

**新劲刚(300629)/国防军工**
**战略布局军工信息化，并购宽普蓄势待发**
**评级：买入(首次)**

市场价格：28.40

分析师：李聪

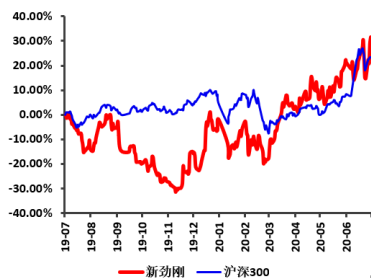
执业证书编号：S0740520050002

电话：010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	131.53
流通股本(百万股)	65.51
市价(元)	28.40
市值(百万元)	3735.35
流通市值(百万元)	1846.40

**股价与行业-市场走势对**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	211.28	193.61	357.14	463.40	596.32
增长率 yoy%	-15.62%	-8.37%	84.47%	29.75%	28.68%
净利润(百万元)	8.19	-26.20	80.18	110.37	148.32
增长率 yoy%	-66.77%	-419.98%	N/A	37.66%	34.38%
每股收益(元)	0.06	-0.20	0.61	0.84	1.13
每股现金流量	-0.35	0.24	-1.44	1.16	-1.45
净资产收益率	2.33%	-3.97%	7.76%	9.68%	9.36%
P/E	456.14	-142.55	46.59	33.84	25.18
PEG	3.31	0.51	0.97	0.25	-0.09
P/B	10.64	5.66	3.62	3.28	2.36

备注：采用 2020/7/24 行情数据

**投资要点**

- 高性能金属基复合材料及制品领先企业。**公司是一家专业从事高性能金属基复合材料及制品的研究、开发、生产和销售的国家火炬计划重点高新技术企业，并成长为国内领先的高性能金属基复合材料及制品供应商。产品主要为金属基超硬材料制品及配套产品，金属基耐磨复合材料及制品、金属基轻质高强复合材料制品等其他产品。此外，公司还拥有丰富的高性能金属基复合材料的技术储备，并成立了博士后科研工作站。
- 金属复合材料产品布局优化，关键技术提升核心竞争力。**公司秉持“技术领先、持续创新”的发展战略，以市场需求为导向，潜心于为下游客户提供高效节能的加工工具和具有个性化性能的关键部件，致力于成为国内领先的高性能金属基复合材料及制品供应商。同时，公司积极拓展海内外市场，大力发展下游行业，并逐步提升新兴应用领域超硬材料制品的国产化程度。
- 战略并购宽普科技，加快军工电子领域战略布局。**2019年，公司收购宽普科技 100% 股权，进军军工电子领域。宽普科技成立于 2001 年，深耕于军工电子信息行业，是一家从事军用电子信息产品研发、生产和销售军民融合型的高新技术企业。宽普科技专业从事射频微波功率放大及滤波、接收、变频等相关电路模块、组件、设备和系统的设计、开发、生产和服务，致力于射频微波功率技术在地面固定、车载、机载、舰载、弹载等多种武器平台上的应用。根据公司公告，宽普科技 2019 年至 2021 年业绩承诺为 4 千万元、5 千万元和 6 千万元，其中 2019 年度宽普科技实现扣非净利润 4354 万元，顺利达成第一年业绩承诺，在未来两年有望继续为公司贡献业绩增量。
- 高性能复合材料+军工电子信息，公司未来发展可期。**根据智研咨询预测，2025 年中国国防信息化开支将增长至 2,513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年 6,284 亿元国防装备费用比例达到 40%。未来 10 年国防信息化总规模有望达到 1.66 万亿元，增长潜力较大，市场空间广阔。宽普科技在同行业可比公司中具有较强的研发能力与盈利能力。根据公司公告，2018 年度金属制品行业占据公司 87.31% 的产品输出，收购宽普科技后，追溯 2018 年金属制品占比将降至 44.22%，新增军工微波通信产品将占公司产品的 49.35%。更加完善的产品结构将激发公司持续盈利能力，公司流动资产将提升 50.51%，归属于母公司股东的净资产也将是并购前的 117.25%。未来公司本部将执行接优质订单的策略，并且开拓海外市场来保障营业收入。
- 投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 3.57/4.63/5.96 亿元，同比增长 84.47%/29.75%/28.68%；实现归母净利润 0.80/1.10/1.48 亿元，同比增长 405.98%/37.66%/34.38%，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61/0.84/1.13 元，对应 PE 分别为 47/34/25 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**业绩波动风险，新产品开发和市场推广风险，汇率风险，商誉减值风险

## 内容目录

<b>高性能金属基复合材料及制品领先企业</b> .....	<b>- 5 -</b>
公司背景及发展历程 .....	- 5 -
金属基超硬材料制品及配套产品为新劲刚主营业务 .....	- 5 -
<b>金属复合材料产品布局优化，关键技术提升核心竞争力</b> .....	<b>- 8 -</b>
严格控制市场风险，超硬材料布局海外市场 .....	- 8 -
科技研发提升关键技术，核心竞争优势突出 .....	- 5 -
金属基超硬材料国产化趋势明显，行业利润水平有望提高 . <b>错误!未定义书签。</b>	
产品结构优化，金属基耐磨材料打造新利润增长点 .....	- 12 -
<b>战略并购宽普科技，加快军工电子领域布局</b> .....	<b>- 14 -</b>
战略并购宽普科技，积极践行军民深度融合发展战略 .....	- 14 -
宽普科技，国内具备核心竞争优势的军工电子信息产品供应商 .....	- 14 -
宽普科技营业状况良好，优于同行业可比公司 .....	- 17 -
高性能复合材料+军工电子信息，顺应行业发展趋势 .....	- 18 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 20 -</b>
盈利预测与投资建议 .....	- 20 -
相对估值 .....	- 21 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 20 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司大事记.....	- 5 -
图表 2: 2014-2019 营业收入 (亿元) 及增速.....	- 6 -
图表 3: 2014-2019 归母净利润 (亿元) 及增速.....	- 6 -
图表 4: 2014-2019 年收入构成.....	- 6 -
图表 5: 2019 年收入构成.....	- 6 -
图表 6: 2014-2019 年毛利构成.....	- 7 -
图表 7: 2019 年毛利构成.....	- 7 -
图表 8: 新劲刚股权结构.....	- 7 -
图表 9: 超硬材料营业收入占总主营业务收入的比例情况 (亿元) .....	- 8 -
图表 10: 金属基超硬材料制品及配套产品.....	- 9 -
图表 11: 金属基超硬材料制品业务收入 (亿元) .....	- 9 -
图表 12: 金属基超硬材料制品业务毛利率.....	- 9 -
图表 13: 超硬材料主要产品及应用领域.....	- 10 -
图表 14: 2014-2019 年公司海外市场收入.....	- 10 -
图表 15: 近四年公司研发投入金额及占营业收入的比例.....	- 11 -
图表 16: 金属基耐磨复合材料及制品收入 (亿元) .....	- 12 -
图表 17: 金属基耐磨复合材料及制品毛利率.....	- 12 -
图表 18: 金属基耐磨复合材料产品及主要应用领域.....	- 13 -
图表 16: 超硬材料主要可比公司业绩基本情况.....	- 13 -
图表 19: 金属基耐磨复合材料制品及配套产品类.....	- 13 -
图表 20: 无线电通讯产品.....	- 15 -
图表 21: 导航系统通信数据链产品.....	- 15 -
图表 22: 民航通信产品.....	- 15 -
图表 23: 宽普科技主要生产设备.....	- 15 -
图表 24: 微波射频技术原理图.....	- 15 -
图表 25: 微波射频技术应用分类.....	- 16 -
图表 26: 普通全向天线.....	- 16 -
图表 27: 能量集中的波束天线.....	- 16 -
图表 28: 可比公司研发费用及研发费用率.....	- 18 -
图表 29: 可比公司营业收率及固定资金周转率.....	- 18 -
图表 30: 2014-2020 年我国国防预算总支出及增速.....	- 19 -
图表 31: 本次交易前后新劲刚业务占比对比.....	- 19 -

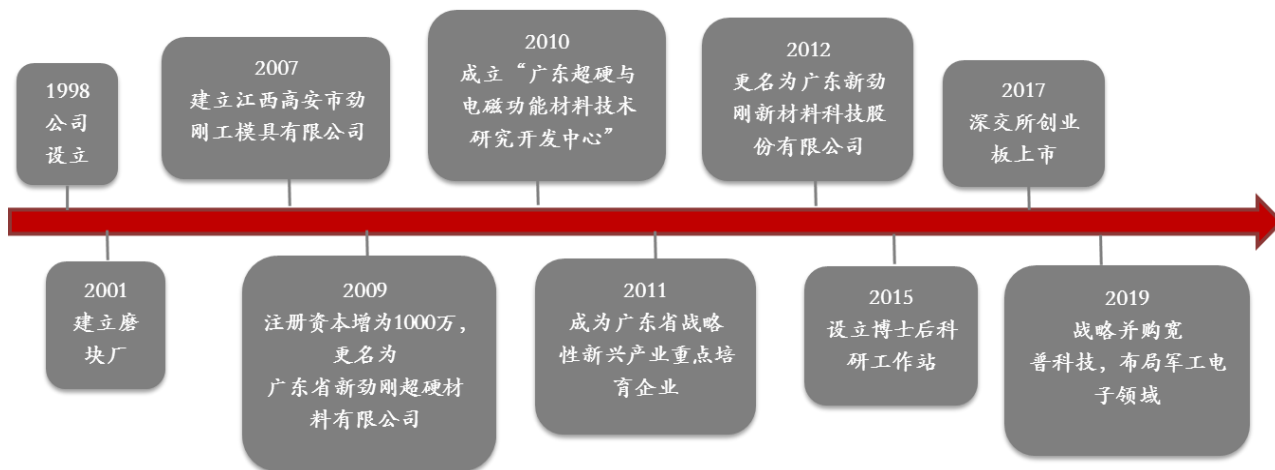
图表 32: 业绩拆分.....	- 20 -
图表 33: 公司 2018 年以来 PE(TTM) .....	- 21 -
图表 34: 公司 2018 年以来 PS .....	- 21 -
图表 35: 公司 2018 年以来 PB .....	- 21 -
图表 36: 可比公司估值对比 .....	- 22 -
图表 37: 财务预测表 .....	- 24 -

## 高性能金属基复合材料及制品领先企业

### 公司背景及发展历程

- 公司概况：**公司自成立以来便专注于高性能金属基复合材料的研发、生产和销售，是国家火炬计划重点高新技术企业。经过近 22 年发展，成长为一家业内知名的金属基复合材料产品生产供应商。产品主要为金属基超硬材料制品及配套产品，并已经在建筑陶瓷领域奠定了领先地位。同时公司还为武器装备承制单位供应金属基耐磨复合材料及制品、金属基轻质高强复合材料制品等其他产品。其中全资子公司康泰威公司是国内为数不多的拥有军工资质及军品供应能力的民营企业之一。此外，公司凭借自主研发能力以及与国内知名高校有效的产学研合作，拥有丰富的技术储备，掌握了热压法、冷压-烧结法、图层配方技术等先进生产工艺，并成立了博士后科研工作站。
- 大事记：**公司于 1998 年设立，于 2001 年建立了磨块厂，于 2007 年建立了江西高安市劲刚工模具有限公司。2009 年 4 月公司注册资本增为 1000 万，并更名为“广东省新劲刚超硬材料有限公司”。2010 年经省政府批准，成立“广东超硬与电磁功能材料技术研究开发中心”。2011 年，公司被认定为广东省战略性新兴产业重点培育企业。2012 年，公司更名为“广东新劲刚新材料科技股份有限公司”。2015 年公司设立“博士后科研工作站”，并于 2017 年 3 月 24 日起在深交所创业板上市。2019 年公司发布公告拟向宽普科技全体股东以发行股份、可转换公司债券及支付现金的方式，购买其持有的宽普科技 100% 股权，交易金额为 6.5 亿元，其中拟以股份支付的比例为 50%，以可转换公司债券支付的比例为 10%，以现金支付的比例为 40%。

图表 1: 公司大事记



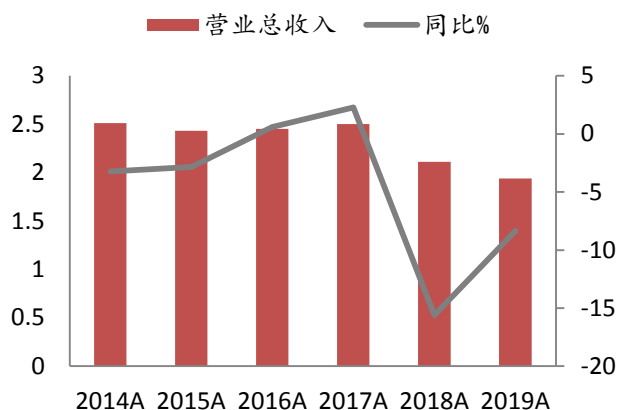
来源：公司官网，中泰证券研究所

### 金属基超硬材料制品及配套产品为新劲刚主营业务

- 行业景气度不佳，近几年营收下降。**近几年行业景气度相较于之前有明显的下降。2014 年的营业总收入为 2.51 亿元，到了 2018 年，公司的

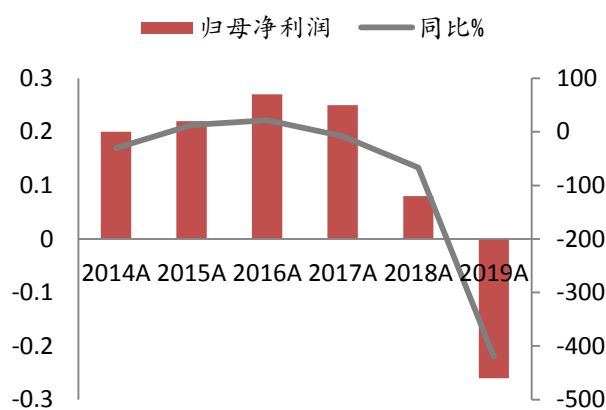
营业总收入下降到了 2.11 亿元。2018 年的营业总收入相较于 2017 年同期下降了 15.62%。根据新劲刚发布的《发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》预测数据显示，如果 2019 年新劲刚不对于宽普科技进行并购，2019 年营业总收入将可能持续下滑。公司的归母净利润也有一定程度上的下滑，2017 年和 2018 年的归母净利润分别为 2460 万元和 820 万元，同比下降了 66.77%。2019 年公司归母净利润为-2620 万元，同比下降了 419.98%。

图表 2: 2014-2019 营业收入 (亿元) 及增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

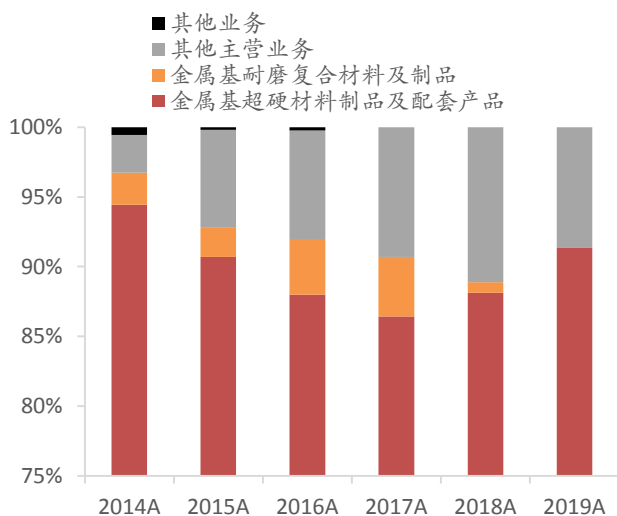
图表 3: 2014-2019 归母净利润 (亿元) 及增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

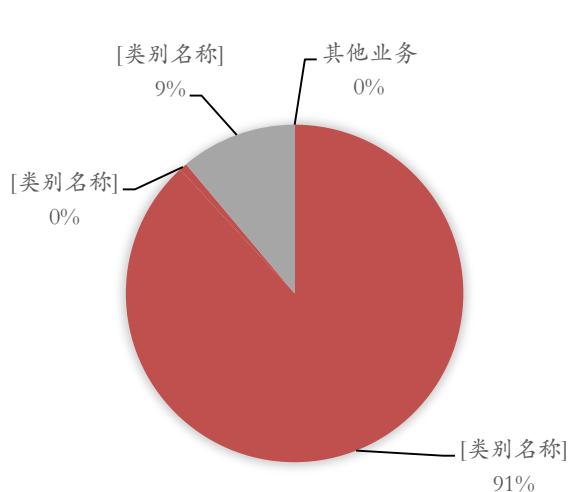
- 收入结构: 金属基超硬材料为主营业务。** 金属基超硬材料制品占据新劲刚总营业收入的 88%，为公司主要营业产品。2015 年至今，公司营收颇有起伏，2017 年公司主营业务金属基超硬材料制品及配套产品和金属基耐磨复合材料及制品的营收为近几年高点，2018 年有大幅度下降，2019 年呈继续下降趋势。2019 年的金属基超硬材料制品集配套产品和金属基耐磨复合材料及制品的营收分别为 1.37 亿和 39 万元，相较于 2018 年同期的 1.86 亿元和 159 万元的营收，下降了 26.36%和 75.23%。公司其他主营业务营收在 2019 年也出现了较为严重的下滑。

图表 4: 2014-2019 年收入构成



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2019 年收入构成

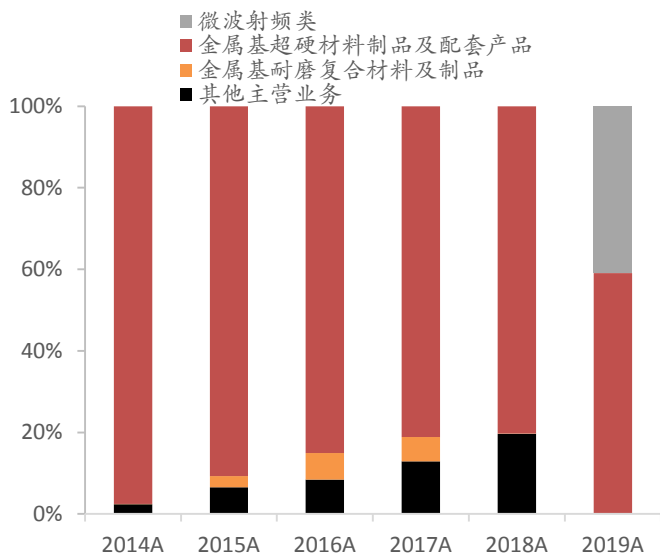


来源: Wind, 中泰证券研究所



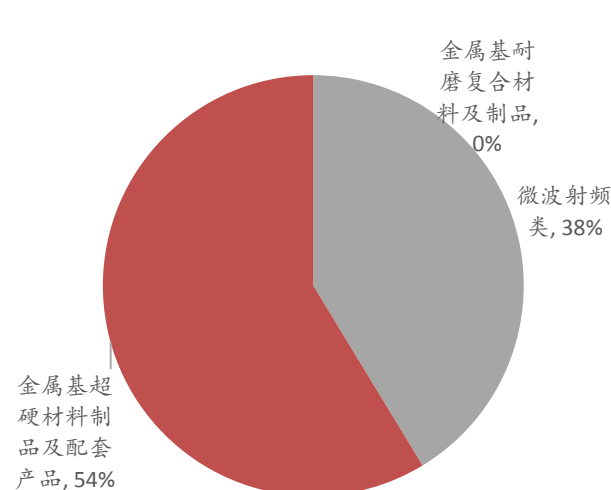
- 毛利构成：新劲刚主营业务毛利率保持相对稳定。**近几年公司核心产品金属基超硬材料制品及配套产品和其他主营业务的毛利率均相对稳定，但金属基耐磨材料及制品却有所下降。金属基超硬材料制品及配套产品占总毛利的 54%，微波射频类产品占 38%。金属基耐磨材料及制品的毛利率从 2017 年的 45.03% 下降至 2018 年的 2.32%，2019 年未创造利润。源于行业的不景气，产品营收不理想，因而各产品的毛利率在相对平稳的情况下均有所下降。

图表 6：2014-2019 年毛利构成



来源：Wind, 中泰证券研究所

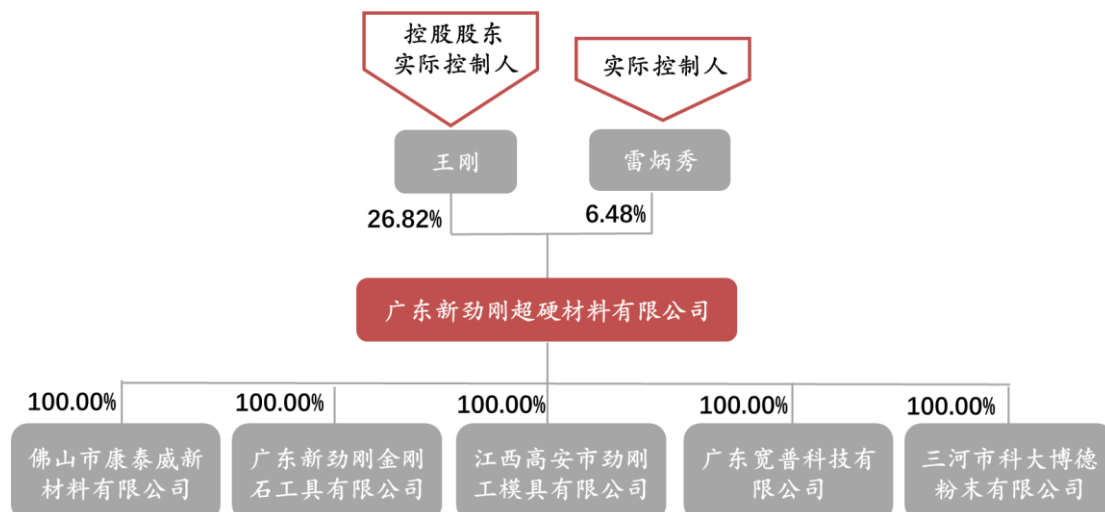
图表 7：2019 年毛利构成



来源：Wind, 中泰证券研究所

- 股权结构：公司控股股东为王刚，实际控制人为王刚、雷炳秀、王婧。**王刚持有公司 3528 万股，占总股本的 26.82%，为公司控股股东。王刚拥有加拿大永久居留权，于中南大学 MBA 进修结业。曾任香港李兆峰公司技术部经理，佛山市时通公司总经理，佛山星宝机械有限公司总经理。自公司创立起任广东新劲刚新材料科技股份有限公司董事长，总经理。实际控制人中，雷炳秀与王刚为母子关系；雷炳秀与王婧为母女关系；王刚与王婧为兄妹关系。

图表 8：新劲刚股权结构



来源：Wind, 中泰证券研究所

## 金属复合材料产品布局优化，关键技术提升核心竞争力

- 国家产业政策支持超硬材料发展，企业迎发展机遇。** 金属基超硬材料制品作为现代工业生产过程中硬脆材料的高性能加工工具，可大幅提升现代工业的生产加工效率和能源利用效率。国家产业和节能减排政策的部署和推进，将为具有优异节能效果的金属基超硬材料制品行业创造良好的发展环境。公司秉持“技术领先、持续创新”的发展战略，以市场需求为导向，潜心于为下游客户提供高效节能的加工工具和具有个性化性能的关键部件，致力于成为国内领先的高性能金属基复合材料及制品供应商。公司全资子公司康泰威公司是目前国内为数不多的拥有军工资质及军品供应能力的民营企业之一。

### 严格控制市场风险，超硬材料布局海外市场

- 公司主导核心产品为金属基超硬材料制品及配套产品。** 金属基超硬材料制品及配套产品是公司目前的主导产品，目前主要包括金刚石工具用超细预合金粉、滚刀、磨边轮、金刚石磨块、弹性磨块以及碳化硅磨块等产品系列。从 1998 年引进金属基超硬材料制品至今公司凭借突出的金刚石工具用超细预合金粉自主研发和制备能力，以及雄厚的超硬材料制品研究开发能力，不断开发出锋利度高、性价比突出、个性化明显、品类齐全的金属基超硬材料制品及配套产品以满足不同客户的需求，金属基超硬材料制品的市场占有率快速提升，2014-2019 年超硬材料的销售收入于内各期占总主营业务收入的比例均在 70% 以上。

图表 9：超硬材料营业收入占总主营业务收入的比例情况（亿元）

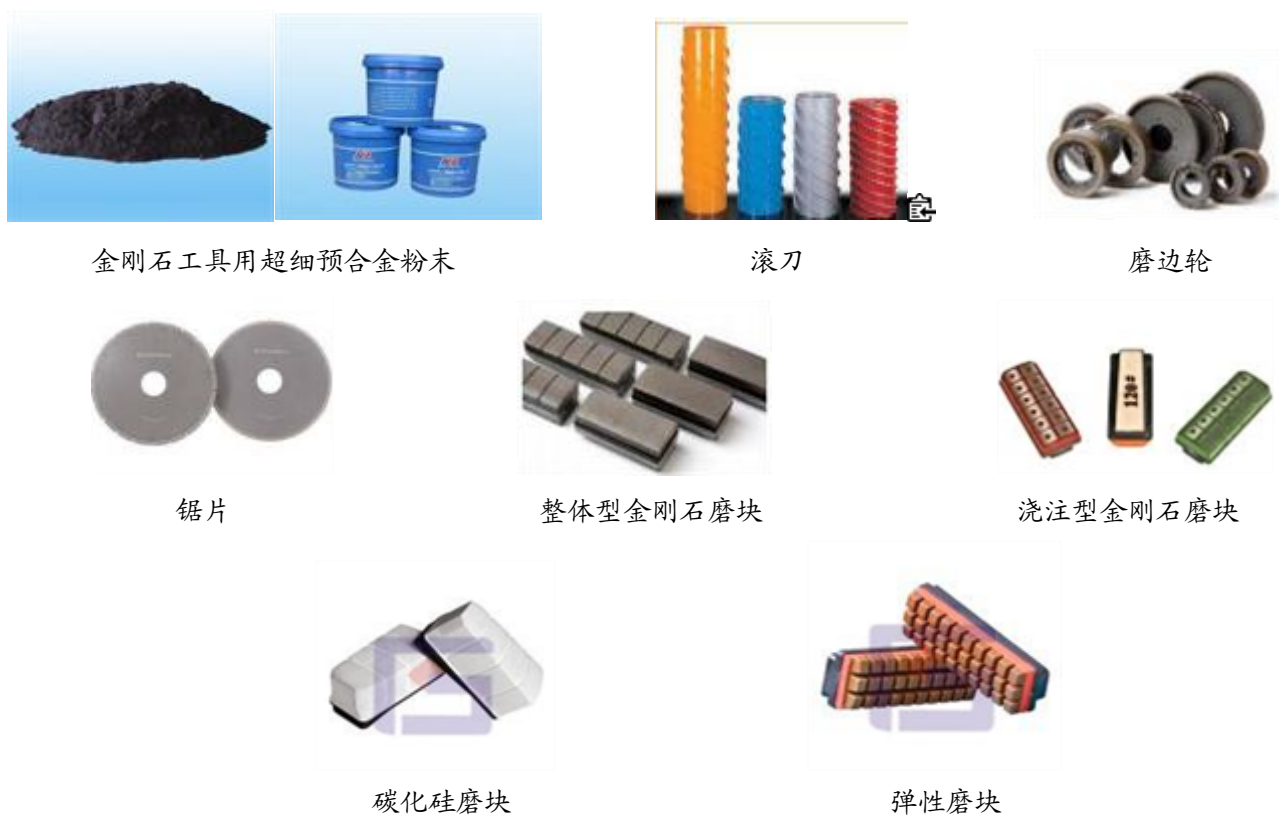
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
金属基超硬材料制品及配套产品	2.3662	2.2080	2.1544	2.1642	1.8621	1.3712
金属基耐磨复合材料及制品	0.0573	0.0521	0.0963	0.1071	0.0159	0.0039
其他主营业务	0.0680	0.1698	0.1923	0.2328	0.2349	0.1345
总主营业务收入合计	2.4915	2.4298	2.4431	2.5040	2.1128	1.9361
金属基超硬材料制品及配套产品占比	94.97%	90.87%	88.18%	86.43%	88.13%	70.82%

来源：公司年报，中泰证券研究所



- 19 年建筑陶瓷行业运行整体低迷，超硬材料销售面临较大的压力。2019 年度，公司所处行业的宏观发展环境较为严峻。公司目前的主导产品金属基超硬材料制品及配套产品主要应用于建筑陶瓷加工领域，与房地产市场的发展密切相关。在“房住不炒”大方针的指引下，我国房地产市场持续处于严调控的状态，各地限售、限购、限价和限贷等政策频出，使得我国商品房销售的增速明显下降。在此背景下，建筑陶瓷行业现阶段的主要任务仍然为淘汰落后产能和产品结构转型升级，行业运行整体低迷。因此，公司的主导产品销售面临较大的压力。2019 年金属基超硬材料系列产品销售收入由 2018 年的 1.8621 亿元下降至 1.3712 亿元，毛利率由 27%下降至 25.62%。

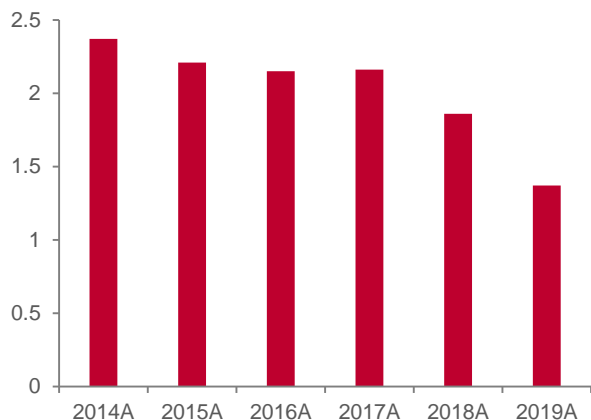
图表 10: 金属基超硬材料制品及配套产品



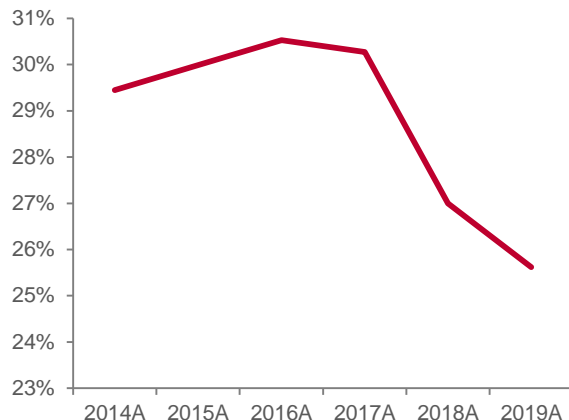
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 金属基超硬材料制品业务收入 (亿元)

图表 12: 金属基超硬材料制品业务毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司不断拓展超硬材料产品下游应用领域以提高市场应变能力。**由于金属基超硬材料独特的物理特性，其加工对象几乎可以包括所有的已知材料，随着科学技术的不断进步和超硬材料制品生产工艺水平的不断提高，其应用领域将不断扩展，在工业生产中的耗用量将不断增加，市场前景十分广阔。除了建筑陶瓷加工市场，目前产品的主要下游行业还包括石材开采及加工、玻璃加工、建筑混凝土、电子及机械精密加工、光伏材料加工等。国民经济的持续快速发展将推动我国建筑陶瓷、石材开采及加工、工程机械、矿山矿石、建筑建材、冶金钢铁、电力等行业的不断发展，下游行业潜在市场非常广阔，发行人所处行业的未来发展不受限于某个下游行业的发展周期，具有良好的未来发展预期。

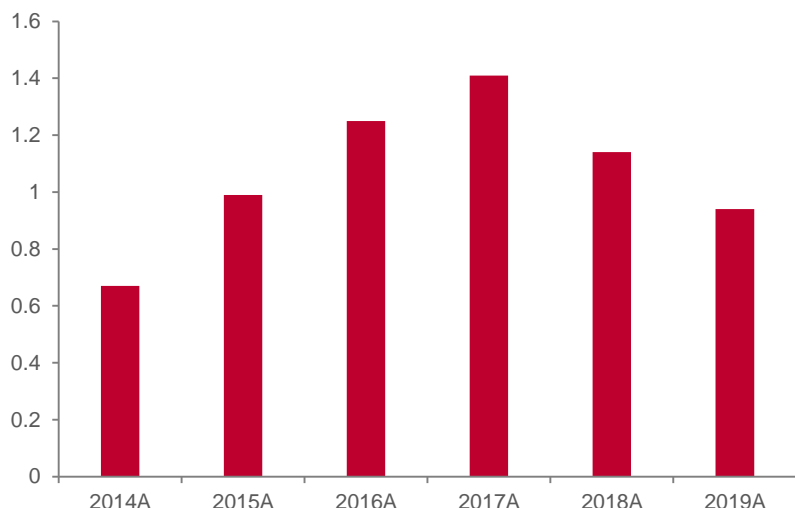
**图表 13: 超硬材料主要产品及应用领域**

应用领域	主要产品
建筑陶瓷加工	滚刀、磨边轮、磨块等
石材开采及加工	绳锯、锯片、框锯、磨块、磨盘、磨辊等
玻璃加工	玻璃钻头、玻璃磨轮、光学精磨片等
建筑混凝土	工程钻头、绳锯、锯片、框锯、薄片切割、砂轮、切割片等
机械及电子精密加工	锯片、砂轮、线锯、拉丝模、砂轮、磨石等

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 积极开拓海外市场,优化市场布局结构。**公司近年来积极拓展海外市场,在越南、印度、马来西亚、土耳其、孟加拉等国家取得了积极进展。公司金属基超硬材料制品凭借过硬的产品品质以及突出的成本优势,得到海外市场的高度认可,与越南大同奈陶瓷、白马陶瓷等国外大型知名陶瓷制品生产商公司建立了长期的业务合作关系。海外市场收入由 2014 年的 0.67 亿逐年增长,2017 年海外市场收入已达 1.41 亿。

**图表 14: 2014-2019 年公司海外市场收入**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2019 年海外市场受到汇率风险及国际贸易保护主义影响有所下滑。** 2019 年度, 公司对海外客户的销售收入(含通过进出口贸易公司出口)为 0.9385 亿元, 占当期主营业务收入的比例为 48.47%, 由于外销收入的结算货币以美元为主, 汇率波动影响产品出口价格。同时国际贸易保护主义抬头, 虽未对公司造成直接重大影响, 但对公司海外市场如土耳其等市场的开拓产生一定影响, 造成 2019 年海外市场收入同比下降 17.32%。

#### 科技研发提升关键技术, 核心竞争优势突出

- 研发实力领先, 提高公司市场竞争力。** 公司立足自主研发, 拥有一支由 40 余名涵盖金属材料、高分子材料、超硬材料、无机非金属材料、复合材料、粉末冶金、红外玻璃等专业背景的技术型人才组成的综合型研发人员队伍, 建设了配备先进材料分析实验、材料检测和中试设备的技术研发中心。凭借较为领先的研发实力, 公司已获授权发明专利 32 项(其中国防发明专利 1 项、国际发明专利 2 项)、已获授权实用新型专利 26 项。报告期内, 公司新增国家发明专利 4 项, 共有 14 项新产品通过广东省高新技术产品认定。
- 重视创新研发投入, 有效保障公司研发及创新对资金的需求。** 公司长期注重科技研发和生产相结合, 坚持自主创新与产学研合作相结合, 通过建立完善的创新机制、培养优秀技术团队和持续的研发实践积累, 持续形成公司自主的知识产权和核心竞争力。2019 年公司全年研发费用投入 1653.54 万元, 与 2018 年相比同比增长 35.9%。

图表 15: 近四年公司研发投入金额及占营业收入的比例

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
研发人员数量 (人)	48	49	45	136
研发人员数量占比	11.85%	13.10%	13.16%	23.65%
研发投入金额 (万元)	1132.79	1089.17	1216.73	1653.54
研发投入占营业收入比例	4.63%	4.53%	5.76%	8.54%

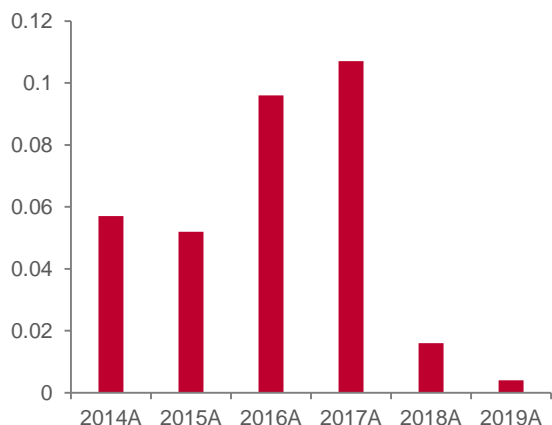
来源：公司年报，中泰证券研究所

- **突破关键核心技术，把握创新主动权。**公司是目前国内少有的几家自主掌握金刚石工具用超细预合金粉研发和制备的超硬材料制品供应商之一。公司自 2001 年以来，一直将金属基复合材料的研发作为业务发展的重点，公司自主研发并掌握了目前处于国际先进水平的共沉淀-共还原超细预合金粉制备工艺技术，从而为降低金刚石制品的生产能耗，提升金刚石制品的品质，支持下游客户提高生产效率创造了基础性条件。

**金属基耐磨复合材料业绩受影响下滑，公司开始开拓军品市场**

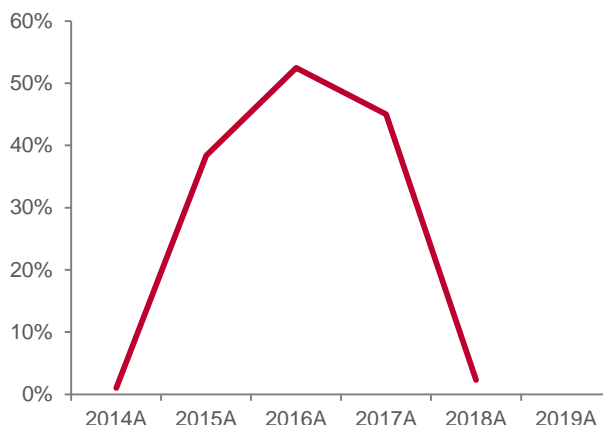
- **金属基耐磨复合材料及制品是公司近年重点研究开发的新产品。**公司将逐步摆脱高度依赖建筑陶瓷行业应用的超硬材料制品及其配套产品业务的情况，强培育新业务及新产品的研究开发、生产和市场推广。金属基耐磨复合材料及制品是指采用铸造、粉末冶金或表面工程技术制造的由两种或两种以上的材料相结合，兼具良好耐磨损性能和高韧性、抗腐蚀性能等个性化性能的金属基复合材料零部件，目前被广泛应用于冶金、石油、机械、采矿、选矿、建筑材料、重型工程机械以及军工等诸多领域。公司通过近年来不断加大金属基耐磨材料及制品、电磁功能材料、玻璃防眩光控制材料等研发力度，取得了一系列技术突破，形成了多项自主知识产权，部分新产品已成功得到市场应用。2016 年毛利率高达 52.48%，2017 年高达 45.03%，强力助推公司利润与业绩的提高，受到宏观经济的影响，2018 年至 2019 年该业务有所下滑。

**图表 16: 金属基耐磨复合材料及制品收入(亿元)**



来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 17: 金属基耐磨复合材料及制品毛利率**



来源：Wind，中泰证券研究所

- **金属基耐磨复合材料及制品运用广泛，潜在市场较大。**在现代工业生产过程中，介质磨损几乎无所不在。采用先进复合材料技术制造的金属基耐磨复合材料耐磨部件可以同时赋予部件兼具优异的耐磨性能、抗腐蚀性以及高韧性能，从而可显著提升耐磨部件的使用寿命和性价比，因此，金属基耐磨复合材料及制品凭借其明显的增效降耗优势在能源、冶金、交通、矿山、机械、石化、建材、农业、海洋开发、军工、航空航天等各个行业拥有广阔的应用空间。根据目前的市场应用情况分析，工程机

械、矿山机械、建筑建材、国防军工等领域是我国金属基耐磨复合材料及制品的主要应用市场。

**图表 18: 金属基耐磨复合材料产品及主要应用领域**

应用领域	主要产品
工程机械	路面摊铺机螺旋叶轮, 混凝土搅拌机叶片、刮板、衬板, 挖掘机、装载机铲齿、斗齿等
矿山机械	破碎机锤头, 球磨机衬板, 搅拌机叶片、刮板、衬板, 输送带衬板等
建筑建材机械	破碎机锤头、反击破板锤、圆锥破轧白壁、颚式破碎机颚板、球磨机衬板、辊压机磨辊、篦子板、螺旋叶轮、挤泥机叶片、搅刀
飞行器	飞行器耐磨部件

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 相较于竞争对手, 公司营业规模与毛利率皆有提升空间。博深工具 (SZ.002282)、四方达 (SZ.300179) 和奔朗新材 (OC.836807) 是专门从事超硬材料制品的生产 and 销售的公司, 和公司金属基超硬材料业务状况最为接近。其中, 公司和奔朗新材、博深工具的主要产品及应用范围均为建筑陶瓷或石材等相关领域, 而四方达生产的聚晶金刚石拉丝模坯、金刚石复合片以及金刚石砂轮等复合超硬材料工具, 主要应用于石油、天然气、煤田以及矿产开采等应用门槛较高的领域。相较于其他竞争对手, 公司目前营业收入规模较小, 提升空间较大; 毛利率相较可比公司较低主要由于

**图表 19: 超硬材料主要可比公司业绩基本情况**

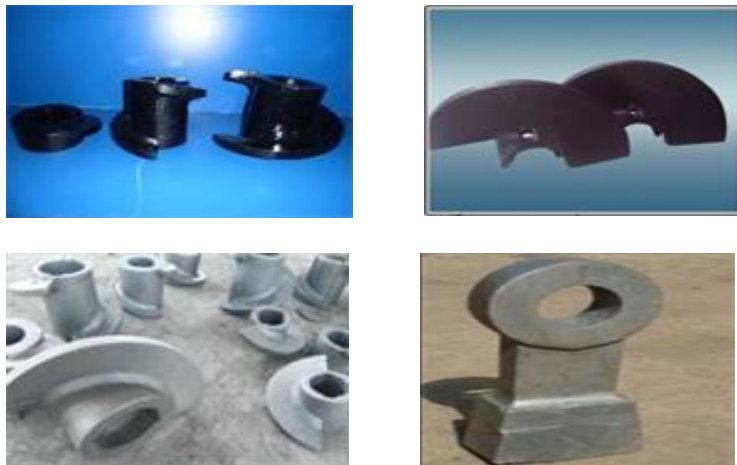
公司名称	超硬材料收入 (亿元)			超硬材料毛利率		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
博深股份	3.39	3.38	3.64	41.09%	40.48%	34.06%
四方达	3.15	3.77	5.01	48.97%	50.68%	59.40%
奔朗新材	3.52	3.67	3.53	42%	52.89%	-
公司	2.16	1.86	1.37	30.27%	27%	25.62%

来源: Wind, 中泰证券研究所; 博深股份选取的为金刚石工具业务; 四方达由于基本皆为超硬复合材料业务, 选取整体营收与毛利率; 奔朗新材采用金刚石相关业务营收与毛利率。

- 以武器装备需求为牵引, 大力推进金属基轻质高强复合材料制品和金属基耐磨复合材料。电磁波吸收材料、防腐导静电材料、热障涂层等, 也是根据武器装备承制单位的配套需求研究开发的新产品, 由下属子公司康泰威研制生产, 专门为武器装备承制单位研发、生产和销售的产品。金属基轻质高强复合材料主要是颗粒增强铝基复合材料, 具有高强度、高弹性模量、抗断裂、抗疲劳和阻尼性能好等材料本身具有的特点外, 还拥有良好的可加工、耐磨及高温力学性能, 推广应用主要集中在以武器装备为代表的军工领域, 未来该材料在汽车、航空航天、电子仪器、机械设备等民用领域将拥有广阔的市场前景。2019年, 公司在保持金属基超硬材料制品行业领先地位的基础上, 继续加大金属基耐磨复合材料及制品、金属基轻质高强复合材料及制品等的研发投入和市场推广力度。军用产品收入有望增加。

**图表 20: 金属基耐磨复合材料制品及配套产品类**





来源：Wind, 中泰证券研究所

## 战略并购宽普科技，加快军工电子领域布局

### 战略并购宽普科技，积极践行军民深度融合发展战略

- **此次并购积极响应军民融合发展战略、并购重组政策。**2016年，中共中央、国务院、中央军委印发了《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，将军民融合上升为国家战略，要求把军民融合的理念和要求贯穿经济建设和国防建设全过程，加快形成全要素、多领域、高效益的军民深度融合发展格局，新劲刚与宽普科技的本次交易响应了国家发展战略的号召，借力资本市场推动军工产业的发展。2019年6月20日，证监会就《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见，提出促进创业板公司不断转型升级，支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。新劲刚作为创业板上市的金属复合材料龙头企业，在传统业务受到行业景气度的不利冲击时，通过并购重组整合加快业务在军工行业布局。
- 2019年，公司向宽普科技全体股东（16名自然人股东及圆厚投资）以发行股份、可转换公司债券及支付现金的方式，购买其持有的宽普科技100%股权，交易金额为6.5亿元，其中拟以股份支付的比例为50%，以可转换公司债券支付的比例为10%，以现金支付的比例为40%。
- 宽普科技2019年至2021年业绩承诺为4千万元、5千万元和6千万元，其中2019年度宽普科技实现扣非净利润4354万元，顺利达成第一年业绩承诺，在未来两年有望继续为公司贡献业绩增量。

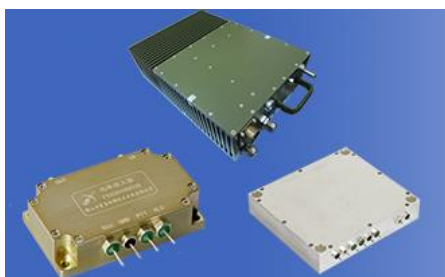
### 宽普科技，国内具备核心竞争优势的军工电子信息产品供应商

- **宽普科技公司概况：**广东宽普科技股份有限公司（简称“宽普科技”）始建于2001年，深耕于军工电子信息行业，是一家从事军用电子信息产品研发、生产和销售军民融合型的高新技术企业。其在军用射频微波功率产品方面具有较强自主开发能力和规模生产能力，研发技术水平达到国际同类产品水平或处于国内领先，并牵头起草了GJB-7084《射频固态功率放大模块通用规范》国家军用标准。



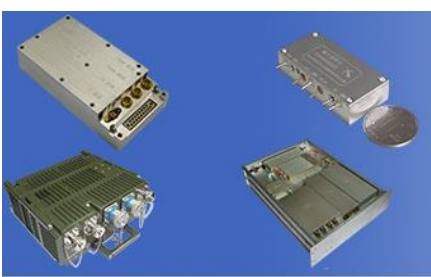
- **宽普科技的主要业务为射频微波功率产品。**宽普科技专业从事射频微波功率放大及滤波、接收、变频等相关电路模块、组件、设备和系统的设计、开发、生产和服务，致力于射频微波功率技术在地面固定、车载、机载、舰载、弹载等多种武器平台上的应用。宽普科技主要为通信、对抗、雷达、导航、指挥自动化、压制等设备/系统提供配套，是国内射频微波功放领域的领先企业。

图表 21: 无线电通讯产品



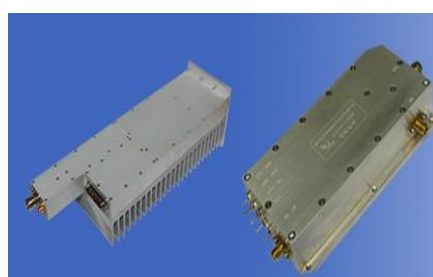
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 22: 导航系统通信数据链产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 23: 民航通信产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

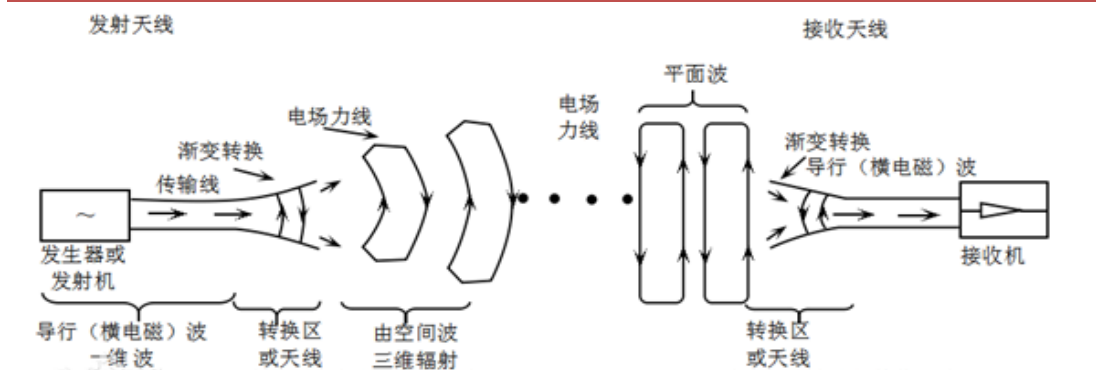
图表 24: 宽普科技主要生产设备

资产名称	型号规格	资产名称	型号规格
分析仪	9030A	无铅回流焊机	AS-800
网络仪	8364B	高低温箱	WGDS7-0.5
贴片机	CPM-100XG	热声焊机	RSH-101
噪声仪	N8975A	分析仪	N9020A
印刷机	Gse	网络分析仪	HP8719ES
快速温变试验箱	STK-050U5	网络仪	E5071A
高低温快速变温试验箱	WGDG-705	综测仪	HP8920A

来源：Wind，中泰证券研究所

- **微波射频技术性能优越。**射频是指具有远距离传输能力的高频电磁波，将电信息源用高频电流进行调制，形成射频信号，再经过天线发射到空中；远距离将射频信号接收后进行反调制，还原成电信息源，这一过程称为无线传输。而微波频率比一般无线电波频率高，通常被称为“超高频电磁波”，具有波长短、波束窄、频带宽、穿透能力强、抗干扰、不易受环境影响特点。其波束越窄方向性越强，天线增益越高，尺寸越小，易于实现信号收发系统的小型化。同时随着载波频率的提高，微波射频接收信号带宽更大，可以增大信息容量且有效规避敌方电磁干扰，提高雷达或通信设备在复杂电磁环境中的效能及生存率。

图表 25: 微波射频技术原理图



来源：解析投资，中泰证券研究所

- 微波射频技术非常适用于军事用途。**微波射频技术在军用雷达、电子对抗、微波武器、通信、导弹制导、微波检测等军用领域方面应用广泛。雷达利用射频技术发射接收电磁波，由此获得目标至电磁波发射点的距离、距离变化率、方位、高度等信息；射频对抗是电子对抗的一种主要形式，是指作战双方利用电子设备和器材所进行的电磁频谱斗争。敌对双方利用射频技术进行作战行动，以削弱、破坏敌方电子设备的使用效能，保护己方电子设备效能；微波武器又叫射频武器或电磁脉冲武器，是一种利用高能量的电磁波辐射去攻击和毁伤目标的武器；导弹制导系统是利用微波射频技术进行测量，计算出导弹对目标或空间基准线的相对位置后，以预定的导引规律控制导弹飞达目标。

**图表 26: 微波射频技术应用分类**

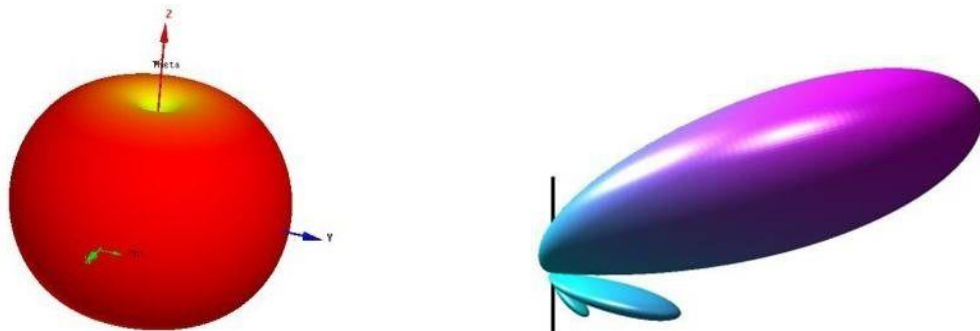
军事领域	民用领域
军用雷达	汽车雷达
电子对抗	无线通信
微波武器	个人通信网络
导弹制导	直播卫星接收
微波检测	甚小孔径终端卫星

来源：中泰证券研究所

- 5G 高频化，射频微波市场广阔。**对于新兴的 5G 通信，其工作频段走向高频，进入毫米波段，2019 年 6 月，我国 5G 已正式开启商用。在 5G 的关键技术中，毫米波射频技术、MIMO（大规模天线）以及波束形成等技术与军用相控阵雷达技术同源。而 5G 基站的规模化铺设也将催生对射频微波器件的大量需求，尤其是适用于高频率工作区间的高精度元器件。射频器件在基站中主要用于基站主设备（滤波器、双工器等），以及天馈系统（放大器、合路器等）。其中滤波器和放大器技术含量高，占主要份额。而射频微波功率放大及滤波领域恰是宽普科技的专精方向，其研发技术水平达到国际同类产品水平或处于国内领先，并具备了丰富的生产经验。

**图表 27: 普通全向天线**

**图表 28: 能量集中的波束天线**



来源：中国电子网，中泰证券研究所

- **宽普科技主要客户分布：**中国电子科技集团、中国航天科工集团、中国电子信息产业集团、中国兵器工业集团、中国兵器装备集团、中国船舶重工集团、中国航空工业集团、中科院、地方军工等数十家整机厂、科研院所，凭借宽频带、高效率、高线性、高可靠性、重量轻、体积小的产品特点和完善适用的射频系统解决方案，在各项目投标及产品测评中屡创佳绩，成为客户的合格供应方和优选供应方，在行业中得到广泛认可。
- **军用电子产品逐步向小型化、轻量化、综合化和集成化方向发展。**宽普的产品结构不断的从单个功能模块向融合了多种微波基本功能的组件和设备升级。根据新劲刚发布的《发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》，组件类产品是宽普科技产品的主要组成部分，而模块类产品的销售收入占比有所下降，设备类产品的销售收入占比则明显上升。2018年度，随着设备类产品销售收入的大幅度提升，其销售收入占比达到 26.87%，超过了模块类产品，到 2019 年一季度，设备类产品的销售收入占比达到了 47.52%，已经成为宽普科技主要的产品类别。

#### 宽普科技营业状况良好，优于同行业可比公司

- **具有较强的研发实力和技术领先优势。**宽普科技在业内拥有稳定且实力较强的研发队伍，研发人员稳定，流动性较小。2019年3月末，研发人员数量达到近百人。公司主要核心研发人员具有丰富的行业经验和研发实力，为宽普科技的技术储备和技术创新夯实了基础。优秀的研发队伍成就了宽普科技较强的研发能力，与各院校及科研院所有良好的产学研合作机制。宽普科技将研发视为公司发展的核心因素，高度重视研发投入，在行业内具有较为领先的行业地位及技术水平，且宽普科技与超过 50 家科研院所及军工企业建立了稳定的合作关系，在行业可比公司中占有显著的行业先发优势。
- **宽普科技研发费用大幅高于行业可比公司。**2017 年和 2018 年，宽普科技的研发费用投入金额分别为 1412 万元和 1654 万元，增长率为 17.20%。宽普科技的研发费用投入金额大幅度超过行业可比公司，其研发费用率也处于领先地位，这为宽普科技维持其技术领先水平 and 行业竞争力提供了有利的保障。

**图表 29: 可比公司研发费用及研发费用率**

可比公司	2017 年度		2018 年度	
	研发费用 (万元)	研发费用率	研发费用 (万元)	研发费用率
澳丰源			434.69	6.78%
肯立科技	618.89	9.14%	355.55	11.60%
华航科技	210.53	18.54%	169.97	16.15%
行业平均	414.71	13.84%	320.07	11.51%
宽普科技	1654.45	13.87%	1411.65	17.07%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **宽普科技固定资产周转率较高且营业收入优势凸显。**宽普科技的固定资产（不含房屋建筑物）净值高于上述可比公司，固定资产（不含房屋建筑物）周转率高于同行业平均水平，表明公司的营运能力较强。相比于其他公司较高的固定资产（不含房屋建筑物）周转率使得宽普科技有更广的发展空间，能更多的拓展业务，进行产品创新与研发。同时，宽普科技营业收入显著高于可比公司及同行业平均水平，营业收入可观。

**图表 30: 可比公司营业收率及固定资金周转率**

年度	项目	澳丰源	肯立科技	华航科技	同行业平均水平	宽普科技
2017 年	营业收入 (万元)	6409.17	3065.50	1052.28	3508.98	8267.35
	固定资产净值平均数 (万元) (不含房屋建筑物)	282.17	377.04	196.71	285.31	414.32
	固定资产周转率	22.71	8.13	5.35	12.30	19.95
2018 年	营业收入 (万元)	-	6773.74	1135.30	3954.52	11930.67
	固定资产净值平均数 (万元) (不含房屋建筑物)	-	443.95	162.73	303.34	425.67
	固定资产周转率	-	15.26	6.98	13.04	28.03

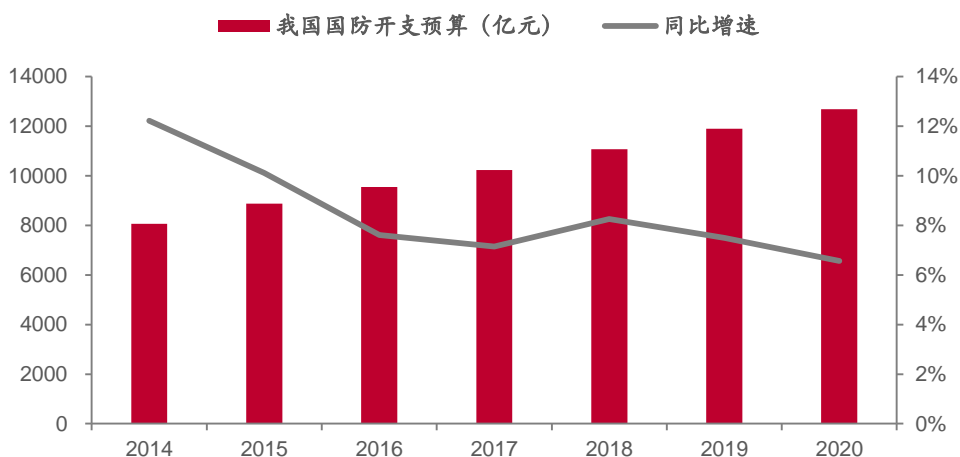
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 高性能复合材料+军工电子信息，顺应行业发展趋势

- **国防预算持续增长，国防信息化提升空间较大。**近年来我国加大了对国防军事领域的投入，国防开支逐年增长。据国家统计局数据，2014 年国防预算总支出 8082.30 亿元呈逐年上升趋势，2018 年我国国防预算总支出已达 11069.51 亿元，2019 年国防预算总支出国防支出 11898.76 亿元，这为国防科技工业及相关企业的快速发展提供了良好的机遇。根据智研咨询发布的《2018-2024 年中国国防信息化行业分析及市场前景预测报告》，2025 年中国国防信息化开支将增长至 2,513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年 6,284 亿元国防装备费用比例达到 40%。未来 10 年国防信息化总规模有望达到 1.66 万亿元，增长潜力较大。同时智研咨询发布的预测报告显示，我国国防信息化提升空间较大，与美国等西方国家相比，我国的信息化程度较低，总体信息化程度不足 10%，与西方国家各类武器系统的信息技术含量平均水平基本达到 50%以上比

较，相距甚远，提升空间较大。

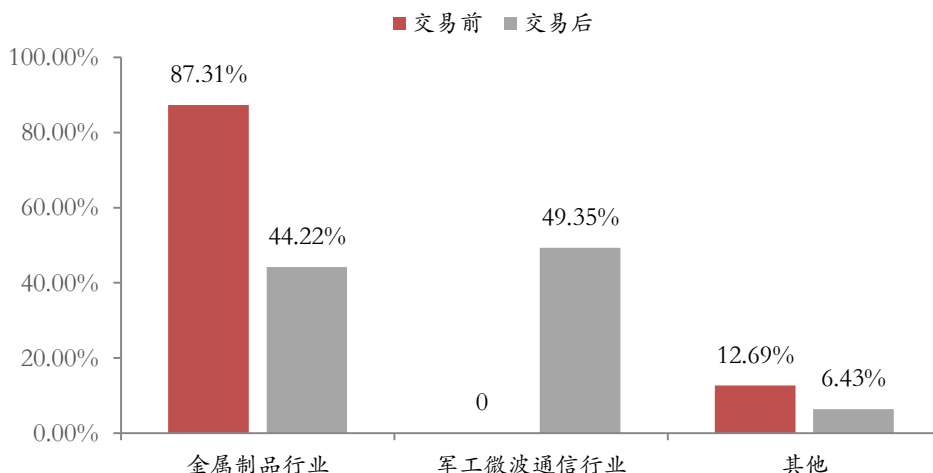
**图表 31: 2014-2020 年我国国防预算总支出及增速**



来源：国家统计局, 中泰证券研究所

- **军品业务将成为公司重要业绩增长点，提升公司持续盈利能力。**根据新劲刚发布的《发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》数据显示，在此次并购交易之前，金属制品行业占据公司 87.31% 的产品输出，经过此次并购，金属制品占比将降至 44.22%，新增军工微波通信产品将占公司产品的 49.35%。更加完善的产品结构将激发公司持续盈利能力，公司流动资产将提升 50.51%，归属于母公司股东的净资产也将是并购前的 117.25%。公司在资本市场具有较好的信用，可通过债权或股权融资等多种方式筹集未来发展所需资金。本次交易完成后，我们预计上市公司总体上将保持稳健经营，同时将具备较强的盈利能力和资金管理能力和现金流量正常充足，偿债能力有所提升。

**图表 32: 本次交易前后新劲刚业务占比对比**



来源：Wind, 中泰证券研究所

- **高性能复合材料与军工电子产品形成互补。**公司生产的电磁波吸收材料产品可有效吸收、衰减电磁波能量，同时具备轻质、宽频、高效、高强、



高韧等特点，运用于军工电子产品可有效提高装备及设施的突击及生存能力，增强其行业竞争力。同时公司的防腐导静电材料集防腐与静电防护功能于一体，具有轻质、色浅和稳定的防护性能，可有效消除静电危害和防止静电积聚造成的电子元器件击穿、高温等危险，提升了电子产品的性能及可靠性。新劲刚的主营业务在有了宽普科技的产品加入后，两者形成产品优势的互补，优化了新产品，从而开发出新的产能。由军工电子产品带动高性能复合材料，提高公司有效销售，提高公司的营业收入与净利润。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测与投资建议

- **关键假设：（1）新材料类业务：**新材料业务是公司的传统业务，公司具有较强的自主研发能力，积极与国内知名高校进行有效产学研合作，在所处领域具有较为领先的行业地位，产品深受国内外建筑陶瓷厂商的青睐。2008年以来，公司分别有1个研发课题获得国家级立项、9个研发课题获得省级立项、2个研发课题获得市级立项，先后成功研发多项行业领先的金属基复合材料制品生产技术。公司是目前国内少有的几家自主掌握金刚石工具用超细预合金粉研发和制备的超硬材料制品供应商之一。近年来，受房地产调控及建筑陶瓷行业景气度持续低迷的影响，该业务增长乏力。公司拥有多年积累的研发和技术优势，有望继续优化产品结构和客户结构，降低经营风险。我们认为未来几年新材料类业务有望缓慢恢复，公司恢复增长可期。**（2）电子类业务：**电子类业务主要为子公司宽普科技的射频微波业务。宽普科技深耕于军工电子信息行业，已取得多项军工资质，在射频微波通信领域拥有深厚的技术和客户资源积累，在产品工程化能力和品质可靠性等方面具有明显的市场竞争优势。在国际局势不确定性增加，我国武器装备建设持续加速、军工信息化快速发展等大背景下，射频微波业务面临良好的发展机遇。宽普科技经营业绩自2019年10月份才开始纳入合并报表范围，因此2019年度对公司整体的业绩影响有限。预计未来几年，射频微波业务将成为公司主要的利润来源。我们认为，电子类业务有望保持较高速率稳健增长，毛利率保持在较高水平，看好公司未来发展潜力。
- **盈利预测：**根据上述假定，实现归母净利润0.80/1.10/1.48亿元，同比增长405.98%/37.66%/34.38%，对应2020-2022年EPS分别为0.61/0.84/1.13元。

图表 33：业绩拆分

单位：百万元		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业总收入	250.40	211.28	193.61	357.14	463.40	596.32
	yoy	2.26%	-15.62%	-8.37%	84.47%	29.75%	28.68%
	毛利率	32.24%	29.64%	33.54%	43.60%	45.12%	46.14%
金属基超硬材料制品及配套产品	营业收入	216.42	186.21	137.12	152.93	172.38	194.26
	yoy	0.45%	-13.96%	-26.36%	11.53%	12.72%	12.69%
	毛利率	30.27%	27.00%	25.62%	25.87%	25.78%	25.34%



	营业收入	—	—	42.64	188.97	273.97	382.98
微波射频类	yoy	—	—	—	343.15%	44.98%	39.79%
	毛利率	—	—	57.08%	57.62%	57.13%	56.64%
金属基耐磨复合材料及制品	营业收入	10.71	1.59	0.39	0.44	0.49	0.55
	yoy	11.15%	-85.13%	-75.22%	11.39%	12.23%	12.25%
	毛利率	45.03%	2.32%	—	8.90%	8.80%	8.71%
其他主营业务	营业收入	23.28	23.49	13.45	14.80	16.55	18.52
	yoy	21.02%	0.90%	-42.73%	10.03%	11.84%	11.89%
	毛利率	44.63%	52.43%	—	48.94%	48.88%	48.29%

来源: wind, 中泰证券研究所

### 相对估值

- 我们预测公司2020-2022年实现营业收入分别为3.57/4.63/5.96亿元,同比增长84.47%/29.75%/28.68%;实现归母净利润0.80/1.10/1.48亿元,同比增长405.98%/37.66%/34.38%,对应2020-2022年EPS分别为0.61/0.84/1.13元,对应PE分别为47/34/25倍。
- 可比公司中,选取同样拥有复合超硬材料业务的四方达,以及与宽普科技同样拥有军工电子业务的四家公司,相对军工领域的公司,新劲刚估值处于较低水平。

**图表 34: 公司 2018 年以来 PE(TTM)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 35: 公司 2018 年以来 PS**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 36: 公司 2018 年以来 PB**



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 37：可比公司估值对比**

股票代码	公司	总市值				PE			PB (LF)
		2020/7/21	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
300179.SZ	四方达	29.66	1.68	2.10	2.43	17.63	14.14	12.22	3.48
000547.SZ	航天发展	276.18	9.10	11.71	14.73	30.34	23.58	18.74	3.57
002023.SZ	海特高新	109.30	2.08	2.79	3.59	52.54	39.21	30.44	2.93
002413.SZ	雷科防务	200.42	3.55	4.85	6.59	56.39	41.28	30.42	4.03
300123.SZ	亚光科技	124.57	1.17	1.84	3.16	106.47	67.53	39.38	3.57
<b>军工领域可比公司均值</b>						<b>61.43</b>	<b>42.90</b>	<b>29.75</b>	<b>3.52</b>

来源：wind, 中泰证券研究所；皆采用 wind 一致预测

## 风险提示

- 业绩波动风险：**目前金属基超硬材料制品及配套产品是公司的重要产品之一。金属基超硬材料制品及配套产品的销售受宏观经济环境变化、环境保护政策变化、国际贸易环境变化的影响较大，从而导致公司存在业绩波动风险。
- 新产品开发和市场推广风险：**公司及下属子公司康泰威、宽普科技均是以技术研发为先导的高新技术企业。公司新产品从研发到实现规模化销售需要经历漫长的周期、投入大量的人力、物力和资金，一旦试制、测试失败，或未能最终通过产品定型批准，将给公司业绩带来不利影响。
- 汇率风险：**近年来，公司不断加强海外业务的扩展力度。由于外销收入的结算货币以美元为主，尽管公司目前已采取根据汇率变动情况定期调整产品出口价格以及尽可能缩短客户货款支付周期等措施规避汇率风险，但如果因国际经济局势变化导致外汇汇率出现不利波动，则可能对公司经营业绩产生影响。

- **商誉减值风险:** 2019年9月, 公司购买宽普科技100%股权构成非同一控制下企业合并。交易完成后, 在公司合并资产负债表中将形成约4.5亿元的商誉。公司存在宽普科技未来经营状况未达预期需计提商誉减值的风险, 从而对公司合并损益及有关财务指标造成不利影响。

**图表 38: 财务预测表**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>211</b>	<b>194</b>	<b>357</b>	<b>463</b>	<b>596</b>	货币资金	85	58	106	138	177
增长率	-15.6%	-8.4%	84.5%	29.8%	28.7%	应收款项	170	255	530	489	822
营业成本	-149	-129	-201	-254	-321	存货	78	141	202	232	316
% 销售收入	70.4%	66.5%	56.4%	54.9%	53.9%	其他流动资产	11	20	22	21	23
毛利	63	65	156	209	275	流动资产	344	474	860	879	1,339
% 销售收入	29.6%	33.5%	43.6%	45.1%	46.1%	% 总资产	71.8%	43.1%	55.5%	53.9%	62.7%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-6	-8	长期投资	5	0	0	-2	-4
% 销售收入	1.3%	1.7%	1.2%	1.4%	1.4%	固定资产	87	112	132	150	165
营业费用	-19	-19	-32	-42	-55	% 总资产	18.1%	10.2%	8.5%	9.2%	7.7%
% 销售收入	9.0%	9.8%	9.0%	9.1%	9.2%	无形资产	20	37	52	67	81
管理费用	-16	-26	-27	-36	-47	非流动资产	135	625	690	751	798
% 销售收入	7.7%	13.2%	7.7%	7.8%	7.8%	% 总资产	28.2%	56.9%	44.5%	46.1%	37.3%
息税前利润 (EBIT)	25	17	92	125	166	<b>资产总计</b>	<b>480</b>	<b>1,099</b>	<b>1,550</b>	<b>1,630</b>	<b>2,137</b>
% 销售收入	11.6%	8.8%	25.7%	27.0%	27.8%	短期借款	50	31	102	108	110
财务费用	2	-6	-2	-3	-2	应付款项	64	87	140	153	214
% 销售收入	-1.1%	3.3%	0.7%	0.6%	0.4%	其他流动负债	5	51	51	51	51
资产减值损失	9	-10	6	6	5	流动负债	119	169	294	312	375
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	210	210	164	164
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	10	61	14	14	14
% 税前利润	0.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>128</b>	<b>440</b>	<b>517</b>	<b>490</b>	<b>553</b>
营业利润	36	1	96	128	168	<b>普通股股东权益</b>	<b>351</b>	<b>660</b>	<b>1,033</b>	<b>1,140</b>	<b>1,584</b>
营业利润率	16.9%	0.4%	26.8%	27.7%	28.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	2	2	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>480</b>	<b>1,099</b>	<b>1,550</b>	<b>1,630</b>	<b>2,137</b>
税前利润	37	1	98	130	170	<b>比率分析</b>					
利润率	17.7%	0.5%	27.4%	28.1%	28.5%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	0	2	-5	-7	-11	<b>每股指标</b>					
所得税率	0.4%	-224.5%	5.5%	5.7%	6.7%	每股收益 (元)	0.06	-0.20	0.61	0.84	1.13
净利润	8	-26	80	110	148	每股净资产 (元)	2.67	5.01	7.85	8.67	12.04
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	-0.35	0.24	-1.44	1.16	-1.45
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8</b>	<b>-26</b>	<b>80</b>	<b>110</b>	<b>148</b>	每股股利 (元)	0.01	0.01	0.00	0.02	0.00
净利率	3.9%	-13.5%	22.4%	23.8%	24.9%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	2.33%	-3.97%	7.76%	9.68%	9.36%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	1.71%	-2.38%	5.17%	6.77%	6.94%
净利润	8	-26	80	110	148	投入资本收益率	2.08%	-6.92%	9.05%	9.00%	11.69%
加: 折旧和摊销	8	10	12	15	18	<b>增长率</b>					
资产减值准备	9	25	0	0	0	营业总收入增长率	-15.62%	-8.37%	84.47%	29.75%	28.68%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-47.03%	73.09%	216.29%	38.52%	35.20%
财务费用	2	7	2	3	2	净利润增长率	-66.77%	-419.98%	-405.98%	37.66%	34.38%
投资收益	0	0	0	0	0	总资产增长率	-1.07%	129.26%	41.01%	5.16%	31.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-94	31	-283	25	-359	应收账款周转天数	269.1	324.4	324.4	324.4	324.4
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-46</b>	<b>31</b>	<b>-189</b>	<b>153</b>	<b>-190</b>	存货周转天数	105.3	204.1	173.2	168.5	165.4
固定资本投资	-2	-20	-60	-60	-50	应付账款周转天数	110.1	158.6	134.4	146.5	140.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>-254</b>	<b>-77</b>	<b>-75</b>	<b>-65</b>	固定资产周转天数	147.6	184.9	122.9	109.4	95.0
股利分配	-1	-1	0	-3	1	<b>偿债能力</b>					
其他	22	196	315	-42	294	净负债/股东权益	-2.16%	30.29%	18.63%	9.95%	#REF!
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>21</b>	<b>195</b>	<b>315</b>	<b>-46</b>	<b>295</b>	EBIT 利息保障倍数	-6.9	4.3	36.6	40.9	68.6
<b>现金净流量</b>	<b>-44</b>	<b>-29</b>	<b>49</b>	<b>32</b>	<b>40</b>	资产负债率	26.78%	40.00%	33.38%	30.06%	25.89%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。