

2020年11月27日

拓邦股份 (002139.SZ)

公司分析

智能控制器龙头，长期增长确定性高

投资要点

- ◆ **国内智能控制器行业领导者，持续突破三类客户。**公司为国内智能控制器领导品牌，成立于1996年。公司业务主要往两方面开展，一为直接为下游厂商提供产品，如智能控制器、锂电池、高效电机等。二为为下游厂商提供智能化解决方案，是TTI、伊莱克斯、WIK等全球知名公司的智能控制器领域的主要合作伙伴，持续突破战略客户、大客户、科创客户三类客户。公司股权较为分散，实际控制人股权占比20.56%。
- ◆ **公司增长稳健，智能控制器贡献主要收入且毛利率稳中有升。**公司2019年实现营收40.99亿元，同比增长20.32%，CAGR30.91%。2020年前三季度公司实现营收35.97亿元，同比增长28.9%。公司2019年实现归母净利润3.31亿元，同比增长48.9%，扣非归母净利润同比下滑5.21%。2020年前三季度扣非归母净利润3.63亿，同比增长32.39%。毛利率方面，公司毛利率逐年提升，2020年前三季度实现毛利率10.53%。智能控制器对营收贡献占80%的主导地位，业务毛利率稳中有升。
- ◆ **产业转移+场景拓展，智能控制器行业持续增长空间大，国内龙头持续受益。**智能控制器主要可以应用于汽车电子、家用电器、工业设备三个场景，且随着5G万物互联的发展，其应用场景存在较大渗透空间。当前行业格局分散，无明显行业“龙头”。在格局分散+产业向国内转移的背景下，我们看好国内智能控制器行业规模和集中度的进一步提升。国内智能控制器龙头企业靠近终端需求，不断投入参与到下游客户产品的研发、设计中，根据客户需求快速作出反应，有望凭借资金、人才、研发、服务，不断提高市场份额。
- ◆ **优化供应链管理+客户拓展+产能布局+T-SMART 物联网，公司长期增长确定性高。**在产业向中国转移的背景下，智能控制器市场空间持续提升，公司作为国内行业龙头，打造高效供应链管理流程，集中采购降低成本，研发投入强化平台技术，积极全球布局产能提升规模优势，加速头部客户的拓展，T-SMART 协同物联网，独特客户战略拓展营收空间，将有助于公司在增长的行业中提升市场份额，长期增长确定性高。
- ◆ **投资建议：**公司作为国内最资深的控制器龙头之一，具备一定技术经验壁垒，战略布局清晰，产能规划有序，客户拓展积极，我们预计公司2020-2022年收入分别为51.13亿、63.29亿及78.14亿元，增速分别为24.74%、23.78%、23.47%，预计2020-2022年净利润分别为4.35亿、5.31亿及6.47亿元，EPS分别为0.38、0.47及0.57元/股。公司20-22年PE分别为21.3/17.4/14.3x，水平远低于同业均值，我们看好以智能控制器为基础，抢占物联网先机的前景，首次覆盖，给予“买入-B”投资评级。
- ◆ **风险提示：**全球疫情加剧风险；市场竞争加剧风险；募投项目建设进度不及预期；智能控制器客户拓展不及预期；智能控制器毛利率不及预期；物联网发展不及预期

电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **买入-B(首次)**

 股价(2020-11-27) **8.17元**

交易数据

总市值(百万元)	9,256.01
流通市值(百万元)	7,636.31
总股本(百万股)	1,132.93
流通股本(百万股)	934.68
12个月价格区间	4.78/9.58元

一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.35	16.36	24.0
绝对收益	-5.11	15.4	69.29

分析师

曾捷
 SAC 执业证书编号: S0910518110001
 zengjie@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,407	4,099	5,113	6,329	7,814
YoY(%)	27.0	20.3	24.7	23.8	23.5
净利润(百万元)	222	331	435	531	647
YoY(%)	5.8	48.9	31.4	22.2	21.8
毛利率(%)	20.0	22.0	22.9	22.8	22.8
EPS(摊薄/元)	0.20	0.29	0.38	0.47	0.57
ROE(%)	10.4	12.9	15.0	15.7	16.4
P/E(倍)	41.7	28.0	21.3	17.4	14.3
P/B(倍)	4.3	3.8	3.3	2.9	2.4
净利率(%)	6.5	8.1	8.5	8.4	8.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司简介及财务分析.....	4
------------------	---

(一) 公司简介：智能控制器领导者	4
(二) 公司财务分析	5
1、营业收入与净利润稳中求进，毛利率逐年提升	6
2、智能控制器对营收贡献占主导地位，毛利率稳中有升	7
二、产业转移+场景拓展，国内龙头持续受益	8
(一) 智能控制器大行业小公司，应用场景多，格局较为分散	8
(二) “外包+国内”转移趋势明显	9
三、各领域提升竞争力，公司长期增长确定性高	10
(一) 打造高效供应链管理流程，集中采购降低成本	10
(二) 公司积极全球化布局产能	11
(三)、T-SMART 协同物联网，独特客户战略拓展营收空间	12
三、盈利预测及投资建议	12
四、风险提示	13

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司“三电一网”方案示意图	5
图 3：公司主要股东持股情况	5
图 4：过往 4 年前三季度营业收入及增长率	6
图 5：过往 4 年前三季度净利润及增长率	6
图 6：过往 5 年前三季度毛利率对比	6
图 7：过往 4 年主要费用率变动	6
图 8：按产品划分公司收入结构	7
图 9：按地区划分公司收入结构	7
图 10：按产品划分毛利率	7
图 11：按地区划分毛利率	7
图 12：智能控制器是终端产品核心关键部件	9
图 13：智能控制器应用场景占比	9
图 14：三大厂商 2017-2019 海外营收趋势	10
图 14：拓邦 ISC 集成供应链	11
图 16：Tsmart 与其他平台广泛对接	12
图 17：T-smart 家居解决方案	12
表 1：表 1：拓邦股份正在建项目一览（万元）	11

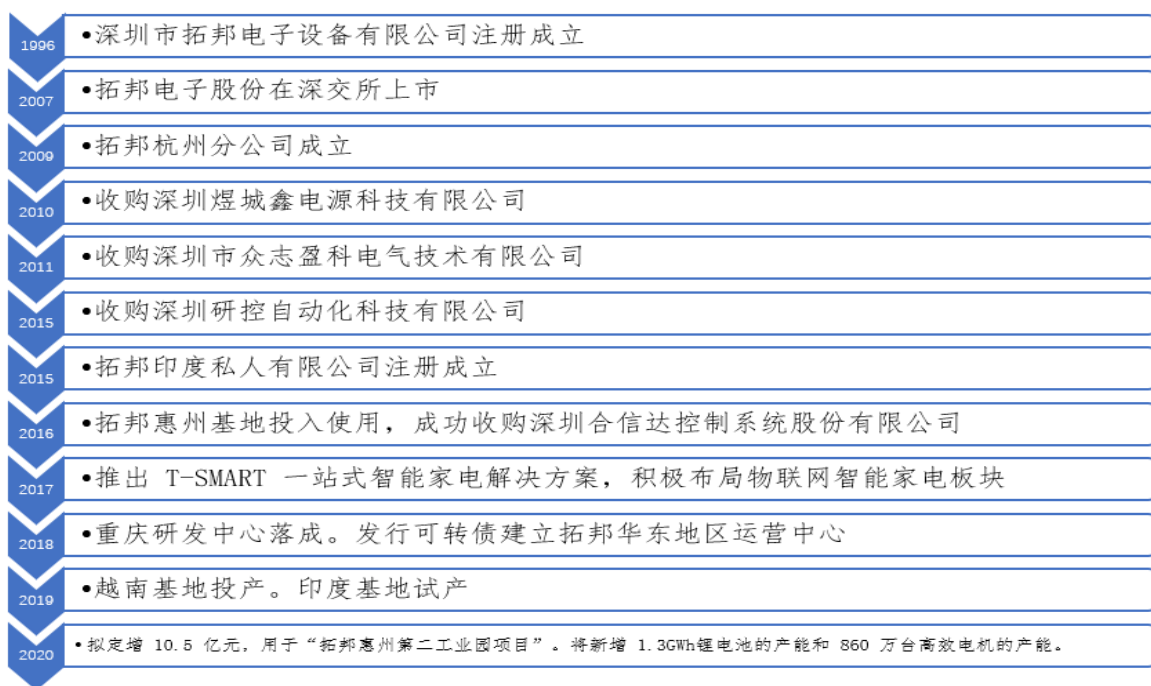
一、公司简介及财务分析

拓邦股份有限公司为国内智能控制器领导品牌，成立于 1996 年。公司业务主要往两方面开展。一为直接为下游厂商提供产品，如智能控制器、锂电池、高效电机等。二为下游厂商提供智能化解决方案，是 TTI、伊莱克斯、WIK 等全球知名公司的智能控制器领域的主要合作伙伴，持续突破战略客户、大客户、科创客户三类客户。公司股权较为分散，实际控制人股权占比 20.56%。

（一）公司简介：智能控制器领导者

公司成立于 1996 年，是国内第一家专门从事智能控制器研发生产的企业，2007 年正式在深圳交易所发行上市。2009 年到 2016 年期间，公司陆续成立杭州分公司、惠州基地，收购深圳煜城鑫电源科技有限公司、深圳市众志盈科电气技术有限公司、深圳研控自动化科技有限公司，不断扩充产能，形成规模效应，稳固智能控制器龙头地位。目前，公司拥有国内深圳、杭州、惠州三个生产基地和重庆研发基地，同时，公司通过成立印度分公司和基地、越南基地等，大力拓展海外业务。2017 年，公司推出 T-SMART 一站式智能家电解决方案，积极布局物联网智能家电板块，提供从智能控制器、通讯模块、云和 APP 的一站式技术服务。2020 年，公司拟定增 10.5 亿元，以拓展 1.3Gwh 锂电池产能与 860 万台高效电机产能。

图 1：公司发展历程



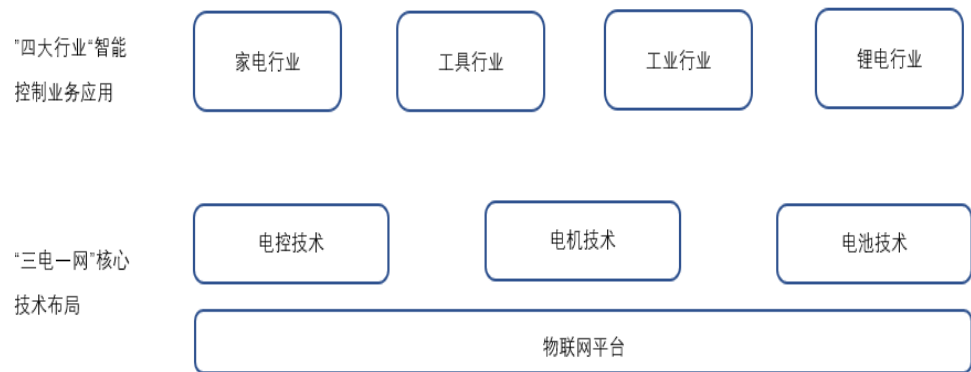
资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司业务主要往两方面开展。一为直接为下游厂商提供产品，如智能控制器、锂电池、高效电机等。二为下游厂商提供智能化解决方案，持续突破战略客户、大客户、科创客户三类客户。

产品方面，公司主要提供智能控制器、锂电池、高效电机等产品，其中智能控制器为公司主要业务，公司智能控制器业务全球化布局，积累了大量优质客户，包括 TTI、伊莱克斯、WIK、老板电器等，营收占比超过 80%。

解决方案方面，公司是国内老牌智能控制器供应商，目前围绕主业，打造“三电一网”整体解决方案，即面向家电、工具、工业和锂电四大行业，提供电控、电机、电池、物联网平台的定制化解决方案。

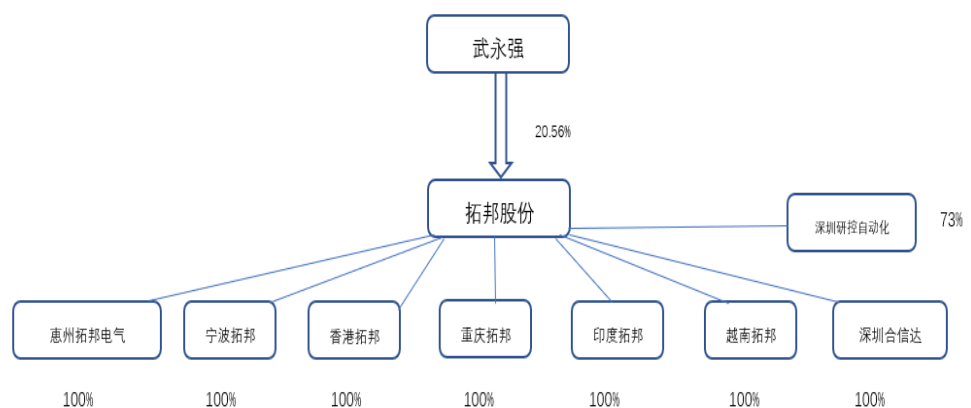
图 2：公司“三电一网”方案示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司股权结构稳定，创始人持股 20.56%。公司实际控制人武永强，为公司创始人和董事长，持有公司股权 20.56%，曾获深圳市政府授予的“深圳市青年科技带头人”、深圳市南山区“十大杰出青年”等称号。公司对惠州拓邦电气、宁波拓邦、香港拓邦、重庆拓邦等子公司控股 100%，对深圳研控自动化控股 73%。

图 3：公司主要股东持股情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

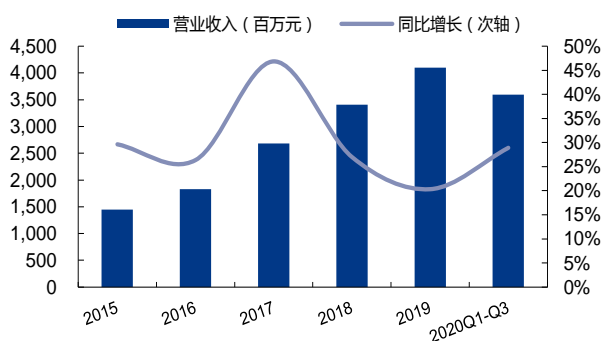
(二) 公司财务分析

公司 2019 年实现营收 40.99 亿元，同比增长 20.32%，CAGR30.91%。2020 年前三季度公司实现营收 35.97 亿元，同比增长 28.9%。公司 2019 年实现归母净利润 3.31 亿元，同比增长 48.9%，扣非归母净利润同比下滑 5.21%。2020 年前三季度扣非归母净利润 3.63 亿，同比增长 32.39%。拐点显现。毛利率方面，公司毛利率自 2018 年后逐年提升，2020 年前三季度实现毛利率 10.53%。费用率方面，公司整体费率保持稳中有降，研发费率有所提升。智能控制器占公司大部分营收，公司主要产品毛利率稳中求进。按地区看，公司海外营收稍微领先，毛利率差别不大。

1、营业收入与净利润稳中求进，毛利率逐年提升

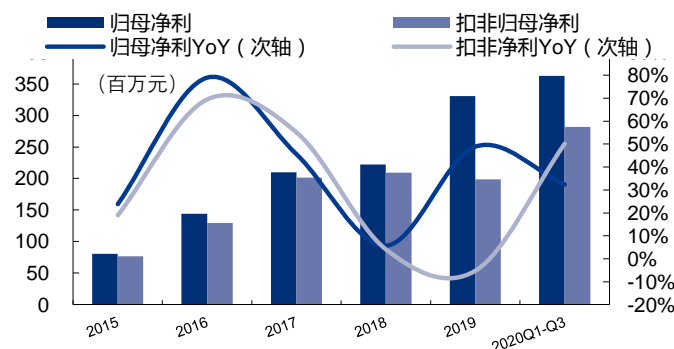
公司 2019 年实现营收 40.99 亿元，同比增长 20.32%，CAGR30.91%。2020 年前三季度公司实现营收 35.97 亿元，同比增长 28.9%。这主要归功于公司多年布局带来的头部客户持续增加和新产品品类扩张。净利润方面，公司 2019 年实现归母净利 3.31 亿元，同比增长 48.9%，主要原因是非经常性损益增厚利润。2020 年前三季度公司扣非归母净利润同比下滑 5.21%，主要因为研发投入增多造成成本增加。2020 年前三季度营收拉动净利润增长，实现扣非归母净利润 3.63 亿，同比增长 32.39%。整体来看，公司营收与净利润稳中有升，处于行业较好水平。

图 4：过往 4 年前三季度营业收入及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 5：过往 4 年前三季度净利润及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

毛利率方面，公司毛利率逐年提升，2020 年前三季度实现毛利率 10.53%。这主要是因为公司产品平台能力，生产自动化程度和供应链管理效率均有较大提升，产品结构持续优化，产品成本具有竞争力。费用率方面，因公司经营效率改善，公司整体费用率呈稳中有降的趋势。公司研发费用率逐年提高，2020 年前三季度达到 6.02%。

图 6：过往 5 年前三季度毛利率对比

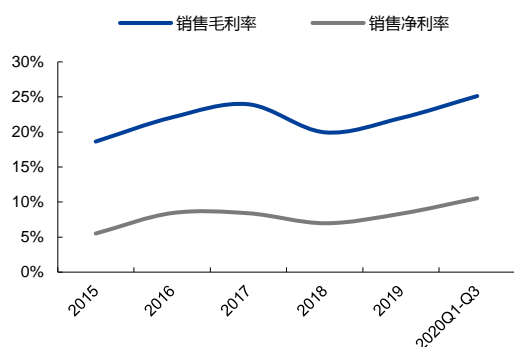
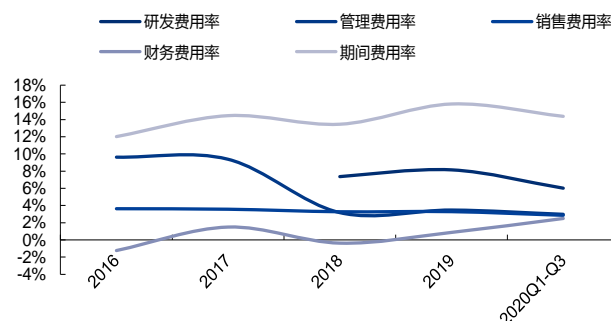


图 7：过往 4 年主要费用率变动



资料来源: wind, 华金证券研究所

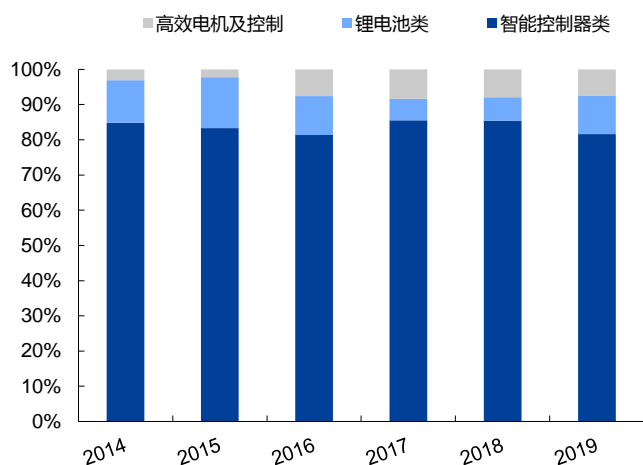
资料来源: wind, 华金证券研究所

2、智能控制器对营收贡献占主导地位，毛利率稳中有升

按产品来看，公司主要收入来源于智能控制器，从 2016 年到 2019 年分别占比营收 78.5%、82.2%、82.0%、78.0%。2019 年，公司智能控制器营收达到 31.98 亿，同比增长 14.45%，过去 4 年实现 CAGR31%。公司 2019 年智能控制器收入占比的下降主要来自于锂电池、电机收入占比的提升，这体现了公司产品结构的调整。2019 年锂电池、电机分别实现营收 4.29 亿元和 2.90 亿元，同比增长 97.7%和 12.08%。从地区来看，公司海外收入略高于中国大陆，2019 年约占 55.5%。公司海外收入和国内收入均实现增长。

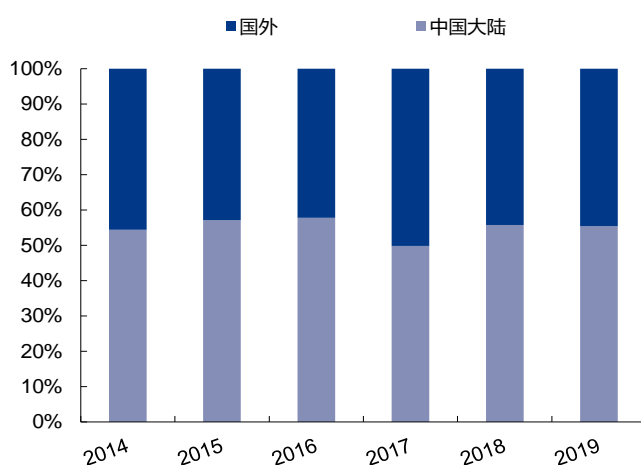
从毛利率来看，公司主要产品毛利率较为稳定。其中高效电机产品毛利率较高，为 35%左右，这几年毛利率的缓慢下滑主要受价格波动和研发投入的影响。智能控制器和锂电池毛利率相对较低，但毛利率呈稳中有进的态势。按地区划分来看，公司国内与海外毛利率无明显差别，均维持在 20%左右，趋势稳中有进。

图 8：按产品划分公司收入结构



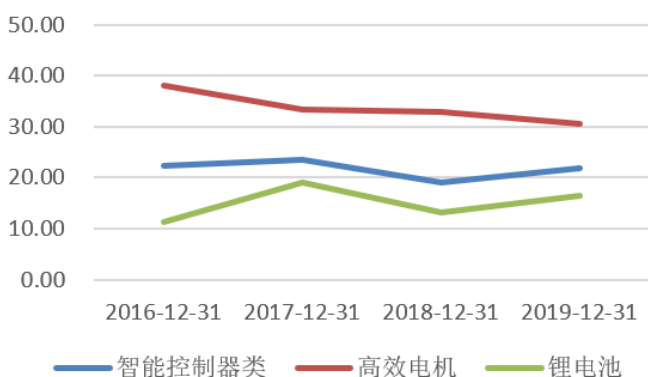
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9：按地区划分公司收入结构



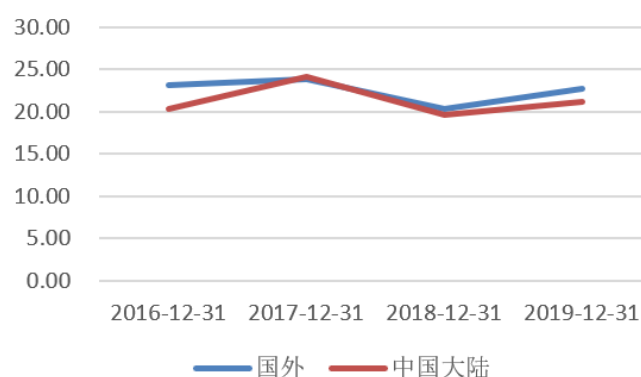
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10：按产品划分毛利率



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 11：按地区划分毛利率



资料来源: wind, 华金证券研究所

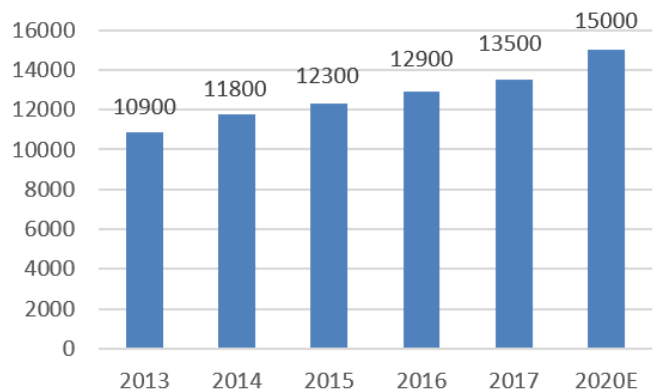
二、产业转移+场景拓展，国内龙头持续受益

公司所属智能控制器应用场景较多，能普遍应用于汽车电子、家用电器、工业设备等行业，行业规模较大，根据前瞻产业研究院，预计 2020 年国内市场规模达 1.55 万亿元。但是智能控制器行业厂商竞争格局比较分散，缺乏真正的“龙头”。在 5G 驱动下，产业朝着智能化、专业化发展趋势明显，市场空间有望持续提升，从格局看，产业向中国转移、由终端向外包转移的趋势明显。

（一）智能控制器大行业小公司，应用场景多，格局较为分散

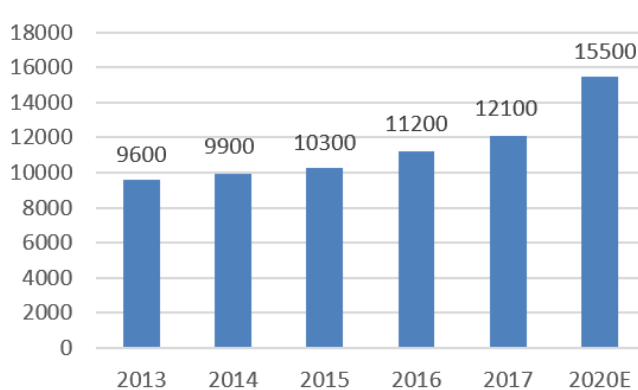
全球智能控制器市场增速稳定，国内市场快速增长，预计 2020 年实现市场规模 1.55 万亿元。根据前瞻产业研究院，2017 年，全球智能控制器市场实现规模 1.3 万亿美元，并且增幅稳定，预计在 2020 年达到 1.5 万亿美元的市场规模。2017 年国内市场实现规模 1.21 万亿元，并且预计在 2020 年实现 1.55 万亿元市场规模。与全球智能控制器市场相比，国内市场起步较晚，在全球占比不高，受益于全球经济一体化增速较快，待发掘潜力大。

图 12：全球智能控制器市场规模估计



资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

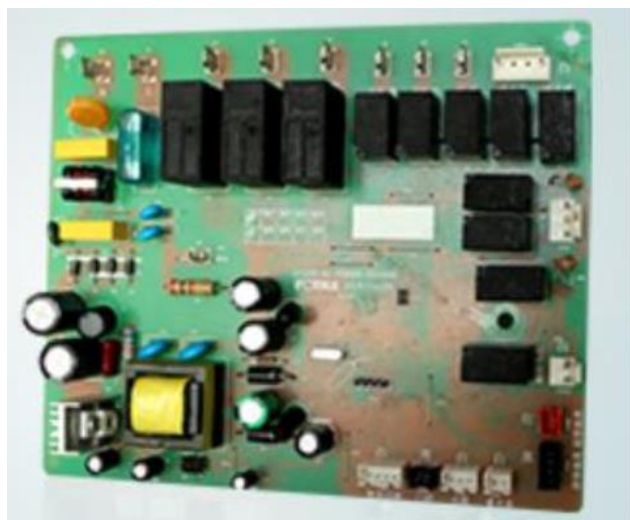
图 13：国内智能控制器市场规模估计



资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所制作

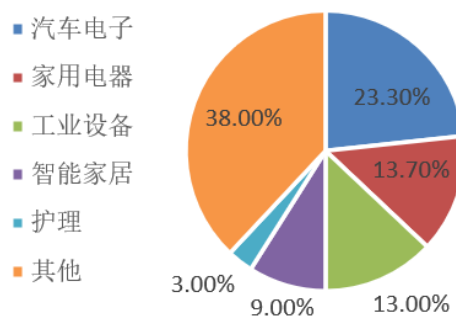
智能控制器应用场景广泛，主要场景存在较大渗透空间。智能控制器是终端产品的核心关键部件，在终端产品中扮演“神经中枢”与“大脑”的角色，是大数据时代海量数据的入口。智能控制器主要应用于汽车电子、家用电器、工业设备三个场景，其中汽车电子应用占比 23.3%，家用电器占比 13.7%，工业设备占比 13.0%。除此之外，随着 5G 带领物联网、车联网的发展，智能控制器的应用场景将更加广泛，如智能家居、护理、智能汽车等场景中。如对汽车电子行业，我们认为智能控制器在记录用户习惯数据、用户行车危险警报、无人驾驶等领域有很大发展空间，智能控制器有望在汽车行业进一步渗透。

图 12: 智能控制器是终端产品核心关键部件



资料来源：电子发烧友，华金证券研究所

图 13: 智能控制器应用场景占比



资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

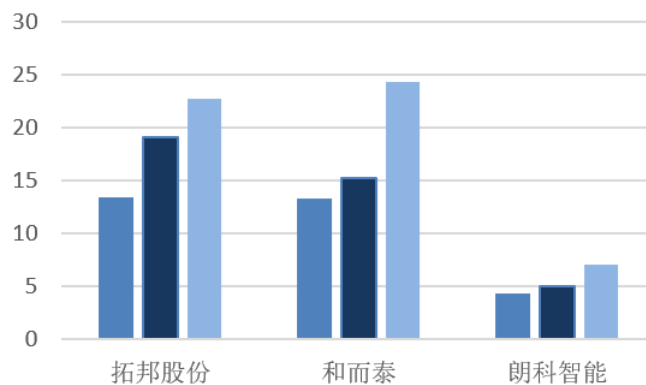
行业格局分散，无明显行业“龙头”。在细分行业，有各自控制器行业龙头，如汽车行业的博世，家电行业的英国英维斯（Invensys）、德国代傲控制（Diehl Controls）。国内第一梯队为拓邦股份、和而泰。国内智能控制器在行业内占领导地位的公司有拓邦股份、和而泰、和晶科技、华联电子等。其中拓邦股份 2020 年前三季度营收达 35.97 亿，和而泰 2020 前三季度营收达 31.91 亿，和晶科技达 11.70 亿，与市场总规模相比，行业领先公司的市占率较低，市场较为分散。主要原因是智能控制器应用场景过于广泛，公司很难做到不同场景全部覆盖。

（二）“外包+国内”转移趋势明显

随着家电行业成熟，家电厂商竞争加大，家电厂商需要投入更多在产品核心科技方面，智能控制器逐渐外包化。智能控制器的技术要求和生产成本随着客户需求的提升不断增加，工业生产专业化不断细分。为了在控制成本的同时实现智能控制器专业化，许多家电厂商选择将智能控制器业务外包，自己专注于核心技术投入。例如美的电器已经实现 70% 自主研发，30% 外包化。下游客户外包化给智能控制器行业带来更多订单，拉动智能控制器厂家的营收。

相比较欧美，中国在人力资源与产业链上的优势使海外订单向国内转移，智能控制器“国产化”趋势较为明显。TTI、伊莱克斯等公司已逐渐成为国内智能控制器厂商最大客户之一，但中国企业在产业链协同、人工成本等方面具备比较优势，智能控制器订单向国内转移的趋势明显。2019 年，行业内拓邦股份、和而泰、朗科智能等公司的海外收入快速增长，充分体现此项趋势。随着国产智能控制器在全球的竞争力的提升，未来各细分市场将继续增长。

图 14：三大厂商 2017-2019 海外营收趋势



资料来源：Wind，华金证券研究所

在当前行业格局分散、国产化趋势明显的背景下，我们看好国内智能控制器行业规模和集中度的进一步提升。国内智能控制器龙头企业靠近终端需求，不断投入参与到下游客户产品的研发、设计中，根据客户需求快速作出反应，有望凭借资金、人才、研发、服务，不断提高市场份额。

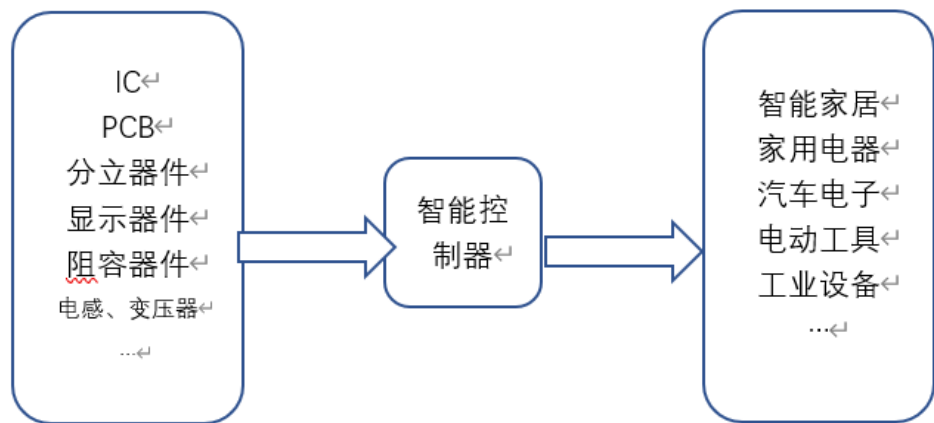
三、各领域提升竞争力，公司长期增长确定性高

在产业向中国转移的背景下，智能控制器市场空间持续提升，公司作为国内行业龙头，打造高效供应链管理流程，集中采购降低成本，研发投入强化平台技术，积极全球布局产能提升规模优势，加速头部客户的拓展，T-SMART 协同物联网，独特客户战略拓展营收空间，将有助于公司在增长的行业中提升市场份额，长期确定性高。

（一）打造高效供应链管理流程，集中采购降低成本

公司采购权上交集团采购有助降低采购成本，公司打造 **ISC** 供应链管理流程为敏捷交付和精益制造赋能。智能控制器行业上游主要包括 IC、PCB、分立器件、显示器件等，原材料大概占公司成本的 50%左右。公司原材料采购由原来的事业部采购改为集团采购的商业模式，议价能力大大提升，有助于公司降低采购成本，提高采购效率。同时，公司打造了 **ISC** 集成供应链，为敏捷交付和精益制造赋能。

图 16: 公司上下游分布情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 15: 拓邦 ISC 集成供应链



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

(二) 公司积极全球化布局产能

国内外皆有新基地在建, 定增募资扩充锂电池和高效电机产能。公司全球化产能布局已初见成效, 在国外, 越南孙公司已建成投产, 2020H1 贡献净利润 1983 万元, 预计满产能达两亿产值。国内, 惠州贡献主要产能, 目前约三、四十亿产值。公司下半年持续扩产, 印度基地、宁波基地、惠州二期正在建设中, 其中公告拟定增募资不超过 10.50 亿元用于拓邦惠州第二工业园项目以及补充流动资金, 该项目主要生产锂电池和高效电机产品。

表 1: 表 1: 拓邦股份正在建项目一览 (万元)

序号	项目名称	总投资额	拟募集资金投入
1	印度运营中心	不超过 10000	自有投资
2	拓邦华东地区运营中心 (宁波)	79,369.68	57,300.00
3	惠州第二工业园项目	/	不超过 105000

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

在建项目达产后，宁波运营中心将实现产能 4,500 万套智能控制器。惠州二期项目实现后，将新增 1.3GWh 锂电池的产能和 860 万台高效电机的产能。

（三）、T-SMART 协同物联网，独特客户战略拓展营收空间

T-SMART 一站式智能家电解决方案与各家企业共同开发，协同发展，拓宽公司下游盈利空间。2017 年，拓邦股份推出以全新打造的 T-SMART 一站式智能家电解决方案为核心的“智能+”战略，即从需求概念到规模量产的一站式业务服务闭环和从控制器、模块、云到 APP 的一站式技术服务闭环，重点发展物联网智能家电领域。在 T-SMART 智能家电解决方案中，按照物联网通用分层方式分为四层：感知层、网络层、平台层和应用层。感知层负责探测周围环境，收取数据；网络层负责传输数据，与智能控制器协同操作；平台层负责数据储存和处理；应用端负责全套解决方案的协同处理以及与人的互动。

目前，公司的 T-SMART 一站式解决方案已经实现了和阿里云 IoT 和天猫精灵平台的对接，并应用于智能冰箱、扫地机、壁挂炉、温控器等系列产品实现量产，后续还计划与天猫精灵平台合作定制更多技能，以提升智能控制器解决方案与天猫精灵互联的用户体验。

图 16: Tsmart 与其他平台广泛对接



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 17: T-smart 家居解决方案



资料来源：华金证券研究所

以战略客户、大客户、科创客户三类头部客户为主，提升客户亲密度，积极寻找合作机会。公司目前五大客户为 TTI（营收 12 亿）、伊莱克斯（营收 3 亿）、苏泊尔（营收 2 亿）、中国移动（锂电池基站）中标 1.8 亿、伟嘉。公司主动寻求与更多科创客户的合作，如艾益生。艾益生目前订单量较小，但未来加入电池业务收入可观。除此三类头部客户之外，公司小客户发展也较为乐观。相比主要竞争者和而泰，公司前五大客户占比 44%，客户相对分散，风险性小。未来公司与大客户相互促进，共同成长，小客户特色服务有抓住后起之秀的机会。

三、盈利预测及投资建议

公司作为国内最资深的控制器龙头之一，具备一定技术经验壁垒，战略布局清晰，产能规划有序，客户拓展积极，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 51.13 亿、63.29 亿及 78.14 亿元，增速分别为 24.74%、23.78%、23.47%。2020-2022 年净利润分别为 4.35 亿、5.31 亿及 6.47 亿元，EPS 分别为 0.38、0.47 及 0.57 元/股。

相对估值方面，根据我们盈利预测，公司 20-22 年 PE 分别为 21.3/17.4/14.3x，水平远低于同业均值，我们看好以智能控制器为基础，抢占物联网先机的前景，首次覆盖，给予“买入-B”投资评级。

四、风险提示

全球疫情加剧风险；市场竞争加剧风险；募投项目建设进度不及预期；智能控制器客户拓展不及预期；智能控制器毛利率不及预期；物联网发展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2352	3338	3857	4560	5556	营业收入	3407	4099	5113	6329	7814
现金	512	816	1058	1123	1332	营业成本	2727	3198	3945	4883	6030
应收票据及应收账款	1065	1529	1706	2298	2646	营业税金及附加	22	28	34	43	52
预付账款	14	14	25	23	34	营业费用	112	135	168	208	257
存货	492	513	755	797	1131	管理费用	108	143	256	323	391
其他流动资产	270	466	312	319	413	研发费用	181	258	296	382	463
非流动资产	1597	1784	2023	2284	2594	财务费用	-13	36	-9	-5	-6
长期投资	3	7	10	14	17	资产减值损失	27	-48	1	-7	-33
固定资产	737	912	1245	1540	1796	公允价值变动收益	-0	120	60	90	75
无形资产	250	291	297	306	311	投资净收益	-2	-2	1	-0	-1
其他非流动资产	607	574	472	425	470	营业利润	273	392	524	636	777
资产总计	3949	5122	5880	6845	8150	营业外收入	1	6	4	5	4
流动负债	1672	1769	2143	2754	3574	营业外支出	2	5	4	4	4
短期借款	491	173	332	253	904	利润总额	272	393	524	636	777
应付票据及应付账款	962	1354	1341	2092	2086	所得税	35	53	69	84	102
其他流动负债	219	242	471	409	584	税后利润	237	341	455	552	675
非流动负债	11	717	583	471	351	少数股东损益	15	10	21	20	28
长期借款	0	680	559	440	324	归属母公司净利润	222	331	435	531	647
其他非流动负债	11	37	24	31	27	EBITDA	364	529	655	793	976
负债合计	1683	2486	2726	3224	3926	主要财务比率					
少数股东权益	132	125	145	166	193	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1019	1019	1133	1133	1133	成长能力					
资本公积	427	457	457	457	457	营业收入(%)	27.0	20.3	24.7	23.8	23.5
留存收益	724	994	1309	1733	2226	营业利润(%)	4.9	43.9	33.6	21.3	22.2
归属母公司股东权益	2134	2510	3008	3455	4031	归属于母公司净利润(%)	5.8	48.9	31.4	22.2	21.8
负债和股东权益	3949	5122	5880	6845	8150	获利能力					
						毛利率(%)	20.0	22.0	22.9	22.8	22.8
						净利率(%)	6.5	8.1	8.5	8.4	8.3
						ROE(%)	10.4	12.9	15.0	15.7	16.4
						ROIC(%)	9.4	10.9	11.7	13.2	12.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	42.6	48.5	46.4	47.1	48.2
						流动比率	1.4	1.9	1.8	1.7	1.6
						速动比率	1.0	1.6	1.4	1.3	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	3.6	3.2	3.2	3.2	3.2
						应付账款周转率	3.1	2.8	2.9	2.8	2.9
						估值比率					
						P/E	41.7	28.0	21.3	17.4	14.3
						P/B	4.3	3.8	3.3	2.9	2.4
						EV/EBITDA	25.7	17.1	14.1	11.3	9.5

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	240	404	41	706	213
净利润	237	341	455	552	675
折旧摊销	78	105	124	156	188
财务费用	-13	36	-9	-5	-6
投资损失	2	2	-1	0	1
营运资金变动	-150	-76	-460	89	-568
其他经营现金流	85	-4	-68	-86	-77
投资活动现金流	-542	-334	-48	-368	-482
筹资活动现金流	310	272	250	-273	-134
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.29	0.38	0.47	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.36	0.04	0.62	0.19
每股净资产(最新摊薄)	1.88	2.12	2.46	2.86	3.36

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

曾捷声明，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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com