



2020-12-15

公司深度报告

买入/维持

华宏科技(002645)

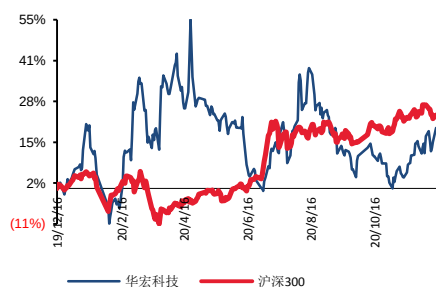
目标价: 13

昨收盘: 9.65

工业 资本货物

细分领域三龙头，再生资源运营潜力大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	568/432
总市值/流通(百万元)	5,479/4,172
12 个月最高/最低(元)	12.55/7.19

相关研究报告:

证券分析师: 陶贻功

电话: 010-88695226

E-MAIL: taoyg@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070001

报告摘要

公司是废钢加工设备、稀土回收、电梯零部件的细分领域龙头。公司总部位于江苏省江阴市，是一家专注于再生资源产业加工装备研发、制造的循环经济企业。公司废钢加工设备市占率约在 30% 左右，是该领域龙头企业。2015 年完成并购的威尔曼为电梯外观件细分领域龙头之一，市占率约为 15%；2020 年并购的鑫泰科技为稀土回收综合利用领域龙头，在稀土废料回收镨钕氧化物领域的全球市占率约为 15%。

废钢板块形成全产业链布局，废钢比提升空间大、汽车拆解有望释放 20 亿加工设备市场。公司先后布局东海华宏（汽车拆解为主的废钢加工）、北京中物博（汽车拆解）、迁安聚力（废钢加工），目前已形成废钢加工设备、汽车拆解运营、废钢加工配送的钢铁再生资源全产业链，在上游协同效应下，汽车拆解运营有望成为公司重要的业绩增长点。

2019 年全国废钢铁消耗总量 2.16 亿吨，同比增长 15%，但废钢比只有 21.6%，与国际平均水平 36% 相比，在铁矿石价格高企、进口依赖度高、以及碳减排压力增大等多重因素下，未来废钢比提升空间巨大。其中，随着汽车报废进入高峰期以及《报废机动车回收管理办法实施细则》等一系列汽车拆解领域法规的实施，汽车拆解设备需求有望在未来 2~3 年迎来爆发期。按照每个拆解牌照投资 300 万元测算，预计在未来 2~3 年，拆解设备投资需求在 20 亿左右。

鑫泰科技增产扩能潜力大；稀土回收兼具经济、社会效益，市场空间广阔。鑫泰科技目前具备 3000 吨普钕氧化物、2500 吨钕铁硼永磁材料的产能，是稀土回收利用的龙头企业，在稀土氧化物废料回收利用的细分领域的全球市占率约为 15%。公司 2020.9 签订《年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目框架协议》，拟联合南方稀土兴建年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目，本次合作将为公司稀土回收增产扩能提供重要支撑。

在稀土资源开采总量得到保护性控制，而市场应用需求量却持续稳定增长的市场形势下，稀土回收利用兼具经济和社会效益。永磁材料生产过程中约产生 25~30% 的边角废料，稀土含量约为 31%。高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源和节能环保领域，这些行业在可预期的未来都将保持持续快速增长态势，特别是新能源汽车行业，过去三年均保持了 50% 以上的增幅，根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，到 2025 年新能源汽车销量占比 25%；到 2030 年销量占比 40%，我国及全球范围的新能源汽车进入高速成长期，为高性能钕铁硼永磁材料行业提供了广阔的

市场空间。

盈利预测与投资建议:预计公司 2020~2022 年净利分别为 2.51 亿元、3.52 亿元、4.87 亿元，对应 PE 分别为 22 倍、16 倍、11 倍。公司再生资源板块增长潜力大，参考申万专用设备 2021 年平均 30 倍的 PE 水平以及稀土行业的高估值水平，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2161	3305	4329	5696
(+/-%)	12.79	52.94	30.98	31.58
净利润(百万元)	179	251	352	487
(+/-%)	0.14	0.40	0.40	0.39
摊薄每股收益(元)	0.32	0.44	0.62	0.86
市盈率(PE)	26.89	21.85	15.58	11.24
市净率(PB)	2.46	2.52	2.24	1.96

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况：市占率 30%的废钢设备龙头，布局汽车拆解运营	5
二、 业务分析：三细分龙头协同发展，有望迎快速增长期	6
1、废钢再生资源：行业提升空间大；公司废钢设备+汽车拆解运营的协同格局有望持续高增长	6
2、稀土回收：兼具经济社会效益；控量需好，公司有望持续高增长	8
3、电梯零部件：威尔曼是细分领域龙头，行业仍有较大成长空间	11
三、 公司盈利能力逐渐增强，财务风格整体稳健	13
1、营收稳步增长，ROE 持续提升	13
2、公司经现净额波动较大，回款水平维持在较好水平	14
3、公司资产负债率维持在较低水平，有小幅走高趋势	15
四、 盈利预测及估值分析	16
1、盈利预测	16
2、估值及投资建议	17
五、 风险提示	17

