

龙溪股份 (600592)

证券研究报告
2021年04月08日

装备制造“心脏”部件龙头，民用基础助推企业进军高端军用市场

● 国内最大关节轴承供应商和出口商，产品进入国防军工市场

公司主营业务产品包括关节轴承、圆锥滚子轴承、齿轮/变速箱、电脑针织机械等，主导产品关节轴承已广泛应用于国内知名工程机械、载重汽车主机市场，并批量配套国内新型战机、坦克等军工装备，在 70 周年国庆阅兵中亮相。

2020 年疫情+出口萎缩双重影响下仍实现正增长。据公司业绩快报初步核算，公司 2020 年实现营业收入 11.58 亿元，同比+22.45%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比+1.50%；实现扣非后归母净利润 0.37 亿元，同比+573.44%。

● 产品广泛配套工程机械市场，国产化加速趋势拉动需求提升

工程机械行业在我国的机械行业中已具有举足轻重的地位，历经六个阶段的发展现已进入平稳发展期，2019 年我国主要工程机械销量为 44.76 万台，销售收入为 6600 亿元。公司关节轴承产品质量稳定，性价比优势突出，广泛配套国内知名工程机械、载重汽车主机市场，我们认为，公司关节轴承产品将伴随工程机械国产化加速而实现放量，并且有望进一步打开海外市场，看好公司未来业绩释放。

● 成立事业部精准对接，关节轴承业务将受益民航市场蓬勃发展

据波音公司《2019-2038 民营航空市场展望》报告，截至 2018 年全球商用飞机保有量为 25,830 架，预计到 2038 年保有量将增长至 50,660 架，2019-2038 年期间累计交付量为 44,040 架，价值量 6.81 万亿美元。

公司成立航空事业部，精准对接中国商飞、西飞、通飞等民机配套市场；接受中国商飞供应商能力建设及波音供应商资质初审，产品通过美国海军航空司令部实验室最严格的 A 标轴认证，所研制的 8 类 6000 余种规格航空关节轴承被列入美国政府采购合格产品目录，航空关节轴承业务有望随民航市场蓬勃发展实现快速放量。

● 航空关节产品批量配套国内军工装备，“十四五”将迎新增长

公司是军工关节轴承国产化研制尖兵，是航空航天领域的主要国产供应商，航空关节轴承产品已成功配套中科院正负电子对撞机、神州系列、嫦娥奔月、长征五号火箭等国家重点科研及航空航天工程项目，批量配套国内新型战机、坦克等军工装备，并在 70 周年国庆阅兵中亮相。

《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》指出，要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。我们认为，我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段，“十三五”末+“十四五”为我国国防装备及前沿技术加速突破时期，预计进入十年景气扩张期，跨越式装备发展阶段看好公司未来业绩表现。

盈利预测：综上所述我们认为，公司军品或将伴随“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段迎来新增长，民用航空产品受益领域产业高景气，关节轴承业务有望实现加量布局。在此假设下，预计 2020-2022 年公司实现营收 11.58/13.97/17.07 亿元，对应归母净利润 1.49/1.80/2.21 亿元，EPS 预计为 0.37/0.45/0.55 元/股，P/E 为 27.67/22.84/18.63x。对标可比公司 37.43x 的 2021 预测 PE，公司目标价 16.84 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业需求低于预期的风险；成本费用上升的风险；人民币汇率波动的风险；业绩快报与年报数据差异的风险。

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.29 元
目标价格	16.84 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	399.55
流通 A 股股本(百万股)	399.55
A 股总市值(百万元)	4,111.41
流通 A 股市值(百万元)	4,111.41
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	28.28
一年内最高/最低(元)	15.30/8.98

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,025.82	946.03	1,158.43	1,397.34	1,706.98
增长率(%)	15.20	(7.78)	22.45	20.62	22.16
EBITDA(百万元)	217.24	358.07	243.88	280.69	322.82
净利润(百万元)	87.75	146.37	148.56	179.98	220.67
增长率(%)	23.57	66.80	1.50	21.15	22.61
EPS(元/股)	0.22	0.37	0.37	0.45	0.55
市盈率(P/E)	46.85	28.09	27.67	22.84	18.63
市净率(P/B)	2.24	2.12	2.05	1.96	1.86
市销率(P/S)	4.01	4.35	3.55	2.94	2.41
EV/EBITDA	8.95	16.44	15.79	13.66	11.89

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

1. 国内最大关节轴承供应商和出口商，业绩快报表现喜人	3
1.1. 国内最大关节轴承供应商和出口商，产品进入国防军工市场	3
1.2. 业绩快报公布，2020 年疫情+出口萎缩双重影响下仍实现正增长	4
2. 产品广泛配套工程机械市场，国产化加速趋势拉动需求提升	5
3. 成立事业部精准对接，关节轴承业务将受益民航市场蓬勃发展	6
4. 航空关节产品批量配套国内军工装备，十四五” 将迎新增长	7
5. 盈利预测与评级	8
6. 风险提示	9
6.1. 行业需求低于预期的风险	9
6.2. 成本费用上升的风险	9
6.3. 人民币汇率波动风险	9
6.4. 业绩快报与年报数据差异的风险	9

图表目录

图 1：公司产品：润滑型向心关节轴承	3
图 2：公司产品：角接触关节轴承	3
图 3：公司股权结构图	3
图 4：2016A 至 2020E 公司营业收入情况及增速	4
图 5：2016A 至 2020E 公司归母净利润情况及增速	4
图 6：公司 2019 年主营产品营业收入情况（单位：亿元）	4
图 7：公司 2019 年主营产品毛利润情况（单位：亿元）	4
图 8：2015A-2020Q3 公司三项费用占营收比重情况	5
图 9： 2015A-2020Q3 公司净利率情况	5
图 10：中国工程机械行业发展阶段	5
图 11：2015-2019 年我国主要工程机械销量情况及增速	5
图 12：2015-2019 年我国工程机械销售收入情况及增速	5
图 13：2019-2038 年我国民航飞机采购数量预测（单位：架）	7
图 14：2019-2038 年我国各类民机采购价值量（单位：亿美元）	7
图 15：国际主要国家军机数量统计	8
表 1：公司各主营产品分布情况	3
表 2：2019 年全球工程机械前 20 强名单（部分）	6
表 3：关节轴承的分类	6
表 4：到 2025 年华夏航空飞机机队构成及来自最大单一飞机供应商的飞机数量占公司总飞机数量比例	7
表 5：2020-2022 年公司盈利预测	8
表 6：可比公司 2021 年备考 PE（时间截至 2021/3/29）	8

1. 国内最大关节轴承供应商和出口商，业绩快报表现喜人

1.1. 国内最大关节轴承供应商和出口商，产品进入国防军工市场

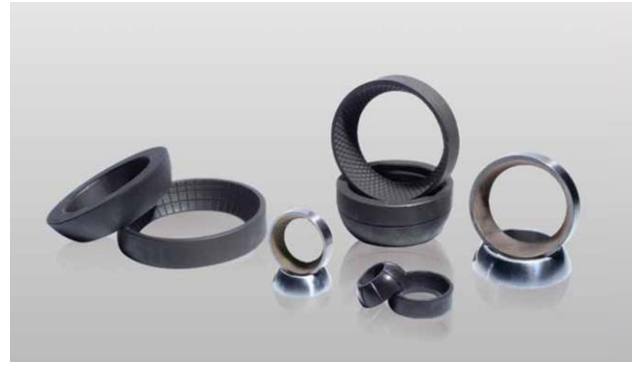
公司全称福建龙溪轴承（集团）股份有限公司，主营业务产品包括关节轴承、圆锥滚子轴承、齿轮/变速箱、电脑针织机械等，广泛应用于国民经济建设、国防军工等传统配套市场及国家重点工程项目。公司主导产品关节轴承已广泛应用于国内知名工程机械、载重汽车主机市场，并批量配套国内新型战机、坦克等军工装备，在 70 周年国庆阅兵中亮相。

图 1：公司产品：润滑型向心关节轴承



资料来源：公司官网，天风证券研究所

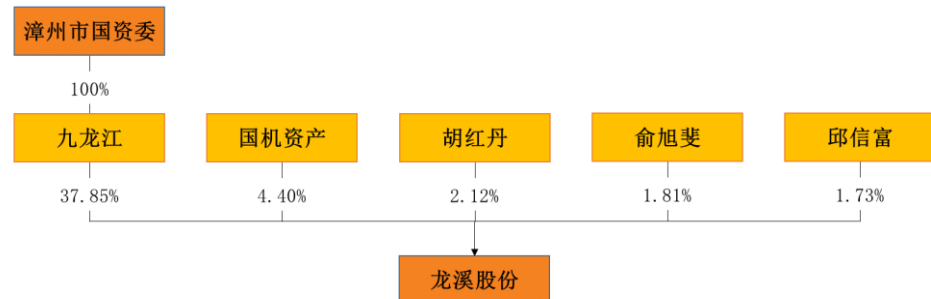
图 2：公司产品：角接触关节轴承



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司作为中央管理的国有大型企业，高集中度的股权结构有利于提高其管理决策效率。据公司公告披露，公司实际控制人为漳州市人民政府国有资产监督管理委员会，截至 2020Q3 通过漳州市九龙江集团有限公司持有公司 37.85% 的股权。我们认为，国有资产集中持股有利于提高公司管理决策效率，将进一步推动公司快速发展。

图 3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司各项主营业务由不同子公司承担，组织管理架构清晰。其中，母公司生产经营关节轴承，子公司永轴公司生产经营圆锥滚子轴承，子公司三齿公司生产经营齿轮，子公司红旗股份生产经营电脑针织机械。我们认为，清晰明确的组织结构有利于公司合理分配资源投入，并能起到互相取长补短的作用，有利于公司未来业绩释放。

表 1：公司各主营产品分布情况

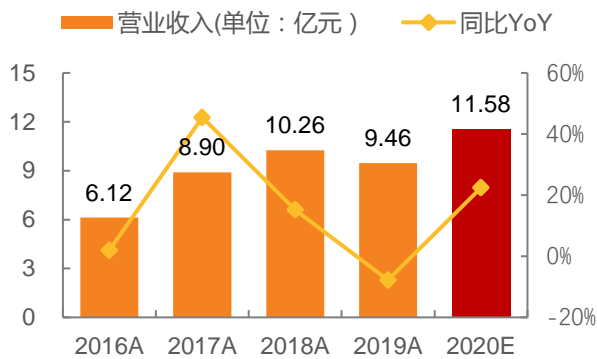
公司名称	主营产品	应用领域	出口地区
母公司	关节轴承	工程机械、载重汽车、冶金矿山、水利工程、建筑路桥、航空军工等领域	欧美等四十多个国家和地区
福建省永安轴承有限责任公司	圆锥滚子轴承	工程机械、载重汽车	亚太和欧美等海外市场
福建省三明齿轮箱有限责任公司	齿轮	工程机械	/
福建红旗股份有限公司	电脑针织机械	织物编织行业	少量出口孟加拉等海外市场

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 业绩快报公布，2020 年疫情+出口萎缩双重影响下仍实现正增长

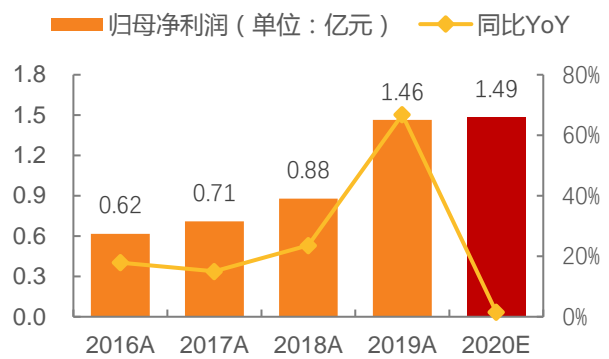
据公司业绩快报初步核算，公司 2020 年实现营业收入 11.58 亿元，同比+22.45%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比+1.50%；实现扣非后归母净利润 0.37 亿元，同比+573.44%。第二季度起国内行业市场需求回暖，加上航空军工等新兴应用领域及主机升级换代产品市场拓展取得成效，国内市场销售持续向好，带动公司营业收入正增长。

图 4：2016A 至 2020E 公司营业收入情况及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

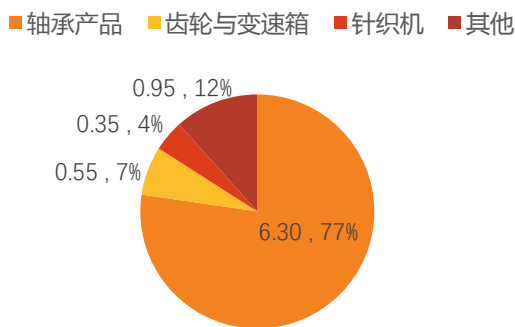
图 5：2016A 至 2020E 公司归母净利润情况及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

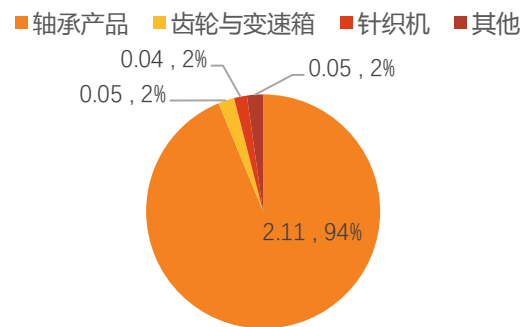
产品结构方面，轴承产品是公司营收和利润的主要来源。2019 年公司轴承产品实现营业收入 6.30 亿元，毛利润 2.11 亿元，分别占当年主营产品比重的 77%/94%。分地区看，公司 2019 年主营业务内销收入 5.67 亿元，出口销售收入 2.47 亿元，内销/出口比例为 70%/30%。

图 6：公司 2019 年主营产品营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

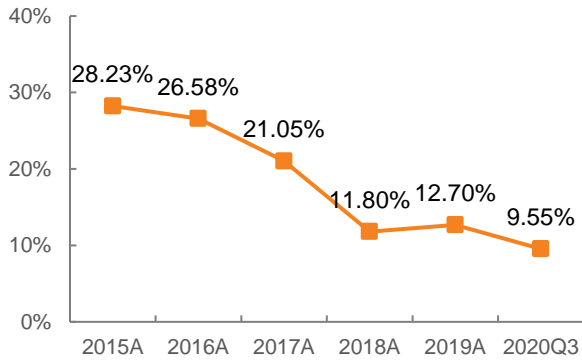
图 7：公司 2019 年主营产品毛利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

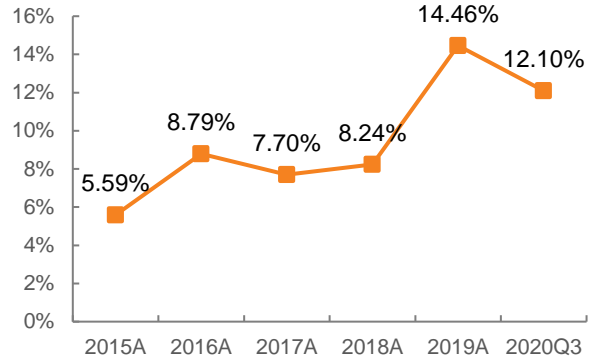
近五年来公司三费占比整体呈下降趋势，净利率整体呈上升趋势，提质增效成果显著。据公司公告披露，公司 2020Q3 三项费用占营收比重为 9.55%，相比 2015A 下降了 18.68 个百分点；2020Q3 净利率为 12.10%，相比 2015A 上升了 6.5 个百分点。我们认为，随着公司推进“深化改革、创新发展、提质增效”三大专项行动，公司竞争力将进一步提升，有利于未来业绩释放。

图 8：2015A-2020Q3 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

图 9：2015A-2020Q3 公司净利率情况

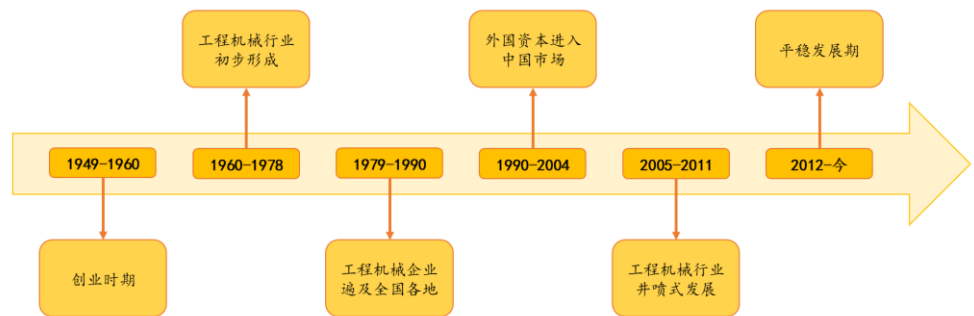


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 产品广泛配套工程机械市场，国产化加速趋势拉动需求提升

工程机械指施工工程、路面建设与养护、流动式起重装卸作业和各种建筑工程所需的综合性机械化施工工程所必需的机械装备，是装备工业的重要组成部分。工程机械行业在我国的机械行业中已具有举足轻重的地位，历经六个阶段的发展现已进入平稳发展期。

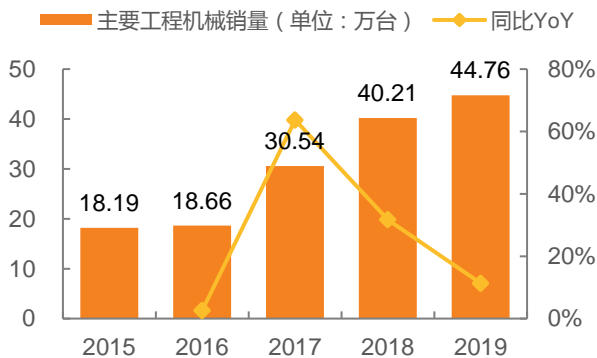
图 10：中国工程机械行业发展阶段



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

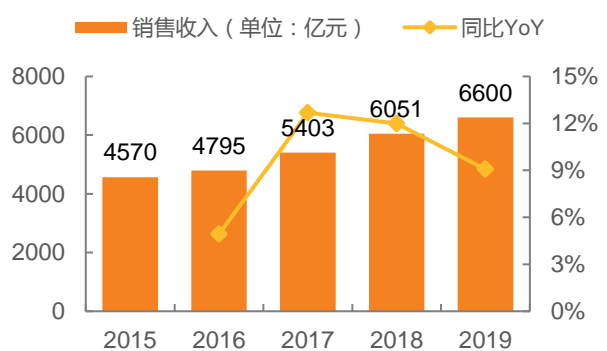
随着国内经济快速发展，工程机械行业不断壮大。2015-2019 年间我国主要工程机械销量和销售收入不断上升，2019 年我国主要工程机械销量为 44.76 万台，销售收入为 6600 亿元，同比+11.31%/9.07%，市场空间广阔。

图 11：2015-2019 年我国主要工程机械销量情况及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 12：2015-2019 年我国工程机械销售收入情况及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2008 年经济危机后“四万亿”计划的推出，加速了工程机械国产化。2011 年之后，国内市场国产挖掘机占有率开始超过 50%，随后的几年里这一份额不断提升。截至 2019 年，混凝土设备与起重机已经达到 80%以上的国内市场市占率，2019 年全球工程机械排名前 20 强中有 4 家企业来自中国，这 4 家中国企业的总销售额达到 238.49 亿美元。

表 2：2019 年全球工程机械前 20 强名单（部分）

公司名称	国别	销售额（亿美元）	排名
卡特彼勒	美国	335.07	1
小松制作所	日本	224.83	2
约翰迪尔	美国	101.6	3
日立建机	日本	95.22	4
沃尔沃建筑设备	瑞典	94.97	5
徐工集团	中国	86.86	6
三一重工	中国	81.16	7
中联重科	中国	42.72	14
柳工集团	中国	27.75	19

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

公司关节轴承产品质量稳定，性价比优势突出，广泛配套国内知名工程机械、载重汽车主机市场，并且成功进入卡特彼勒、林德公司、沃尔沃等跨国公司全球采购体系，出口欧美等四十多个国家和地区。我们认为，公司关节轴承产品将伴随工程机械国产化加速而实现放量，并且有望进一步打开海外市场，看好公司未来业绩释放。

此外，据公司公告披露，公司拟收购国内机械行业某国有企业 65%的股权，现已进展到拟签订《股权合作意向书》阶段。拟收购的标的公司主要从事机械零部件生产、销售业务，2019 年实现营业收入 7.6 亿元、利润总额 500 万元。我们认为，重大资产重组有利于公司调整产品结构、增强机械零部件生产研发能力，有利于公司未来发展。

3. 成立事业部精准对接，关节轴承业务将受益民航市场蓬勃发展

关节轴承属于滑动轴承，主要由一个外球面内圈和一个内球面外圈组成，一般用于速度较低的摆动运动、倾斜运动和旋转运动。相对于滚动轴承，其结构简单，体积小，承载能力大，广泛应用于工农业机械、航空航天、矿山冶金、印刷、纺织、铁路、汽车、船舶等领域。

表 3：关节轴承的分类

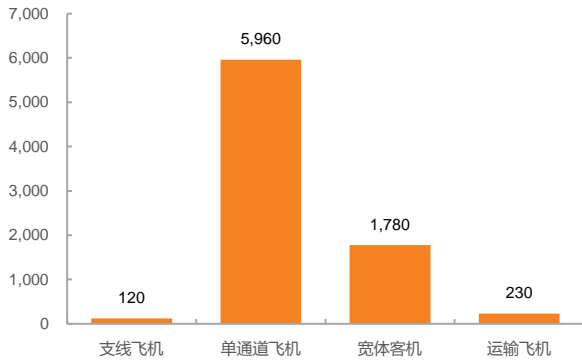
分类方式	种类
按所承受载荷的方向或公称接触角的不同分	向心关节轴承、推力关节轴承
按外圈的结构分	整体外圈关节轴承、单缝外圈关节轴承、双缝外圈（剖分外圈）关节轴承、双半外圈关节轴承
按是否附有杆端或装于杆端上分	一般关节轴承、杆端关节轴承
按工作时是否补充润滑剂分	润滑型关节轴承、自润滑型关节轴承

资料来源：《关节轴承的研究进展》（汤占岐，机械工程师），天风证券研究所

其中，航空关节轴承是一种结构紧密、性能优异的新型关节轴承，具备良好的承载能力及抗腐蚀、抗冲击、耐磨损、自调心、自润滑等特点，在航空航天、工程机械、轨道交通和军工装备等领域发挥着重要作用。

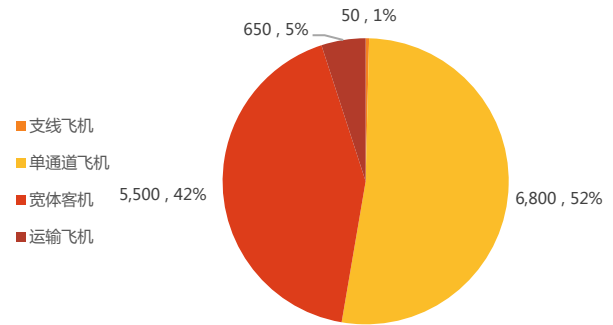
据波音公司《2019-2038 民营航空市场展望》报告，截至 2018 年全球商用飞机保有量为 25,830 架，预计到 2038 年保有量将增长至 50,660 架，2019-2038 年期间累计交付量为 44,040 架，价值量 6.81 万亿美元。其中，2019-2038 年我国支线飞机/单通道飞机/宽体客机/运输飞机新增交付量为 8090 架，二十年累计市场空间为 13,000 亿美元。

图 13：2019-2038 年我国民航飞机采购数量预测（单位：架）



资料来源：Commercial Market Outlook 2019-2038, Boeing, 天风证券研究所

图 14：2019-2038 年我国各类民机采购价值量（单位：亿美元）



资料来源：Commercial Market Outlook 2019-2038, Boeing, 天风证券研究所

“十四五”将大力支持国产民机，国产飞机商用化进程将迎加速。10月15日民航局一行到中国商飞总装制造中心浦东基地调研指出，要进一步调动航空公司运营国产民机的积极性，在机场时刻上支持国产民机发展，在机队规划上为国产民机预留更大空间。华夏航空已于2020年10月16日公告，拟与商飞签订购买100架飞机，其中50架ARJ21系列、剩余50架全部或部分为C919系列民航飞机，自2020年起10年内交付完成。

表 4：到 2025 年华夏航空飞机机队构成及来自最大单一飞机供应商的飞机数量占公司总飞机数量比例

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
飞机机队规模 (架)*注	26	35	44	49	53	59	67	76	86	101
其中：庞巴迪	26	32	38	38	38	38	38	38	38	38
空客	/	3	6	11	13	13	13	13	13	13
中国商飞	/	/	/	/	2	8	16	25	35	50
最大单一飞机供应商	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	中国商飞
来自最大单一飞机供应商的飞机数量占公司总飞机数量比例	100%	91%	86%	78%	72%	64%	57%	50%	44%	50%

资料来源：华夏航空 10 月 16 日公告，天风证券研究所

注：2016 年-2019 年公司机队规模以截至当年 12 月 31 日数据计算；假定仅考虑 2020 年-2025 年间从中国商飞引进 50 架飞机的影响；不考虑公司可能基于市场环境和机龄而对现有机队作出调整的影响，也不考虑公司可能引进其它飞机的情况。

公司正积极布局，推进产品进入航空市场。成立航空事业部，精准对接中国商飞、西飞、通飞等民机配套市场；接受中国商飞供应商能力建设及波音供应商资质初审，为拓展全球民用航空市场创造有利条件。2019 年公司新产品、新市场、新客户全年取得收入超过 1.1 亿，其中航空军工收入突破 4000 万元，同比+90%以上，或为“三新市场”高增速起点。

综上所述我们认为，国产民机的发展将为产业链带来国产化的历史机遇，作为全部 6 项关节轴承行业标准的制修订方，公司的关节轴承业务有望实现快速放量。此外，考虑到公司是国内唯一通过美国海军航空司令部实验室最严格的 A 标轴承认证的企业，是国内最大的关节轴承供应商和最大出口商，关节轴承品种齐全，制造链完整，我们认为公司产品或进一步渗透国际民用航空领域，应用到更多国外机型。

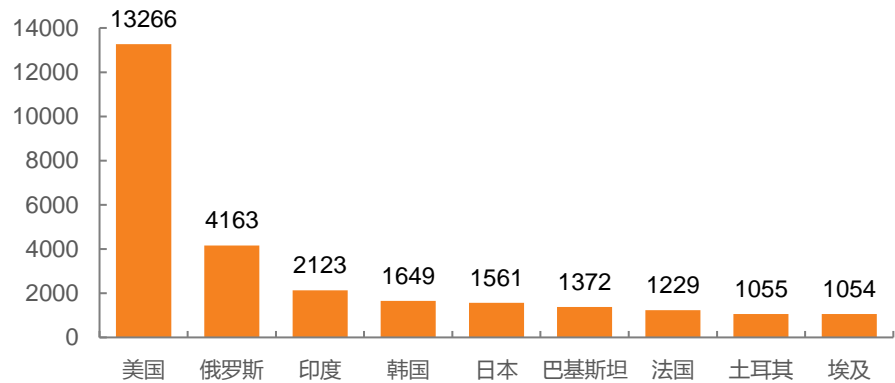
4. 航空关节产品批量配套国内军工装备，“十四五”将迎新增长

《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》指出，要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展，全面加强练兵备战，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。我们认为，我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段，“十三五”末+“十四五”为我国国防装备及前沿技术加速突破时期，预计进入十年景气扩张期。

据 World Air Forces 2020 统计数据，美国现役各类军机数量为 13,266 架，在全球现役军机中占比为 25%，我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。综上所述我们认为，

“十四五”期间，以军机为代表的跨越式武器装备有望实现加量布局。

图 15: 国际主要国家军机数量统计



资料来源: World Air Forces 2020, 天风证券研究所

公司承担航空关节轴承共性技术研究及多项国内军用民用航空关节轴承国产化研制配套任务，产品已成功配套中科院正负电子对撞机、神州系列、嫦娥奔月、长征五号火箭等国家重点科研及航空航天工程项目，批量配套国内新型战机、坦克等军工资装，并在 70 周年国庆阅兵中亮相。公司业务领域已逐步从单一的民品制造转向军民融合，跨越式装备发展阶段看好公司未来业绩表现。

5. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司军品或将伴随“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段迎来新增长，民用航空产品受益领域产业高景气，关节轴承业务有望实现加量布局。在此假设下，预计 2020-2022 年公司实现营收 11.58/13.97/17.07 亿元，对应归母净利润 1.49/1.80/2.21 亿元，EPS 预计为 0.37/0.45/0.55 元/股，P/E 为 27.67/22.84/18.63x。

表 5: 2020-2022 年公司盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,025.82	946.03	1,158.43	1,397.34	1,706.98
增长率(%)	15.20	(7.78)	22.45	20.62	22.16
净利润(百万元)	87.75	146.37	148.56	179.98	220.67
增长率(%)	23.57	66.80	1.50	21.15	22.61
EPS(元/股)	0.22	0.37	0.37	0.45	0.55
市盈率(P/E)	46.85	28.09	27.67	22.84	18.63

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司作为国内最大关节轴承供应商和出口商，其产品深入进入国防军工市场，通过横向对比，其可比公司为通达股份与北摩高科。根据 Wind 一致性预期，2 家可比公司 2021 年预测 PE 分别为 30.65/44.21x，均值 37.43x，根据可比公司平均估值测算目标价为 16.84 元，给予“买入”评级。

表 6: 可比公司 2021 年备考 PE (时间截至 2021/3/29)

证券代码	公司简称	主营业务	2021 预测 PE
002560.SZ	通达股份	电线电缆和航空零部件精密加工	30.65
002985.SZ	北摩高科	高端装备刹车制动产品	44.21
		平均值	37.43

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 行业需求低于预期的风险

受新冠疫情全球蔓延、国内外经济增速放缓、贸易保护加剧等多重因素叠加的影响，全球经济运行风险点增多，国际贸易不确定、不稳定性增大，行业复苏存在较大的变数，若低于预期将可能对公司造成潜在的风险。

6.2. 成本费用上升的风险

国内钢材行业去产能后，市场竞争激烈程度下降，形成新的行业垄断，钢材价格高位攀升，加之人工成本上涨，增加成本摊销压力，压缩企业盈利空间。若成本费用继续上升，将对公司经营造成潜在的风险。

6.3. 人民币汇率波动风险

公司主导产品关节轴承出口收入占比 50%以上，人民币汇率波动对公司产品出口竞争力及盈利水平影响巨大，若未能实行有效的汇率风险管理措施，将存在可能的风险。

6.4. 业绩快报与年报数据差异的风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	208.23	182.02	231.69	279.47	341.40
应收票据及应收账款	387.29	367.14	424.45	514.87	547.25
预付账款	9.30	27.94	14.47	36.62	24.83
存货	437.97	433.63	607.72	703.65	901.01
其他	412.34	778.99	858.11	863.66	911.82
流动资产合计	1,455.14	1,789.73	2,136.44	2,398.27	2,726.31
长期股权投资	9.56	8.97	8.97	8.97	8.97
固定资产	732.81	715.24	669.44	609.83	551.90
在建工程	33.94	26.31	9.49	8.69	2.59
无形资产	103.21	98.92	71.72	46.33	22.19
其他	328.25	122.28	92.32	95.18	103.26
非流动资产合计	1,207.77	971.73	851.95	769.01	688.91
资产总计	2,662.91	2,761.45	2,988.38	3,167.27	3,415.22
短期借款	70.00	250.00	321.84	366.77	480.14
应付票据及应付账款	176.32	155.19	198.21	204.85	239.00
其他	271.80	139.96	179.71	215.50	200.29
流动负债合计	518.11	545.15	699.77	787.11	919.43
长期借款	72.00	28.40	31.16	45.10	57.20
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	208.36	216.11	220.28	214.92	217.10
非流动负债合计	280.36	244.51	251.43	260.02	274.30
负债合计	798.47	789.66	951.20	1,047.13	1,193.74
少数股东权益	29.81	31.92	28.22	21.19	12.20
股本	399.55	399.55	399.55	399.55	399.55
资本公积	696.09	696.09	696.09	696.09	696.09
留存收益	1,370.99	1,535.13	1,609.41	1,699.39	1,809.73
其他	(632.00)	(690.89)	(696.09)	(696.09)	(696.09)
股东权益合计	1,864.44	1,971.79	2,037.18	2,120.14	2,221.49
负债和股东权益总计	2,662.91	2,761.45	2,988.38	3,167.27	3,415.22

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	84.54	136.83	148.56	179.98	220.67
折旧摊销	63.54	76.15	78.86	81.65	83.80
财务费用	7.46	10.65	8.00	8.50	9.00
投资损失	(23.96)	(15.41)	(21.90)	(20.42)	(19.24)
营运资金变动	44.37	(165.05)	(168.74)	(163.27)	(210.36)
其它	(90.33)	2.83	33.56	31.53	8.79
经营活动现金流	85.62	46.00	78.34	117.96	92.65
资本支出	96.57	38.32	(15.13)	1.21	(6.56)
长期投资	(0.45)	(0.59)	0.00	0.00	0.00
其他	(74.68)	(71.66)	(27.32)	(55.32)	(7.38)
投资活动现金流	21.44	(33.93)	(42.45)	(54.11)	(13.94)
债权融资	308.88	324.50	425.34	506.97	608.53
股权融资	(118.82)	(64.55)	(11.29)	(6.60)	(7.10)
其他	(248.81)	(282.43)	(400.27)	(516.45)	(618.21)
筹资活动现金流	(58.75)	(22.48)	13.78	(16.07)	(16.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	48.32	(10.41)	49.66	47.78	61.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,025.82	946.03	1,158.43	1,397.34	1,706.98
营业成本	739.85	708.15	848.16	1,021.84	1,229.10
营业税金及附加	14.31	13.93	17.22	20.28	25.10
营业费用	47.30	43.93	52.19	58.69	68.28
管理费用	65.92	68.60	69.51	85.24	104.13
研发费用	87.04	91.04	104.26	125.76	153.63
财务费用	7.88	7.57	8.00	8.50	9.00
资产减值损失	28.69	(33.43)	(38.37)	(53.75)	(74.25)
公允价值变动收益	0.00	121.67	37.66	39.34	18.78
投资净收益	23.96	15.41	21.90	20.42	19.24
其他	(79.92)	(241.04)	(119.12)	(119.53)	(76.05)
营业利润	90.79	150.20	157.02	190.54	230.03
营业外收入	0.76	1.82	8.76	3.78	6.30
营业外支出	0.71	0.91	1.01	0.88	0.93
利润总额	90.85	151.11	164.77	193.44	235.40
所得税	6.31	14.28	20.32	21.28	24.72
净利润	84.54	136.83	144.46	172.16	210.68
少数股东损益	(3.21)	(9.54)	(4.10)	(7.81)	(9.99)
归属于母公司净利润	87.75	146.37	148.56	179.98	220.67
每股收益(元)	0.22	0.37	0.37	0.45	0.55

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.20%	-7.78%	22.45%	20.62%	22.16%
营业利润	17.69%	65.43%	4.55%	21.34%	20.72%
归属于母公司净利润	23.57%	66.80%	1.50%	21.15%	22.61%
获利能力					
毛利率	27.88%	25.14%	26.78%	26.87%	28.00%
净利率	8.55%	15.47%	12.82%	12.88%	12.93%
ROE	4.78%	7.55%	7.39%	8.57%	9.99%
ROIC	5.57%	8.73%	8.83%	10.14%	11.74%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	29.98%	28.60%	31.83%	33.06%	34.95%
净负债率	5.40%	7.23%	9.51%	10.73%	12.02%
流动比率	2.81	3.28	3.05	3.05	2.97
速动比率	1.96	2.49	2.18	2.15	1.99
营运能力					
应收账款周转率	2.60	2.51	2.93	2.98	3.21
存货周转率	2.51	2.17	2.22	2.13	2.13
总资产周转率	0.37	0.35	0.40	0.45	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.37	0.37	0.45	0.55
每股经营现金流	0.21	0.12	0.20	0.30	0.23
每股净资产	4.59	4.86	5.03	5.25	5.53
估值比率					
市盈率	46.85	28.09	27.67	22.84	18.63
市净率	2.24	2.12	2.05	1.96	1.86
EV/EBITDA	8.95	16.44	15.79	13.66	11.89
EV/EBIT	12.65	20.88	23.33	19.26	16.06

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