

2019年12月22日

证券研究报告·公司研究报告

德尔股份 (300473) 汽车

增持 (首次)

当前价: 44.66 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

品类扩张稳步推进, 静待业绩拐点

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司受国内汽车销量下滑、中美贸易战等因素影响, 业绩短期承压, 不利因素有望得到缓解。中长期来看, 一方面公司不断丰富产品线, 2015-2018年电液泵、变速器油泵营收复合增长率为 242%和 186%, 另一方面 NVH 业务亚洲市场占比仅为 1%, 有望与公司协同开拓中国市场。预计公司未来两年公司业绩复合增长率为 49%。
- **转向泵开拓后市场及商用车, 有望保持稳定。** 公司在转向泵领域的市场份额稳定在 30%左右, 乘用车领域 EPS 替换 HPS 大势所趋, 公司商用车泵收入占比逐年提高, 已与康明斯、采埃孚、通用、日产、东风汽车、一汽集团、上汽集团、陕汽、重汽、上汽红岩商用车等国内外整机厂商建立了长期稳定的配套合作关系, 在国内重卡自卸车领域的市场占有率超过 40%。面对传统能源汽车巨大的保有市场, 公司已着力开发国内外后装市场, 转向泵主业或维持稳定。
- **产品线持续丰富, 布局汽车电子领域。** 公司积极丰富产品线, 电液泵、变速箱油泵等产品相继量产, 可转债募集资金所投产品逐步释放, 保障后续订单供应。其中 2015-2018 年电液泵、变速器油泵营收复合增长率为 242%和 186%。变速器油泵获得长城汽车、吉利变速器等主流自主品牌定点, 订单释放有望带动相关业务毛利率回升。与此同时公司积极布局汽车电子领域, 包括无钥匙进入及启动系统 PEPS、ADAS、车身域控制器。其中 PEPS 已经实现量产, 并获得五十铃、江铃福特、上汽红岩的定点。
- **协同布局中国市场, NVH 业务发展潜力可观。** 2017 年公司完成对 CCI 收购, CCI 是全球知名的隔音隔热解决方案供应商。CCI 主要市场集中在欧洲和北美, 亚洲以及中国市场的营收占比仅为 1%。同时, CCI 净利率 4%左右, 对比国内 NVH 厂商具有较大提升空间。CCI 积极实施“本地化生产”战略, 目前已在廊坊和沈阳分别设立工厂, 并在上海设立了研发中心, 为进一步打开中国市场、为客户提供优质服务提供了良好的便利条件。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.79/1.31/1.74 元, 未来两年公司业绩复合增长率为 49%。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 汽车产销不及预期、中美贸易战加剧、原材料价格大幅波动等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3820.84	4001.43	4310.59	4669.80
增长率	50.37%	4.73%	7.73%	8.33%
归属母公司净利润 (百万元)	134.14	86.16	143.06	190.98
增长率	2.13%	-35.77%	66.04%	33.49%
每股收益 EPS (元)	1.22	0.79	1.31	1.74
净资产收益率 ROE	6.96%	4.36%	6.80%	8.43%
PE	36	57	34	26
PB	2.55	2.48	2.33	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 宋伟健
 执业证号: S1250519070001
 电话: 021-58351812
 邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然
 邮箱: fwr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.10
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	26.44-43.8
总市值(亿元)	49.13
总资产(亿元)	47.56
每股净资产(元)	18.25

相关研究

目 录

1 公司概况：国内领先转向泵厂商	1
2 泵类产品稳步开拓，布局汽车电子领域	3
3 布局 NVH，有望协同渗透中国市场	6
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测	8
4.2 相对估值	9
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司主营业务结构情况 (2019H1)	1
图 2: 公司历年营收变动情况	1
图 3: 公司毛利构成 (2019H)	2
图 4: 公司毛利率变动情况	2
图 5: 公司净利润历年变动情况	2
图 6: 期间费用率历年变动情况	2
图 7: 公司客户情况	3
图 8: 公司客户结构 (2018)	3
图 9: 公司前五大客户营收占比情况 (2015 年)	4
图 10: 转向泵业务历年营收情况 (亿元)	4
图 11: 转向泵历年毛利率情况	4
图 12: 电液泵业务历年营收情况 (亿元)	5
图 13: 电液泵历年毛利率情况	5
图 14: 变速箱油泵业务历年营收情况 (亿元)	5
图 15: 变速箱油泵业务历年毛利率情况	5
图 16: CCI 是全球知名的隔音隔热解决方案供应商	6
图 17: CCI 客户覆盖了全球知名汽车厂商	6
图 18: CCI 业务分区域营收	7
图 19: CCI 历年营收变动情况	7
图 20: CCI 净利率变动情况	7