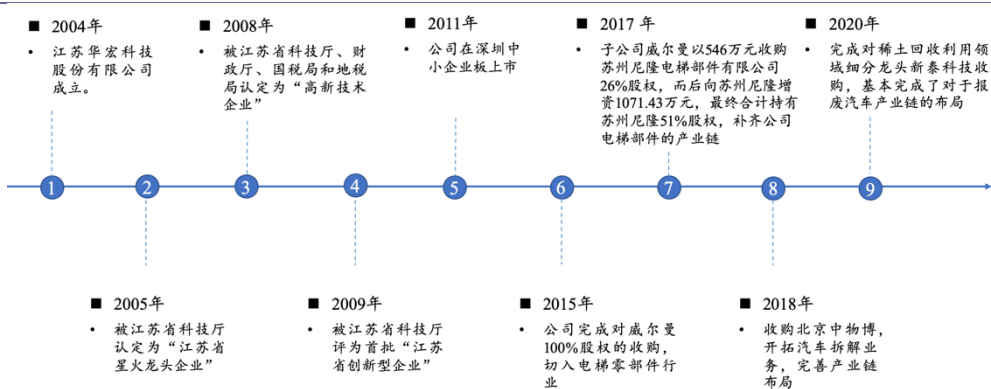
图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 2020H1 华宏科技收入结构 (单位: 亿元)	5
图表 3: 世界各国废钢铁应用比	6
图表 4: 2015-2019 年中国汽车保有量 (单位: 亿辆)	7
图表 5: 2019 年中国与全球主要国家报废汽车回收率对比	7
图表 6: 公司历年再生资源加工设备营收及增速 (单位: 百万元)	8
图表 7: 2019 年全球产量 (单位: 吨)	8
图表 8: 2019 年全国产量 (单位: 吨)	8
图表 9: 稀土废料综合利用行业所处产业链位置	9
图表 10: 钕铁硼废料中稀土含量约为 31%	10
图表 11: 我国历年稀土开采控制总量及产量 (单位: 吨)	10
图表 12: 氧化镨钕价格走势 (单位: 万元/吨)	11
图表 13: 稀土废料回收利用主要企业情况	11
图表 14: 公司历年电梯零部件营收及增速 (单位: 百万元)	12
图表 15: 我国历年电梯保有量	13
图表 16: 我国历年电梯、自动扶梯及升降机产量	13
图表 17: 公司营收稳步增长 (单位: 亿元)	13
图表 18: 归母净利润稳步增长 (单位: 亿元)	13
图表 19: 公司历年毛利率及净利率	14
图表 20: 公司历年分业务毛利率	14
图表 21: 公司历年毛利率及净利率	14
图表 22: 公司 ROE (加权) 持续提升	14
图表 23: 公司历年经现净额	15
图表 24: 公司历年收现比	15
图表 25: 公司历年资产负债率	15
图表 26: 公司业务分拆预测表 (单位: 百万元)	16
图表 27: 公司历史 PE(TTM)水平	17

一、公司概况：市占率 30%的废钢设备龙头，布局汽车拆解运营

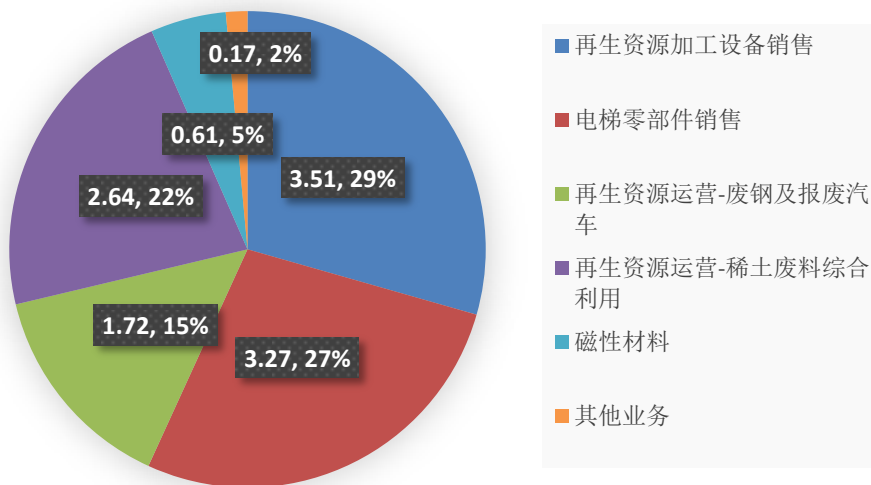
公司总部位于江苏省江阴市，是一家专注于再生资源产业加工装备研发、制造的循环经济企业。公司废钢加工设备市占率约在 30%左右，是该领域龙头企业。公司在 2011 年上市后，先后并购主营电梯零部件的威尔曼 100%股权、主营汽车拆解运营的中物博、以及稀土回收龙头企业鑫泰科技，经过近 30 年大的发展，公司基本完成了汽车拆解设备、运营、深加工的全产业链布局，形成了再生资源和电梯零部件两大板块。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 2：2020H1 华宏科技收入结构（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、业务分析：三细分龙头协同发展，有望迎快速增长期

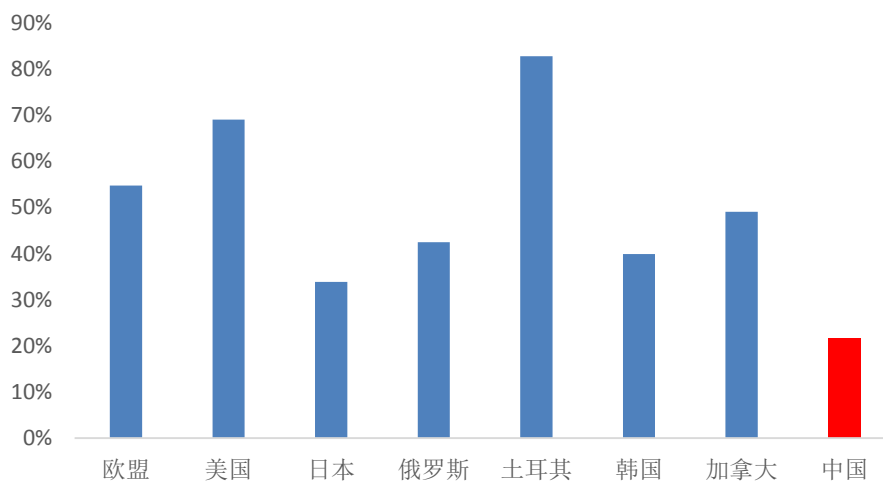
1、废钢再生资源：行业提升空间大；公司废钢设备+汽车拆解运营的协同格局有望持续高增长

1、我国废钢利用率、报废汽车回收率水平较低；汽车拆解短期有望带来 20 亿投资需求。

2019 年我国生铁产量 8.09 亿吨，同比增长 5.3%；粗钢产量 9.96 亿吨，同比增长 8.3%，钢材 12.05 亿吨，同比增长 9.79%。中国进口的铁矿石约占总需求的 80%，原料严重依赖进口。但相对世界其他重要经济体，我国的废钢利用水平显著偏低。2019 年全国废钢铁消耗总量 2.16 亿吨，同比增长 15%，但废钢比只有 21.6%，与国际平均水平 36%相比还有很大差距，和欧盟、美国等发达国家相比，差距则更大。

随着国内市场废钢资源的逐步释放，废钢循环及利用产业链的完善、对环境污染和碳排放量严格控制，给以废钢为主要原料的电炉炼钢带来发展机遇。

图表 3：世界各国废钢铁应用比

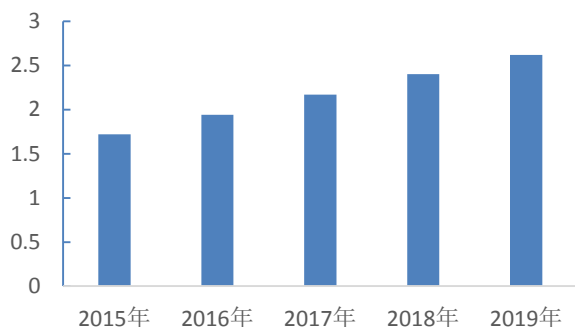


资料来源：太平洋证券整理

我国汽车保有量逐年上升，但报废率远低于世界水平，发展空间巨大。目前，我国机动车保有量已超过 3.6 亿，其中汽车达 2.7 亿辆，每年需要报废的车辆近千万。2019 年，我国机动车回收数量 229.5 万辆，同比增长 15.3%，其中汽车 195.1 万辆，同比增长 16.8%，回收率 0.75%。与全球其他发达国家相比，我国报废汽车回收率远低于全球平均水平，报废机动车拆解市场空间巨大。

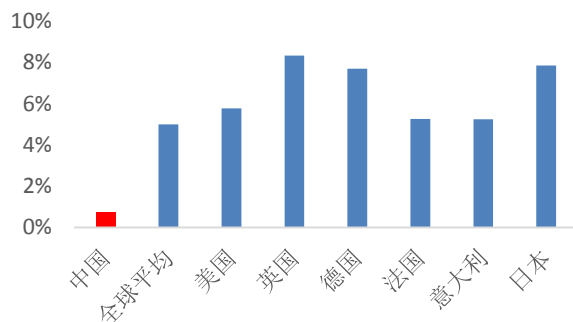
随着汽车报废进入高峰期以及《报废机动车回收管理办法》、《报废机动车回收管理办法实施细则》等相关汽车回收政策法规的出台，汽车回收拆解及综合利用有望进入发展的快车道。根据《报废机动车回收管理办法实施细则》，按照每个拆解牌照投资 300 万元测算，预计在未来 2~3 年，拆解设备投资需求在 20 亿左右。

图表 4：2015-2019 年中国汽车保有量（单位：亿辆）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5：2019 年中国与全球主要国家报废汽车回收率对比



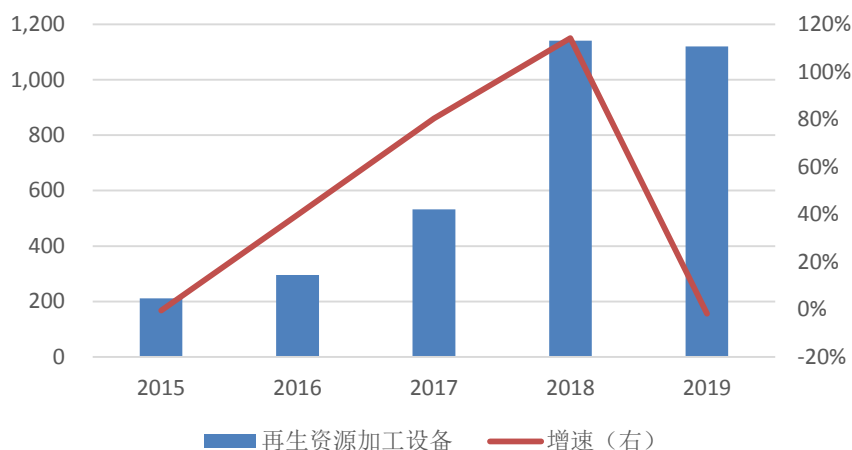
资料来源：太平洋证券整理

2、公司近年废钢设备销售持续增长，汽车拆解有望带来 6 亿左右增量。

公司 2015 年以来废钢加工设备实现了快速增长，2018 年受益于打击“地条钢”，公司废钢加工设备实现了超过 100% 的增长，2019 年稳定在 11 亿元左右。按照 30% 市占率测算，汽车拆解设备需求的爆发有望给公司带来 6 亿左右的增量收入。

公司近年加大对汽车拆解运营的布局，基本形成了拆解设备、汽车拆解运营、深加工的全产业链体系。2018 年收购北京中物博（现改名为北京华宏），布局汽车拆解运营，其是北京 7 家报废汽车企业之一，拥有军队退役装备报废资质。公司控股 90% 的子公司东海华宏已拥有“中国废钢铁应用协会废钢铁加工配送中心示范基地”相关资质，年加工以汽车拆解为主的废钢可达 30 万吨。公司控股 60% 的迁安聚力再生资源回收有限公司，目标在河北唐山地区打造公司又一个废钢加工配送基地。

图表 6：公司历年再生资源加工设备营收及增速（单位：百万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

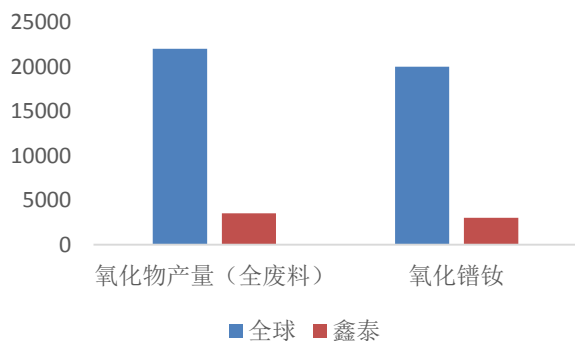
2、稀土回收：兼具经济社会效益；控量需好，公司有望持续高增长

1、鑫泰科技产能 3000 吨为行业龙头；公司稀土回收高增长可期

公司在今年 4 月以 8.1 亿元收购鑫泰科技 100% 股权，其中支付现金 3.01 亿元，另 5.09 亿元由发行股份的方式支付，本次并购公司发行新增股份 6616.21 万股，发行价格 7.7 元。鑫泰科技业绩承诺：2020~2022 年分别为 8500 万元、10000 万元、9711.21 万元。

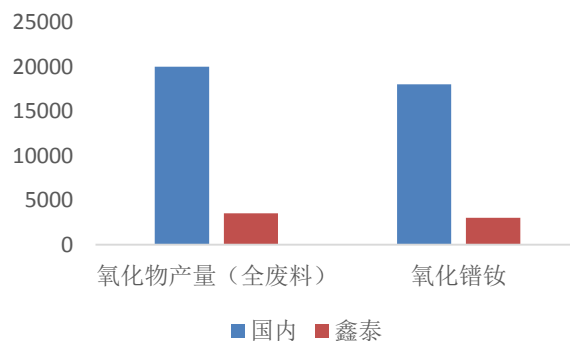
鑫泰科技主营产品为稀土氧化物、永磁材料、稀土功能材料，子公司中杭新材开展稀土永磁材料生产业务。鑫泰科技目前具备 3000 吨普钕氧化物、2500 吨钕铁硼永磁材料的产能，是稀土回收利用的龙头企业，在稀土氧化物废料回收利用的细分领域的全球市占率约为 15%。

图表 7：2019 年全球产量（单位：吨）



资料来源：太平洋证券整理

图表 8：2019 年全国产量（单位：吨）



资料来源：太平洋证券整理

公司 2020 年 9 月份与赣州龙南经开区管委会签订《年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目框架协议》，拟联合中国南方稀土集团共同在赣州龙南经济技术开发区内兴建年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目，建设内容主要包括氧化焙烧及制粉车间、智能仓储及行政办公等。

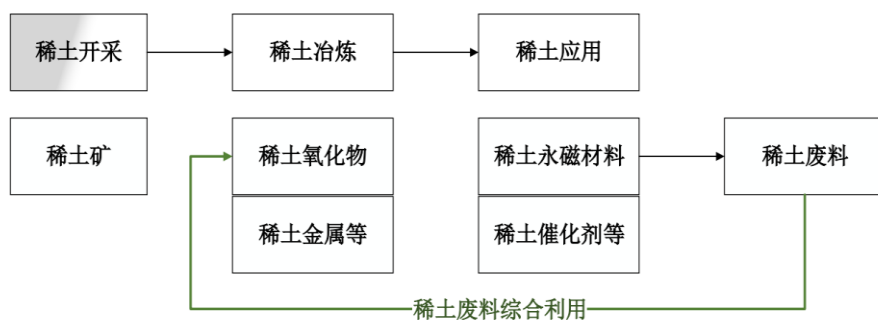
南方稀土为国务院批准的六大稀土集团之一；项目所在的赣州是我国重要的稀土资源开发聚集地，龙南区规模以上稀土企业 11 家，形成了从“开采—冶炼—加工—应用—稀土资源回收综合利用”的完整稀土产业链。通过本次合作，鑫泰科技将在磁材废料供应方面得到进一步保障，有利于公司未来稀土废料处理的增产扩能。

同时，公司正在积极布局汽车拆解运营业务，报废汽车中的磁材废料可以作为公司鑫泰科技的原材料，未来两块业务的协同发展也将成为公司的重要看点。

2、稀土废料利用具经济、社会效益，

稀土废料回收利用是落实国家循环经济政策的有益实践。相比原矿生产同类产品，稀土废料回收利用具有众多的优越性，工序缩短、成本降低、“三废”减少，合理利用了资源，减少环境污染，有效地保护了国家的稀土资源，根据公司测算，每回收在提炼 1 吨氧化镨钕相当于少开采 1 万吨稀土离子矿。

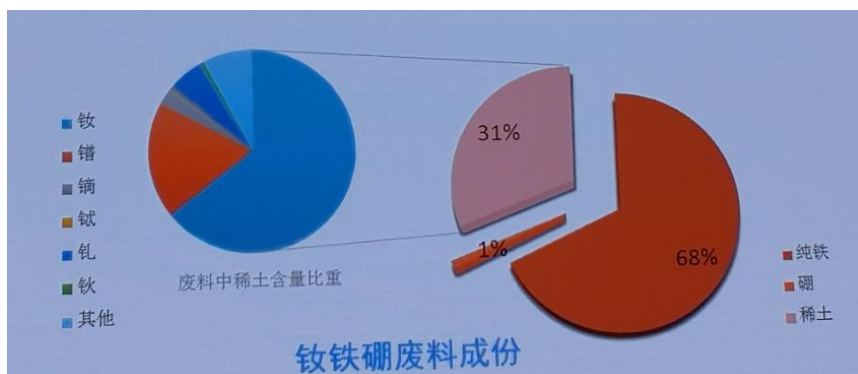
图表 9：稀土废料综合利用行业所处产业链位置



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

在稀土资源开采总量得到保护性控制，而市场应用需求量却持续稳定增长的市场形势下，发展循环经济、提高资源综合利用率成为满足下游市场需求重要补充。永磁材料生产过程中约产生 25~30% 的边角废料，钕铁硼废料成分基本与钕铁硼磁性材料一致，稀土含量约为 31%，其中钕占比约为 21%，镨占比约为 7%，两者为主要的稀土成分。

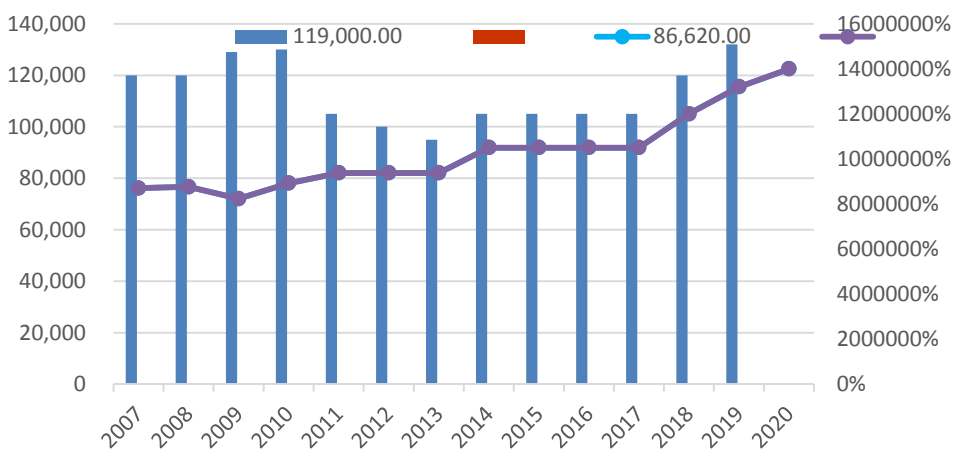
图表 10：钕铁硼废料中稀土含量约为 31%



资料来源：太平洋证券整理

高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源和节能环保领域，如风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造，均符合国家大力倡导的节能环保理念，对国家实现节能减排目标意义重大。这些行业在可预期的未来都将保持持续快速增长态势，特别是新能源汽车行业，过去三年均保持了 50% 以上的增幅，根据《新能源汽车产
业发展规划(2021-2035 年)》，到 2025 年新能源汽车销量占比 25%；到 2030 年销量占比 40%，我国及全球范围的新能源汽车进入高速成长期，为高性能钕铁硼永磁材料行业提供了广阔的市场空间。

图表 11：我国历年稀土开采控制总量及产量（单位：吨）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：氧化镨钕价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13：稀土废料回收利用主要企业情况

公司	基本情况
鑫泰科技	华宏科技全资子公司，江西省吉安市吉安县吉安高新技术产业开发区，已形成 1 万吨稀土废料处理能力，年产稀土氧化物 3000 吨，稀土废料综合利用行业的龙头企业之一。
赣州步莱铈新资源有限公司	盛和资源全资二级子公司，位于赣州赣州市章贡区水西有色冶金基地，已建成年处理 5,000 吨钕铁硼废料和 1,000 吨荧光粉综合利用生产线，是国内最大的钕铁硼废料回收企业之一。
信丰包钢新利稀土有限公司	北方稀土控股子公司，江西省信丰工业园区内，现已形成年处理 3,500 吨南方离子型稀土矿、年综合回收利用 5,000 吨钕铁硼废料的生产能力。
赣州市恒源科技股份有限公司	位于江西省赣州市寻乌县石排工业园区，截至 2016 年，恒源科技已建成回收处理 5,000 吨钕铁硼废料的生产流水线。
江西正潭新材料股份有限公司	位于江西省吉安市新干县盐化城，截至 2017 年，正潭股份已建成年综合处理回收利用 4,800 吨钕铁硼废料项目。
中稀天马新材料科技股份有限公司	位于梁山县马营乡，截至 2014 年，中稀天马已建成年回收处理 5,000 吨钕铁硼废料综合利用项目。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

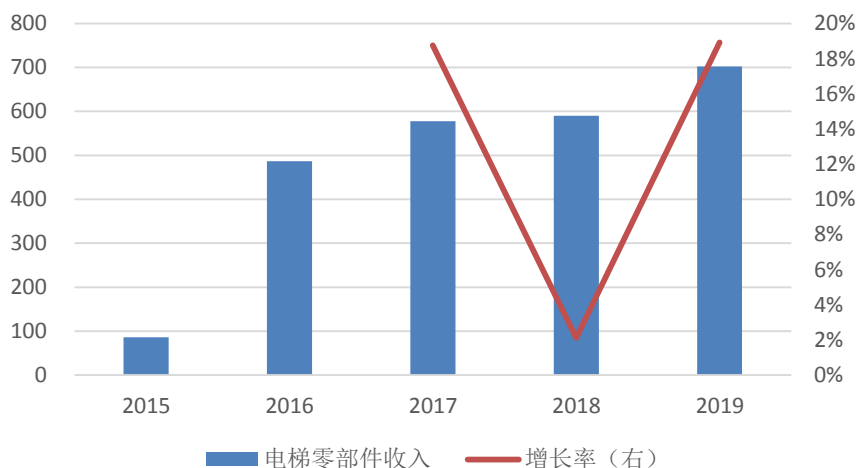
3、电梯零部件：威尔曼是细分领域龙头，行业仍有较大成长空间

公司于 2015 年完成对江苏威尔曼 100%股权的收购，收购价格 8.13 亿元，其中 3 亿元现金支付，5.13 亿元以发行股份支付。威尔曼是一家专业从事电梯智慧交互的国际化公司，和迅达、通力、日立、三菱等世界一流电梯品牌建立了战略合作关系，威尔曼在细分领域市占率约为 15%，为细分行业龙头企业。

2017 年威尔曼收购专注电梯安全部件的江苏尼隆 51%股权，进一步拓展电梯零部件产业链，江苏尼隆有望成为公司电梯零部件业务的重要增长点。

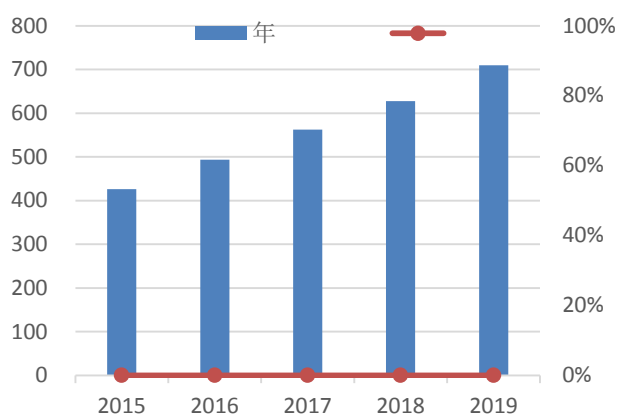
城市化和人口老龄化是推动电梯需求增长的重要因素，近年虽然需求增速有所放缓，但我国目前人均电梯保有量低于 50 台/万人，仅为世界平均数的三分之一，新梯市场仍有较大增长空间。另外，十四五期间的旧改工程也有望为电梯市场带来 200 万台左右的增量。

图表 14：公司历年电梯零部件营收及增速（单位：百万元）



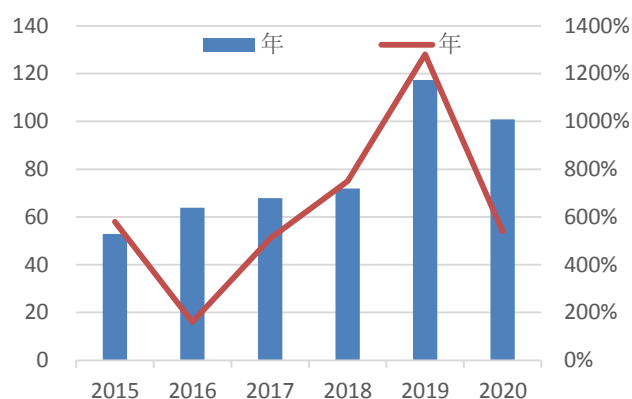
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 15：我国历年电梯保有量



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 16：我国历年电梯、自动扶梯及升降机产量



资料来源：wind，太平洋证券整理

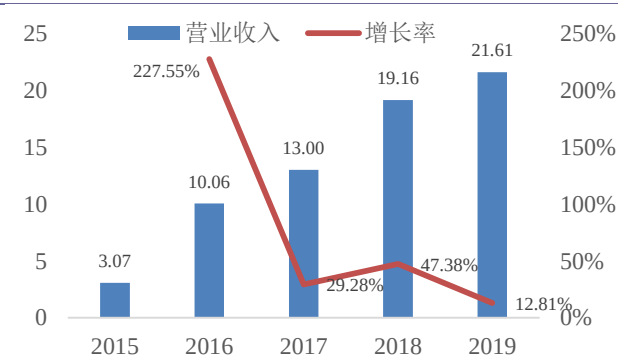
三、公司盈利能力逐渐增强，财务风格整体稳健

1、营收稳步增长，ROE 持续提升

2015 年以来，随着废钢设备业务的好转以及公司业务版图的扩张，公司营收及净利呈持续增长态势。2016、2017 年打击“地条钢”等因素影响，公司出现跨越式增长。

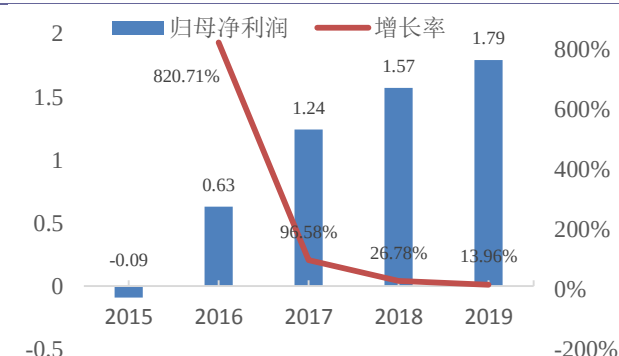
2020 年上半年疫情对公司业务造成一定冲击，2020 前三季度，公司实现营收 22.65 亿元，同比增长 34%；实现归母净利 1.66 亿元，同比增长 11%，第三季度在疫情好转以后，公司各业务板块实现了强劲增长。

图表 17：公司营收稳步增长（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 18：归母净利润稳步增长（单位：亿元）

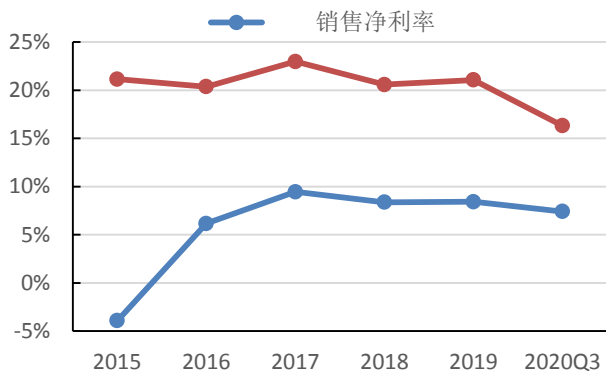


资料来源：WIND，太平洋证券整理

2015 年以来，公司毛利率基本稳定在 20% 以上，净利率 2017 年以后在 8.5% 左右窄幅下滑。分业务看，净利率的小幅下滑或与电梯零部件板块毛利率呈下滑态势有关。2020 年毛利率下滑幅度较大，我们判断更多是疫情因素造成的，预计随着疫情好转，公司毛利水平将回

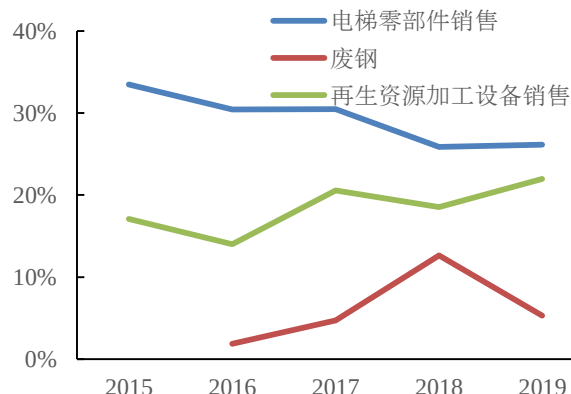
归到正常水平。

图表 19：公司历年毛利率及净利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

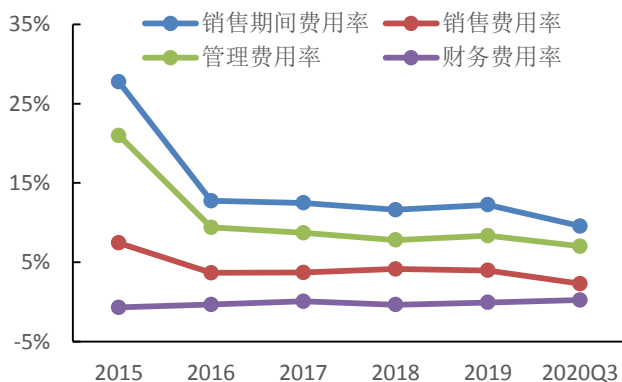
图表 20：公司历年分业务毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

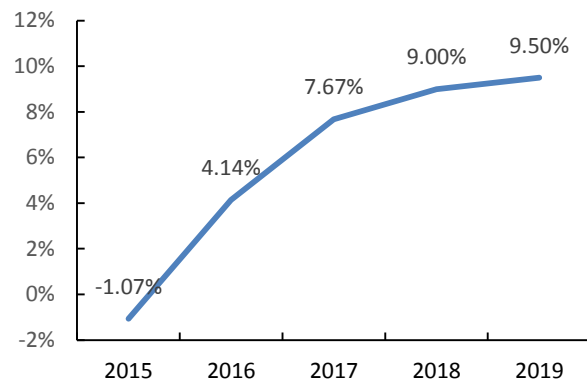
2015 年以来，公司期间费率持续小幅下降，财务费用率持续稳定在极低水平，彰显公司优良的管理能力。ROE(加权)则逐年提升，2019 年已接近 10%。预计随着行业景气度的提升以及公司业务规模的壮大，公司 ROE 仍有较大提升空间。

图表 21：公司历年毛利率及净利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 22：公司 ROE（加权）持续提升

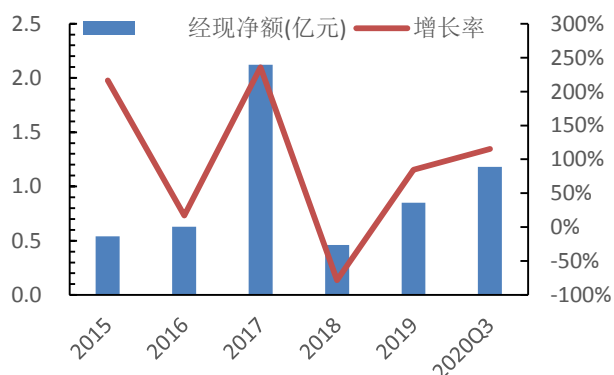


资料来源：WIND，太平洋证券整理

2、公司经现净额波动较大，回款水平维持在较好水平

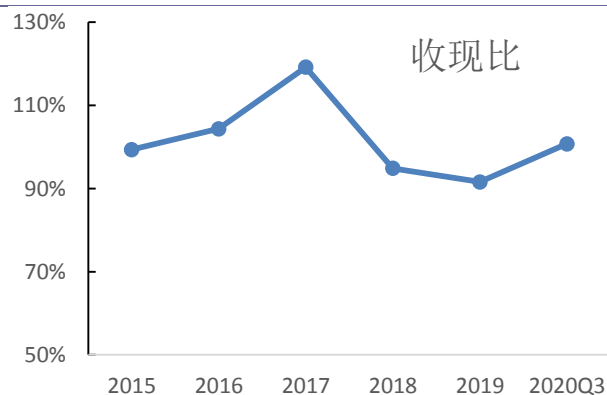
公司近年经营性现金流量净额波动较大，整体呈持续增长态势；公司收现比历年均在 90% 以上，稳定在较高水平。

图表 23：公司历年经现净额



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 24：公司历年收现比

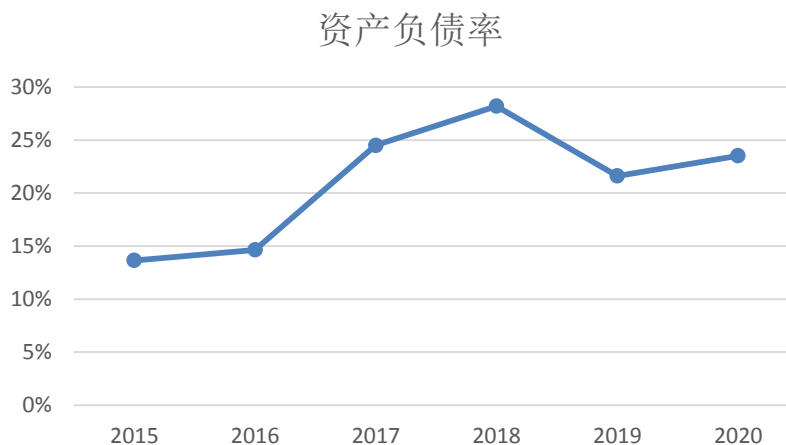


资料来源：WIND，太平洋证券整理

3、公司资产负债率维持在较低水平，有小幅走高趋势

随着公司业务规模的扩大，公司近年资产负债率持续小幅走高，但仍维持在 25% 以下的较低水平，未来有较大的资本运作空间。

图表 25：公司历年资产负债率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值分析

1、盈利预测

预计公司 2020~2022 年净利分别为 2.51 亿元、3.52 亿元、4.87 亿元，对应 PE 分别为 22 倍、16 倍、11 倍。

核心假设：

- 废钢加工设备在汽车拆解新政、碳减排政策、铁矿石价格高企等多重因素作用下，未来两年保持 30%的较高增速；
- 稀土回收业务受并表及与南方稀土的合作，未来两年保持 50%左右的增速；
- 电梯零部件业务保持相对稳定；

图表 26：公司业务分拆预测表（单位：百万元）

项目		2019A	2020E	2021E	2022E
电梯零部件	收入	701.8663	786.09	825.39	866.66
	同比增长率	18.91%	12%	5%	5%
	成本	518.3874	576.99	605.01	634.40
	毛利率	26.14	26.60%	26.70%	26.80%
废钢及报废汽车	收入	326.9267	359.62	503.47	654.51
	同比增长率	111.88%	10%	40%	30%
	成本	309.5995	338.04	473.26	608.69
	毛利率	5.30	6.00%	6.00%	7.00%
再生资源加工设备	收入	1,119.5625	1231.52	1600.97	2113.29
	同比增长率	-5.99%	10%	30%	32%
	成本	873.4801	985.22	1264.77	1669.50
	毛利率	21.98	20.00%	21.00%	21.00%
稀土回收 (鑫泰科技)	收入		792.00	1227.60	1841.40
	同比增长率			55%	50%
	成本		686.19	1055.74	1583.60
	毛利率		13.36%	14.00%	14.00%
磁性材料	收入		122.29	158.98	206.67
	同比增长率			30%	30%
	成本		104.18	135.43	176.06
	毛利率		14.81%	14.81%	14.81%
营业收入总计		2,161.34	3,304.50	4,329.40	5,695.51
增速		12.81%	52.89%	31.02%	31.55%
营业成本总计		1,706.47	2,695.55	3,539.15	4,677.19
综合毛利率		21.05%	18.43%	18.25%	17.88%
净利润		179.00	250.68	351.74	487.26

资料来源：WIND，太平洋证券整理

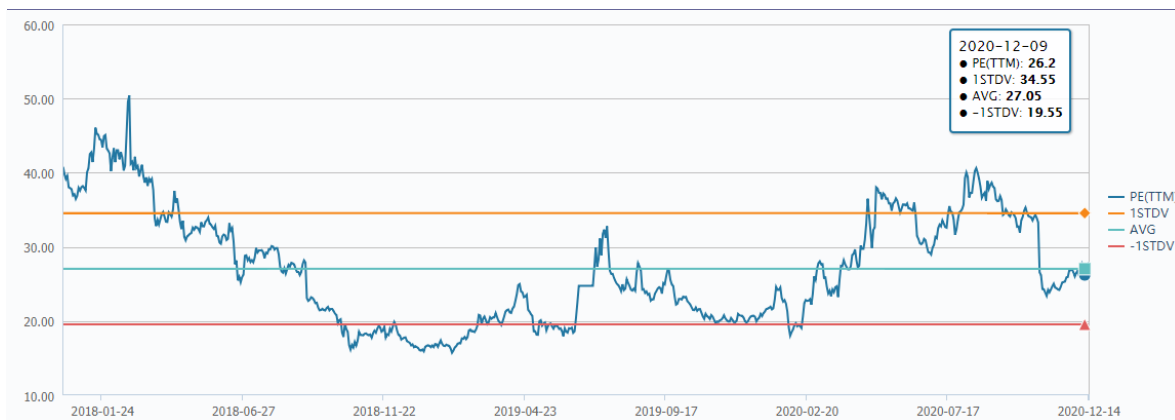
2、估值及投资建议

预计公司 2020~2022 年净利分别为 2.51 亿元、3.52 亿元、4.87 亿元，对应 PE 分别为 22 倍、16 倍、11 倍。公司目前 PE(TTM)处于历史平均的 27 水平附近，2021 年盈利预测的净利 3.52 亿对应估值水平仅为 16，显著低于历史平均。

公司废钢加工设备、电梯零部件为专用设备；稀土回收的主要产品处于稀土板块。目前申万专用设备板块 2021 年（2020 年 12 月 14）平均 31 倍的市盈率；以及稀土板块相关个股 2021 年市盈率普遍超过 30 倍。

公司 2021 年 3.52 亿盈利预测对应 PE 为 16 倍，参考行业估值水平及公司所处细分领域发展潜力、公司所处行业地位，我们认为估值有较大提升空间。

图表 27：公司历史 PE(TTM)水平



资料来源：WIND，太平洋证券整理

五、风险提示

汽车拆解推进不及预期；稀土项目落地不及预期

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	338	304	224	347	408	营业收入	1916	2161	3305	4329	5696
应收和预付款项	256	299	449	594	777	营业成本	1522	1706	2696	3539	4677
存货	592	527	941	1164	1585	营业税金及附加	13	15	20	26	34
其他流动资产	197	144	159	172	189	销售费用	80	86	126	152	182
流动资产合计	1382	1274	1772	2277	2960	管理费用	150	180	261	312	370
长期股权投资	18	17	17	17	17	财务费用	-7	-1	-2	-1	-2
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6	2	2	2	2
固定资产	428	442	442	442	442	投资收益	5	4	7	9	11
在建工程	10	114	132	153	176	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	76	70	70	70	70	营业利润	187	216	271	393	556
长期待摊费用	1	1	1	1	1	其他非经营损益	1	-1	30	30	30
其他非流动资产	29	18	18	18	18	利润总额	188	215	301	423	586
资产总计	2552	2544	3060	3586	4291	所得税	28	33	46	65	90
短期借款	15	15	15	15	15	净利润	160	182	255	358	496
应付和预收款项	418	388	612	804	1062	少数股东损益	3	3	5	6	9
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	157	179	251	352	487
其他负债	286	147	216	275	357	预测指标					
负债合计	720	550	843	1094	1434		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	356	463	463	463	463	毛利率	0.21	0.21	0.18	0.18	0.18
资本公积	927	820	820	820	820	销售净利率	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09
留存收益	478	599	779	1726	2094	销售收入增长率	0.47	0.13	0.53	0.31	0.32
归母公司股东权益	1816	1955	2173	2442	2799	EBIT 增长率	0.21	0.14	0.17	0.49	0.43
少数股东权益	17	39	44	50	58	净利润增长率	0.27	0.14	0.40	0.40	0.39
股东权益合计	1832	1994	2217	2491	2857	ROE	0.09	0.09	0.12	0.14	0.17
负债和股东权益	2552	2544	3060	3586	4291	ROA	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11
现金流量表(百万)						ROIC	7.02%	7.33%	7.68%	10.17%	12.73%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0.28	0.32	0.44	0.62	0.86
经营性现金流	46	85	-64	191	174	PE (X)	25.73	26.89	21.85	15.58	11.24
投资性现金流	-123	-90	19	18	19	PB (X)	1.40	2.01	2.06	1.83	1.60
融资性现金流	-18	-27	-35	-85	-132	PS (X)	1.15	1.68	1.29	0.95	0.72
现金增加额	-93	-31	-80	124	61	EV/EBITDA (X)	11.23	16.30	21.03	13.73	9.44

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。