

铅蓄电池龙头再起航，锂电储能业务前景可期

——圣阳股份 (002580.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

◆铅蓄电池龙头再起航，利润重回上升轨道。

公司是国内最早自主研发和生产阀控密封式铅酸蓄电池的企业之一，多年来坚持聚焦新能源储能、备用电源、及新能源动力领域，面向国内外市场提供储能电源、备用电源、动力电源和新能源系统解决方案及运维服务。2019年公司实现营业收入18.57亿元，同比+1.14%，实现归母净利润0.24亿元，同比+50%；2020Q1受疫情影响，公司实现营业收入2.59亿元，同比-41.44%，实现扣非归母净利润474.20万元，同比+254.03%，且毛利率维持上升态势，同比+4.4个pct至19.98%；下半年随着经济及消费恢复，公司业绩有望持续增长。

◆传统主业稳步推进，锂电池储能前景广阔。

公司在铅酸蓄电池的技术积累优势下先后开拓铅碳电池和锂离子电池的生产和销售业务，在三个下游应用领域均实现突破：备用电池领域，公司在保证通信和电力传统市场的优势外，加大对IDC和轨交市场的投入和开发力度并实现突破；2020年公司成功中标中国铁塔2020年备电用磷酸铁锂电池组产品集约化电商采购项目，进一步实现了公司锂电业务在通信备用领域的深化应用；新能源及储能领域是公司未来的发展重心，未来随着风光储能结合趋势的进一步提速，公司有望利用自身在多类型储能电池上的研发和生产优势抢占更多的市场份额；公司在动力电池领域始终坚持“三高”（高品牌、高品质、高端市场）品牌定位，收入占比虽相对较低（2019年占比10.5%），但未来仍将为公司贡献稳健的业绩和现金流。

◆首次覆盖给予“买入”评级。

我们预计公司20-22年归母净利润分别为0.62/0.84/1.09亿元，对应EPS分别为0.18/0.24/0.31元，当前股价对应20年PE为32倍。公司传统铅蓄电池业务稳健发展，未来锂电业务加速发展有望实现更好的业务协同，叠加公司在IDC及海外市场业务的持续开拓及收获，我们看好公司2020年及未来的盈利表现，考虑可比公司估值给予公司2020年40倍PE，对应目标价7.12元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险提示：市场竞争致盈利能力不及预期；疫情致公司海外业务开拓不及预期；铅价波动影响公司盈利能力。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,836	1,857	2,083	2,547	3,314
营业收入增长率	7.56%	1.14%	12.22%	22.27%	30.10%
净利润(百万元)	16	24	62	84	109
净利润增长率	-48.15%	45.99%	163.53%	35.43%	29.39%
EPS(元)	0.05	0.07	0.18	0.24	0.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.36%	1.96%	4.94%	6.36%	7.74%
P/E	126	85	32	24	18
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年7月22日

买入(首次)

当前价/目标价：5.77/7.12元

分析师

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebsec.com

郝睿(执业证书编号：S0930520050001)

021-52523827

haopian@ebsec.com

马瑞山(执业证书编号：S0930518080001)

021-52523850

mars@ebsec.com

市场数据

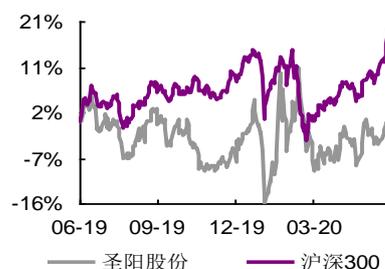
总股本(亿股)：3.49

总市值(亿元)：20.14

一年最低/最高(元)：4.28/6.42

近3月换手率：99.06%

股价表现(一年)



收益表现

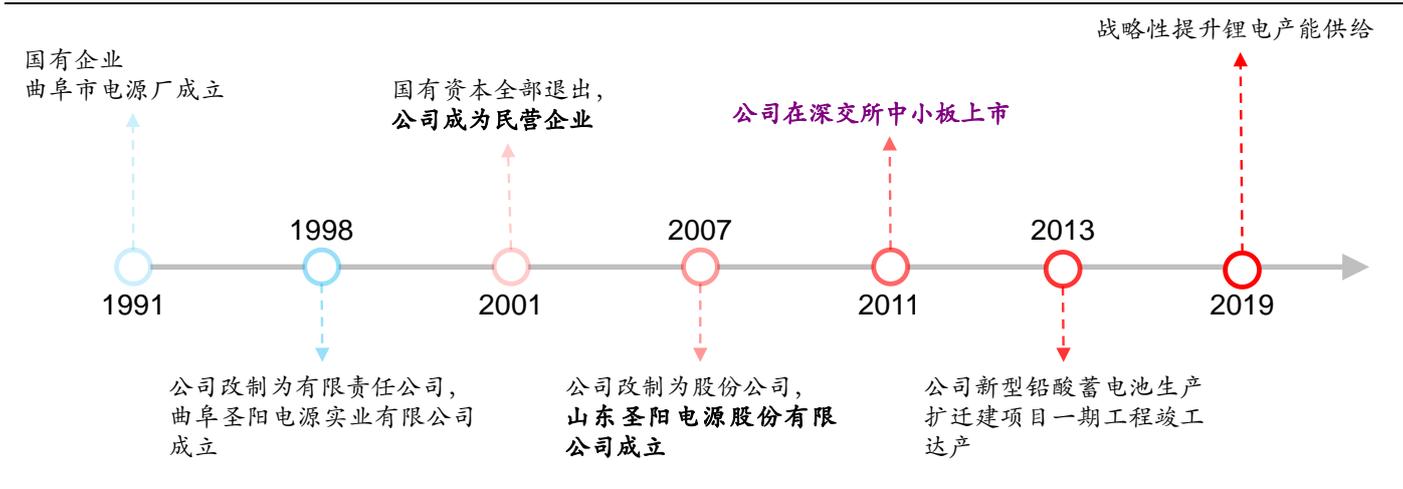
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.15	-10.28	-19.85
绝对	8.87	13.52	3.95

资料来源：Wind

1、铅蓄电池龙头再起航

山东圣阳电源有限公司（以下简称“圣阳股份”）的前身是 1991 年成立的国有企业曲阜市电源厂，通过改制成为民企后于 2011 年在深圳中小板上市。公司多年来坚持聚焦新能源储能、备用电源、及新能源动力领域，面向国内外市场提供储能电源、备用电源、动力电源和新能源系统解决方案及运维服务。公司在传统主业稳步发展的同时持续推动技术创新并调整市场和产品结构，紧跟储能锂电化、市场化发展步伐，已成功扩张至储能锂电市场。

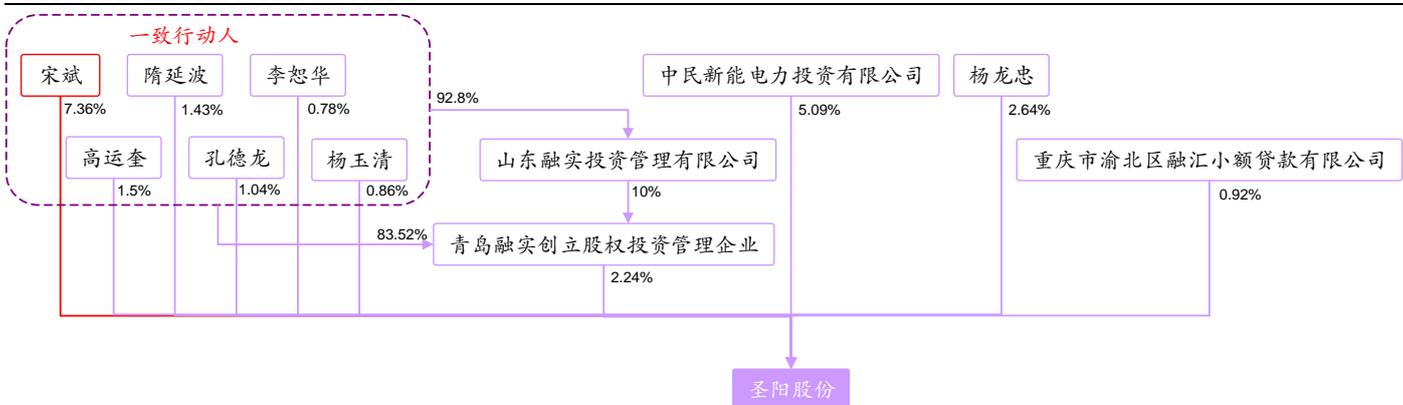
图 1：圣阳股份发展历史



资料来源：公司官网

公司近年来股权结构及公司管理层相对稳定，除 2018 年引入持股比例 5% 以上的股东中民新能电力投资公司外并无其他重要变化，截至 2020 年 Q1 公司董事长宋斌及其一致行动人为公司控股股东及实际控制人，持股比例 16.48%。

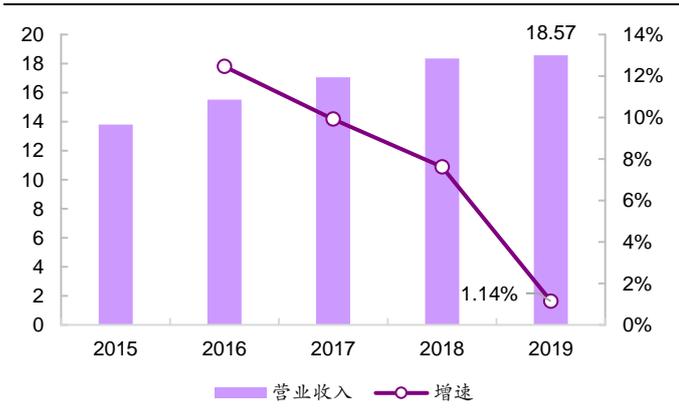
图 2：公司股权结构（截至 2020Q1）



资料来源：Wind

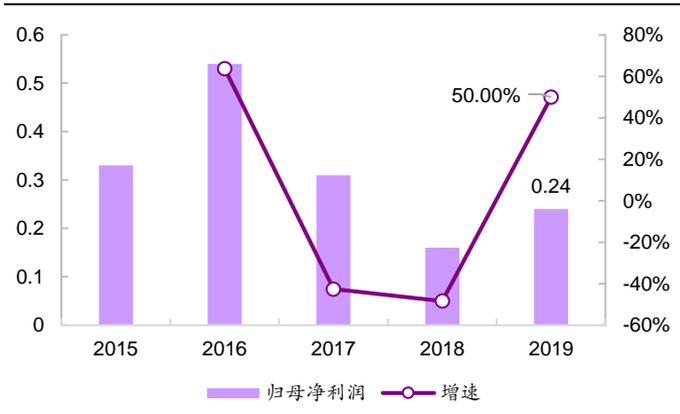
公司近年来营业收入稳中有增，2019 年实现营业收入 18.57 亿元，同比+1.14%。但是受到铅价及汇率变动等因素影响，公司 17 和 18 年归母净利润出现下滑；2019 年铅价重回下行周期，公司实现归母净利润 0.24 亿元，同比+50%。2020Q1，受疫情影响，公司实现营业收入 2.59 亿元，同比-41.44%，实现归母净利润 319.78 万元，同比-31.10%，但公司扣非归母净利润表现出色，同比+254.03%至 474.20 万元，且毛利率维持上升态势，同比+4.4 个 pct 至 19.98%；下半年随着经济及消费恢复，公司业绩有望持续增长。

图 3：15~19 年营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

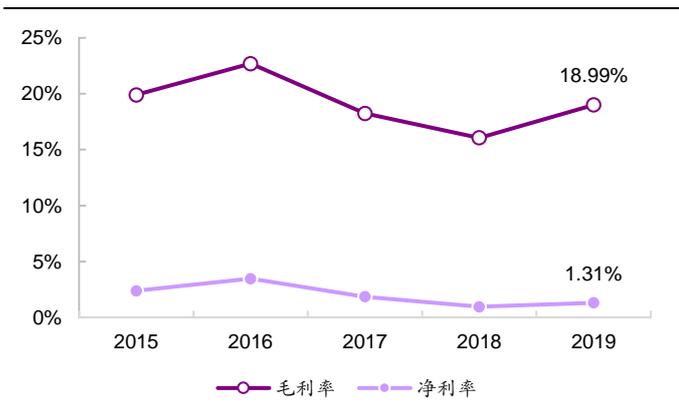
图 4：15~19 年归母净利润情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

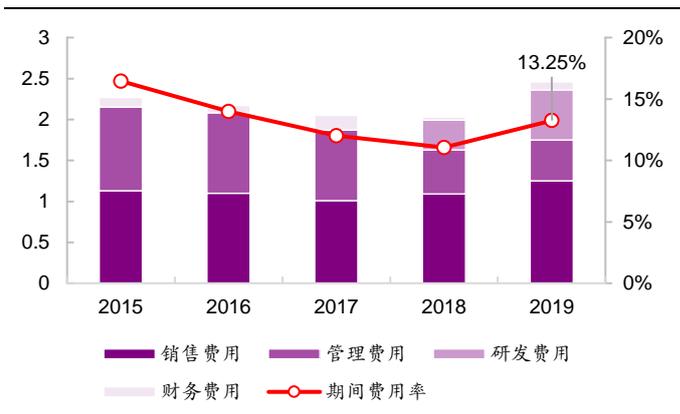
毛利率方面，受铅价影响公司 17~18 年毛利率持续下降，19 年有所回暖，同比+2.93 个 pct 至 18.99%。公司期间费用控制较为出色，15~18 年期间费用率稳步下降，19 年公司加大了研发方面的投入，研发费用率同比+1.32 个 pct 至 3.28%，带动期间费用率上升至 13.25%。

图 5：15~19 年毛利率&净利率情况



资料来源：Wind

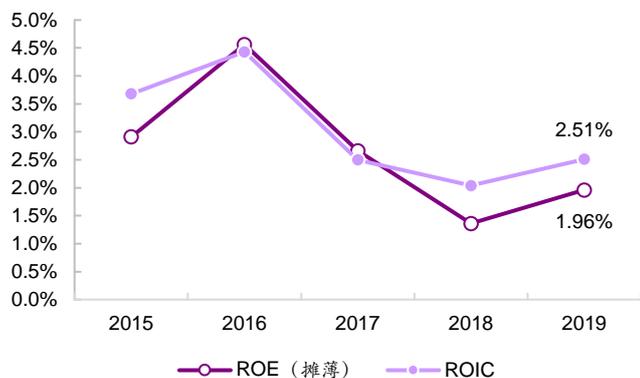
图 6：15~19 年期间费用情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

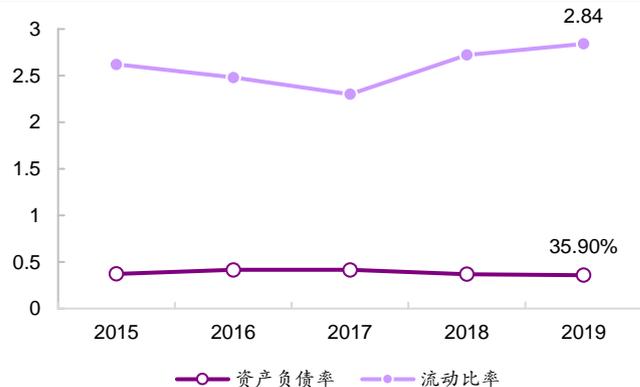
公司 ROE（摊薄）和 ROIC 在 2019 年均有回暖，分别同比+0.6 个 pct 和 0.47 个 pct 至 1.96%和 2.51%。公司资产负债率维持稳定，2019 年同比微降 1.12 个 pct 至 35.90%；现金流表现则较为出色，流动比率常年维持在 2 以上，2019 年达 2.84。

图 7：15~19 年 ROE（摊薄）&ROIC 情况



资料来源：Wind

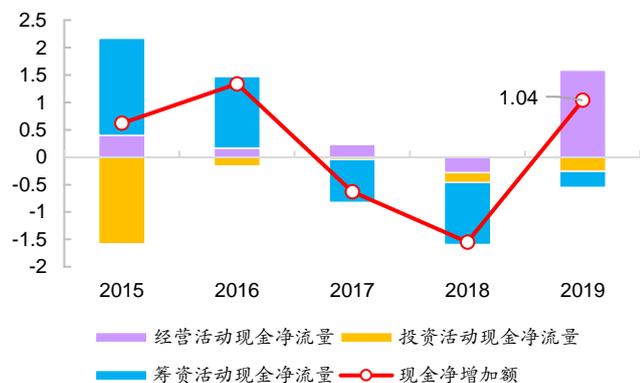
图 8：15~19 年资产负债率&流动比率情况



资料来源：Wind

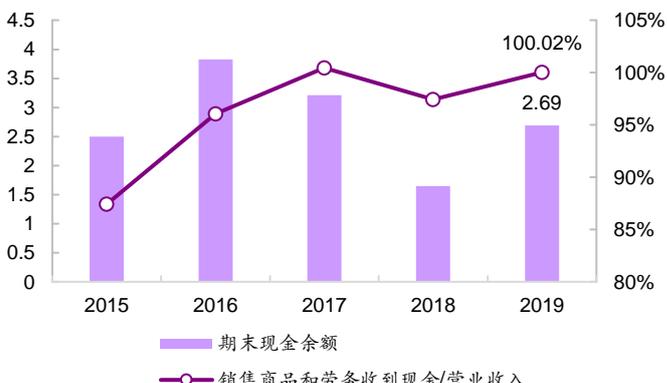
公司在 2019 年加大了应收账款回收并严格控制期间费用支出，现金流情况较 2018 年显著改善；公司近 5 年收现比稳步提升，2019 年为 100.02%；2019 年末公司在手现金 2.69 亿元，基本可以保障公司新增产能建设。

图 9：15~19 年现金流情况



资料来源：Wind，单位：亿元

图 10：15~19 年在手现金及收现比情况

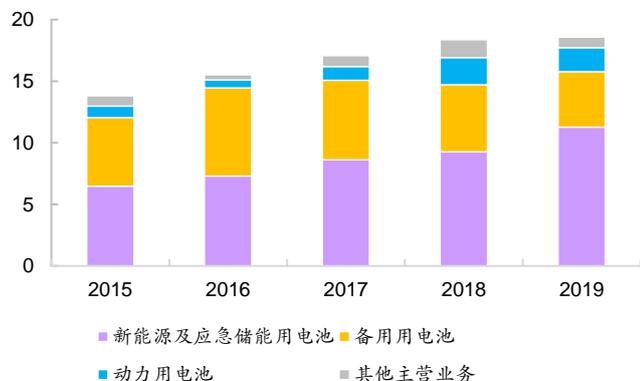


资料来源：Wind，左轴：亿元

分部业务来看，公司储能业务发展势头良好，在铅蓄电池的传统优势背景下进一步扩张至锂电储能领域，营业收入占比从 2015 年 46.88%进一步提升至 2019 年的 60.78%；动力用电池业务发展平稳，公司产品聚焦于以物流运输为主的工业动力车辆市场，维持“三高”（高品牌、高品质、高端市场）品牌定位，近两年收入维持在 2 亿元左右；备用用电池业务有一定程度的收缩，未来将加大对数据中心和城市轨道交通市场的投入和开发力度。毛利率方面，公司各项业务均以铅蓄电池为基础，因此原材料铅价对公司毛利率影

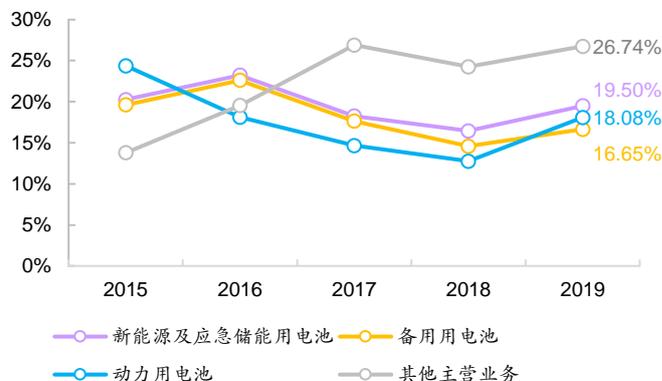
响较为明显，在 17~18 年受铅价走高影响后，19 年各项业务毛利率均有一定程度的回暖。

图 11: 15~19 年分部业务营业收入



资料来源: Wind, 单位: 亿元

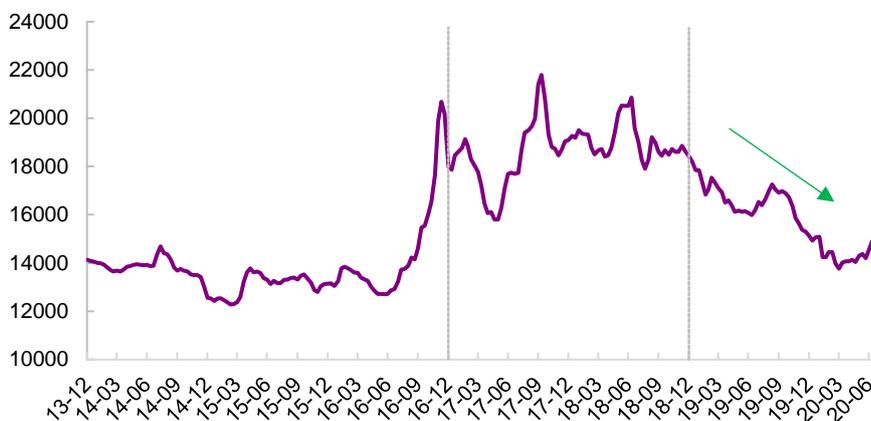
图 12: 15~19 年分部业务毛利率



资料来源: Wind

2019 年之前，公司电池销售及盈利情况受铅价影响较为明显，在 2017~18 年铅价高位时公司的电池销售量/生产量以及毛利率水平均受到了明显影响；2019 年铅价步入下行周期，公司的各项指标均有明显回暖。未来随着公司锂电相关业务的持续扩张，我们认为铅价对公司的影响有望减弱。

图 13: 国内铅锭价格走势



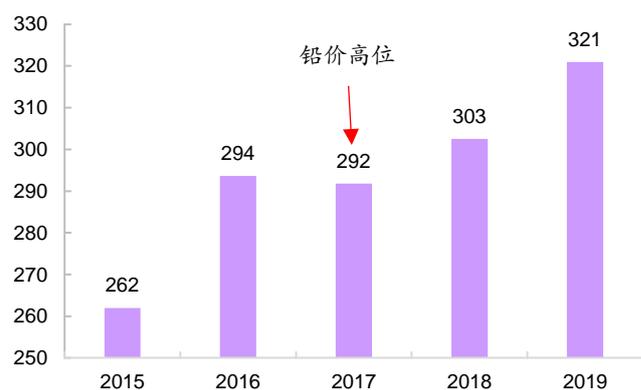
资料来源: Wind, 截至 2020 年 7 月 10 日, 单位: 元/吨

图 14: 15~19 年公司电池销售量



资料来源: 公司公告, 单位: 万 KVAh

图 15: 15~19 年公司电池生产量



资料来源: 公司公告, 单位: 万 KVAh

2、传统主业稳步推进, 锂电池储能前景广阔

公司是国内最早自主研发和生产阀控密封式铅酸蓄电池的企业之一, 产品系列完整、应用领域广泛; 作为行业内 11 项国家标准和行业标准的主要起草单位之一, 公司通信后备用电池和新能源储能电池的产销量在行业内处于前列, 也是铅酸蓄电池行业首家获得国家“出口免验”资格的生产企业。

表 1: 公司参与起草和制定的国家/行业标准

序号	标准名称	标准编号
1	《太阳光伏能源系统用铅酸蓄电池认证技术规范》	CGC/GF004-2007
2	《阀控式密封铅酸蓄电池订货条件》	DL/T639-1997
3	《固定式阀控密封式铅酸蓄电池》	GB/T19638.2-2005
4	《小型阀控密封式铅酸蓄电池技术条件》	GB/T19639.1-2005
5	《通信用阀控式密封胶体蓄电池标准》	YD/T1360-2005
6	《储能用铅酸蓄电池标准》	GB/T22473-2008
7	《通信局(站)电源系统维护技术要求第 10 部分阀控式密封铅酸蓄电池标准》	YD/T1970.10-2009
8	《通信用铅酸蓄电池的回收处理要求》	GB/T22424-2008
9	《太阳能光伏照明装置总技术规范》	GB/T24460-2009
10	《通信用阀控式密封铅酸蓄电池》	YD/T799-2010
11	《通信用前置端子阀控式密封铅酸蓄电池标准》	YD/T2343-2011

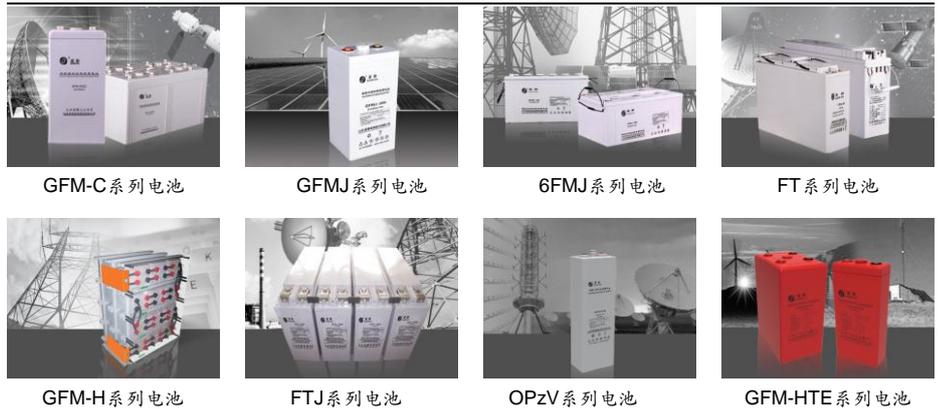
资料来源: 公司公告

公司在铅酸蓄电池的技术积累下, 通过引进日本古河电池公司先进的铅碳技术及产品设计和制造经验, 研制并开发了有着更长循环寿命及更优性能的 AGM 发铅酸蓄电池, 并在中广核曲麻菜等项目上实现了成功应用。此外, 公司亦通过多年的自主研发和储备成功切入锂电池领域。公司拥有三种性能特异且优势不同的电池技术的生产和制造能力, 可以实现应用领域的全方位覆盖。目前, 公司各类电池主要用于以下三个领域:

(1) 备用电池领域

公司的传统优势是铅酸蓄电池的研发和制造，通信后备用电池领域则是该类电池的核心应用领域。公司凭借其技术优势和产品质量成功切入各大电信运营商产品体系，并随着通信行业新技术发展及配套设施建设而不断扩大其业务覆盖范围；2016 年公司通过了铁塔公司三个标段的全部认证，进一步巩固了其通讯运营商市场的行业领先地位。

图 16：公司通信工程电源系统电池



资料来源：公司官网

除了传统的通信领域外，公司积极发展 IDC、轨道交通两大新市场并持续实现突破：2019 年公司在数据中心市场成功中标中国电信南方基地项目、河北移动廊坊项目、湖南长沙证通云谷科技园项目、苏州新海宜二期项目、国家信息中心项目、河南移动高功率电池项目等；在轨道交通市场成功中标京沪高铁机房一体化项目、青藏铁路格拉线改造工程项目、成渝客专铁路项目、商合杭铁路项目、南昌至赣州铁路客运专线项目以及北京、贵阳、深圳、西安等地铁项目等。2020 年，公司更是成功中标中国铁塔 2020 年备电用磷酸铁锂电池组产品集约化电商采购项目，进一步实现了公司锂电业务在通信备用领域的深化应用。

(2) 新能源储能领域

公司一直致力于新能源储能电池的开发，也是国内最早进入该领域的铅酸蓄电池生产企业之一，凭借其技术优势中标过多个大型储能项目；公司与日本古河公司合作生产的 FCP 碳铅电池各项指标出色，成本端和使用寿命端较常规铅酸电池均具有明显优势，自 2015 年底投产后已在国内外储能市场得到广泛应用；此外，公司持续投入基础研究和关键技术开发，不断提高系统集成能力和解决方案的定制化能力，推出满足客户需求的并网户用锂电池储能系统、通信基站铅-锂混合供电系统、储能型 UPS 高压锂电池系统等新产品。

图 17：公司储能系统电池



资料来源：公司官网

公司凭借多元化的智慧能源综合解决方案及产品服务体系优势、技术积累、项目实施和运维经验，立足铅炭电池，整合锂电池资源，2019 年成功实施中广核青海离网电站、西藏措勤户用系统、西藏阿里能、西藏铁塔新能源发电系统、山东电网综合能源示范等项目；紧跟储能锂电化、市场化发展步伐，成功实施北京天城同创锂电储能、河南铁塔高效能锂电移动电源车等项目，有效拓展锂电储能市场。未来随着风光储能源结合趋势的进一步提速，公司有望利用自身在多类型储能电池上的研发和生产优势抢占更多的市场份额。

(3) 动力电源领域

动力电池领域是公司铅酸蓄电池的另一个重要应用部分，虽然营业收入占比相对较低（2019 年营业收入占比 10.5%），但是因其回款周期相对较短（一般为 1~2 个月），且公司始终秉持“三高”（高品牌、高品质、高端市场）的品牌定位，同时坚持以客户需求为导向，持续创新开拓市场并加强渠道建设，产品已成功配套林加德、丰田、力至优等多家高端叉车制造商和供应商，我们认为未来动力电源领域仍将为公司贡献稳健的业绩和现金流。

3、盈利预测

3.1、关键假设

新能源及应急储能用电池

新能源、新技术是公司的未来发展战略，公司正持续加大对多元化智慧能源综合解决方案的研发和投入，未来该项业务景气度将持续提升；储能电池端，公司立足铅炭电池并加速整合锂电池资源，目前已成功实施中广核青海离网电站、北京天城同创锂电储能等项目；未来随着风光储能源结合趋势的进一步提速，公司有望利用自身在多类型储能电池上的研发和生产优势抢占更多的市场份额，我们看好公司该项业务的长期发展，预计 20-22 年营业收入增速分别为 20%/30%/40%，毛利率维持在 20%的水平。

备用用电池

备用电池是公司的传统优势领域，公司持续深化与各大电信运营商及铁塔公司的长期战略合作关系，近期更是成功中标**中国铁塔 2020 年备电用磷酸铁锂蓄电池组产品集约化电商采购项目**；未来随着公司在 IDC 和城市轨道交通市场完成渠道营销网络搭建并稳步提升市占率，该板块营业收入有望重新回暖。预计公司备用用电池业务 20-22 年营业收入增速为-5%/10%/10%，毛利率维持 19 年 16.65%的水平。

动力用电池

公司在动力用电池业务板块布局较为稳健，始终秉持“三高”（高品牌、高品质、高端市场）的品牌定位，同时正持续创新开拓市场，重点开发主机配套业务并进一步拓展产品租赁业务，我们预计 2020 年公司动力用电池收入有望回复至 2018 年的水平，预计该板块 20-22 年营业收入增速分别为 10%/5%/5%；毛利率方面，公司动力电源成功配套丰田、力至优等多家高端叉车制造商和销售商，毛利率有望进一步提升，预计 20-22 年毛利率水平较 2019 年进一步提升至 19%的水平。

其他主营业务

公司其他主营业务保持稳健发展态势，20-22 年营业收入增速维持在 5%，毛利率维持在 26.74%。

3.2、盈利预测

根据上述关键假设，我们预测公司 20-22 年营业收入分别为 20.83/25.47/33.14 亿元，归母净利润分别为 0.62/0.84/1.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.24/0.31 元。

表 2：公司分业务盈利预测情况

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1836	1857	2083	2547	3314
YOY	7.6%	1.1%	12.2%	22.3%	30.1%
新能源及应急储能用电池	927	1128	1354	1760	2464
备用用电池	545	449	427	469	516
动力用电池	220	194	214	224	236
其他主营业务	143	85	89	94	98
营业成本	1541	1504	1677	2050	2664
新能源及应急储能用电池	775	908	1083	1408	1971
备用用电池	465	374	356	391	430
动力用电池	192	159	173	182	191
其他主营业务	108	62	65	69	72
毛利率	16.1%	19.0%	19.5%	19.5%	19.6%
新能源及应急储能用电池	16.4%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
备用用电池	14.6%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
动力用电池	12.7%	18.1%	19.0%	19.0%	19.0%
其他主营业务	24.3%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算；单位：百万元

4、估值与股价催化剂

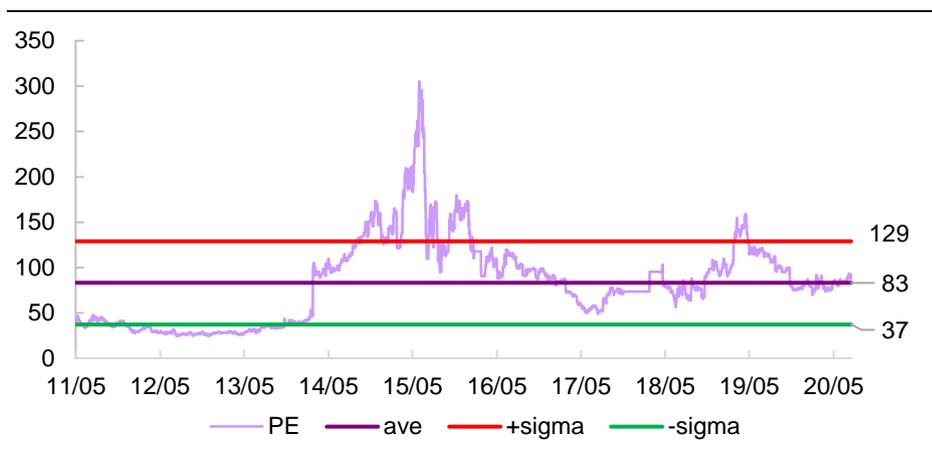
4.1、估值

历史估值

我们根据公司自 2011 年 5 月上市至今的 PE (TTM) 估值数据走势, 并与历史均值及加减一倍标准差进行比较: 公司 PE(TTM) 均值为 82, 范围 37~129。

公司上市以来盈利波动较大, 进而导致 PE (TTM) 波动较大, 我们认为公司历史估值不具有可比性, 故我们采用可比公司估值法。

图 18: 圣阳股份 PE (TTM) 历史走势



资料来源: Wind, 截至 2020 年 7 月 22 日

可比公司估值

公司主要业务为铅蓄电池相关的储能、备用、及动力电池等领域, 故我们选取可比公司亿纬锂能、国轩高科、当升科技、南都电源等四家公司作为可比公司。可比公司 2020 年 PE 为 49 倍。

表 3: A 股可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (元) 2020/7/22	EPS(元)				PE (X)				CAGR (19-22)	PEG (2020)	市值 (亿元)
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
亿纬锂能	56.50	1.57	1.10	1.41	1.74	36	51	40	32	28.23%	1.82	1039.84
国轩高科	27.06	0.05	0.40	0.54	0.68	541	68	50	40	138.70%	0.49	324.24
当升科技	33.76	-0.48	0.75	1.03	1.29	-	45	33	26	-	-	147.44
南都电源	13.99	0.42	0.44	0.45	0.45	33	32	31	31	2.33%	13.67	120.28
平均值						203	49	39	32	56.42%	5.32	
圣阳股份	5.77	0.07	0.18	0.24	0.31	85	32	24	18	66.53%	0.49	20.14

资料来源: 圣阳股份为光大证券研究所预测, 其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

根据我们的盈利预测, 公司 20-22 年归母净利润分别为 0.62/0.84/1.09 亿元, 当前股价对应 20 年 PE 为 32 倍。公司 2019 年盈利回暖, 2020 年有望持续在锂电储能领域实现突破, 同时传统业务在研发投入提升及海外市场开拓的

助力下有望稳步提升，我们看好公司在 2020 年及未来的盈利表现；但由于公司市值较小，流动性较可比公司有一定差距，审慎起见给予公司 2020 年 40 倍 PE，对应目标价 7.12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4.2、股价驱动因素

- 1. 公司锂电储能领域项目拓展超预期。**公司利用其在铅蓄电池领域的优势和营销网络将业务扩张至锂电储能领域，未来有望在两个领域实现协同，并通过铅蓄电池的优势帮助公司锂电储能业务实现更快突破。
- 2. 公司海外市场拓展超预期。**公司 2019 年首次大批量供货东南亚电新运营商高温电池、首次中标非洲铁塔公司两类电池合同，未来有望在持续在“一带一路”储能市场及东南亚、非洲等新兴通信市场实现新的突破。

5、投资评级

预计公司 20-22 年归母净利润分别为 0.62/0.84/1.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.24/0.31 元，当前股价对应 20 年 PE 为 32 倍。公司传统铅蓄电池业务稳健发展，未来锂电业务加速发展有望实现更好的业务协同，叠加公司在 IDC 及海外市场业务的持续开拓及收获，我们看好公司 2020 年及未来的盈利表现，考虑可比公司估值给予公司 2020 年 40 倍 PE，对应目标价 7.12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险分析

- 1. 市场竞争风险：**储能市场竞争日趋激烈，公司新签订单在未来存在不确定性，且盈利能力可能承压
- 2. 新冠疫情带来的业务推进风险：**疫情在上半年对公司市场开拓和订单签订造成了一定影响，下半年若海外市场疫情情况未有改善，将对公司海外业务的拓展带来一定的不确定性。
- 3. 铅价波动风险：**公司成本及毛利率受铅价影响较为明显，未来若铅价重回高位将对公司的盈利能力带来不确定性。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,836	1,857	2,083	2,547	3,314
营业成本	1,541	1,504	1,677	2,050	2,664
折旧和摊销	52	54	55	55	56
税金及附加	80	78	83	102	133
销售费用	109	125	138	173	232
管理费用	54	50	52	64	83
研发费用	36	61	69	84	109
财务费用	4	10	12	10	10
投资收益	2	-1	2	2	2
营业利润	18	25	66	90	116
利润总额	18	26	66	90	116
所得税	1	1	3	4	6
净利润	18	24	63	85	110
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	16	24	62	84	109
EPS(按最新股本计)	0.05	0.07	0.18	0.24	0.31

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-28	159	175	179	207
净利润	16	24	62	84	109
折旧摊销	52	54	55	55	56
净营运资金增加	141	-19	-2	62	120
其他	-237	100	61	-22	-78
投资活动产生现金流	-18	-26	-9	-10	-10
净资本支出	-11	-8	-12	-12	-12
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	-10	-21	3	2	2
融资活动现金流	-113	-29	-50	-29	-35
股本变化	0	-5	0	0	0
债务净变化	-96	15	-30	0	0
无息负债变化	-40	-37	40	93	148
净现金流	-155	104	116	140	161

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	16.1%	19.0%	19.5%	19.5%	19.6%
EBITDA 率	3.9%	6.5%	6.9%	6.2%	5.6%
EBIT 率	1.0%	3.6%	4.3%	4.1%	3.9%
税前净利润率	1.0%	1.4%	3.2%	3.5%	3.5%
归母净利润率	0.9%	1.3%	3.0%	3.3%	3.3%
ROA	0.9%	1.3%	3.2%	4.0%	4.6%
ROE (摊薄)	1.4%	2.0%	4.9%	6.4%	7.7%
经营性 ROIC	1.2%	4.2%	5.7%	6.6%	7.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	37%	36%	35%	37%	40%
流动比率	2.72	2.84	3.00	2.87	2.67
速动比率	2.17	2.38	2.52	2.37	2.15
归母权益/有息债务	4.52	4.35	5.09	5.35	5.69
有形资产/有息债务	6.99	6.61	7.66	8.31	9.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,913	1,911	1,976	2,136	2,368
货币资金	212	316	432	572	734
交易性金融资产	0	1	0	0	0
应收账款	752	689	656	642	626
应收票据	91	81	83	102	133
其他应收款(合计)	5	17	21	25	33
存货	267	222	240	291	380
其他流动资产	1	45	45	45	45
流动资产合计	1,332	1,378	1,486	1,688	1,964
其他权益工具	0	22	22	22	22
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	466	420	377	333	289
在建工程	3	5	6	8	9
无形资产	60	59	58	57	56
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	3	3	3	3
非流动资产合计	580	533	491	448	404
总负债	708	686	697	790	937
短期借款	0	30	0	0	0
应付账款	205	186	201	246	320
应付票据	50	57	67	82	107
预收账款	19	32	31	38	50
其他流动负债	9	0	0	0	0
流动负债合计	490	485	495	588	736
长期借款	164	148	148	148	148
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	54	54	54	54	54
非流动负债合计	218	201	201	201	201
股东权益	1,204	1,225	1,280	1,346	1,430
股本	354	349	349	349	349
公积金	577	555	562	570	581
未分配利润	284	310	357	414	486
归属母公司权益	1,185	1,206	1,259	1,325	1,408
少数股东权益	19	19	20	21	22

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5.94%	6.71%	6.60%	6.80%	7.00%
管理费用率	2.92%	2.69%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	0.22%	0.57%	0.56%	0.39%	0.29%
研发费用率	1.94%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
所得税率	3%	5%	5%	5%	5%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.03	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流	-0.08	0.45	0.50	0.51	0.59
每股净资产	3.35	3.45	3.61	3.79	4.03
每股销售收入	5.18	5.32	5.97	7.30	9.49

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	126	85	32	24	18
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	34.6	19.6	15.9	14.1	12.1
股息率	0.0%	0.4%	0.9%	1.3%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