

投资评级：买入(首次)

天龙股份(603266)

目标价:14.4元

渐入佳境

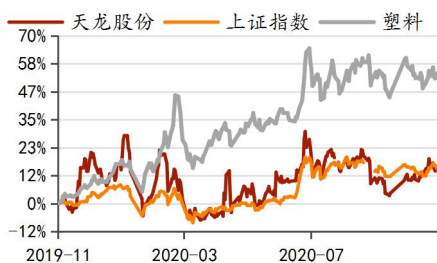
## 市场数据 2020-11-13

收盘价(元)	12.23
一年内最低/最高(元)	9.84/14.52
市盈率	29.3
市净率	2.50

## 基础数据

净资产收益率(%)	7.38
资产负债率(%)	22.3
总股本(亿股)	1.99

## 最近12月股价走势



## 联系信息

**赵成** 分析师  
 SAC证书编号: S0160517070001  
 zhaoc@ctsec.com

## 相关报告

## ● 抓住两大趋势

公司以模具为核心能力,先后拓展至消费电子、电工电器、汽车等领域,历经20年发展最终在汽车塑料零件领域具备全球竞争力,其中汽车塑料零件占公司收入比重提升至68%以上。

新能源汽车和汽车轻量化是最近5年汽车领域的两大趋势,公司紧抓2大趋势,结合自身禀赋,集中研发公关,目前已在汽车塑料功能门板、PCU核心组件IGBT多嵌件承载壳体上获得突破。

## ● 紧跟头部客户

在汽车零部件领域,主要客户为大陆汽车、博世集团、东洋电产、京滨集团、博泽集团等国际汽车零部件一级供应商,提供汽车电子控制类零部件、汽车精密塑料功能件/结构件、精密模具等产品。

传统汽车品牌包括大众、本田、丰田、宝马、奔驰、奥迪等传统汽车高端品牌;新能源汽车领域目前已批量供应给全球巨头特斯拉,国内新能源汽车巨头比亚迪、蔚来、上汽和吉利。

## ● 经营稳健扎实

公司采取极为谨慎的经营政策,目前无收购重视内生发展,因此未形成任何商誉;10年来无长期借款、上市当年即归还所有短期借款及历年现金流净额长期为正表明公司经营风格极为稳健。

上市前公司期间费用率一直维持在19%-21%的区间,截止今年3季度已下滑至16.8%,扣除财务费用影响,期间费用率呈下降趋势;公司人均销售和人均盈利能力连续三年提升均表明公司管理能力渐入佳境。

## ● 投资建议

我们预计2020-2022年公司归属于母公司的净利润为0.96/1.14/1.50亿元,对应EPS为0.48/0.57/0.75元,对应PE为25.5/21.4/16.3倍,鉴于公司业务结构渐趋优化,给予公司2020年30倍PE,调高目标价至14.4元,调高至“买入”评级。

**风险提示:**新客户开拓进度低于预期;宏观经济下行超预期

表1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	927	919	981	1,056	1,204
增长率	8.1%	-0.8%	6.7%	7.6%	14.0%
归属母公司股东净利润(百万)	67	65	96	114	150
增长率	-14.4%	-3.1%	46.8%	19.0%	31.7%
每股收益(元)	0.34	0.33	0.48	0.57	0.75
市盈率(倍)	36.2	37.4	25.5	21.4	16.3

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

## 内容目录

1、 深耕汽车电子.....	4
1.1 二十年大发展.....	4
1.2 汽车业务为主.....	4
1.3 增长引擎已现.....	6
2、 两大核心优势.....	6
2.1 模具能力强大.....	6
2.2 紧跟头部客户.....	7
3、 汽车电子大发展.....	8
3.1 新能源汽车爆发.....	8
3.2 汽车轻量化加速.....	9
3.3 汽车电子大发展.....	10
4、 两大增长动力.....	11
4.1 汽车门板业务.....	11
4.2 PCU 业务或爆发.....	12
5、 盈利预测.....	13
5.1 收入和毛利率假设.....	13
5.2 期间费用率趋势分析.....	14
6、 投资建议.....	15
6.1 给予 30 倍 PE.....	15
6.2 给予 14.4 元目标价.....	16
7、 风险提示.....	17

## 图表目录

表 1：公司财务及预测数据摘要.....	1
图表 1：天龙股份发展历程.....	4
图表 2：公司主要产品线.....	5
图表 3：历年收入和净利润情况.....	6
图表 4：汽车业务历年情况.....	6
图表 5：模具能力.....	7
图表 6：大客户情况.....	7
图表 7：获得主要客户认可.....	8
图表 8：新能源汽车历年销量和渗透率.....	9
图表 9：特斯拉历年销量.....	9
图表 10：塑料应用范围广泛.....	10
图表 11：改性塑料快速增长.....	10
图表 12：全球汽车电子规模（亿元）.....	10
图表 13：汽车电子占比.....	10
图表 14：轻量化汽车门板工艺和优点.....	11
图表 15：不同渗透率下对应的市场空间（亿元）.....	11
图表 16：PCU 产品.....	12
图表 17：新能源汽车 PCU 市场空间（单位：亿元）.....	13

图表 18: 收入和毛利率假设.....	14
图表 19: 期间费用率分析.....	15
图表 20: 天龙股份 PE-BAND.....	16
图表 21: 电子行业 PE-BAND.....	16

## 1、深耕汽车电子

### 1.1 二十年大发展

天龙股份是业内领先的精密模具、注塑、装配的一站式集成产品制造商。

2000年、2008年、2012年和2017年是公司发展的重要节点。2000年公司成立，主要从事IT行业偏转线圈隔离器，此后8年时间一直在扩充和转变产品线，先后涉及手机外壳、电工电气类塑料零件、汽车摇窗零部件等，到2008年开始公司已经形成汽车、消费电子、电工电气三大发展领域，为上市打下基础。

2012年公司变更为股份有限公司，历经5年时间2017年1月上交所上市，为公司高质快速发展奠定基础。

历经20年的发展，公司已成长为汽车领域塑料零件的头部供应商，形成以精密模具开发、高复杂度的注塑成型工艺和自动化装配技术为核心的技术能力，致力于“电子集成化、精密化、轻量化”的发展方向。

公司的发展与重视研发能力提升息息相关，目前公司及下属5家子公司为国家高新技术企业，截至2020年6月30日已取得26项发明专利和116项实用新型专利。

图表 1：天龙股份发展历程

年份	主要进展
2000	公司成立，从事研发、生产显示器偏转线圈隔离器
2001	开始生产手机外壳
2002	开始生产电工电器类塑料零件
2003	开始生产汽车摇窗零部件
2008	形成消费电子塑料零件、电工电器类塑料零件、汽车类塑料零件三大产品线
2012	变更为股份有限公司
2017	于上海股票交易所上市

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

### 1.2 汽车业务为主

以2019年收入结构来看，塑料零件业务占比为85%，是公司的核心产业，模具业务占15%。

在塑料零件业务中，汽车领域营收占塑料零件业务比重达81%，或占总收入规模的68.9%，电工电气约占总收入规模的16.2%，消费类电子逐步在退出中，目前占比几乎忽略不计。

公司在汽车类零部件业务中主要涉及电子控制系统、电子水泵、空调组件、车灯、热交换、发动机周边、油箱、门模块和电机等各个模块，结构也在不断变化中。

图表 2: 公司主要产品线



数据来源: 公司公告、财通证券研究所

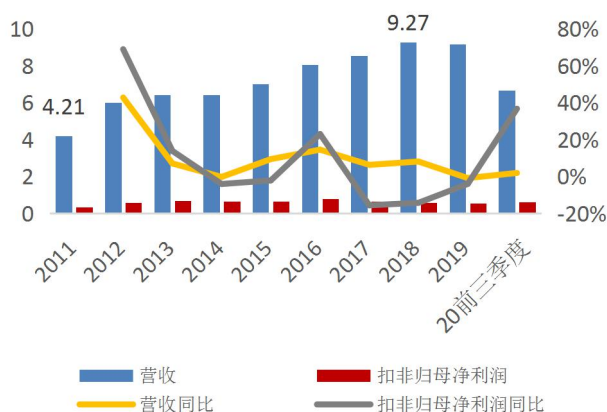
### 1.3 增长引擎已现

公司自2012年来在汽车领域的突破动作非常频繁，加上汽车行业准入到放量的规律，近7年以来，公司总体收入在汽车收入的带动下呈现稳步的增长。

2018年公司收入达到9.27亿元的阶段性高峰，较2011年增长120%，其中汽车收入由2011年的1.3亿元增长到2018年的6.4亿元，占总收入比重提升近38.2个百分点，汽车领域带来的7年复合增长率达25.6%，远高于公司总体收入增速。

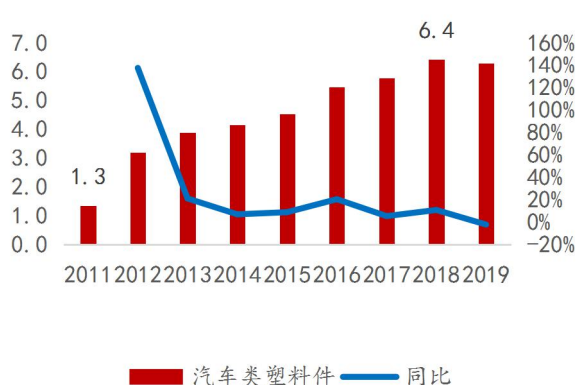
现在时点看，我们认为公司将进入新一轮的增长通道，我们在1.2部分提到公司在2015年突破汽车门板和电池壳体、2018年突破电子水泵组件、2020年突破PCU核心的IGBT多嵌件承载壳体组件。汽车轻量化、新能源汽车、智能网联汽车、无人驾驶等是汽车行业未来10-30年发展的重要趋势，公司紧抓这四种趋势，已锁定相关领域的巨头，我们判断公司会大概率保持稳健增长，2022年后业绩可能加速上扬。

图表 3：历年收入和净利润情况



数据来源：Wind资讯、财通证券研究所

图表 4：汽车业务历年情况



数据来源：Wind资讯、财通证券研究所

## 2、两大核心优势

### 2.1 模具能力强大

公司大部分塑料零件需要依靠模具成型，使得模具开发成为了塑料零件生产的基础，而模具开发又需要依照产品设计进行，根据塑料零件行业这一特点，可以从产品设计、模具开发和注塑生产三个层次划分行业的竞争层次。

具有较强的产品设计能力并能够进行模具开发且拥有足够规模的注塑生产能力的企业处于较高层次的竞争中，公司在塑料零件行业的竞争力属于较高层次。

公司的模具开发能力能长期维持优势主要来源于两点：一是团队的优质和稳定性，

公司核心模具开发人员在公司都有 10 多年的经验，核心团队在进入公司之前就在知名的外资企业从事模具行业多年；二是公司模具设备大量进口海外先进设备，不断更新。

目前公司模具业务占比一直维持在总业务收入 13%以上的水平，不仅接受客户的委托同时也在销售给同行。

图表 5：模具能力

模具设计	模具加工	模具销售
<ul style="list-style-type: none"> <li>具备自主模具设计能力，可与加工部门同时进行，缩短开发周期。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高精密注塑模具。</li> <li>可用于汽车零部件、电工电器、医疗组件、包装等领域。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>自用+外销。</li> <li>部分出口至日本、美国、德国等地。</li> </ul>

数据来源：公司官网、财通证券研究所

## 2.2 紧跟头部客户

在汽车零部件领域，主要为大陆汽车、博世集团、日本电产、博泽集团、京滨集团、马勒集团、东洋电装、法雷奥集团等国际汽车零部件一级供应商，提供汽车电子控制类零部件、汽车精密塑料功能件/结构件、精密模具等产品，上述巨头在全球汽车电子排名中均靠前，比如博世集团和大陆一直排名全球汽车电子强两名。

从最终的汽车品牌来看，公司产品最终供应厂家包括大众、本田、丰田、吉利、长城、长安、通用、沃尔沃、宝马、奔驰、奥迪等国内主流传统汽车中高端品牌。尤其值得关注的是，公司产品已进入新能源汽车产业链，目前产品已批量供应给新能源汽车全球巨头特斯拉，国内新能源汽车巨头比亚迪、蔚来、上汽和吉利。在电工电器领域，主要为施耐德、伊顿集团和合宝集团等大型国际电工电器厂商提供包括断路器结构件、面板及可编程逻辑控制器外壳、精密模具等产品。

图表 6：大客户情况



数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司在合作过程中获得客户的高度认可，获得博世授予的“全球首选供应商”，获得德国大陆公司授予的“全球优秀供应商”、“亚洲优秀供应商”、“年度供应商”等，充分说明公司的工艺水平和质量可靠性高。

图表 7：获得主要客户认可

	“Key Supplier” “关键供应商” “Loyal Partner” “忠实伙伴”
	“Global Preferred Supplier” “全球首选供应商”
	“Global Premium Supplier” “全球优秀供应商” “Top Asian Supplier” “亚洲优秀供应商” “Year Supplier” “年度供应商”
	“Special Cooperation Award” “特别协力奖” “Excellent Manufacturing Award” “制造体质强化优秀奖” “Quality Excellence Award” “质量优秀奖” “Best Quality Award” “最佳质量奖”
	“Development support Award” “开发协力奖”
	“Best Supplier” “最佳供应商” “Green Supplier” “绿色供应商”
	“Del-time Cooperation Award” “交期配合优秀奖” “Quality Improvement Award” “质量改善奖”
	“Best Service Supplier” “最佳服务供应商”
	“Win-Win Cooperation Award” “合作共赢奖”

数据来源：公司官网、财通证券研究所

### 3、汽车电子大发展

#### 3.1 新能源汽车爆发

2019 年全球新能源汽车总销量超过 200 万辆，按销量计算渗透率为 2.3%，2020 年疫情如此严重的局面下，新能源汽车仍保持强劲的增长，如 2050 年全球停售燃油车，则新能源汽车销量仍有 40 倍的发展空间。

全球新能源汽车巨头极大的带动了行业发展，自 2018 年 Q3 以来开始放量，2020 年有望突破 50 万辆，较 2019 年增长近 40%，同时根据多数主流机构预测特斯拉 2020-2025 年或仍将获得高于 40% 的复合增长率。

根据智研智能的数据我国是新能源车绝对主力，目前全球份额超过 50%。我国已将新能源汽车发展作为重要战略方向，先后多个规划文件提出新能源汽车发展目

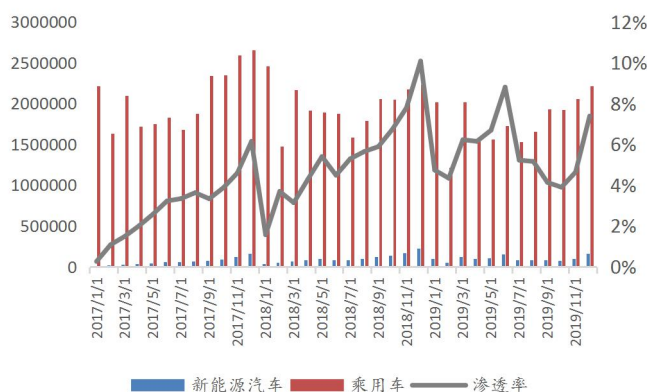


标:到2020年纯电动汽车和插电式混动汽车的生产能力达到200万辆,占比6%-7%;到2025年新能源汽车总销量达500-700万辆,占比15%-20%;到2030年新能源汽车总销量1500万辆,占比达40%。

从海外情况看,由于受到海外严格的碳排放政策,我们预计海外国家的新能源汽车增速将高于我国的增速,我们结合第三方机构数据推断2020-2025年海外整体的新能源汽车复合增长率将超过45%,欧洲或将超过50%。

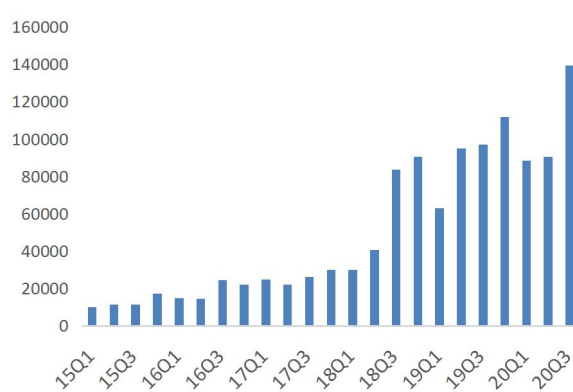
多个维度表明,新能源汽车的潮流已势不可挡。

图表 8: 新能源汽车历年销量和渗透率



数据来源: 中国汽车工业协会、财通证券研究所

图表 9: 特斯拉历年销量



数据来源: Tesla、财通证券研究所

### 3.2 汽车轻量化加速

随着各国推行强制汽车制造商降低汽车油耗的政策,汽车轻量化也就成为了各大车企的一个重要突破口。

在《中国制造2025》中关于汽车发展的整体规划中也强调了“轻量化仍然是重中之重”,“轻量化”已然成为国家的重要战略,越来越多的研究机构和汽车行业将其研究工作的重点放在汽车轻量化上。

巴斯夫公司统计结果表明,汽车每减重100kg,每百公里油耗可降低0.3~0.6L、二氧化碳排放可减少5g/km。相较于汽车的动力系统和传动系统的技术改革,轻量化是降低能耗、减少排放的最为有效的措施之一。

车轻量化的方法包括“结构轻量化、材料轻量化、工艺轻量化”三个维度。轻质新材料的应用是汽车实现轻量化的关键。为实现轻量化,世界各大汽车生产商和材料生产厂家一直致力于轻量化材料的研发,轻量化材料应用的多少已经成为衡量汽车生产技术和新材料开发水平的重要标准之一。目前用于汽车轻量化的新材料主要分为金属材料和非金属材料。

随着汽车轻量化进程的飞速发展,非金属制品的应用范围也在不断扩大,其中使用最为广泛的是塑料制品,碳纤维作为新型材料也逐步进入了汽车产业中。塑料的应用已经从内饰扩展到零件和构件上,“以塑代钢”已经成为一种趋势。国外

很多汽车产业发达地区已经将塑料制品的用量作为衡量汽车发展的重要指标。

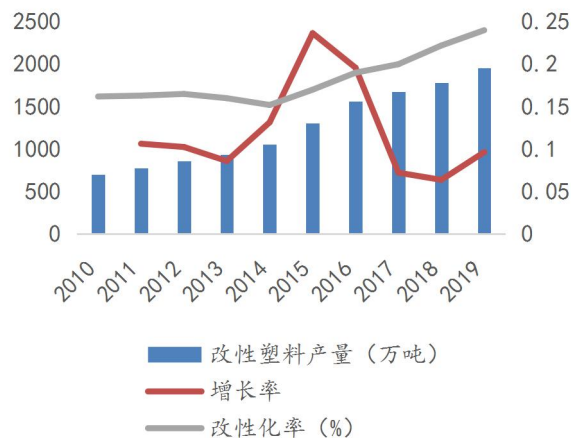
前瞻研究院数据显示我国改性塑料产量 2010 年以来一直保持增长态势，改性比例接近 25%，表明塑料在汽车行业仍有较大的提升空间。

图表 10：塑料应用范围广泛



数据来源：智研咨询、财通证券研究所

图表 11：改性塑料快速增长



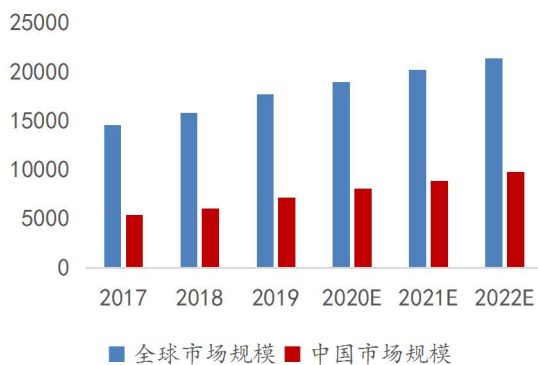
数据来源：前瞻产业研究院、财通证券研究所

### 3.3 汽车电子大发展

随着汽车发展成为智能化、信息化、机电一体化的高科技产品，电子技术在汽车上已十分广泛，无论是发动机系统、还是底盘系统、操纵系统、安全系统、信息系统、车内环境系统等都无一例外地采用了电子技术产品，且越高阶的车款比例越高，目前中高档轿车中汽车电子成本占比达到 28%，新能源汽车则高达 47%。

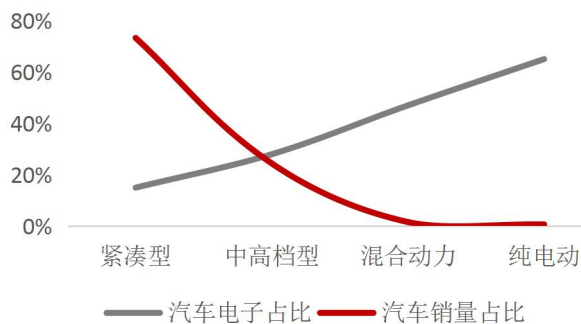
全球汽车电子规模目前已在 2 万亿元规模，我国汽车电子也超过 7000 亿元规模，我们判断 5G、无人驾驶等成熟，将使得汽车越来越智能化，未来汽车电子仍将保持增长态势。

图表 12：全球汽车电子规模 (亿元)



数据来源：盖世汽车研究院、财通证券研究所

图表 13：汽车电子占比



数据来源：Concept Engineering、财通证券研究所

## 4、 两大增长动力

### 4.1 汽车门板业务

顺应汽车轻量化的趋势，汽车车门板的材料从最早的铁板，到铝板的应用，再到现在以塑代钢的主流思路，门板的材料逐渐过渡为塑料，而且厚度不断降低。除此之外，主机厂希望将金属导轨转变为塑料导轨集成在门板上，门板承载的功能越来越多。

图表 14：轻量化汽车门板工艺和优点

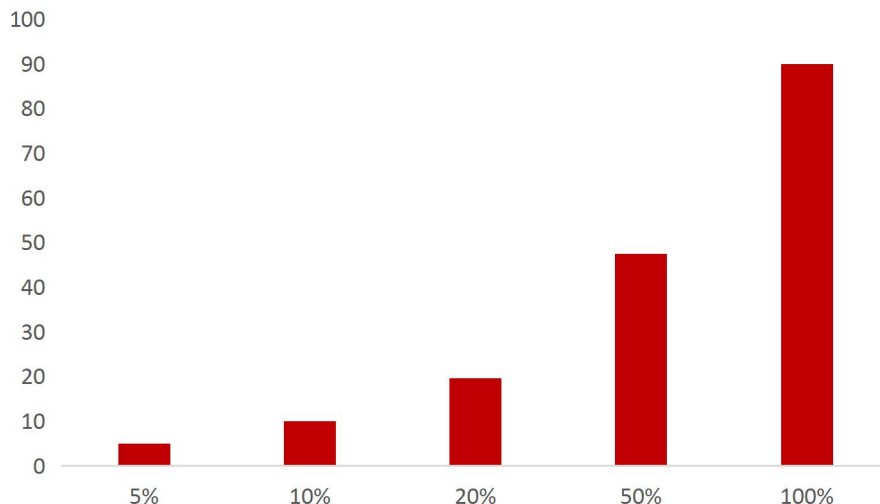


数据来源：公司官网、财通证券研究所

数据表明，塑料内门板比传统铝门板每块减重 3.2 公斤，按单车 4 个门板计算，则整车将节省 12.8 公斤的重量，进一步降低汽车每公里的耗油量和耗电量。

目前高端车型在普及中，整体渗透率仍处于较低水平，我们推断随着规模化效应明显，中低端车放量是未来 3-5 年大趋势。塑料内门板市场空间较大，在达到 50% 的渗透率时，行业空间将接近 50 亿元。

图表 15：不同渗透率下对应的市场空间（亿元）



数据来源：财通证券研究所

公司紧紧抓住汽车门板塑料化和集成化的趋势，在 2015 年开始介入汽车门板业务，截止目前年已进入麦格纳集团、博泽集团、海德世集团、恩坦华汽车这四家门板集成商供应链体系。

从格局上看，公司此项业务目前遥遥领先于双林股份和海外厂商，我们认为此项业务大概率获得高速增长。

#### 4.2 PCU 业务或爆发

为了应对新能源汽车市场增长的趋势，公司在原有产品系列的基础上，加大技术投入，重点开发应用于新能源汽车电控系统的多嵌件与注塑集成的精密结构性功能部件。

开发的应用于新能源汽车电控系统的多嵌件与注塑高度集成的精密结构性功能部件为 PCU、IPM 各功能模块承载壳体，延伸了包括 IGBT 在内的各个模块包括电路、大功率电桥、焊接 IC 引线端子等等诸多电气功能，是应用于新能源汽车 PCU 动力控制单元核心组件。

图表 16: PCU 产品

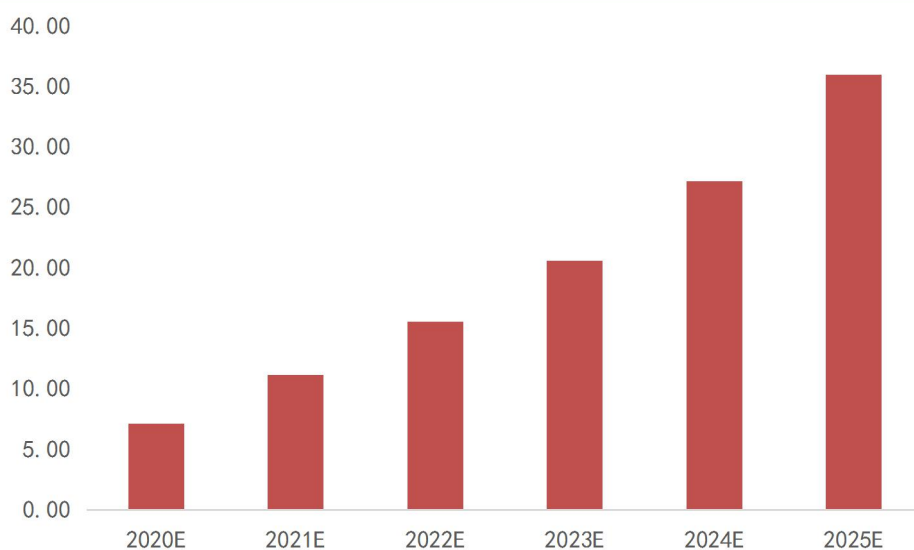


数据来源：新能源汽车网、财通证券研究所

该功能部件为 PCU 核心组件（PCU 动力控制单元是控制混合动力汽车、电动汽车在启动、加速及减速时发电用及行使用电机的控制单元），需要高度集成 160 多个不同种类金属元器件。该技术主要体现为各种金属端子、电磁环与导电铜片直接集成在传统的塑胶中，大大简化了后道工序，同时提升产品的稳定性。

2020-2025 年是新能源汽车快速普及的时期，我们认为在 PCU 单价保持稳定的情况下，2025 年行业空间有望达 35 亿元，远期来看如果渗透率达到 50%，则市场空间有望达到 100 亿元，公司单品涉及的市场空间获得极大提升。

图表 17：新能源汽车 PCU 市场空间（单位：亿元）



数据来源：财通证券研究所

竞争格局上看，领导厂商特斯拉、比亚迪等新能源车企倾向于自行研制和生产，随着新能源车迅速放量，其他品牌厂商将会释放出 PCU 市场，目前国内企业突破 PCU 市场处于早期阶段，竞争格局不明朗。

公司经过前期近 2 年反复实验验证，截止目前，该项目的大部分重点难点已经突破技术障碍，研发取得阶段性的成功，打破了国外技术垄断，预计 2022 年下半年批量生产。

我们认为公司此项业务的成长逻辑在于跟随本田新能源汽车的放量，同时公司也将在获得认可的基础上打入其他新能源车品牌，获得较高的增长速度。

## 5、 盈利预测

### 5.1 收入和毛利率假设

我们认为塑料零件中汽车业务总体增速将加速，我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 5%、10%和 20%，主要原因在于包括汽车门板、PCU 等的公司汽车新业务或将保持近 90%的复合增长率，传统汽车物料业务或将保持 5%左右的复合增速。

塑料零件中的电工和电子部分主要与下游需求相关，我们认为会保持 5%的复合增速。

模具业务一直是公司的核心竞争力所在，2018-2019 年公司此项业务保持了高于 20%以上的复合增长率，我们做保守估计认为 2020-2022 年将保持 10%的复合增速，主要原因是公司在 2020 年之前已做了大量模具销售，为 2020 年之后塑料零件业务将逐步加速，且门板业务和 PCU 目前已完成突破，后续大概率不会有较大

增长。

综上，收入角度上我们认为给与公司 2020-2022 年增速分别为 6.74%、7.6%和 14.03%。

毛利率方面：我们认为重点在于塑料零件，其中汽车塑料零件新业务或将高于现有毛利率，目前公司没有大固定资产投入，考虑逐步放量，我们认为塑料零件毛利率每年提升 0.5 个百分点；模具业务由于主要的攻关任务已结束，且历史上看模具业务毛利率曾达到过 37%，因此我们认为毛利率会稳定在 25%的水平是大概率事件。

总体上看毛利率处于上升态势，2020-2022 年分别为 26.24%、26.67%和 27.09%，每年提升 0.4 个百分点。

**图表 18：收入和毛利率假设**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	92661.1	91900.5	98093.3	105551.3	120357.5
	8.13%	-0.82%	6.74%	7.60%	14.03%
塑料零件	81430.2	78203.1	83026.2	88977.5	102126.4
yoy	6.9%	-4.0%	6.2%	7.2%	14.8%
其中：汽车	64289.5	61741.7	65741.7	70828.8	83070.2
yoy	6.9%	-4.0%	5.0%	10.0%	20.0%
汽车新业务			4000.00	6000.00	15000.00
传统汽车塑料	64289.5	61741.7	61741.7	64828.8	68070.2
其中：电工和电子	17140.7	16461.4	17284.5	18148.7	19056.2
yoy	6.9%	-4.0%	5.0%	5.0%	5.0%
模具销售	9693.8	12506.0	13756.6	15132.2	16645.5
yoy	19.7%	29.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	1537.0	1191.4	1310.5	1441.6	1585.7
yoy	6.6%	-22.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	25.53%	25.62%	26.24%	26.67%	27.09%
塑料零件	25.58%	25.71%	26.00%	26.50%	27.00%
模具销售	22.22%	22.27%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	44.26%	54.75%	54.75%	54.75%	54.75%

数据来源：财通证券研究所

## 5.2 期间费用率趋势分析

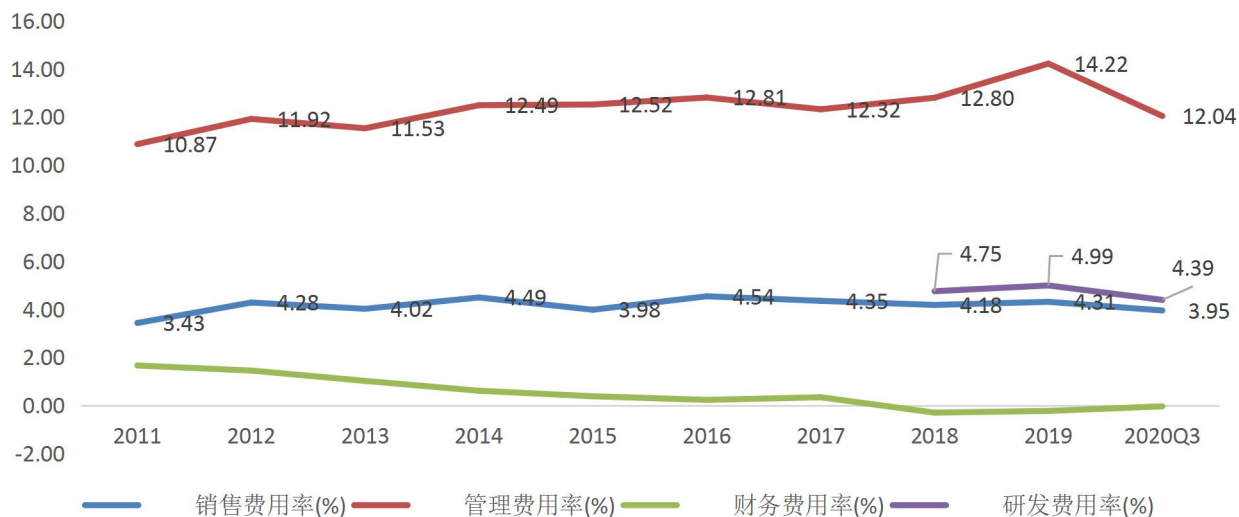
公司管理费用率 10 年来处于提升态势，2019 年最高值为 14.22%，较 2011 年提升 3.35 个百分点，但从 3 季度同期比较来看 2020 年 Q3 已同比下降 1.41 个百分点，说明公司内部效率在提升，我们预期 2020-2022 年或将稳步微服下降维持在 9-11%的区间。

销售费用率 10 年来没有较大波动，一直在 3.43%-4.1%区间波动，2020Q3 数据显示消费费用率同比下滑 0.25 个百分点，随着公司知名度进一步提升，我们预计

2020-2022 年销售费用率将保持稳定，或将维持在 3.5%左右的水平。

研发费用率近 5 年来保持上升态势，2019 年 4.99%的水平，2020 年同比保持下滑态势，我们判断主要是 2015 年以来业务投入较大研发，目前主要攻坚任务已完成突破，费用率短暂下滑后后续或将维持在 5%的水平。

图表 19：期间费用率分析



数据来源：Wind资讯、财通证券研究所

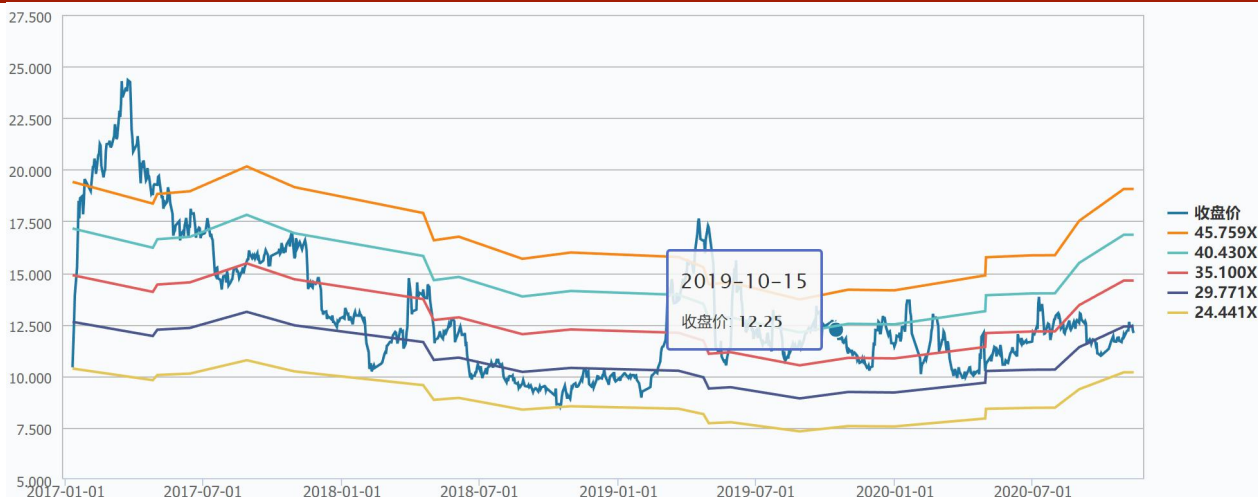
## 6、投资建议

### 6.1 给予 30 倍 PE

#### ➤ 公司 PE-BAND

我们提取公司上市以来的 PE-BAND 曲线，发现公司绝大多数时间的 PE 水平保持在 24.44 倍以上水平，多数时间维持在 29.8 倍以上的水平，考虑到公司未来 3 年业绩增速将加速，我们倾向于给与公司 30 倍 PE 水平。

图表 20: 天龙股份 PE-BAND

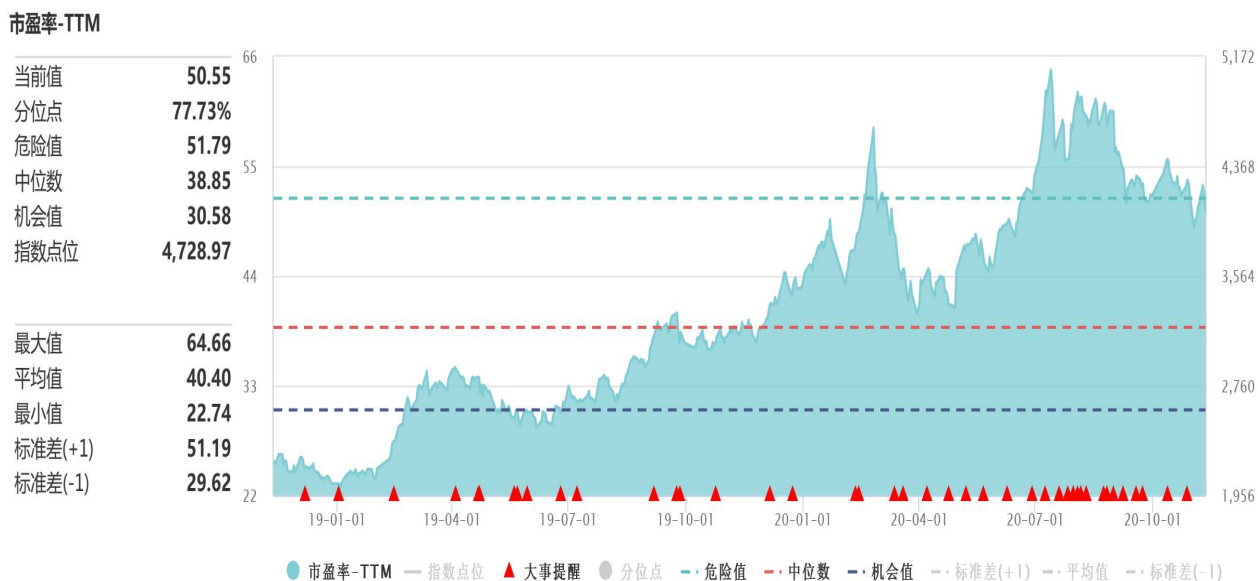


数据来源: Wind资讯、财通证券研究所

➤ 电子行业估值

考虑到公司汽车电子业务占比将逐步提升, 2022年后或将快速提升, 我们提取了电子行业近2年来的整体PE水平, 目前电子行业平均值维持40.40倍水平, 我们认为公司电子属性将越来越明显, 电子行业的PE水平参考性会更为准确。

图表 21: 电子行业 PE-BAND



数据来源: Wind资讯、财通证券研究所

6.2 给予 14.4 元目标价

我们预计 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 0.96/1.14/1.50 亿元, 对应 EPS 为 0.48/0.57/0.75 元, 对应 PE 为 25.5/21.4/16.3 倍, 鉴于公司业务结构渐趋优化, 给予公司 2020 年 30 倍 PE, 调高目标价至 14.4 元, 调高至“买入”



评级。

## 7、风险提示

新客户开拓进度低于预期；

宏观经济下行超预期；

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>927</b>	<b>919</b>	<b>981</b>	<b>1,056</b>	<b>1,204</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	690	684	723	774	878	营业收入增长率	8.1%	-0.8%	6.7%	7.6%	14.0%
营业税费	6	6	7	7	8	营业利润增长率	-5.8%	-13.2%	49.8%	23.2%	31.1%
销售费用	39	40	39	37	36	净利润增长率	-14.4%	-3.1%	46.8%	19.0%	31.7%
管理费用	75	85	108	106	108	EBITDA 增长率	29.3%	0.2%	-0.5%	19.0%	27.8%
财务费用	-3	-2	-	-	-	EBIT 增长率	33.7%	-2.5%	-5.1%	23.2%	31.1%
资产减值损失	5	-2	2	5	5	NOPLAT 增长率	-13.7%	-5.9%	42.0%	23.2%	31.1%
加: 公允价值变动收益	-	0	-	-	-	投资资本增长率	10.2%	-16.9%	-109.6%	-866.4%	-120.7%
投资和汇兑收益	5	7	7	7	7	净资产增长率	5.6%	5.1%	4.4%	8.2%	9.2%
<b>营业利润</b>	<b>83</b>	<b>72</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>175</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0	-0	4	4	4	毛利率	25.5%	25.6%	26.2%	26.7%	27.1%
<b>利润总额</b>	<b>84</b>	<b>72</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>179</b>	营业利润率	9.0%	7.9%	11.1%	12.7%	14.6%
减: 所得税	12	6	17	21	27	净利润率	7.2%	7.1%	9.7%	10.8%	12.4%
<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>96</b>	<b>114</b>	<b>150</b>	EBITDA/营业收入	16.9%	17.1%	15.9%	17.6%	19.7%
						EBIT/营业收入	12.6%	12.4%	11.1%	12.7%	14.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	114	112	924	542	1,105	固定资产周转天数	83	87	75	58	44
交易性金融资产	-	126	-	-	42	流动营业资本周转天数	173	161	18	-9	-25
应收账款	300	360	103	366	136	流动资产周转天数	301	322	364	401	389
应收票据	33	35	-	-	-	应收账款周转天数	111	129	85	80	75
预付账款	16	8	1	9	2	存货周转天数	67	75	36	36	36
存货	190	192	5	205	33	总资产周转天数	414	446	491	526	512
其他流动资产	152	9	107	89	69	投资资本周转天数	264	255	98	64	51
可供出售金融资产	15	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	7.1%	10.1%	11.1%	13.4%
长期股权投资	7	6	6	6	6	ROA	6.5%	5.7%	6.4%	7.4%	8.3%
投资性房地产	2	1	1	-	-	ROIC	10.7%	9.1%	15.6%	-200.9%	34.4%
固定资产	226	220	188	153	138	<b>费用率</b>					
在建工程	15	18	73	140	223	销售费用率	4.2%	4.3%	4.0%	3.5%	3.0%
无形资产	7	6	11	15	18	管理费用率	8.0%	9.2%	11.0%	10.0%	9.0%
其他非流动资产	25	82	84	56	68	财务费用率	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,101</b>	<b>1,174</b>	<b>1,504</b>	<b>1,581</b>	<b>1,841</b>	三费/营业收入	11.9%	13.3%	15.0%	13.5%	12.0%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	147	173	235	187	291	资产负债率	21.1%	22.3%	36.6%	34.8%	38.8%
应付票据	39	37	4	5	5	负债权益比	26.8%	28.6%	57.8%	53.3%	63.5%
其他流动负债	37	40	234	273	317	流动比率	3.61	3.37	2.41	2.61	2.26
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.76	2.60	2.40	2.16	2.21
其他非流动负债	10	11	78	85	102	利息保障倍数	-42.50	-54.45			
<b>负债总额</b>	<b>232</b>	<b>261</b>	<b>551</b>	<b>550</b>	<b>715</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	19	2	2	5	8	DPS(元)	0.07	0.07	0.29	0.19	0.29
股本	140	199	199	199	199	分红比率	20.8%	21.4%	60.0%	34.1%	38.5%
留存收益	709	714	752	827	919	股息收益率	0.6%	0.6%	2.4%	1.6%	2.4%
<b>股东权益</b>	<b>868</b>	<b>913</b>	<b>953</b>	<b>1,031</b>	<b>1,126</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EPS(元)	0.34	0.33	0.48	0.57	0.75
净利润	72	67	96	114	150	BVPS(元)	4.27	4.58	4.78	5.16	5.62
加: 折旧和摊销	43	48	48	52	62	PE(X)	36.2	37.4	25.5	21.4	16.3
资产减值准备	5	5	5	5	5	PB(X)	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2
公允价值变动损失	-	-0	-	-	-	P/FCF	2,003.6	13.1	3.3	-6.5	3.6
财务费用	-0	-0	-	-	-	P/S	2.6	2.6	2.5	2.3	2.0
投资收益	-5	-8	-7	-7	-7	EV/EBITDA	10.0	13.5	9.1	9.9	5.2
少数股东损益	4	2	-	3	3	CAGR(%)	17.8%	31.7%	4.9%	17.8%	31.7%
营运资金的变动	-31	58	674	-426	583	PEG	2.0	1.2	5.2	1.2	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>63</b>	<b>85</b>	<b>815</b>	<b>-259</b>	<b>795</b>	ROIC/WACC	1.0	0.9	1.5	-19.1	3.3
投资活动产生现金流量	-44	-49	52	-85	-174	REP	2.2	4.1	-17.0	-0.2	-4.2
融资活动产生现金流量	-25	-31	-54	-39	-58						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。