表 目 录

表 1: 公司研发中心实现全球化布局	1
表 2: 转向系统分类情况	3
表 3: 分业务收入及毛利率	8
表 4: 可比公司估值	9
附表: 财务预测与估值	10

1 公司概况：国内领先转向泵厂商

德尔股份是国内领先的汽车转向泵生产商。主要产品有汽车转向泵（HPS）、齿轮泵、变速箱油泵、电动助力转向系统（EPS）电机，电液泵（EHPS）、无钥匙进入及启动系统（PEPS）、降噪（NVH）隔热及轻量化类产品等，产品广泛应用于转向、传动、制动、汽车电子等系统。公司实现全球化平台布局，分别在北美、欧洲及亚洲设有研发中心。

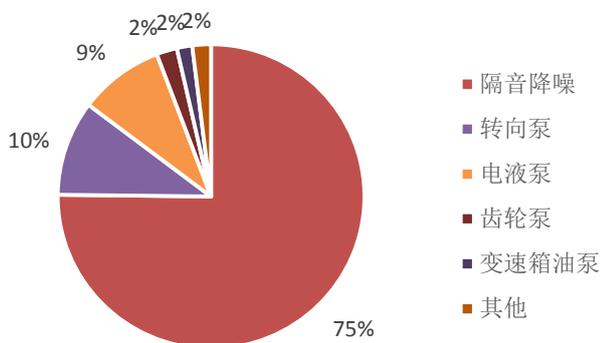
表 1：公司研发中心实现全球化布局

研发中心	研发方向
阜新研发中心	致力于转向泵、变速箱油泵、电机、电泵成套研发。
北美研发中心 I	致力于汽车无刷直流电机和电控模块的研发。
深圳研发中心	致力于汽车无刷直流电机控制器与智能辅助驾驶系统的研发。
上海研发中心 I	致力于无刷直流电机的研发。
德国研发中心	致力于提供 NVH 系统解决方案。
北美研发中心 II	致力于热成型、铝成型材料的研发。
奥地利研发中心	致力于热成型、铝成型材料的研发。
上海研发中心 II	致力于材料开发、声学优化和热动力学的研究。
日本研发中心	致力于氢燃料电池电堆和固态电池的研发。
阜新北星研发中心	致力于齿轮泵、电机齿轮泵的研发。
长春研发中心	致力于转向泵、转向油罐的研发。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：2017 年公司完成全球 NVH 解决方案优质供应商 CCI 的收购，NVH 业务成为公司最大的营收贡献点。2019 年上半年，隔音降噪、转向泵、电液泵、齿轮泵、变速箱油泵营收占比分别为 75%、10%、9%、2%、2%。2016 年之前公司主要营收来源于液压转向泵，但随着转向助力产品向电助力转向泵升级，公司营收增速有所承压。2017 年公司通过内生外延实现业务突破，外延方面收购全球 NVH 解决方案供应商 CCI，切入 NVH 领域。同时电液泵、变速箱油泵等产品的突破使得公司营收表现好于行业。

图 1：公司主营业务结构情况（2019H1）



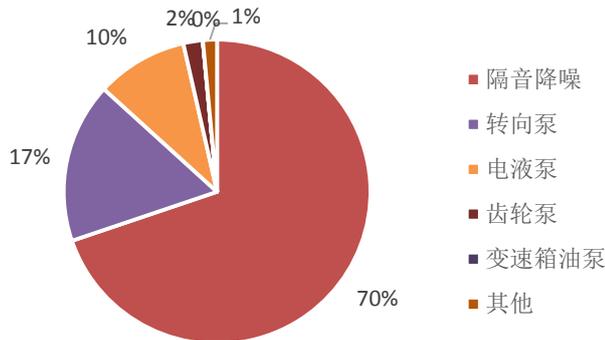
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司历年营收变动情况

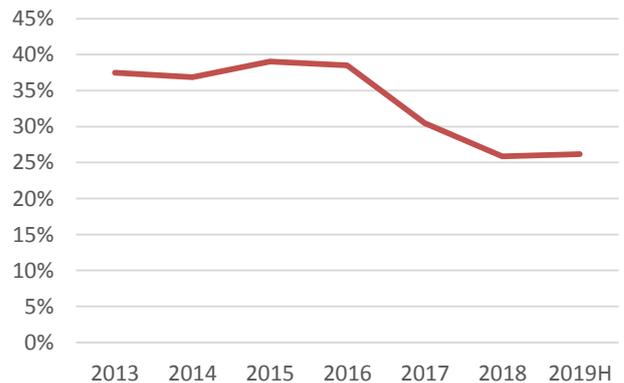


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：2019 年上半年，隔音降噪、转向泵、电液泵、齿轮泵、变速箱油泵毛利占比分别为 70%、17%、10%、2%、1%。2017 年随着 CCI 的并表以及毛利率水平较高的转向泵业务的收缩，公司毛利率水平呈现下滑态势，2019 年有所企稳。电液泵业务为公司近 2 年发展较快业务，并进入克莱斯勒 Global 平台实现量产，但随着中美贸易战加剧，公司承担了部分额外的关税导致对净利润产生较大影响。

图 3：公司毛利构成（2019H）


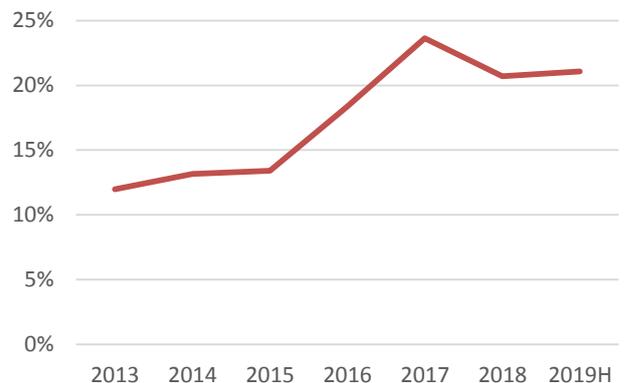
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司毛利率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司净利润历年变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

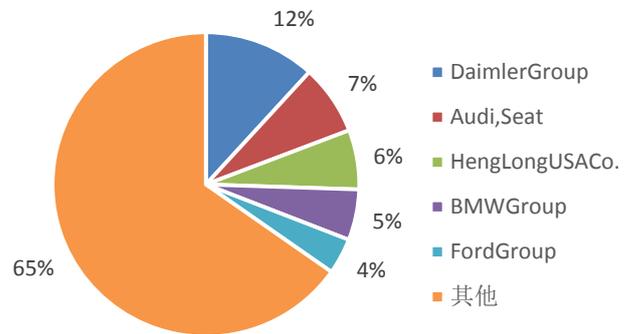
图 6：期间费用率历年变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司客户结构：并购 CCI 之前，公司主要为国内自主品牌配套转向泵产品，随着公司完成对 CCI 的收购，公司的客户结构进一步优化，截至 2018 年公司最大客户为戴姆勒集团，营收占比为 12%，同时为奥迪、宝马、福特等全球领先的汽车企业供应产品。

图 7：公司客户情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司客户结构 (2018)


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 泵类产品稳步开拓，布局汽车电子领域

目前汽车转向系统按照转向能源不同，主要分为机械转向系统 (MS)、液压助力转向系统 (HPS)、电液助力转向系统 (EHPS) 以及电动助力转向系统 (EPS)。其中 HPS 经过半个多世纪的发展，凭借其技术成熟、成本低廉、可靠性高、操纵精准、转向动力充沛等特点，广泛应用于部分乘用车、大部分商用车上。

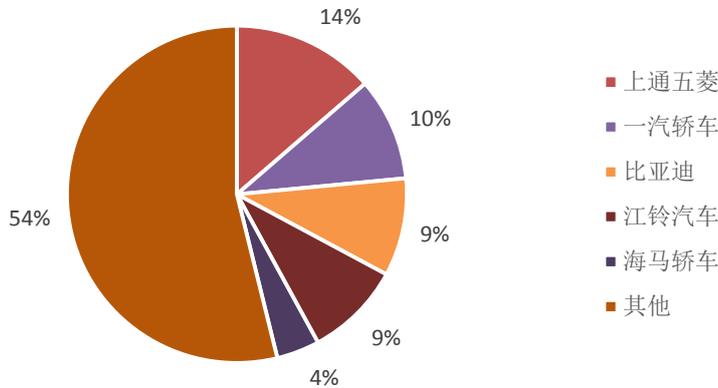
表 2：转向系统分类情况

系统名称	动力源	优点	缺点
机械转向系统	人力	结构简单，可靠性强	操作费力，稳定性、精确性、安全性无法保证
液压助力转向系统	发动机	控制精准；路感直接，信息反馈丰富；技术成熟、可靠性高，成本低；转向动力充沛，大小车辆都适用	能耗较高；操纵灵敏度、能量消耗、磨损较高、噪声较大
电液助力转向系统	电动机	能耗较低；反应较灵敏；转向助力可以根据转角、车速等参数自行调节，更为人性化	稳定性不如机械液压式；制造和维护成本较机械液压式增加
电动助力转向系统	电动机	结构精简、重量轻、占用空间少；能耗低、运行噪音低；电子系统反应灵敏、动作直接迅速；可与其他电子系统联动，提升了车辆的操控性能和主动安全表现	辅助力度有限，难以在大型车辆上使用；电子部件较多，系统稳定性、可靠性较机械液压式低；成本较高；路感信息匮乏、操控乐趣降低

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司转向泵主要配套国内自主品牌主机厂：公司为国内领先的汽车转向泵生产厂，经过多年发展，公司与上汽、一汽、比亚迪、吉利华晨等国内主要自主品牌主机厂建立了长期稳定的合作关系。2015 年公司 94% 的营收来自于液压泵，前五大客户为上汽通用五菱、一汽轿车、比亚迪、江铃汽车和海马汽车，营收占比分别为 13.6%、9.9%、9.4%、9.2% 和 4.1%。

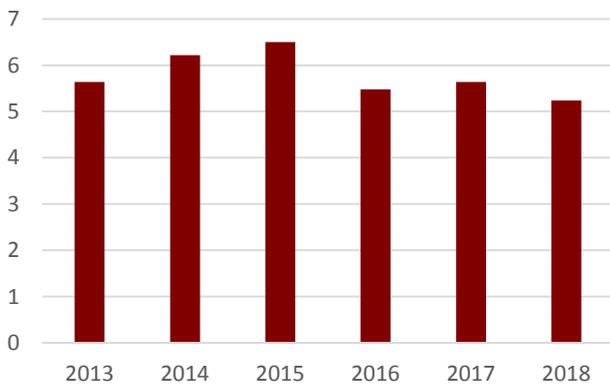
图 9：公司前五大客户营收占比情况（2015 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

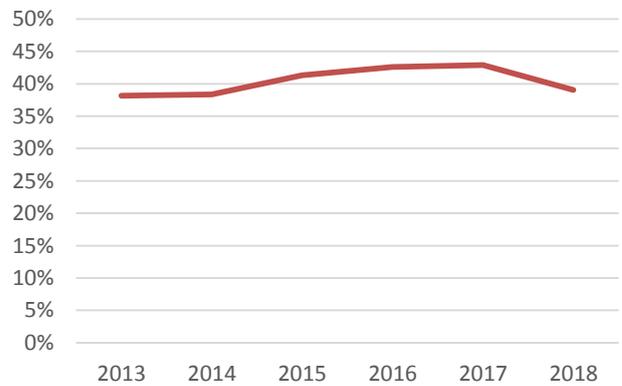
乘用车领域 EPS 替代 HPS 成趋势，转向泵主业保持稳定：相比于 HPS，EPS 具有能耗低、结构精简、重量小等特点，在汽车环保化、轻量化的大趋势下，在乘用车市场 EPS 逐步取代 HPS，已经成为汽车发展的趋势之一。而由于 EPS 辅助力度有限，难以在大型车辆上使用，因此在商用车领域，EPS 无法取代 HPS。近年来，公司商用车泵收入占比逐年提高，已与康明斯、采埃孚、通用、日产、东风汽车、一汽集团、上汽集团、陕汽、重汽、上汽红岩商用车等国内外整机厂商建立了长期稳定的配套合作关系，在国内重卡自卸车领域的市场占有率超过 40%。面对传统能源汽车巨大的保有市场，公司已着力开发国内外后装市场。因此在 EPS 逐步取代 HPS 的大背景下，公司转向泵主业或维持稳定。

图 10：转向泵业务历年营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：转向泵历年毛利率情况

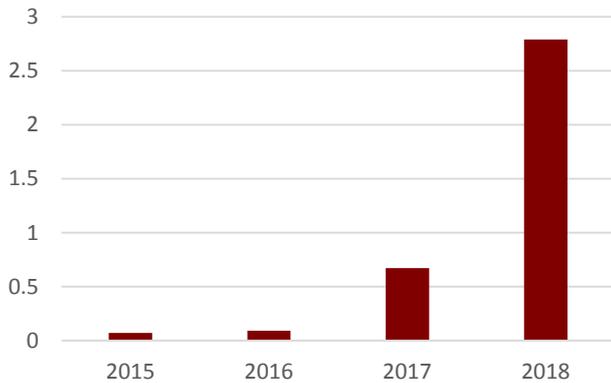


数据来源：公司公告，西南证券整理

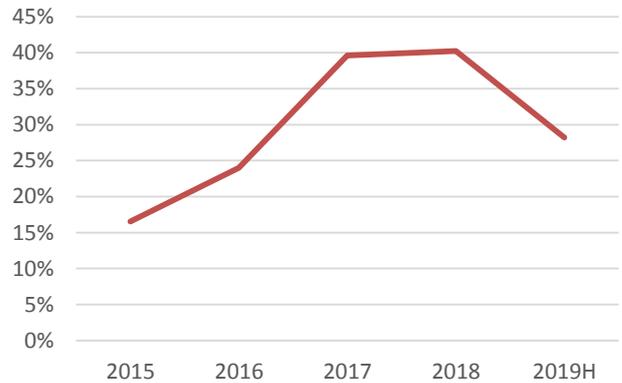
公司在做大做强主业的基础上，通过引进人才和国外先进技术成功研发出了 EPS 电机；通过结合转向泵和 EPS 电机优势技术，成功研发出了电液泵产品；通过设立美国和深圳的研发团队，开发出了直流无刷电机控制器、无钥匙进入及启动系统等汽车电子产品。经过多年的积淀，目前公司已经储备了多种新产品，在 EPS 逐步替代 HPS 的大背景下，为后续的成长奠定了基础。

电液泵 (EHPS) 为公司目前的主力产品之一，可配套于传统汽车及新能源汽车，主要竞争对手为德国 ZF、日本捷太格特公司。公司产品已批量供货于克莱斯勒 Global 平台、

厦门金龙、上汽商用车、郑州日产、江铃汽车、吉利商用车、东风柳州等汽车厂商。同时为突破产能瓶颈，2018年公司发行可转债部门资金用于新增50万台电液泵，目前该项目已顺利投建。量产后电液泵毛利率维持在40%以后，2019年上半年由于受中美贸易战影响，公司毛利率短期承压。

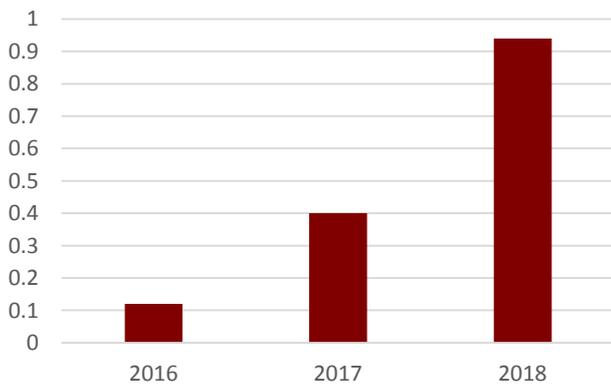
图 12: 电液泵业务历年营收情况 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

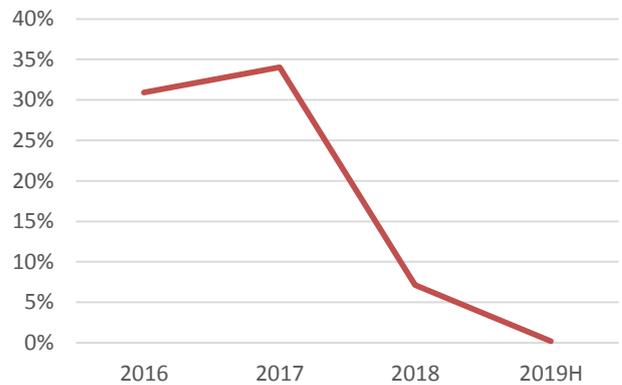
图 13: 电液泵历年毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在变速箱油泵产品方面, 公司已经为上汽变速器、南京邦奇、柳州上汽变速器、江麓容大等客户批量供货, 并获得长城汽车、吉利变速器、哈尔滨东安等定点。同时为解决产能问题, 2018年可转债募集部分资金用于新增100万台汽车自动变速箱油泵项目, 目前项目顺利实施中。2018年公司变速箱油泵业务稳步增长, 但由于产能扩张暂未产生效益, 只是变速箱油泵业务毛利率下滑, 后续随着定点项目的逐步兑现, 有望逐步恢复。

图 14: 变速箱油泵业务历年营收情况 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 变速箱油泵业务历年毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在汽车电子领域, 公司产品目前分为无钥匙进入及启动系统 PEPS、ADAS、车身域控制器 (PEPS+BCM+网关)。其中无钥匙进入及启动系统 PEPS 已实现郑州日产、江铃汽车、重庆力帆、郑州海马、国机智骏等多个整车企业的定点和批量供货。2019年上半年获得了五十铃、江铃福特、上汽红岩的定点; 并与上汽乘用车、东风商用车、奇瑞商用车完成技术对接。公司实现在 ADAS 领域布局, 全自动泊车系统已经进入样件装车调试阶段, 并获得郑州海马的定点, 预计 2019年下半年向客户交付功能样车, 2020年公司将完成 APA 的首个量产任务。

3 布局 NVH，有望协同渗透中国市场

定位隔音隔热解决方案供应商，CCI (卡酷思) 技术领先：2017 年公司完成对 CCI 收购，CCI 是全球知名的隔音隔热解决方案供应商，主要产品包括汽车减震降噪产品、绝热产品、结构加强零部件等。CCI 在隔音隔热领域技术领先，掌握大约 1000 多种材料的特性，以及包括热压成型、真空成型、聚氨酯发泡成型、冲切等诸多核心技术。能够通过新材料的使用、新工艺的改进以及新应用的匹配，不断满足客户的需求。

图 16：CCI 是全球知名的隔音隔热解决方案供应商



数据来源：公司公告，西南证券整理

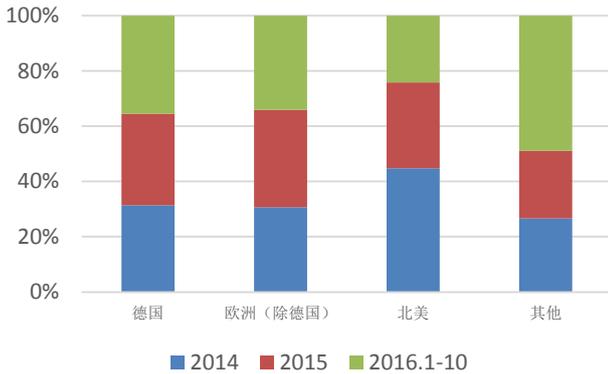
CCI 客户涵盖了全球知名汽车厂商：目前 CCI 在全球范围内拥有 10 多家生产工厂，分布在欧洲、北美和亚洲等不同地区，客户覆盖了奔驰、宝马、奥迪、福特、大众和雷诺尼桑等世界级整车企业以及 BOSCH 等知名家用及工业产品厂家。2016 年前三季度，前五大客户分别为戴姆勒 (22.4%)、奥迪/西亚特 (13.3%)、宝马 (9.6%)、大众/斯柯达 (8.1%)、福特 (7.6%)。

图 17：CCI 客户覆盖了全球知名汽车厂商



数据来源：公司公告，西南证券整理

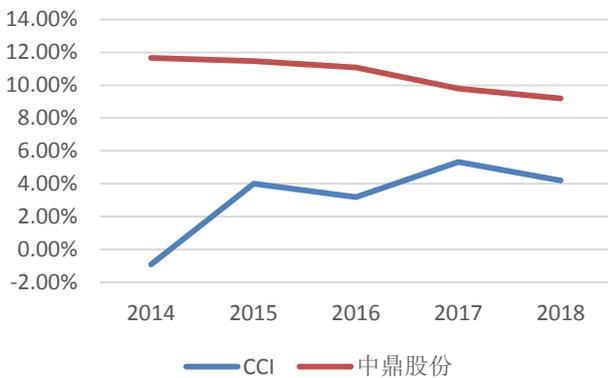
协同发展，开拓中国市场：CCI 主要市场集中在欧洲和北美，亚洲以及中国市场的营收占比很小。德尔股份深耕国内市场，客户主要为国内自主品牌主机厂，而 CCI 长期服务于奔驰、宝马、奥迪、福特、大众和雷诺尼桑等世界级汽车集团，以及博世、依莱克斯、惠尔普等国际知名工业企业。通过收购及融合，有助于 CCI 开拓国内市场。CCI 积极实施“本地化生产”战略，目前已在廊坊和沈阳分别设立工厂，并在上海设立了研发中心，为进一步打开中国市场、为客户提供优质服务提供了良好的便利条件。

图 18: CCI 业务分区域营收


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19: CCI 历年营收变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20: CCI 净利率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 受 EPS 对 HPS 的替换影响, 转向泵业务在乘用车领域的销量将持续下滑, 但公司逐步向商用车和后市开拓, 总体有望保持稳定。假设 2019~2021 年转向泵销量分别同比变动-20%/0%/0%。

假设 2: 隔音降噪业务保持稳定增长, 假设 2019~2021 年隔音降噪业务销量分别同比变动 6%/6%/6%, 价格保持稳定。同时随着整合持续推进以及中国市场的开拓, 毛利率水平稳中有升。

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
隔音降噪业务	收入	2758.7	2924.2	3099.6	3285.6
	增速	59.9%	6.0%	6.0%	6.0%
	成本	2126.4	2237.0	2355.7	2483.9
	毛利率	22.9%	23.5%	24.0%	24.4%
转向泵	收入	523.9	419.1	419.1	419.1
	增速	-7.2%	-20.0%	0.0%	0.0%
	成本	319.4	243.1	243.1	243.1
	毛利率	39.0%	42.0%	42.0%	42.0%
电液泵	收入	279.0	390.5	468.6	562.4
	增速	317.7%	40.0%	20.0%	20.0%
	成本	166.8	281.2	325.7	382.4
	毛利率	40.2%	28.0%	30.5%	32.0%
变速箱油泵	收入	93.8	93.8	140.8	211.1
	增速	135.8%	0.0%	50.0%	50.0%
	成本	87.2	93.8	105.6	139.4
	毛利率	7.1%	0.0%	25.0%	34.0%
齿轮泵	收入	73.0	76.6	80.4	84.4
	增速	33.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	50.1	53.6	56.3	59.1
	毛利率	31.3%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	92.5	97.1	102.0	107.1
	增速	2.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	82.1	82.6	86.7	91.0
	毛利率	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	3820.8	4001.4	4310.6	4669.8
	增速	50.4%	4.7%	7.7%	8.3%

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	成本	2832.1	2991.3	3173.1	3398.9
	毛利率	25.9%	25.2%	26.4%	27.2%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

公司业务较多, 我们选取零部件行业中 NVH、汽车电子相关的四家标的, 2019 年可比公司的平均 PE 为 27 倍, 2020 年平均 PE 为 21 倍, 公司当前估值略高于行业平均水平。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.79/1.31/1.74 元, 未来两年公司业绩复合增长率为 49%。首次覆盖给予“增持”评级。

表 4: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
000887.SZ	中鼎股份	8.64	0.92	0.70	0.84	0.98	9	12	10	9
601689.SH	拓普集团	17.68	1.04	0.48	0.62	0.75	17	37	29	24
603197.SH	保隆科技	34.71	0.94	1.08	1.41	1.72	37	32	25	20
603596.SH	伯特利	21.93	0.60	0.93	1.11	1.31	38	24	21	17
平均值							25	27	21	18

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

汽车产销不及预期、中美贸易战加剧、原材料价格大幅波动、CCI 国内业务开拓不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3820.84	4001.43	4310.59	4669.80	净利润	134.97	86.70	143.95	192.15
营业成本	2832.05	2991.31	3173.09	3398.93	折旧与摊销	118.49	131.66	136.32	140.90
营业税金及附加	7.93	14.94	13.76	14.88	财务费用	77.79	70.53	123.04	124.20
销售费用	140.14	144.05	155.18	168.11	资产减值损失	24.54	15.00	15.00	15.00
管理费用	460.35	600.21	646.59	700.47	经营营运资本变动	-247.21	3.42	-61.68	-22.89
财务费用	77.79	70.53	123.04	124.20	其他	15.27	-8.44	-22.81	-11.86
资产减值损失	24.54	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	123.85	298.85	333.82	437.50
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-590.88	-232.05	-242.25	-254.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	235.83	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-355.05	-232.05	-242.25	-254.10
营业利润	176.01	165.39	183.93	248.21	短期借款	-74.87	639.24	73.44	-1.84
其他非经营损益	0.50	8.00	8.00	8.00	长期借款	226.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.52	173.39	191.93	256.21	股权融资	34.03	161.86	0.00	0.00
所得税	41.55	86.70	47.98	64.05	支付股利	-62.95	-26.83	-17.23	-28.61
净利润	134.97	86.70	143.95	192.15	其他	145.73	-883.71	-123.04	-124.20
少数股东损益	0.83	0.53	0.88	1.18	筹资活动现金流净额	268.56	-109.43	-66.84	-154.66
归属母公司股东净利润	134.14	86.16	143.06	190.98	现金流量净额	57.36	-42.63	24.73	28.74
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	362.74	320.11	344.85	373.58	成长能力				
应收和预付款项	807.44	1038.54	1064.03	1144.81	销售收入增长率	50.37%	4.73%	7.73%	8.33%
存货	725.05	765.80	817.53	873.53	营业利润增长率	5.42%	-6.04%	11.21%	34.95%
其他流动资产	50.64	53.04	57.13	61.89	净利润增长率	1.05%	-35.77%	66.04%	33.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.92%	-1.27%	20.60%	15.80%
投资性房地产	46.72	46.72	46.72	46.72	获利能力				
固定资产和在建工程	1031.21	1042.93	1049.99	1052.47	毛利率	25.88%	25.24%	26.39%	27.21%
无形资产和开发支出	1471.23	1565.20	1669.38	1785.41	三费率	17.75%	20.36%	21.45%	21.26%
其他非流动资产	224.17	218.86	213.56	208.25	净利率	3.53%	2.17%	3.34%	4.11%
资产总计	4719.19	5051.20	5263.19	5546.67	ROE	6.96%	4.36%	6.80%	8.43%
短期借款	80.00	719.24	792.68	790.84	ROA	2.86%	1.72%	2.73%	3.46%
应付和预收款项	723.18	985.77	972.93	1064.05	ROIC	8.35%	3.72%	6.92%	7.95%
长期借款	287.82	287.82	287.82	287.82	EBITDA/销售收入	9.74%	9.19%	10.28%	10.99%
其他负债	1689.92	1068.05	1092.73	1123.40	营运能力				
负债合计	2780.91	3060.89	3146.16	3266.11	总资产周转率	0.85	0.82	0.84	0.86
股本	104.92	109.59	109.59	109.59	固定资产周转率	4.65	4.30	4.57	4.92
资本公积	1235.88	1393.08	1393.08	1393.08	应收账款周转率	5.76	5.00	4.65	4.82
留存收益	592.95	652.29	778.12	940.48	存货周转率	3.99	3.98	3.99	4.00
归属母公司股东权益	1920.92	1972.42	2098.25	2260.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.77%	—	—	—
少数股东权益	17.36	17.89	18.77	19.95	资本结构				
股东权益合计	1938.28	1990.31	2117.02	2280.57	资产负债率	58.93%	60.60%	59.78%	58.88%
负债和股东权益合计	4719.19	5051.20	5263.19	5546.67	带息债务/总负债	28.97%	47.20%	48.26%	46.43%
					流动比率	1.06	1.03	1.04	1.06
					速动比率	0.67	0.67	0.67	0.68
					股利支付率	46.93%	31.14%	12.05%	14.98%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	372.29	367.58	443.29	513.31	每股收益	1.22	0.79	1.31	1.74
PE	36.49	56.80	34.21	25.63	每股净资产	17.53	18.00	19.15	20.63
PB	2.55	2.48	2.33	2.17	每股经营现金	1.13	2.73	3.05	3.99
PS	1.28	1.22	1.14	1.05	每股股利	0.57	0.24	0.16	0.26
EV/EBITDA	14.67	15.53	12.99	11.15					
股息率	1.29%	0.55%	0.35%	0.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn