

## 广东骏亚 (603386.SH) 牧泰莱整合初显成效, 拟收购住友 FPC 再下一城

2021年06月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

刘翔 (分析师)

林承瑜 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080105

日期	2021/6/11
当前股价(元)	17.72
一年最高最低(元)	19.58/13.38
总市值(亿元)	39.19
流通市值(亿元)	38.95
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.22
近3个月换手率(%)	80.28

### ● 收购整合能力显现, 首次覆盖, 给予“买入”评级

PCB 企业侧重经营管理能力, 公司前期收购牧泰莱并超额完成对赌协议, 此次收购整合是对公司管理能力的有力佐证, 预计后续牧泰莱中小批量板与样品板将与公司业务产生良好协同, 盈利能力稳步上升。公司发布重大资产购买预案, 拟收购住友 FPC 业务, 与龙南骏亚 FPC 业务产生协同, 其 FPC 技术能力与高端生产线有望帮助公司导入核心客户。我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 25.2/29.8/33.6 亿元, 归母净利润为 1.7/2.4/3.1 亿元, YoY+45.0%/35.3%/32.8%, EPS 为 0.78/1.05/1.39 元, 当前股价对应 PE 为 22.8/16.9/12.7 倍。考虑到公司目前正处于收购牧泰莱的经营改善的过程中, 收购住友 FPC 业务将补齐公司现有产品线, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 收购牧泰莱, 业务整合能力初显成效

公司收购牧泰莱并超额完成业绩对赌, 证明自身的管理能力及团队整合实力。2019 年公司通过发行股份及支付现金的方式收购长沙牧泰莱及深圳牧泰莱 100% 股权, 公司以超额业绩奖励的形式充分绑定牧泰莱团队, 避免核心人员流失。牧泰莱的中小批量、样板等业务线与公司原有大批量板形成销售互补, 夯实集团主体的销售实力。牧泰莱并表后, 产品层次再上新台阶, 2020 年的 PCB 平均单价首次提升至 560.6 元/平米, 相较于 2019 年的 403.2 元/平米提升幅度达到 39.0%。

### ● 拟收购住友 FPC 业务, 实现软板配套布局

公司拟收购住友电工 FPC 业务, 住友电工 FPC 业务将按照约定分拆并独立经营。消费电子对 FPC 的需求提升, PrismaMark 统计 2019 年 FPC 市场产值为 122.0 亿美元。住友电工或将是国内第三家具备苹果 FPC 供应能力的厂商, 前期住友集团因自身业务结构调整导致 FPC 业务板块规模下滑, 预计公司收购后将与现有的龙南骏亚形成业务协同, 并加快产线认证、增加产能投入, 盈利能力有望改善。

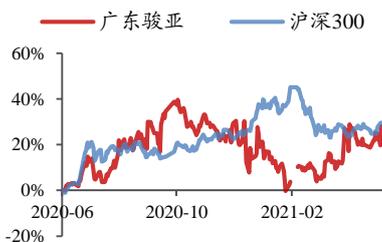
● **风险提示:** 上游原材料价格上涨导致盈利承压、牧泰莱经营整合不及预期、PCB 需求减弱、收购住友电工 FPC 业务存在不确定性

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,472	2,066	2,522	2,977	3,359
YOY(%)	31.4	40.3	22.1	18.1	12.8
归母净利润(百万元)	35	120	174	236	313
YOY(%)	-49.8	246.7	45.0	35.3	32.8
毛利率(%)	18.1	22.9	23.6	24.6	26.0
净利率(%)	2.4	5.8	6.9	7.9	9.3
ROE(%)	3.4	10.7	14.0	16.3	18.1
EPS(摊薄/元)	0.15	0.54	0.78	1.05	1.39
P/E(倍)	114.8	33.1	22.8	16.9	12.7
P/B(倍)	3.9	3.6	3.2	2.7	2.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

## 目 录

1、 收购牧泰莱，业务整合成效显著 .....	3
2、 拟收购住友 FPC 业务，实现软板配套布局 .....	6
3、 盈利预测与投资建议 .....	10
3.1、 核心假设 .....	10
3.2、 盈利预测与估值 .....	11
4、 风险提示 .....	11
附： 财务预测摘要 .....	12

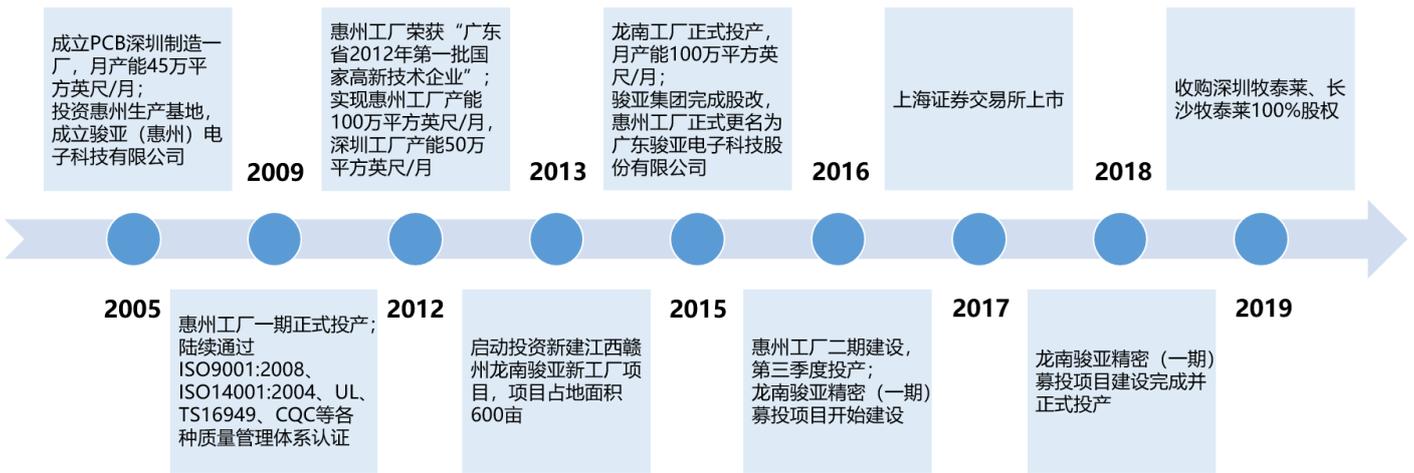
## 图表目录

图 1: 公司 2019 年收购深圳牧泰莱及长沙牧泰莱 .....	3
图 2: 2021Q1 骏亚企业有限公司控股广东骏亚 64.69%股权 .....	3
图 3: 2020 年公司营业收入达到 20.7 亿元 .....	5
图 4: 2020 年公司归母净利润达到 1.2 亿元 .....	5
图 5: 2020Q2 以后公司单季度毛利率改善 .....	5
图 6: 2021Q1 公司单季度净利率提升至 10.2% .....	5
图 7: 2020 年公司 PCB 业务收入占比达到 90.5% .....	6
图 8: 2020 年公司 PCB 业务毛利率攀升 .....	6
图 9: 2020 年公司 PCB 产量环比 2019 年提升 5.0% .....	6
图 10: 2020 年公司产品平均单价上升至 580.4 元 .....	6
图 11: 2019 年全球 FPC 市场规模达到 122.0 亿美元 .....	7
图 12: FPC 下游应用以消费电子为主 .....	7
图 13: 公司拟收购住友电工 FPC 业务（标的资产） .....	7
图 14: 2017 年公司 PCB 产品以双面硬板为主 .....	8
图 15: 公司消费电子产品占应用结构的 54.5% .....	8
图 16: 住友电工 FPC 业务体量小（单位：亿元） .....	8
图 17: 2020Q3 住友电工 FPC 业务亏损（单位：亿元） .....	8
图 18: 2018-2020 年住友电工净利率持续下行 .....	9
图 19: 2020 年住友电工 FPC 固定资产账面价值低 .....	9
表 1: 公司形成样板、小批量板及中大批量板的布局 .....	4
表 2: 2018-2020 年牧泰莱超额完成业绩对赌 .....	4
表 3: 住友电工 FPC 固定资产账面价值远低于鹏鼎控股与东山精密（单位：万元） .....	9
表 4: 住友电工折旧政策相对较激进 .....	9
表 5: 住友电工 FPC 业务的客户集中度高 .....	10
表 6: 公司分业务收入及毛利率核心假设（单位：百万元） .....	10
表 7: PCB 行业上市公司估值情况：公司 PE 估值高于可比公司平均 .....	11

## 1、收购牧泰莱，业务整合成效显著

公司以 PCB 为主业，2019 年收购长沙牧泰莱与深圳牧泰莱。公司成立于 2005 年，设立深圳制造一厂并投资设立广东惠州大型电子制造基地，2013 年启动投资江西赣州龙南制造基地。2017 年公司于上海证交所上市，募投项目用于建设龙南骏亚年产 240 万平米高精度多层印制电路板（一期）。2019 年公司通过发行股份及支付现金的方式收购长沙牧泰莱及深圳牧泰莱 100% 股权，标的资产价格分别为 4.4 亿元与 2.9 亿元，其中现金对价支付金额为 3.7 亿元，股价对价支付金额为 3.6 亿元。

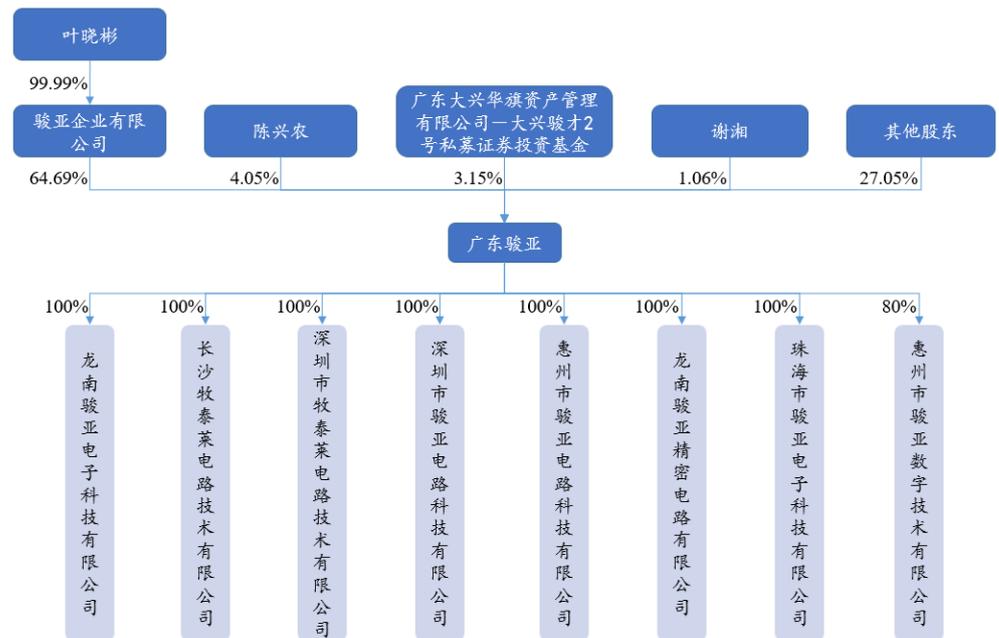
图1：公司 2019 年收购深圳牧泰莱及长沙牧泰莱



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司为民企架构，叶晓彬是公司实际控制人。叶晓彬通过持股 99.99% 骏亚企业有限公司，间接控股广东骏亚 64.69% 的股权。

图2：2021Q1 骏亚企业有限公司控股广东骏亚 64.69% 股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司形成样板、小批量板到中大批量板的一体化布局。公司原有主体骏亚集团以中、

大批量板生产为主，生产产品层数最高可达到 24 层；2019 年收购长沙牧泰莱 100% 股权，从事小批量 PCB 生产销售，补齐公司柔性化生产能力；2019 年收购深圳牧泰莱，从事 PCB 样板销售，由于样板的客户维护难度高于中大批量板，需要的客户数量多而且售后服务要求最高，与公司原有大批量板形成销售互补，进一步提升集团主体的销售实力。

**表1：公司形成样板、小批量板及中大批量板的布局**

项目	样板	小批量板	中、大批量板
生产主体	深圳牧泰莱	长沙牧泰莱	骏亚集团
平均订单面积	5 平方米以下	5~20 平方米	20 平方米以上
订单量	订单数量较多、品种较多	订单数量较多、品种较多	订单数量相对较少
生产管理	管理要求高，生产柔性化要求高	管理要求高，生产柔性化要求高	柔性化要求低于小批量板行业
交货期	一般 10 天以内	一般 10~20 天	一般 20 天以上
客户维护	客户多，售后服务要求最高	客户较少，售后服务要求交样板较低	客户较少，售后服务要求较样板较低

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司整合牧泰莱并超额兑现业绩对赌协议，超额部分以业绩奖励的形式激励团队。骏亚集团收购整合牧泰莱资产，2018-2020 年牧泰莱累积超额完成业绩对赌，扣非后的模拟合并净利润业绩承诺数为 6050.0/6560.0/7250.0 万元，合计 19860.0 万元，实际扣非后的模拟合并净利润实现数达到 20730.6 万元，实现程度达到 104.4%。良好的生产管理能力和 PCB 厂商的核心竞争能力之一，公司往往面临生产技术团队融合问题，而骏亚集团以超额业绩方式激励团队，根据收购协议，公司采用超额业绩奖励 50% 发放给标的公司的核心员工，充分绑定牧泰莱团队。

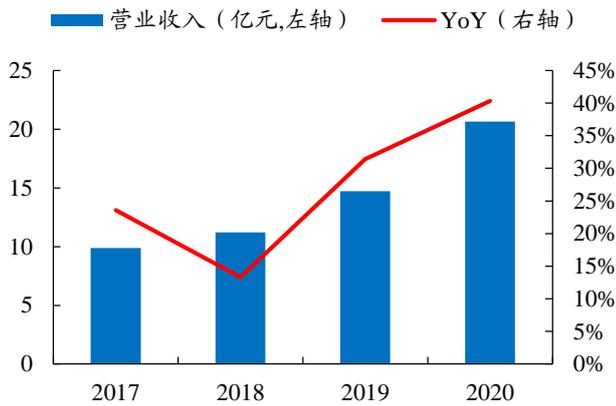
**表2：2018-2020 年牧泰莱超额完成业绩对赌**

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	合计
扣非后的模拟合并净利润业绩承诺数（万元）	6,050.0	6,560.0	7,250.0	19,860.0
扣非后的模拟合并净利润实现数（万元）	6,663.1	6,236.4	7,831.1	20,730.6
差异（万元）	613.1	-324.6	581.1	870.6
实现程度	110.1%	95.1%	108.0%	104.4

数据来源：公司公告、开源证券研究所

深圳牧泰莱及长沙牧泰莱并表，助力公司体量再上新台阶。2019 年公司募投项目龙南骏亚精密实现投产，营业收入实现 14.7 亿元，YoY+31.4%，而归母净利润实现 3426.7 万元，同比下降 49.8%。2020 年重组并购全资子公司深圳牧泰莱及长沙牧泰莱并入合并报表范围，实现营业收入 20.7 亿元，YoY+40.3%，归母净利润 1.2 亿元，YoY+246.7%。

图3: 2020 年公司营业收入达到 20.7 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2020 年公司归母净利润达到 1.2 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q1 公司盈利改善显著，单季度净利率创历史新高。2019H1 公司因以中低层电路板产品为主，而其中二层电路板产品占营业收入比重达到 36%，市场竞争加剧带来价格下滑，导致公司盈利水平受到抑制，此外龙南骏亚精密（一期）募投项目处于产能爬坡阶段，成本压力上升，2019Q2 毛利率同环比下滑至 23.1%。2020Q1 毛利率因疫情影响持续承压，2020Q2 以后毛利率与净利率呈现改善态势，2021Q1 的毛利率为 22.7%，净利率为 10.2%。

图5: 2020Q2 以后公司单季度毛利率改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

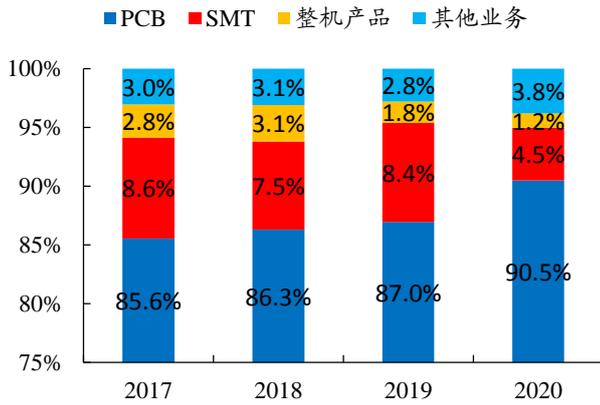
图6: 2021Q1 公司单季度净利率提升至 10.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

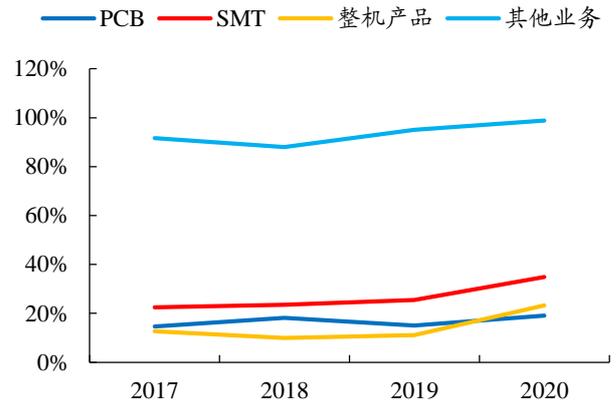
公司 PCB 业务收入进一步提升。2020 年公司收购牧泰莱并表，PCB 业务占比由 2019 年的 87.0% 占比提升至 2020 年的 90.5%，毛利率由 15.0% 提升至 19.1%，毛利占比由 2019 年的 85.0% 上升至 2020 年的 90.3%。

图7：2020年公司PCB业务收入占比达到90.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

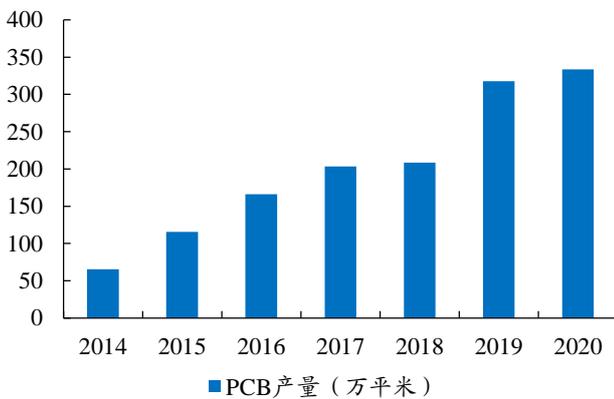
图8：2020年公司PCB业务毛利率攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

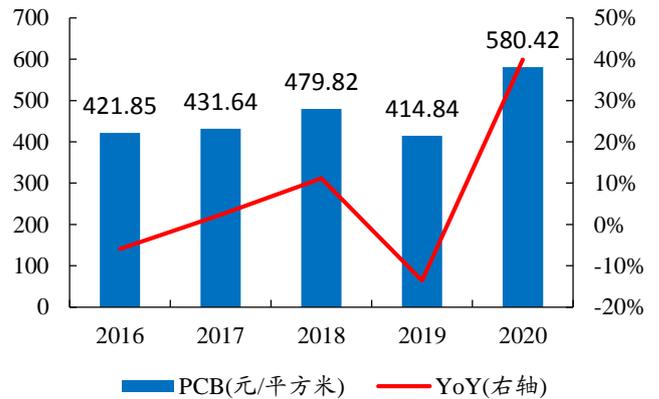
牧泰莱以中小批量及样板为主的生产模式拉动公司产品的平均单价提升，产品结构贡献大于产能贡献。2020年公司PCB产量为333.4万平方米，环比2019年的317.5万平方米提升5.0%。产品的平均单价由500元以下提升至500元以上，2016-2019年期间，公司的平均单价低于500元/平方米，而2020年的平均单价首次提升至580.4元/平方米，相较于2019年的414.8元/平方米提升幅度达到40.0%。

图9：2020年公司PCB产量环比2019年提升5.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2020年公司产品平均单价上升至580.4元

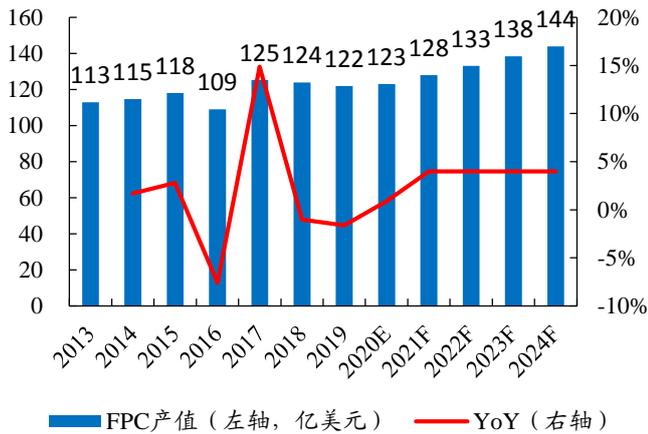


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、拟收购住友FPC业务，实现软板配套布局

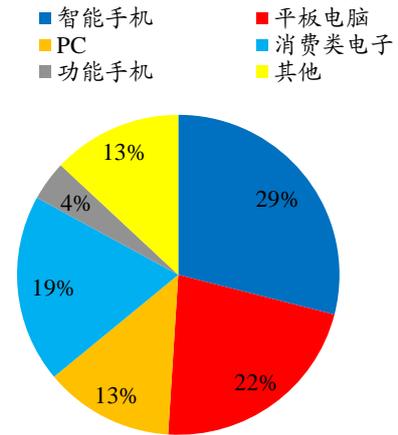
消费电子对FPC的需求提升，带动FPC市场增长。根据Prismark统计，2019年全球PCB产值为614.0亿美元，其中FPC市场产值为122.0亿美元，占PCB市场比例为20.0%，预计2019-2024年FPC复合增速为3.4%。FPC的终端应用以消费电子产品为主，智能手机、平板电脑、PC等产品占FPC应用结构达到64.0%。FPC的订单主要来自北美客户苹果的iPhone、iPad、AirPods等系列产品，随着苹果消费电子终端产品线延伸，FPC相较于传统硬板在电子元件连接、缩小内部空间等领域的优势逐步显现，其他品牌阵营的厂商亦有跟进。

图11: 2019 年全球 FPC 市场规模达到 122.0 亿美元



数据来源: Prismaark、开源证券研究所

图12: FPC 下游应用以消费电子为主



数据来源: Prismaark、开源证券研究所

公司拟收购住友电工 FPC 业务，住友电工 FPC 业务将独立经营。目前住友电工的公司存续分立未开始，由住友电工香港电子线制品有限公司控股 100% 股权，是住友电工的实际控制人，后续住友电工 FPC 业务股权转入后，相关资产和业务将按照约定分拆。

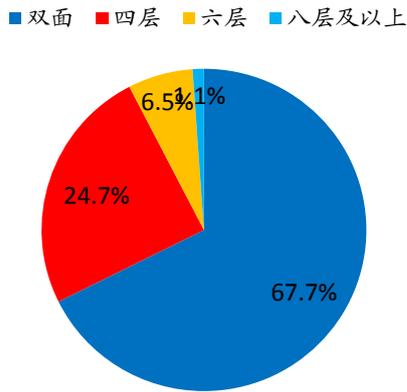
图13: 公司拟收购住友电工 FPC 业务 (标的资产)



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

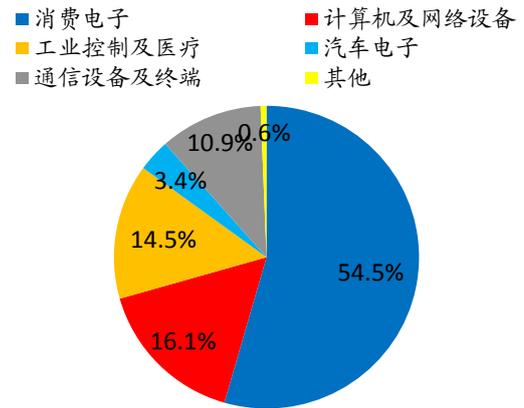
公司原有硬板产品以消费电子类应用为主，收购住友电工 FPC 业务将补齐产品线并拓展消费电子领域的客户。公司过去产品线以中低端 PCB 硬板为主，消费电子产品占应用类型的比例达到 54.5%。公司收购住友电工 FPC 业务后，有望与现有的产品形成配套服务，深耕消费电子类客户。另一方面，收购前，住友电工 FPC 不直接对外销售，由 SEPH 等关联公司进行客户认证及订单获取并将订单外发；收购后，住友 FPC 将配合 SEPH 完成终端客户认证，成为独立的子公司并具备运营能力，直接面向终端客户进行销售。

图14: 2017年公司PCB产品以双面硬板为主



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

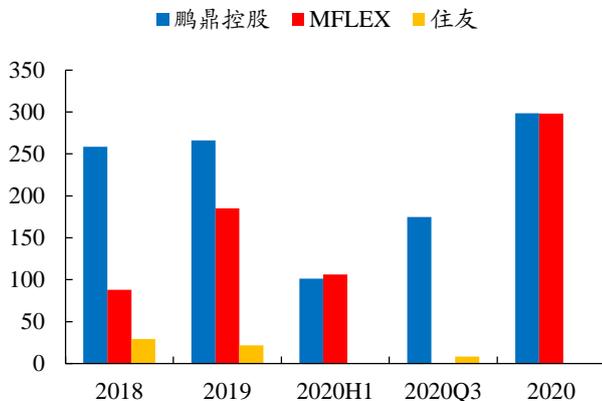
图15: 公司消费电子产品占应用结构的54.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

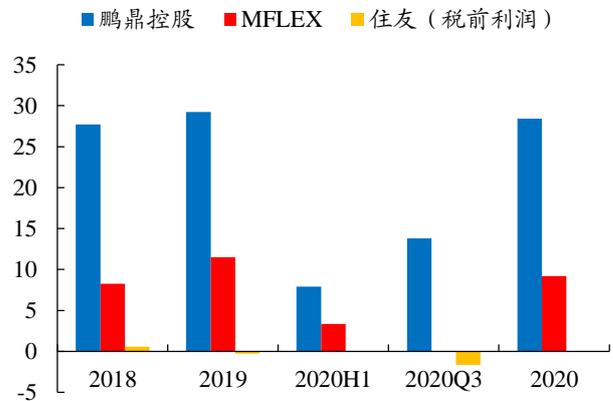
住友电工将是国内第三家具备供应苹果FPC能力的厂商。目前国内有两大苹果FPC供应商, 一是中国台湾厂商鹏鼎控股, 二是东山精密收购的MFLEX, 公司收购住友后, 将成为国内第三家具备供应苹果FPC能力的厂商。2017年起, 住友集团因自身业务结构调整导致FPC业务板块规模下滑, 产值由2017年的11.3亿美元下降至2019年的7.4亿美元; 内部生产基地的订单分配调整导致订单量萎缩, 2020年受到疫情影响导致营收规模萎缩、毛利下降; 对长期闲置的设备进行了减值计提, 导致2020前三季度住友电工FPC业务税前利润亏损1.6亿元。

图16: 住友电工FPC业务体量小(单位: 亿元)



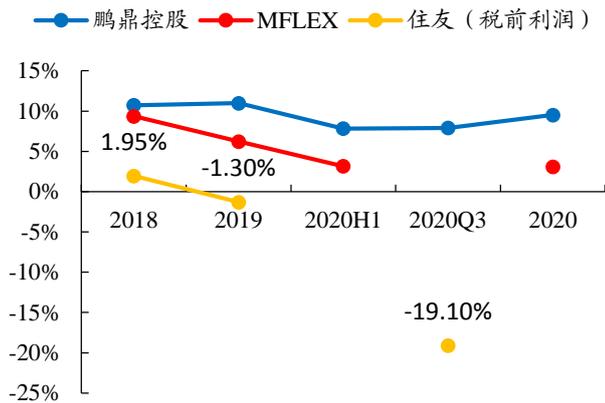
数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图17: 2020Q3住友电工FPC业务亏损(单位: 亿元)

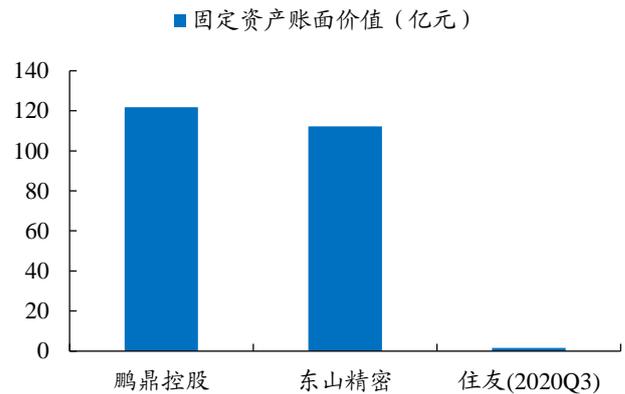


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

公司收购住友FPC业务后, 有望重点投入经营, 改善盈利现状。2018-2020Q3期间, 住友净利率持续下行, 由2018年的净利率的2.0%下降至2020Q3的-19.1%, 远低于MFLEX与鹏鼎控股的净利率。公司已于2016年在龙南骏亚设立FPC部门, 储备FPC生产技术、专利及人员, 2020H1FPC收入为1.2亿元,

**图18: 2018-2020年住友电工净利率持续下行**


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**图19: 2020年住友电工 FPC 固定资产账面价值低**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

由于住友集团前期缺乏投入且采用较为激进的折旧计提政策, 导致住友电工 FPC 业务的固定资产账面价值低于可比公司。2020Q3 住友 FPC 业务固定资产账面价值仅为 1.47 亿元, 低于鹏鼎控股的 121.7 亿元。住友电工 FPC 采用较为激进的折旧政策, 机器设备的折旧年限仅为 6 年, 而同行公司的机器设备折旧年限在 5-10 年。此次广东骏亚收购完成后可获得相关的 FPC 设备生产能力, 以瓶颈供需镀铜设备的处理能力进行测算, 住友电工 FPC 年产能可为 27 万平米。

**表3: 住友电工 FPC 固定资产账面价值远低于鹏鼎控股与东山精密 (单位: 万元)**

类别	鹏鼎控股	东山精密	住友电工 FPC (2020Q3)
房屋及建筑物	347,239.1	303,521.3	459.1
机器设备	649,210.7	790,590.5	13,963.1
运输工具	233.2	2,397.9	7.9
土地	963.1	0.00	0.0
办公设备及其他	219,763.0	26,000.6	321.0
合计	1,217,409.0	1,122,510.2	14,751.1

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表4: 住友电工折旧政策相对较激进**

	机器设备	运输工具	办公及电子设备	其他设备
住友电工	6 (FPC 上工程 Wet Line 10 年)	4	5	2-3
东山精密	5-10	5	5	5
鹏鼎控股	2-10	2-10	2-10	3-15
广东骏亚	10	5	3-5	4-5

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

住友电工 FPC 业务收购且独立经营后, 有望成为现有龙南骏亚 FPC 业务客户有力补充。住友电工 FPC 业务产品覆盖消费电子、信息通讯、存储器、传感器、控制器等领域, 第一大核心客户电子产品 FPC 占营业收入比例达到 66.6%, 接近鹏鼎控股第一大客户占比, 住友电工 FPC 业务被收购后, 第一大客户业务将转移至住友集团其他公司, 而住友电工 FPC 仍将完成终端客户的认证, 作为公司现有 FPC 业务客户群的有力补充。

**表5: 住友电工 FPC 业务的客户集中度高**

	鹏鼎控股		东山精密		住友电工 FPC	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020Q3
第一大客户	65.76%	68.79%	36.77%	42.96%	72.82%	66.55%
第二大客户	6.59%	6.00%	6.17%	8.03%	8.42%	10.35%
第三大客户	3.11%	3.11%	5.33%	2.22%	6.17%	7.34%
第四大客户	2.73%	2.48%	3.61%	1.86%	2.54%	3.58%
第五大客户	2.07%	1.64%	3.02%	1.73%	1.89%	3.11%
合计占比	<b>80.26%</b>	<b>82.02%</b>	<b>54.89%</b>	<b>56.80%</b>	<b>91.84%</b>	<b>90.93%</b>

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

#### 3.1、核心假设

公司以 PCB、SMT、整机产品为三大主要业务，核心假设如下：

- (1) 假设 2021-2023 年 PCB 业务收入分别为 22.6/26.4/29.1 亿元，其中 PCB 销量增速分别为 10.0%/8.0%/5.0%，PCB 平均单价增速为 10.0%/8.0%/5.0%，毛利率分别为 19.2%/19.2%/19.0%；
- (2) 假设 2021-2023 年 SMT 业务收入分别为 1.1/1.2/1.4 亿元，毛利率稳定在 35.0%；
- (3) 假设 2021-2023 年整机产品业务收入分别为 0.35/0.39/0.42 亿元，毛利率稳定为 23.5%。

**表6: 公司分业务收入及毛利率核心假设 (单位: 百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1120	1472	2066	2522	2977	3359
PCB 收入 (百万元)	967	1280	1869	2262	2638	2909
PCB 销量 (万平方米)	201.4	308.6	322.1	354.3	389.7	428.7
YoY	2.8%	53.2%	4.4%	10.0%	8.0%	5.0%
PCB 单价 (元/平方米)	479.8	414.8	580.4	638.5	689.5	724.0
YoY	11.2%	-13.5%	39.9%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率	18.1%	15.0%	19.1%	19.2%	19.2%	19.0%
SMT 收入 (百万元)	84	124	93	107	124	143
毛利率	23.6%	25.4%	34.9%	35.0%	35.0%	35.0%
整机产品收入 (百万元)	35	27	25	35	39	42
毛利率	9.9%	11.2%	23.3%	23.5%	23.5%	23.5%
其他业务收入 (百万元)	35	41	79	118	177	265
毛利率	88.1%	95.0%	98.8%	98.0%	98.0%	98.0%

数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

### 3.2、盈利预测与估值

公司收购牧泰莱并表后，进一步证明公司自身经营管理质地改善能力强，结合中小批量板与样品板的一站式服务能力，公司的盈利能力有望提升。拟收购住友电工 FPC 业务，FPC 产能进一步扩充，同时凭借其技术能力有望获得核心客户的认证资质，产生良好的业务协同，未来存在改善的空间。我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 25.2/29.8/33.6 亿元，YoY+22.1%/18.1%/12.8%，归母净利润为 1.7/2.4/3.1 亿元，YoY+45.0%/35.3%/32.8%，EPS 为 0.78/1.05/1.39 元，当前股价对应 PE 为 22.8/16.9/12.7 倍，PB 为 3.2/2.7/2.3 倍。选取 PCB 产业链相关公司深南电路（002916.SZ）、胜宏科技（300476.SZ）、奥士康（002913.SZ）作为可比公司，2021-2023 年平均 PE 为 22.3/16.3/13.1 倍，考虑到公司有望收购 FPC 业务，经营能力再上一个台阶，首次覆盖给予“买入”评级。

表7: PCB 行业上市公司估值情况: 公司 PE 估值高于可比公司平均

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002916	深南电路	90.64	16.0%	21.6%	19.6%	18.5%	31.0	25.5	21.3	18.0	2.92	3.55	4.25	5.04
300476	胜宏科技	20.00	12.1%	60.9%	53.1%	28.1%	29.9	18.7	12.2	9.5	0.67	1.07	1.64	2.11
002913	奥士康	76.33	30.6%	53.6%	45.7%	30.5%	32.3	22.6	15.5	11.9	2.36	3.37	4.92	6.42
<b>A 股平均</b>			<b>19.6%</b>	<b>45.4%</b>	<b>39.5%</b>	<b>25.7%</b>	<b>31.1</b>	<b>22.3</b>	<b>16.3</b>	<b>13.1</b>				
603386	广东骏亚	17.72	246.7%	45.0%	35.3%	32.8%	32.8	22.8	16.9	12.7	0.54	0.78	1.05	1.39

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/6/11)

### 4、风险提示

上游原材料价格上涨导致盈利承压;

牧泰莱经营整合不及预期;

PCB 需求减弱;

收购住友电工 FPC 业务存在不确定性。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1110	1262	1669	1635	2183
现金	173	244	366	275	605
应收票据及应收账款	460	503	673	715	851
其他应收款	6	7	8	7	8
预付账款	8	5	9	6	9
存货	310	334	445	463	542
其他流动资产	152	169	169	169	169
<b>非流动资产</b>	1601	1725	1883	2028	2118
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	934	1016	1155	1284	1366
无形资产	96	125	133	142	154
其他非流动资产	571	585	595	602	599
<b>资产总计</b>	2711	2987	3552	3663	4302
<b>流动负债</b>	1518	1650	2111	2042	2426
短期借款	407	526	526	526	526
应付票据及应付账款	905	873	1276	1229	1545
其他流动负债	206	252	309	288	355
<b>非流动负债</b>	180	218	197	173	145
长期借款	111	142	120	96	68
其他非流动负债	69	76	77	77	77
<b>负债合计</b>	1698	1868	2307	2215	2571
少数股东权益	1	0	0	0	0
股本	226	224	224	224	224
资本公积	611	596	596	596	596
留存收益	213	322	423	560	741
<b>归属母公司股东权益</b>	1012	1120	1244	1449	1731
负债和股东权益	2711	2987	3552	3663	4302

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	45	153	536	298	691
净利润	35	120	174	236	313
折旧摊销	100	132	125	151	177
财务费用	18	42	37	38	36
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-110	-140	199	-127	165
其他经营现金流	4	0	1	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-282	-199	-282	-296	-268
资本支出	139	153	156	145	91
长期投资	40	-51	0	0	0
其他投资现金流	-103	-96	-126	-151	-177
<b>筹资活动现金流</b>	313	133	-132	-92	-94
短期借款	211	119	0	0	0
长期借款	101	31	-22	-24	-27
普通股增加	25	-2	0	0	0
资本公积增加	367	-14	0	0	0
其他筹资现金流	-391	0	-110	-68	-66
<b>现金净增加额</b>	74	85	122	-90	329

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1472	2066	2522	2977	3359
营业成本	1206	1593	1926	2245	2486
营业税金及附加	8	10	13	15	17
营业费用	45	56	69	84	98
管理费用	97	127	166	196	222
研发费用	77	113	138	163	184
财务费用	18	42	37	38	36
资产减值损失	-6	-9	-13	-15	-17
其他收益	17	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	1	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	30	129	185	251	332
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	31	127	184	250	331
所得税	-4	7	10	14	19
<b>净利润</b>	35	120	174	236	313
少数股东损益	-0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	35	120	174	236	313
EBITDA	157	293	337	427	530
EPS(元)	0.15	0.54	0.78	1.05	1.39

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.4	40.3	22.1	18.1	12.8
营业利润(%)	-57.4	325.7	43.5	35.3	32.7
归属于母公司净利润(%)	-49.8	246.7	45.0	35.3	32.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.1	22.9	23.6	24.6	26.0
净利率(%)	2.4	5.8	6.9	7.9	9.3
ROE(%)	3.4	10.7	14.0	16.3	18.1
ROIC(%)	4.1	8.0	10.0	12.0	13.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.6	62.5	65.0	60.5	59.8
净负债比率(%)	40.3	48.5	30.2	30.7	5.1
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.54	0.78	1.05	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.68	2.39	1.33	3.08
每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.99	5.55	6.46	7.71
<b>估值比率</b>					
P/E	114.8	33.1	22.8	16.9	12.7
P/B	3.9	3.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	27.9	15.4	12.9	10.4	7.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn