.2. 毛利率微降, 人力成本占比约 9 成

2019 年毛利率 21.1%，同比减少 0.12 pct。其中分产品来看，综合物业管理服务毛利率 19.92%，同比减少 0.41pct；专项物业管理服务毛利率 11.99%，同比增加 1.07pct；增值服务毛利率 47.5%，同比减少 0.86pct。增值服务毛利率小幅下降，主要在于公司报告期内在各大事业部专设增值服务管理部，对不同类客户需求进行重点挖掘和分析，因此成本略有增加，收入也因此有了较大提升。

就成本构成来看，综合物业管理服务中人工成本占比 88%；材料成本占比 1.88%，维修维保费占比 3.27%，保洁绿化费占比 2.07%，其他成本占比 4.78%；

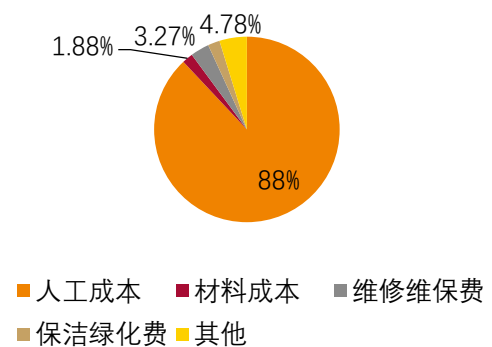
专项物业管理服务中人工成本占比 91.07%；材料成本占比 3.33%，保洁绿化费占比 3.29%，其他成本占比 2.3%。

图 5: 2019 年毛利率 21.1%，同比减少 0.12 pct



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 综合物业管理服务中人工成本占比 88%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

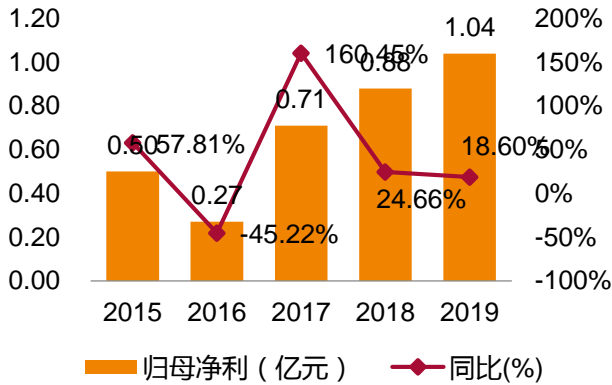
## 2.3. 期间费用整体稳定, 全年实现净利 1.04 亿元

2019 年管理费用率 7.6%，同比减少 0.13pct，本期管理费用增长主要系公司业务规模扩大和组织结构逐步规范和完善，为满足日常经营和管理需求，管理人员数量相应增长导致的职工薪酬成本增加；

2019 年销售费用率 1.64%，同比增加 0.13pct，公司销售费用增加主要系公司业务规模的持续扩大和扩张，销售人员数量增加导致职工薪酬成本增加；业务持续开拓，导致项目招投标费持续增加；2019 年财务费用率 0.09%，同比减少 0.02pct。

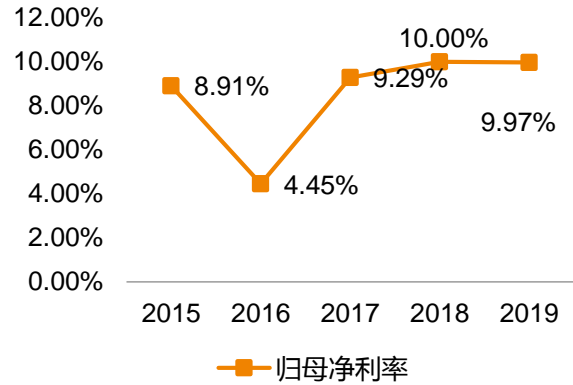
公司 19 年实现归母净利润 1.04 亿，同比增长 18.6%；归母净利率 9.97%，同比减少 0.03pct。

图 7：公司 2019 年归母净利润 1.04 亿，同比增长 18.6%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司 2019 年归母净利率 9.97%，同比减少 0.03pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 经营：19 年新项目总金额 6 亿元，同比增 50%，渝外占比约 70%

2019 年公司开发的新项目和业务合同总金额超 6 亿元，合同签约期为 1-3 年不等，签约金额同比增长约 50%，新增项目数量 70 余个，再创历史新高，为业务的持续增长奠定了坚实的基础。其中：重庆地区以外市场 2019 年新开发项目和业务金额占比约 70%，随着公司全国化市场布局的持续推进，外地拓展速度将进一步加快，重庆区域外收入占比有望进一步提升。

截至 2019 年底公司签约项目 336 个，在管项目 325 个，签约面积近 7,000 万方。项目数量同往年相比增速放缓，主要原因在于公司加大了对大型项目的拓展力度，注重发展质量，在兼顾项目数量的同时，将项目的规模、盈利预期等作为目标项目的重要考量因素，提高了项目承接的门槛。同时随着项目基数的增加，部分盈利能力较弱、规模较小、服务单一的项目进行了优化，今年撤场项目中约 60%为单一类保洁或保安项目，因此项目数量增长放缓，但总体签约金额比往年有较大增长。

#### ● 学校物业新签 19 个项目

2019 年新签约项目 19 个，新进场项目 10 个，业绩保持稳定增长。其中，2019 年公司三大战役之两大战役：中国地质大学、西安交通大学均为学校业态项目，并顺利完成承接入驻，提升了公司学校业态的知名度。2019 年学校物业获得中指院颁发的“2019 中国专项物业服务优秀企业（教育物业管理）”、中物协颁发的“2019 学校物业综合服务领先企业”等多项荣誉。

#### ● 航空物业突飞猛进，已布局全国 11 座机场

2019 年，航空业态从原公共物业拆分后重点培育，取得了飞速发展：当年新增进驻 3 个机场项目，年合同金额近 1 亿元，同时公司大力深挖在管机场的延伸服务，实现当年营业收入同比增长约 120%。由于 2019 年新进驻机场项目体量较大，同时，公司注重机场业态的机械化投入和业务系统的全面推广，新进项目前期成本投入较多，加之原有航空业态

规模较小，2019 年公司在航空业态投入较去年相比占比有所提高。截止 2019 年底期披露之日，航空业态已布局重庆江北机场、北京大兴机场、上海虹桥机场、广州白云机场等 11 个机场，作为重点培育业态发展顺利。

● **公共物业初步完成“平台化”发展策略**

2019 年经过集团新的组织调整，公共物业成为覆盖园区、交通、医养、场馆、景区市政等多种城市功能体的物业服务业态，并成为集团新兴公共物业产品孵化中心。2019 年，公共物业以场馆为背景大力开展人机替代，在劳动力成本节约及项目形象提升方面得到客户方的广泛好评；经过对市场、产品方面的探索，先后承接了南京高速、苏州地铁等交通类项目，初步完成“平台化”发展策略，找到中长期孵化方向。

同时，基于公司全国化发展的战略大背景，着手业务信息化探索，初步完成公共业态信息化路径规划及需求梳理，为集团业务信息化建设迭代优化提供资源；在关注公共物业能力提升的同时狠抓经营，实现业绩持续增长。2019 年，公司荣获中物协颁发的“2019 公众场馆物业服务领先企业”。

● **办公物业狠抓基础服务，提供广泛增值服务**

2019 年办公物业从原有公共物业拆分，成立办公物业事业部，面向党、政、军机关、银行及企事业单位办公楼等提供规范、专业服务。针对办公物业客户特性，办公事业部采取狠抓基础服务工作，提供更广泛的增值服务，在政府机关垃圾分类和节能型机关建设中发挥了积极作用，获得客户广泛认可并取得较好的效益。在重视政务后勤保障能力的同时，还特别重视员工服务规范和服务技能的培训，2019 年办公事业部组织派员分别参加了渝北区等三个区级和重庆市的物业行业“工匠杯技能大赛”，共荣获 34 个人单项奖和 28 个团体奖殊荣，位居重庆获奖企业前列。2019 年，公司在全国政府采购物业管理服务行业服务质量 100 强评定中排名第五。

● **商住物业：管理公租房面积超 600 万方**

2019 年商住事业部对在管业态内部项目进行了重点梳理，对部分提供专项保洁或保安的项目进行了优化或替换，因此项目数量有所减少；同时对增值服务持续深入研究，增加了服务的产品内容和形式，在提升服务质量的同时也在收入及利润方面取得了较大突破，因此虽然商住物业项目数量有所减少，但总体业绩仍有所提升。报告期内，新进场 1 个上百万方体量的公租房小区，截止 19 年底，公司管理的公租房管理面积超过 600 万方；对在管老旧商住项目投入大量资金进行专项改造，确保在管项目消防安全，提升老旧项目品质。报告期内公司服务的住宅小区获得区级物业管理示范住宅小区称号。

● **信息化建设稳步向前推进**

科技赋能给物业行业带来的机遇与变革，我们在管理信息化和业务信息化方面紧随技术变革的步伐，通过与华为、金蝶、用友、新加坡荣腾、德国 FAME 等公司合作，不断升级重建公司管理信息化系统，助力企业管理效率及决策能力的提升；专研客户业务信息化管理需求，优化学校及航空业务系统，为业务品质提升及市场拓展均提供有力支撑。

**4. 竞争力：市场化专业化能力显著**

(一) 公司差异化的战略定位优势

公司自 1998 年成立至今，通过差异化的市场战略定位，历经 20 余年的发展，成为了

为公共、园区、医养、公园、场馆、地铁、航空机场、政府机关、企事业单位办公楼、学校、住宅、商场等多种类型的城市项目提供一体化综合服务商，专注于中国未来智慧城市公共建筑与设施的管理和运营。公司差异化的战略定位及 20 余年的行业深耕为公司全国化发展奠定了坚实的基础。

## （二）企业文化优势

公司建立之初，创始人就决心做一个好企业，20 余年始终坚守初心，带领广大员工辛勤耕耘。公司坚持以人为本的管理理念和倡导员工间简单的人际关系及以社会、企业、员工和谐进步的核心价值观，践行真诚专业、不负所托的服务理念。公司的企业文化作为公司的基因，对于公司的快速发展起到了根本性的作用。

## （三）公司灵活的管理机制优势

公司是重庆市最早一批成立的物业企业之一，是一家运行机制灵活的民营企业。公司的管理机制优势使公司在市场上动力充足，竞争能力较强，相比同业能够提供更高性价比的服务。独立决策的机制使得公司的管理层能够发挥最大的能动性，使得公司的战略规划得到贯彻与延续，进而保障了公司稳定、健康的快速发展。公司历来重视组织架构的作用，持续进行组织架构的调整与优化，为公司全国化发展提供了有力保障。

## （四）公司人员与组织优势

公司是劳动密集型企业，人才是企业发展的关键。公司拥有完整的梯队化管理团队，高级管理人员拥有丰富的项目与行业经验，中级管理人员具有充足的活力与动力，具备良好的创新精神与奋斗精神。公司自 2002 年起，开始实行了员工持股方式，有效增加了员工的凝聚力。同时，公司建立了完善的培训体系，拥有大正经理班、储备项目经理机制，为员工创造职后再教育的机会，鼓励员工自学提升学历。公司的各项制度与员工关怀举措，都为优化员工结构，提升员工效能，保证公司的团队优势作出了必要的贡献。公司近 20 年来骨干成员的稳定状态保持了较高的水平，对公司的发展和战略规划的延续起到了至关重要的作用。

## （五）公司标准化优势

公司作为国家一级资质的专业化物业管理企业，已通过多项管理体系认证，具有较完整的管理运行体系和丰富的管理经验。公司于 2008 年成立了“企业标准化研究院”，基于规范服务流程，保障过程管理，确保服务质量的持续完善与改进，开发了项目全面质量管控模型，同时，公司不断研究客户需求，引入新技术、新设备应用，发布了公司五大业态物业服务标准。其中，商务楼宇和高校的物业管理标准已成为重庆市的地方标准。公司细分业态的服务标准向外地项目推广执行，有效保证了公司在全国化过程中的项目服务品质和服务质量。

## （六）公司品牌优势

公司作为第三方物业专业公司，公司综合实力位于重庆物业管理行业第 3 名、中国物业服务百强企业前 25 强，是重庆市物业管理协会副会长单位，中国物业管理协会常务理事单位，国家级服务业标准化试点单位。2019 年，公司获得中国物业管理协会颁发的“学校物业服务领先企业”、“公共场馆服务领先企业”。公司上市后，公司的品牌效力及知名度进一步得到了提升，为公司的市场拓展起到了积极的影响。

## （七）公司机械化作业优势

公司属于劳动密集型行业，人力成本是公司主要成本，随着科技的不断进步及人力成本的上升，公司不断优化项目组织管理，大力推行机械替代人工作业，新接项目均优先制定并使用机械化作业方案。目前，如航空、学校、园区、场馆、商场等适合使用机械作业的场景，均已实现了机械化作业。公司大力推广并使用机械化作业，降低了项目人员的管理难度，降低了人力成本，提高了劳动生产效率，提升了客户的体验感和满意度。

## （八）未来智慧化管理优势

随着人工智能、互联网及物联网等科学技术的大力发展，物业行业也迎来了前所未有的行业大变局，人工智能、互联网及物联网等技术能有效帮助物业企业解决很多管理过程中的难题，并有效提升了客户的安全感、体验感及幸福感。在信息化浪潮的推动下，公司投入了大量的资源，搭建运营平台和技术平台，实现增长模式向“高质量”转变，探索新的利润增长点。通过用科技赋能传统物业，打造智慧化服务平台，为客户提供更加精准、便捷、高效的物业服务，实现公司由劳动密集型向数字化、智能化转型，并通过大数据衍生新兴业务，助力智慧城市发展。

## 5. 盈利预测与估值

公司作为独立第三方物业服务企业，主要为各类城市公共建筑提供物业服务，专注于中国未来智慧城市公共建筑与设施的运营和管理。随着我国后勤社会化改革的持续推进、社会专业化分工的需求增加、投入市场进行物业服务公开招投标的建筑类型逐年增多，公司提供的物业服务产品类型也随之增加。特别在近两年，包括航空、轨道、高铁在内的交通物业，移动、电信、联通在内的通信物业，医院、养老院、体检中心在内的医养物业等更加专业化、全国化的新兴物业类型投入市场，公司作为一家独立第三方的专业物业公司，紧跟市场步伐，开拓新兴产品，不断丰富自身产品结构。截止报告期末，公司建立了航空物业、学校物业、办公物业、园区物业、场馆物业、医养物业、市政物业、公共物业、住宅物业、商业物业十大系列，并在公共场馆、学校和航空等细分领域形成全行业领先优势。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.08 元、2.84 元、3.66 元；PE 分别为 31xPE、23xPE、18xPE

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      |               |               |                 |                 |                 | 利润表(百万元)         |               |               |               |               |               |
|-----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                 | 2018          | 2019          | 2020E           | 2021E           | 2022E           |                  | 2018          | 2019          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
| 货币资金            | 246.19        | 617.59        | 806.08          | 903.39          | 1,156.47        | 营业收入             | 885.85        | 1,054.60      | 1,420.00      | 1,795.00      | 2,315.55      |
| 应收票据及应收账款       | 70.06         | 139.20        | 96.88           | 112.74          | 157.67          | 营业成本             | 697.65        | 831.66        | 1,107.60      | 1,378.56      | 1,771.40      |
| 预付账款            | 1.03          | 3.02          | 1.23            | 2.72            | 3.16            | 营业税金及附加          | 5.82          | 6.52          | 9.94          | 17.95         | 23.16         |
| 存货              | 0.41          | 0.62          | 0.80            | 0.96            | 1.31            | 营业费用             | 13.38         | 17.25         | 17.04         | 19.75         | 34.73         |
| 其他              | 40.03         | 65.70         | 47.59           | 104.43          | 98.90           | 管理费用             | 68.52         | 80.18         | 100.82        | 125.65        | 162.09        |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>357.72</b> | <b>826.13</b> | <b>952.58</b>   | <b>1,124.24</b> | <b>1,417.51</b> | 研发费用             | 0.00          | 0.00          | 14.20         | 17.95         | 23.16         |
| 长期股权投资          | 0.37          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 财务费用             | 0.96          | 0.98          | (2.32)        | (2.78)        | (3.35)        |
| 固定资产            | 94.66         | 123.14        | 144.02          | 183.70          | 221.67          | 资产减值损失           | 0.76          | 0.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          |
| 在建工程            | 9.90          | 7.39          | 40.44           | 72.26           | 73.36           | 公允价值变动收益         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 无形资产            | 1.44          | 2.39          | 1.46            | 0.54            | 0.00            | 投资净收益            | (0.46)        | 0.92          | 7.82          | 8.00          | 5.00          |
| 其他              | 34.26         | 36.29         | 28.33           | 21.99           | 28.87           | 其他               | (4.34)        | (6.59)        | (15.64)       | (16.00)       | (10.00)       |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>140.64</b> | <b>169.22</b> | <b>214.25</b>   | <b>278.49</b>   | <b>323.90</b>   | <b>营业利润</b>      | <b>103.55</b> | <b>123.68</b> | <b>179.54</b> | <b>244.93</b> | <b>308.37</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>498.36</b> | <b>995.35</b> | <b>1,166.83</b> | <b>1,402.73</b> | <b>1,741.41</b> | 营业外收入            | 0.95          | 0.27          | 7.31          | 3.31          | 5.00          |
| 短期借款            | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业外支出            | 0.19          | 1.67          | 8.00          | 7.50          | 3.00          |
| 应付票据及应付账款       | 10.15         | 36.94         | 11.21           | 49.76           | 35.45           | <b>利润总额</b>      | <b>104.31</b> | <b>122.28</b> | <b>178.85</b> | <b>240.74</b> | <b>310.37</b> |
| 其他              | 187.79        | 194.99        | 247.67          | 239.47          | 327.43          | 所得税              | 15.77         | 17.18         | 28.62         | 36.11         | 46.56         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>197.94</b> | <b>231.93</b> | <b>258.88</b>   | <b>289.23</b>   | <b>362.88</b>   | <b>净利润</b>       | <b>88.54</b>  | <b>105.10</b> | <b>150.23</b> | <b>204.63</b> | <b>263.82</b> |
| 长期借款            | 31.08         | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 少数股东损益           | 0.47          | 0.64          | 1.05          | 1.25          | 1.68          |
| 应付债券            | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>88.08</b>  | <b>104.46</b> | <b>149.19</b> | <b>203.38</b> | <b>262.13</b> |
| 其他              | 0.00          | 8.48          | 2.83            | 3.77            | 5.03            | 每股收益(元)          | 1.23          | 1.46          | 2.08          | 2.84          | 3.66          |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>31.08</b>  | <b>8.48</b>   | <b>2.83</b>     | <b>3.77</b>     | <b>5.03</b>     |                  |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>     | <b>229.03</b> | <b>240.41</b> | <b>261.71</b>   | <b>293.00</b>   | <b>367.90</b>   | <b>主要财务比率</b>    | <b>2018</b>   | <b>2019</b>   | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  |
| 少数股东权益          | 1.21          | 1.42          | 2.41            | 3.64            | 5.28            | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |               |
| 股本              | 53.73         | 71.64         | 71.64           | 71.64           | 71.64           | 营业收入             | 15.41%        | 19.05%        | 34.65%        | 26.41%        | 29.00%        |
| 资本公积            | 80.70         | 497.46        | 497.46          | 497.46          | 497.46          | 营业利润             | 18.28%        | 19.44%        | 45.17%        | 36.42%        | 25.90%        |
| 留存收益            | 214.39        | 681.88        | 831.07          | 1,034.45        | 1,296.58        | 归属于母公司净利润        | 24.66%        | 18.60%        | 42.82%        | 36.33%        | 28.89%        |
| 其他              | (80.70)       | (497.46)      | (497.46)        | (497.46)        | (497.46)        | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>269.33</b> | <b>754.94</b> | <b>905.12</b>   | <b>1,109.73</b> | <b>1,373.51</b> | 毛利率              | 21.24%        | 21.14%        | 22.00%        | 23.20%        | 23.50%        |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>498.36</b> | <b>995.35</b> | <b>1,166.83</b> | <b>1,402.73</b> | <b>1,741.41</b> | 净利率              | 9.94%         | 9.91%         | 10.51%        | 11.33%        | 11.32%        |
|                 |               |               |                 |                 |                 | ROE              | 32.85%        | 13.86%        | 16.53%        | 18.39%        | 19.16%        |
|                 |               |               |                 |                 |                 | ROIC             | -158.40%      | 409.22%       | 147.31%       | 282.79%       | 138.56%       |
|                 |               |               |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 资产负债率            | 45.96%        | 24.15%        | 22.43%        | 20.89%        | 21.13%        |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 净负债率             | -77.56%       | -81.81%       | -88.83%       | -81.16%       | -84.08%       |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 流动比率             | 1.81          | 3.56          | 3.68          | 3.89          | 3.91          |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 速动比率             | 1.81          | 3.56          | 3.68          | 3.88          | 3.90          |
|                 |               |               |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 应收账款周转率          | 13.13         | 10.08         | 12.03         | 17.13         | 17.13         |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 存货周转率            | 1,924.96      | 2,050.74      | 1,999.51      | 2,035.41      | 2,039.65      |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 2.01          | 1.41          | 1.31          | 1.40          | 1.47          |
|                 |               |               |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |               |               |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 每股收益             | 1.23          | 1.46          | 2.08          | 2.84          | 3.66          |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 1.58          | 0.72          | 3.30          | 2.32          | 4.13          |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 每股净资产            | 3.74          | 10.52         | 12.60         | 15.44         | 19.10         |
|                 |               |               |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |               |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 市盈率              | 52.46         | 44.24         | 30.97         | 22.72         | 17.63         |
|                 |               |               |                 |                 |                 | 市净率              | 17.23         | 6.13          | 5.12          | 4.18          | 3.38          |
|                 |               |               |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 0.00          | 33.50         | 20.58         | 14.72         | 10.88         |
|                 |               |               |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 0.00          | 35.77         | 21.39         | 15.29         | 11.29         |

| 现金流量表(百万元)     |                |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2018           | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
| 净利润            | 88.54          | 105.10         | 149.19         | 203.38         | 262.13         |
| 折旧摊销           | 6.91           | 8.10           | 7.01           | 9.42           | 11.47          |
| 财务费用           | 2.02           | 1.85           | (2.32)         | (2.78)         | (3.35)         |
| 投资损失           | 0.46           | (0.92)         | (7.82)         | (8.00)         | (5.00)         |
| 营运资金变动         | 75.45          | (74.93)        | 89.23          | (37.41)        | 28.98          |
| 其它             | (59.86)        | 12.04          | 1.05           | 1.25           | 1.68           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>113.52</b>  | <b>51.23</b>   | <b>236.33</b>  | <b>165.85</b>  | <b>295.92</b>  |
| 资本支出           | 97.18          | 26.17          | 65.66          | 79.06          | 48.74          |
| 长期投资           | (0.30)         | (0.37)         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (152.08)       | (51.60)        | (117.84)       | (151.06)       | (93.74)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(55.20)</b> | <b>(25.81)</b> | <b>(52.18)</b> | <b>(72.00)</b> | <b>(45.00)</b> |
| 债权融资           | 37.30          | 0.00           | 2.07           | 2.76           | 1.61           |
| 股权融资           | (1.32)         | 433.69         | 2.32           | 2.78           | 3.35           |
| 其他             | (43.40)        | (89.77)        | (0.05)         | (2.09)         | (2.80)         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(7.43)</b>  | <b>343.92</b>  | <b>4.34</b>    | <b>3.45</b>    | <b>2.16</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>50.89</b>   | <b>369.35</b>  | <b>188.49</b>  | <b>97.31</b>   | <b>253.08</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |