

航锦科技 (000818)

证券研究报告
2021年06月21日

军工模拟芯片领先企业，国产替代+需求驱动带动企业进入高景气周期

● 传统化工产业龙头持续转型，成功切入国防军工模拟 IC 产业

公司传统主营化工原材料板块业务，形成了以“烧碱、环氧丙烷、聚酯”三大产品为主的工业化生产格局。2017年、2020年，公司通过两次战略转型，成功切入军工电子领域，并逐步实现向民用电子领域的拓展延伸。目前，电子板块业务以长沙韶光和威科电子为两条主线，逐步形成以芯片产品为核心，围绕高端芯片与通信领域两大板块，覆盖高端芯片、北斗以及通信射频三大产业。

● 21Q1 公司迎来业绩拐点，多指标预示产业高景气周期将至

受疫情影响传统业务有所承压，21Q1 公司业绩进入拐点，主营产品实现量+价提升。公司 2020 全年实现营业收入 35.36 亿元 (-6.29%)；实现归母净利润 2.36 亿元 (-22.98%)，主要系新冠疫情影响下全球经济受到较大冲击，传统业务烧碱价格下降所致。21Q1 公司营收净利润实现快速提升，实现营业收入 11.72 亿元 (+40.58%)；实现归母净利润 2.12 亿元 (+117.34%)，公司业绩进入拐点，主营产品实现量+价快速提升。

多项财务指标持续向好，产业高景气周期将至。利润端，公司三费支出占营收比重自 2017 年以来快速降低，21Q1 指标达 5.90%，较去年同期降低 1.99 个百分点；毛利率/净利率分别达 31.10%/18.11%，为近三年最高水平，公司提质增效成果显著，经营情况或将持续向好。资产负债端，公司近 3 年存货持续增长，2021Q1 指标达 4.89 亿元创历史新高，表明公司正处于加速备产备货阶段，预计将伴随产业高景气周期实现快速消化。

● “十四五”：新一代武器装备带来用量提升，军工电子迎来最好成长阶段

结合《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》具体内容，我们判断新一代武器装备或将在“十四五”及 2035 年远期具备高景气，其中军工电子元器件在“十四五”各类新型装备中作为信息化的主要实施载体，具备单位装备价值占比和装备排产双升逻辑。

高端芯片板块核心长沙韶光涉及集成电路领域的研发设计、封装制造，产品广泛应用于航空航天、兵器装备、军工电子等领域，其中三大主打芯片被多款军品型号选用，自主研发的图形处理器芯片技术指标国内领先，达到国家“自主可控”要求。我们认为，公司芯片业务作为各类跨越式武器装备底层支撑，有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展及产品自主可控要求，对应产品有望进入高景气放量期。

● 模拟 IC 遇国产替代窗口期，需求提升驱动产品实现加速排产

中国模拟 IC 市场整体供不应求，模拟芯片供应商仍以国外企业为主，具备较大国产替代空间。2018 年全球模拟半导体行业的市场规模约为 588 亿美元，中国市场模拟芯片行业的市场规模约为 322 亿美元，在全球市场中的占比超过 50%。受下游通信、工控、汽车电子等市场驱动，预计到 2023 年全球模拟芯片市场规模可超 800 亿美元。但目前不断扩大的中国半导体市场主要依赖进口，产业自给率较低，国内模拟芯片同样主要采自德州仪器、恩智浦等模拟芯片大厂。

我们认为，国产替代所提供的广阔市场空间可以为本土模拟 IC 厂商深耕国内市场带来绝佳的发展机遇，长沙韶光、威科电子等深耕模拟芯片领域多年，产品谱系全面，有望充分受益于此进程，对应产品有望实现快速放量。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，公司电子板块有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展，下游终端产品需求提升+模拟 IC 国产替代催化，对应业务或实现加速排产，盈利能力或将快速提升。由于公司 2020 年业绩略低于我们此前的盈利预测，我们进行基数调整，2021 年营业收入由 49.63 亿元调整至 48.01 亿元，预计 2022-23 年实现营业收入 50.77/53.59 亿元，对应归母净利润 6.90/7.65/8.42 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.12/1.23 元，PE 为 28.39/25.60/23.27x，维持“买入”评级。

风险提示：行业波动风险；政策变动风险；研发失败风险；市场开拓不达预期；贸易摩擦风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,773.95	3,536.49	4,801.26	5,077.07	5,358.94
增长率(%)	(1.34)	(6.29)	35.76	5.74	5.55
EBITDA(百万元)	611.59	708.46	948.78	1,046.75	1,145.99
净利润(百万元)	306.66	236.20	689.96	765.23	841.99
增长率(%)	(39.07)	(22.98)	192.11	10.91	10.03
EPS(元/股)	0.45	0.35	1.01	1.12	1.23
市盈率(P/E)	63.88	82.94	28.39	25.60	23.27
市净率(P/B)	7.30	6.81	5.67	4.80	4.09
市销率(P/S)	5.19	5.54	4.08	3.86	3.66
EV/EBITDA	23.05	21.08	20.92	18.62	16.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学原料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	28.7 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	682.61
流通 A 股股本(百万股)	679.16
A 股总市值(百万元)	19,591.02
流通 A 股市值(百万元)	19,491.78
每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	32.05
一年内最高/最低(元)	31.38/0.00

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《航锦科技-公司点评:手握半导体与北斗核心资产，聚焦 5G/星网发展机遇》2020-03-20
- 《航锦科技-公司点评:全年业绩预告发布，化工板块受行业周期影响，军工业绩中高速增长》2019-12-17
- 《航锦科技-公司点评:收购国光电气和思科瑞，持续布局军工电子产业链》2019-07-05

内容目录

1. 传统化工产业龙头持续转型，成功切入国防军工模拟 IC 产业	3
2. 21Q1 公司迎来业绩拐点，多指标预示产业高景气周期将至	4
3. “十四五”跨越式武器装备放量确定，军工电子迎来快速增长	6
4. 模拟 IC 遇国产替代窗口期，需求提升驱动产品实现加速排产	7
5. 盈利预测与评级	8
6. 风险提示	8
6.1. 行业波动风险	8
6.2. 政策变动风险	8
6.3. 研发失败风险	9
6.4. 市场开拓不达预期	9
6.5. 贸易摩擦风险	9

图表目录

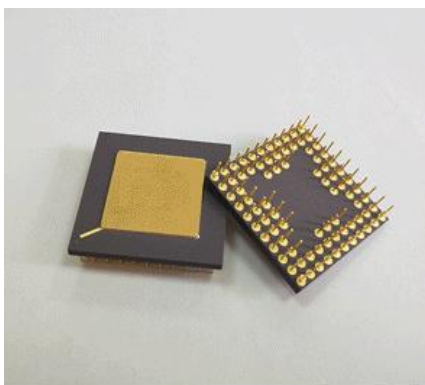
图 1：公司电子板块长沙韶光主线芯片产品	3
图 2：公司电子板块威科电子主线集成电路产品	3
图 3：公司股权结构图（截至 2021 年一季度）	3
图 4：公司化工+电子双主营业务架构	4
图 5：公司分板块营业收入情况（单位：亿元）	4
图 6：公司分板块毛利润情况（单位：亿元）	4
图 7：公司 2017A-2021Q1 营业收入及变化情况	5
图 8：公司 2017A-2021Q1 归母净利润及变化情况	5
图 9：2017A-2021Q1 公司毛利率、净利率情况	5
图 10：2017A-2021Q1 公司三项费用占营收比重情况	5
图 11：2018A-2021Q1 公司研发费用占营收比重情况	5
图 12：2017A-2021Q1 公司存货情况（单位：亿元）	5
图 13：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图	6
图 14：全球模拟 IC 市场格局	7
图 15：国内模拟 IC 市场格局	7
图 16：全球模拟芯片市场空间测算（单位：亿元）	7
图 17：全球模拟芯片规模地域分布	7
图 18：国内模拟 IC 市场应用	8
表 1：2021Q1 军工各子板块基本面情况	6
表 2：2021-2023 公司盈利预测	8

1. 传统化工产业龙头持续转型，成功切入国防军工模拟 IC 产业

公司曾用名“方大锦化化工科技股份有限公司”，主营化工原材料板块业务，形成了以“烧碱、环氧丙烷、聚醚”三大产品为主的工业化生产格局。2017 年开始公司通过收购长沙韶光与威科电子切入军工电子领域，实现第一阶段战略转型，并于 2018 年 4 月更为现名“航锦科技股份有限公司”。这一阶段公司以布局军工电子生态链为战略目标，实现了对九强讯盾、中电华星和威科射频的控制。

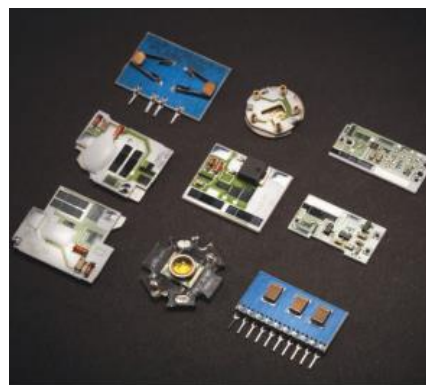
2020 年开始公司进行第二阶段战略转型，由“单一军工产品”调整为“军民两用”战略，并进一步向民用大电子领域拓展延伸，完成了长沙韶光和威科电子两条主线的电子板块布局，形成以芯片产品为核心，围绕高端芯片与通信领域两大板块，覆盖高端芯片、北斗以及通信射频三大产业。

图 1：公司电子板块长沙韶光主线芯片产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

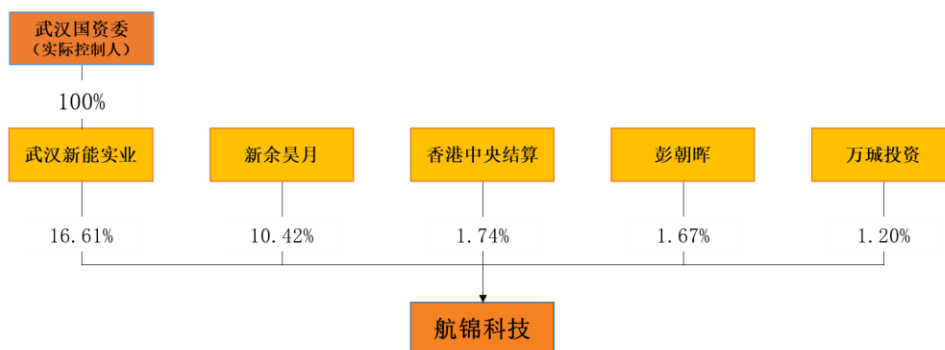
图 2：公司电子板块威科电子主线集成电路产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

国资控股资源赋能，企业迈入快速发展轨道。2020 年 9 月，公司原控股股东新余昊月以协议转让的方式将部分公司股份转让给武汉新能实业，2021 年 1 月完成过户登记手续，公司的实际控制人变为武汉国资委。作为湖北武汉国资旗下的第一家科技型混合所有制上市公司，可以充分发挥国资控股的资源赋能优势，及混合所有制特点带来的制度优势，有利于公司未来长远发展。

图 3：公司股权结构图（截至 2021 年一季度）

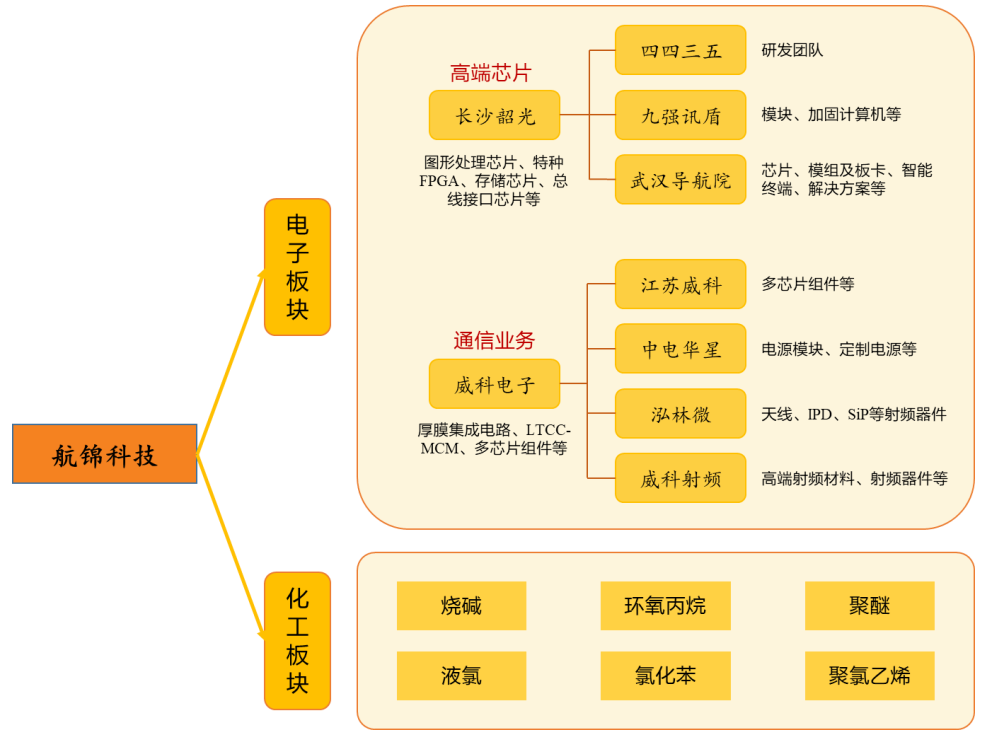


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司目前业务划分为半导体电子与基础化工原料两大板块。基础化工原料为公司传统优势业务，主要产品包括烧碱、环氧丙烷、聚醚、液氯、氯化苯及聚氯乙烯等，并形成了以“烧碱、环氧丙烷、聚醚”三大产品为主的工业化生产格局。

电子板块业务方面，公司以长沙韶光和威科电子为两条主线，逐步形成以芯片产品为核心，围绕高端芯片与通信领域两大板块，覆盖高端芯片（图形处理芯片/特种 FPGA/存储芯片/总线接口芯片）、北斗以及通信射频三大产业。

图 4：公司化工+电子双主营业务架构

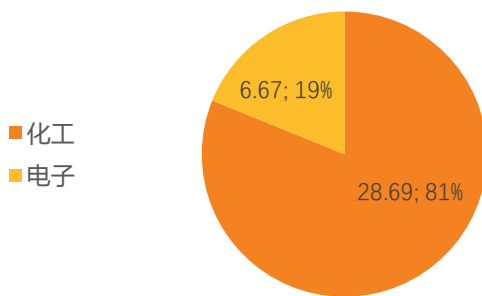


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 21Q1 公司迎来业绩拐点，多指标预示产业高景气周期将至

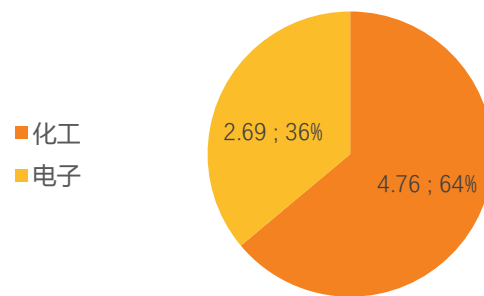
传统业务对公司业绩形成有效支撑，电子板块显著具备更高盈利能力。据公司 2020 年报披露，化工/电子业务分别占 2020 年营业收入比重达 81.14%/18.86%，占毛利润比重达 63.91%/36.09%，为公司主要收入利润来源。其中，电子板块业务毛利率达 40.29%，产品高盈利性特点凸显。

图 5：公司分板块营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

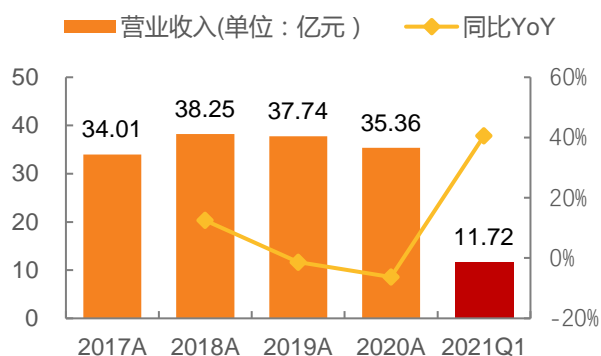
图 6：公司分板块毛利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

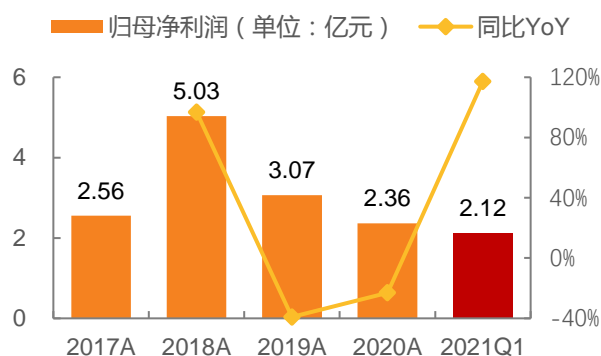
受疫情影响传统业务有所承压，21Q1 公司业绩进入拐点，，主营产品实现量+价提升。公司 2020 全年实现营业收入 35.36 亿元，同比-6.29%；实现归母净利润 2.36 亿元，同比-22.98%，主要系新冠疫情影响下全球经济受到较大冲击，传统业务烧碱价格下降所致。2021 年一季度公司营收净利润实现快速提升，实现营业收入 11.72 亿元，同比+40.58%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比+117.34%，公司业绩进入拐点，主营产品实现量+价快速提升。

图 7：公司 2017A-2021Q1 营业收入及变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

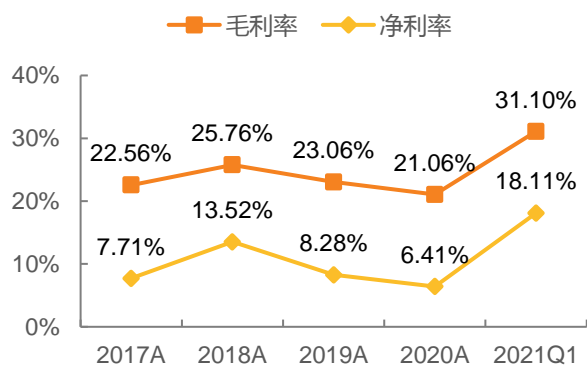
图 8：公司 2017A-2021Q1 归母净利润及变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

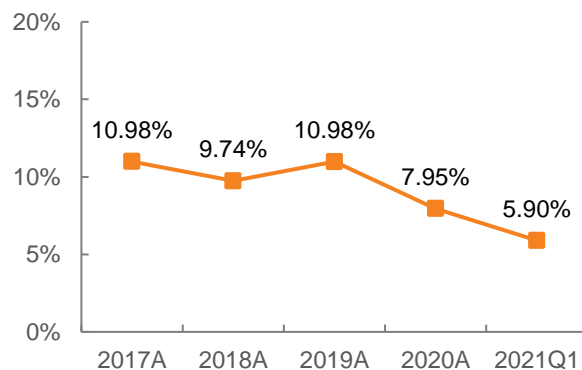
公司提质增效成果显著，盈利能力快速提升。公司 2021Q1 三项费用占营收比重 5.90%，较去年同期减少 1.99 个百分点，自 2017 年以来快速降低；毛利率、净利率分别达 31.10%、18.11%，已回升至近 3 年最高水平。我们认为，三费用占比持续降低、毛利率净利率快速回升表明公司提质增效成果显著，经营情况或将持续向好。

图 9：2017A-2021Q1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

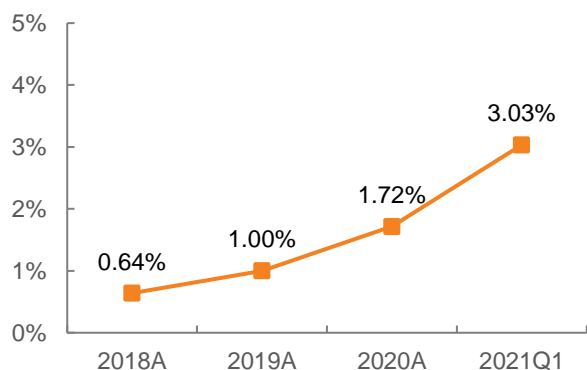
图 10：2017A-2021Q1 公司三项费用占营收比重情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

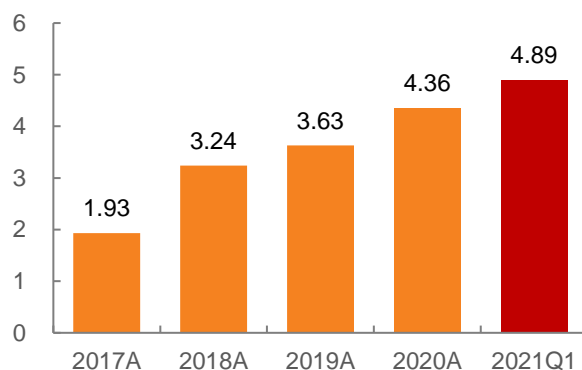
近 3 年公司研发费用率持续提升，2021Q1 指标达 3.03%，主要因电子板块研发投入持续增加所致，研发投入持续增加预计将有效提高公司技术及工艺水平，毛利率或将进一步提升；资产负债端，公司近 3 年存货持续增长，2021Q1 指标达 4.89 亿元创历史新高，表明公司正处于加速备产备货阶段，预计将伴随产业高景气周期实现快速消化。

图 11：2018A-2021Q1 公司研发费用占营收比重情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2017A-2021Q1 公司存货情况（单位：亿元）

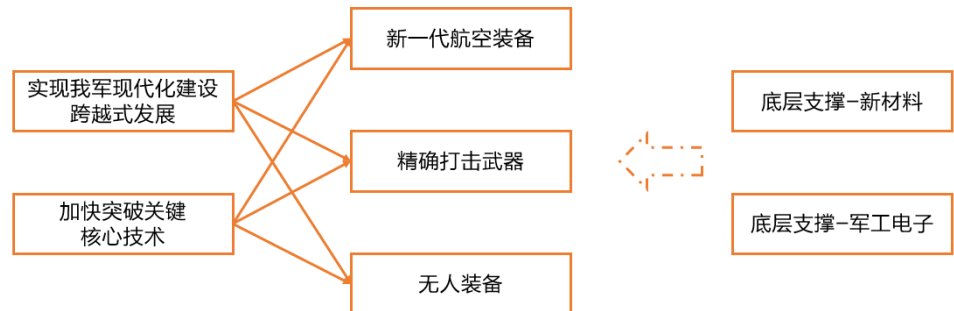


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. “十四五”跨越式武器装备放量确定，军工电子迎来快速增长

“十四五”发展基础：上游军工电子元器件是我军装备跨越式发展的基础支撑，新型武器装备进入批产突破期，关键核心技术突破及下游需求显著增长将推动新型电子元器件产品放量。《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中指出，我军在“十四五”期间要全面加强练兵备战、确定 2027 年建军目标新节点、加快武器升级换代，同时加快智能化武器发展、加速战略性颠覆性武器装备发展、加快机械化\信息化\智能化融合发展。新一代武器装备或将在“十四五”及 2035 年远期具备高景气，其中军工电子元器件望在“十四五”各类新型装备中作为信息化的主要实施载体，具备单位装备价值量占比和装备排产双升逻辑，产业趋势参考其它信息化成熟领域，如智能手机、汽车的电子元器件应用趋势。

图 13：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图



资料来源：人民网，天风证券研究所

下游备货大额预付带动上游军工电子元器件率先进入景气扩张拐点，“十四五”军工全产业链景气度传导趋势已确认。2021 一季报显示，利润表(收入/归母净利)、资产负债表(预收款+合同负债总额)同比增幅较大(>30%)的板块均为中上游，如军工电子、新材料、航空中游配套、导弹等细分板块。中上游厂商产品交付节奏靠前，业绩释放早于下游整机厂商，“十四五”期间业绩突破有望自上而下传导。

表 1：2021Q1 军工各子板块基本面情况

细分板块	21Q1 营收 (亿元)	21Q1 营收 增速%	21Q1 归母 净利润 (亿元)	21Q1 归母 净利润 增速%	21Q1 净利率	20Q1 净利率	21Q1 存货 (亿元)	21Q1 存货 同比%	21Q1 合同负债+ 预收款 (亿元)	21Q1 合同负债+ 预收款 同比%
地面兵装	51.88	41.03%	2.69	272.84%	5.18%	1.96%	80.61	12.01%	138.91	46.59%
航空中游配套	81.55	52.76%	5.12	221.50%	6.28%	2.98%	162.32	17.11%	14.73	87.08%
航天	88.87	24.91%	4.36	199.30%	4.91%	2.05%	201.18	10.63%	49.21	38.29%
导弹	59.38	62.49%	7.48	158.18%	12.60%	7.93%	121.37	22.48%	21.66	46.85%
军工电子	122.72	66.12%	24.90	136.87%	20.29%	14.23%	139.32	34.75%	11.18	64.64%
新材料	64.63	32.68%	10.83	85.53%	16.75%	11.98%	97.90	11.25%	10.46	19.61%
航空中间工序 环节	29.81	49.99%	3.69	66.10%	12.38%	11.18%	54.45	42.59%	3.33	24.56%
主机厂	199.70	12.34%	7.13	-7.23%	3.57%	4.32%	725.06	10.72%	187.14	56.79%
信息化	65.10	73.63%	3.07	扭亏为盈	4.71%	-3.38%	173.24	40.25%	44.68	31.38%
船舶	263.43	31.20%	5.24	扭亏为盈	1.99%	-0.32%	824.48	54.63%	926.79	38.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年，公司通过现金收购切入军工电子领域，先后通过收购长沙韶光 100%股权、威科电子 100%股权、中电华星 51%股权、九强讯盾 51%股权，至 2019 年末完成由化工向军工电子转型，并于 2020 年初由军工电子向军民两用电子拓展延伸。

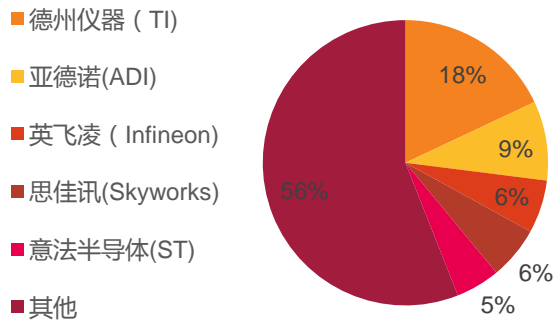
其中，高端芯片板块核心长沙韶光涉及集成电路领域的研发设计、封装制造，产品广泛应用于航空航天、兵器装备、军工电子等领域，其中三大主打芯片被多款军品型号选用，自主研发的图形处理器芯片技术指标国内领先，下游客户涵盖我国各大军工集团及下属单位、地方民营军工企业等重点武器装备研制企业。目前芯片的前期设计、封装、测试以及后期的程序烧制都由长沙韶光自主完成，达到国家“自主可控”要求。

综上所述我们认为，公司芯片业务作为各类跨越式武器装备底层支撑，有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展及产品自主可控要求，对应产品有望进入高景气放量期。

4. 模拟 IC 遇国产替代窗口期，需求提升驱动产品实现加速排产

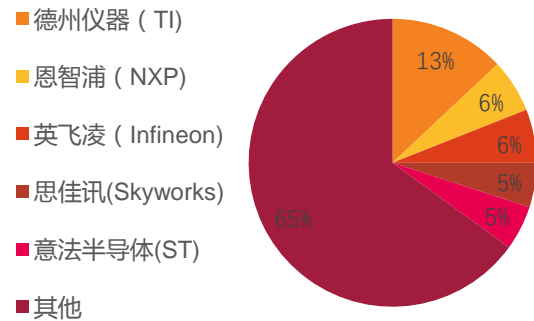
模拟芯片市场的集中度相较于数字芯片较低，但整体仍呈现寡头垄断态势。2018 年全球前 10 大模拟芯片厂商销售额达到 361 亿美元，同比增长 9.4%，占到模拟 IC 行业产值的 61%。德州仪器、亚德诺、英飞凌分别以 108、55、38 亿美元位列前三，德州仪器占据模拟 IC 行业的行业龙头地位，全球市占率达 18%。

图 14：全球模拟 IC 市场格局



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

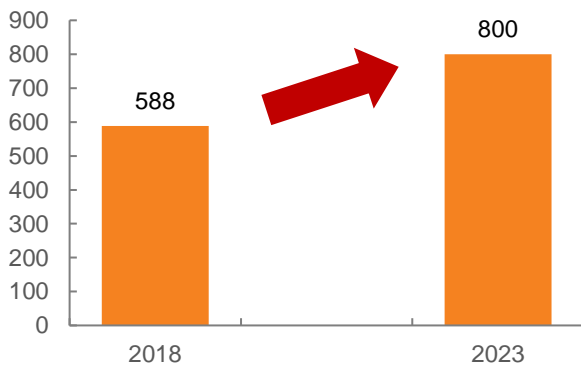
图 15：国内模拟 IC 市场格局



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

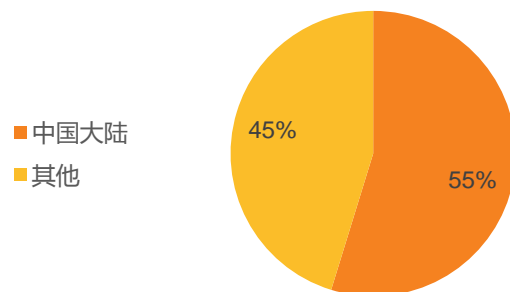
中国 IC 整体供不应求，模拟芯片供应商仍以国外企业为主。中国目前是全球最大的电子产品生产及消费市场，2013-18 年半导体集成电路市场规模自 820 亿美元扩大至 1550 亿美元，年均复合增长率约为 13.58%，半导体集成电路产品进口额自 2015 年起已连续四年位列所有进口商品中的第一位。目前，不断扩大的中国半导体市场主要依赖进口，产业自给率较低，其中 2018 年我国半导体自给率仅为 15%。国内模拟芯片同样主要采自德州仪器、恩智浦、英飞凌、思佳讯、意法半导体等模拟芯片大厂。

图 16：全球模拟芯片市场空间测算（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 17：全球模拟芯片规模地域分布

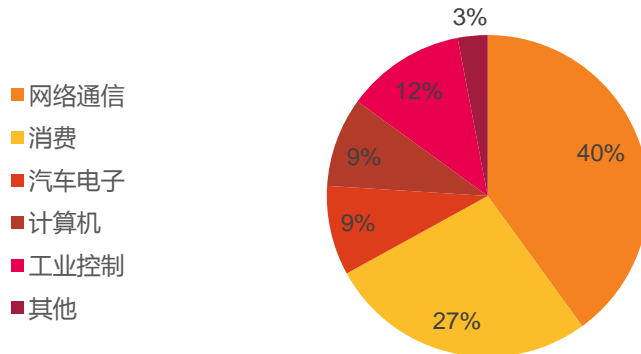


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

受下游通信、工控、汽车电子等市场驱动，产业进入高景气周期。聚焦至模拟 IC 行业，2018 年全球模拟半导体行业的市场规模约为 588 亿美元，中国市场模拟芯片行业的市场规模达 2273.4 亿元（约为 322 亿美元），在全球市场中的占比超过 50%。预计到 2023 年，

全球模拟芯片市场规模可超 800 亿美元。其增长的主要推动力来自电源管理 IC、专用模拟芯片和信号转换器组件的强劲销售，受下游不断增长的通信、工控、汽车电子等行业需求驱动。

图 18：国内模拟 IC 市场应用



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

综上所述我们认为，国产替代所提供的广阔市场空间可以为本土模拟 IC 厂商深耕国内市场带来绝佳的发展机遇，子公司长沙韶光深耕模拟芯片领域多年，产品谱系全面，有望充分受益于此进程，对应产品有望实现快速放量。

5. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，军品端，公司电子板块有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展，业绩有望快速释放；民品端，公司产品有望受下游终端产品需求提升+模拟 IC 国产替代催化，对应业务或实现加速排产，盈利能力或将快速提升。由于公司 2020 年业绩略低于我们此前的盈利预测，我们进行基数调整，2021 年营业收入由 49.63 亿元调整至 48.01 亿元，预计 2022-23 年实现营业收入 50.77/53.59 亿元，对应归母净利润 6.90/7.65/8.42 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.12/1.23 元，PE 为 28.39/25.60/23.27x，维持“买入”评级。

表 2：2021-2023 公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,773.95	3,536.49	4,801.26	5,077.07	5,358.94
增长率(%)	(1.34)	(6.29)	35.76	5.74	5.55
净利润(百万元)	306.66	236.20	689.96	765.23	841.99
增长率(%)	(39.07)	(22.98)	192.11	10.91	10.03
EPS(元/股)	0.45	0.35	1.01	1.12	1.23
市盈率(P/E)	63.88	82.94	28.39	25.60	23.27
市净率(P/B)	7.30	6.81	5.67	4.80	4.09
市销率(P/S)	5.19	5.54	4.08	3.86	3.66

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 行业波动风险

公司以烧碱、环氧丙烷、聚醚为代表的传统化工行业具有强周期的特点，2020 年受国际原油价格和新冠疫情等外部环境影响，烧碱价格处于低位，下半年环氧丙烷、聚醚价格持续走高。公司可能面临化工板块业绩波动的风险。

6.2. 政策变动风险

根据现行的环保政策要求，所有高耗能、高污染行业都受到严格限制，行业门槛提高。相继出台的新规也对化工企业淘汰落后产能、节能减排等方面提出了新的目标和要求。未来国家对化工行业及环保方面政策的变化调整将给公司发展带来一定的不确定性。

6.3. 研发失败风险

公司所从事的芯片设计、集成电路研发属于高新技术领域，存在较高的技术壁垒。在接受下游客户科研生产任务后，虽投入了一定的人力、资源，仍存在因为无法攻克技术难关而导致研发失败的风险。

6.4. 市场开拓不达预期

6.5. 贸易摩擦风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	309.05	374.83	943.40	1,621.26	2,327.50	营业收入	3,773.95	3,536.49	4,801.26	5,077.07	5,358.94
应收票据及应收账款	838.33	876.09	991.06	1,124.38	1,257.37	营业成本	2,903.81	2,791.76	3,536.08	3,744.86	3,983.24
预付账款	28.06	32.85	35.90	36.91	40.54	营业税金及附加	52.99	50.90	62.42	60.92	58.95
存货	362.71	435.64	546.60	535.24	681.86	营业费用	127.20	43.48	96.03	76.16	53.59
其他	71.84	96.25	108.44	110.35	122.89	管理费用	248.48	196.06	192.05	177.70	160.77
流动资产合计	1,609.99	1,815.66	2,625.41	3,428.15	4,430.15	研发费用	37.70	60.66	72.02	81.23	91.10
长期股权投资	0.00	17.64	24.44	34.54	44.44	财务费用	38.69	41.50	52.64	64.86	77.84
固定资产	1,243.67	1,204.76	1,203.23	1,197.04	1,188.77	资产减值损失	(4.42)	(83.36)	(12.00)	(8.00)	(23.00)
在建工程	75.69	89.61	65.77	48.46	35.08	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	514.41	647.23	744.06	850.78	971.66	投资净收益	0.55	(0.39)	0.56	0.78	0.91
其他	1,006.33	1,053.97	1,091.70	1,144.80	1,216.34	其他	8.75	168.47	(1.12)	(1.56)	(1.82)
非流动资产合计	2,840.10	3,013.22	3,129.20	3,275.62	3,456.29	营业利润	360.17	267.39	802.59	880.12	957.37
资产总计	4,450.09	4,828.88	5,754.61	6,703.77	7,886.44	营业外收入	2.88	6.10	6.50	8.00	10.00
短期借款	672.81	848.95	1,000.00	1,263.50	1,451.60	营业外支出	1.96	10.03	1.50	1.70	2.00
应付票据及应付账款	587.67	496.32	289.47	438.69	291.57	利润总额	361.09	263.46	807.59	886.42	965.37
其他	410.80	249.32	544.21	332.64	638.87	所得税	48.72	36.80	104.99	106.37	106.19
流动负债合计	1,671.29	1,594.60	1,833.68	2,034.83	2,382.04	净利润	312.37	226.66	702.61	780.05	859.18
长期借款	0.00	51.82	150.00	253.40	361.80	少数股东损益	5.71	(9.54)	12.65	14.82	17.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	306.66	236.20	689.96	765.23	841.99
其他	23.88	25.55	26.34	28.64	31.25	每股收益(元)	0.45	0.35	1.01	1.12	1.23
非流动负债合计	23.88	77.38	176.34	282.04	393.05						
负债合计	1,695.17	1,671.98	2,010.02	2,316.87	2,775.09	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	72.47	279.56	292.21	307.03	324.21	成长能力					
股本	689.89	682.61	682.61	682.61	682.61	营业收入	-1.34%	-6.29%	35.76%	5.74%	5.55%
资本公积	914.51	871.48	871.48	871.48	871.48	营业利润	-41.61%	-25.76%	200.16%	9.66%	8.78%
留存收益	2,059.13	2,217.80	2,769.77	3,397.26	4,104.53	归属于母公司净利润	-39.07%	-22.98%	192.11%	10.91%	10.03%
其他	(981.07)	(894.55)	(871.48)	(871.48)	(871.48)	获利能力					
股东权益合计	2,754.92	3,156.90	3,744.59	4,386.90	5,111.36	毛利率	23.06%	21.06%	26.35%	26.24%	25.67%
负债和股东权益总计	4,450.09	4,828.88	5,754.61	6,703.77	7,886.44	净利率	8.13%	6.68%	14.37%	15.07%	15.71%
						ROE	11.43%	8.21%	19.98%	18.76%	17.59%
						ROIC	13.27%	8.87%	21.37%	22.43%	23.15%
						偿债能力					
						资产负债率	38.09%	34.62%	34.93%	34.56%	35.19%
						净负债率	13.20%	16.70%	5.55%	-2.35%	-10.03%
						流动比率	0.96	1.14	1.43	1.68	1.86
						速动比率	0.75	0.87	1.13	1.42	1.57
						营运能力					
						应收账款周转率	5.15	4.13	5.14	4.80	4.50
						存货周转率	10.99	8.86	9.78	9.39	8.81
						总资产周转率	0.87	0.76	0.91	0.82	0.73
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.35	1.01	1.12	1.23
						每股经营现金流	0.32	0.27	1.00	1.09	1.31
						每股净资产	3.93	4.22	5.06	5.98	7.01
						估值比率					
						市盈率	63.88	82.94	28.39	25.60	23.27
						市净率	7.30	6.81	5.67	4.80	4.09
						EV/EBITDA	23.05	21.08	20.92	18.62	16.60
						EV/EBIT	31.58	27.79	23.21	20.63	18.37

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	312.37	226.66	689.96	765.23	841.99
折旧摊销	179.94	188.08	93.55	101.77	110.78
财务费用	35.86	45.16	52.64	64.86	77.84
投资损失	(0.55)	0.39	(0.56)	(0.78)	(0.91)
营运资金变动	(448.21)	(317.53)	(166.31)	(201.77)	(153.80)
其它	140.57	38.58	12.65	14.82	17.18
经营活动现金流	219.97	181.35	681.92	744.14	893.09
资本支出	90.76	276.95	166.81	186.10	209.19
长期投资	0.00	17.64	6.80	10.10	9.90
其他	(437.75)	(736.38)	(368.65)	(426.82)	(489.98)
投资活动现金流	(346.99)	(441.79)	(195.04)	(230.62)	(270.89)
债权融资	672.81	902.11	1,151.35	1,518.30	1,814.90
股权融资	52.27	(32.79)	(14.04)	(49.33)	(62.31)
其他	(675.50)	(571.84)	(1,055.63)	(1,304.62)	(1,668.55)
筹资活动现金流	49.58	297.48	81.68	164.35	84.04
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(77.44)	37.04	568.56	677.86	706.24

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