

四通新材

300428

审慎增持 (首次)

低估值中间合金龙头，高端转型续力成长

2019年10月16日

市场数据

市场数据日期	2019-10-16
收盘价(元)	13.42
总股本(百万股)	578.37
流通股本(百万股)	138.05
总市值(百万元)	7761.72
流通市值(百万元)	1852.62
净资产(百万元)	3583.58
总资产(百万元)	6854.23
每股净资产	6.20

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6755	7723	8530	9783
同比增长(%)	7.9%	14.3%	10.5%	14.7%
净利润(百万元)	390	434	502	584
同比增长(%)	-3.7%	11.2%	15.8%	16.3%
毛利率(%)	19.0%	21.1%	22.0%	22.2%
净利率(%)	5.8%	5.6%	5.9%	6.0%
净资产收益率(%)	13.4%	12.3%	12.7%	13.1%
每股收益(元)	0.67	0.75	0.87	1.01
每股经营现金流(元)	1.10	1.86	3.36	5.47

相关报告

分析师:

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

苏东

sudong@xyzq.com.cn

S0190519090002

研究助理:

投资要点

- **业务纵深拓展，集团资产助力，行业龙头地位稳固。**公司以功能性中间合金新材料业务起家，为了加速推进全球战略，2018年收购下游铝合金轮毂制造商立中股份，实现“双轮驱动”。公司传统业务功能性新材料业务毛利率较低，随着下游铝合金车轮轻量化业务的拓展，将更好的实现产业整合，发挥协同效应，稳步推进公司全球化战略的顺利进行。公司实控人为臧氏家族，合计持股76.78%。
- **中间合金业务稳步提升，高附加值市场决定未来成长。**目前国内铝材市场呈现低端产能过剩，高端产品与高精尖配件主要依赖进口的格局。因此，高附加值市场决定未来成长。公司此时加速推进2.5万吨高端晶粒细化剂项目与钛合金及高温合金项目，将更好的巩固其国内龙头地位，拓展军用市场与海外市场，依靠行业技术领先的优势，实现全球化战略。预计2.5万吨高端晶粒细化剂项目与钛合金及高温合金项目将分别给公司增利1亿元和2亿元。
- **拓展下游产业链，进军铝合金车轮轻量化市场。**公司收购大股东旗下资产——立中股份，正式进军铝合金车轮轻量化领域。立中股份是目前国内少有能进入整车配套市场(OEM)的企业之一，是国内仅次于中信戴卡的车毂生产企业。公司除注入优质资产外，为扩大铝合金车轮轻量化业务市场占有率，公司拟通过募投资金加码铝合金车轮轻量化业务和智能工厂建设，巩固新能源市场拓展高端客户，以及高、低端产品生产结构改革等措施，进一步强化龙头地位。但从行业地位、估值和市值来看，低估明显。
- **盈利预测与评级:**预计公司2019-2021年归母净利润4.34亿元、5.02亿元和5.84亿元，同比增长11.2%、15.8%、16.3%，EPS分别为0.75元、0.87元和1.01元，以2019年10月16日收盘价13.42元为基准，对应PE分别为17.9倍、15.5倍和13.3倍。给予公司“审慎增持”的评级。

风险提示: 2.5万吨高端晶粒细化剂项目未能按时达产; 汽车行业持续低迷。



目 录

1、业务纵深拓展，集团资产助力，行业龙头地位稳固.....	3 -
2、中间合金市占率稳步提升，高附加值市场决定未来成长.....	6 -
2.1 中间合金业务稳步发展，核心技术升级打开高端市场.....	6 -
2.2 高附加值市场需求旺盛，高端产能释放抢占先机.....	7 -
3、拓展下游产业链，进军铝合金车轮轻量化市场.....	9 -
3.1 布局新能源市场，紧跟政策红利.....	9 -
3.2 募投项目加速铝合金车轮轻量化布局.....	10 -
3.3 加大高端产品输出，调整产品生产结构.....	11 -
4、盈利预测.....	11 -
5、风险提示.....	12 -

图表目录

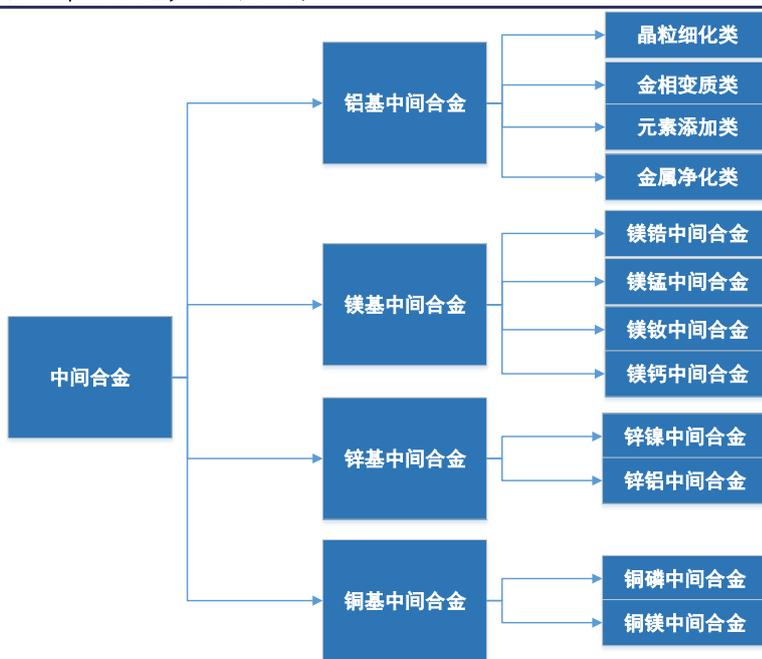
表 1、行业主要公司对比.....	8 -
表 2、高端项目新增利润的预估情况.....	8 -
表 3、轮毂上市公司情况对比.....	10 -
表 4、募投项目预计新增利润（亿元）.....	11 -
表 5、轮毂业务结构调整.....	11 -
表 6、中间合金业务预测.....	11 -
表 7、铝合金车轮轻量化业务预测.....	12 -
图 1、功能性中间合金产品分类图.....	3 -
图 2、铝合金车轮轻量化领域主要客户.....	4 -
图 3、立中集团旗下核心资产.....	5 -
图 4、海外布局情况.....	5 -
图 5、中间合金业务营收情况（万元）.....	6 -
图 6、业务结构调整前.....	7 -
图 7、业务结构调整后.....	7 -
图 8、低端铝材产能过剩，高端铝材需求广泛（万吨）.....	7 -
图 9、资产注入后营业收入大幅提升（万元）.....	9 -
图 10、资产注入后归母净利大幅提升（万元）.....	9 -
图 11、乘用车售后市场轮毂需求（万只）.....	10 -
图 12、商用车售后市场轮毂需求（万只）.....	10 -

报告正文

1、业务纵深拓展，集团资产助力，行业龙头地位稳固

- **功能性中间合金新材料起家，自主研发助推国产替代。**公司是专业研发、制造、销售金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等功能性中间合金新材料的国家级高新技术企业，是国内最大的中间合金生产企业之一。经过多年的技术及产品研发，部分产品在技术指标上达到了国际先进水平，取得了41.59%的国内市场份额，并逐步替代部分进口产品。主要产品有：铝基合金、铜基合金、镍基合金、锌基合金等多个系列，产品种类达140多种，广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、工业和建筑铝型材、食品医药包装等众多领域。产品市场分布于中国、欧洲、北美、南美、日本、韩国、中东及东南亚等国家和地区。

图 1、功能性中间合金产品分类图

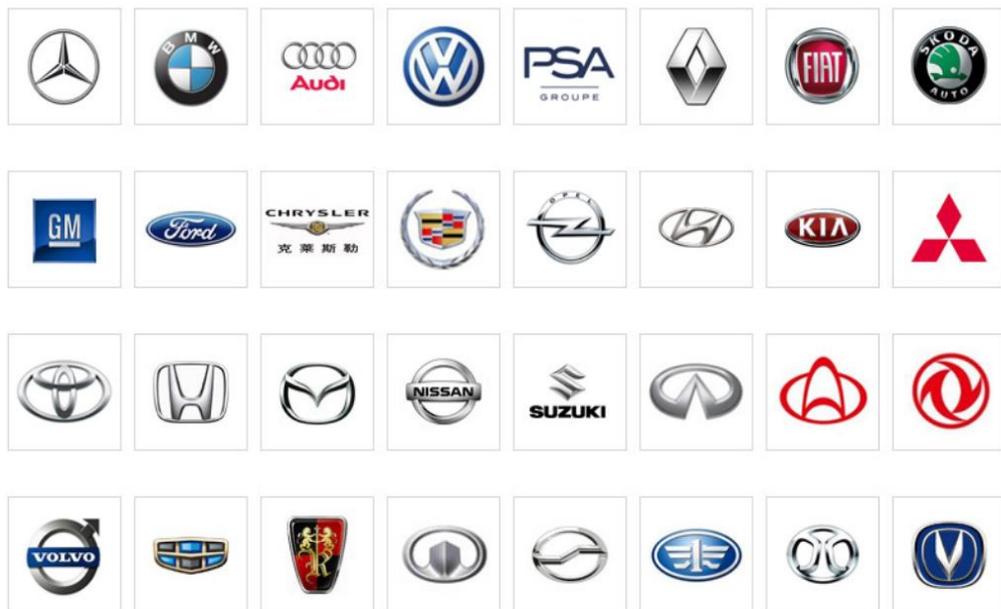


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **集团资产注入，拓展铝合金轮毂业务。**2018年，公司收购大股东旗下天津企管100%的股权和立中集团股份4.52%的股权，收购后公司正式进军铝合金车轮轻量化市场，拓展铝合金轮毂业务。立中股份是国内仅次于中信戴卡的轮毂、车轮轻量化生产企业，是国内少有能进入整车配套市场（OEM）的企业之一，拥有铝合金轮毂的产能为1900万只。产品成型工艺包括：低压铸造、“低压铸造+旋压”、液态模锻、固态锻造等，产品种类有全涂产品、亮面产品、抛光产品、镶件产品、套色产品等。公司铝合金车轮轻量化产品拥有400多个品种、2000多个规格型号，产品出口覆盖亚洲、欧洲、美洲、澳洲等区域，已成为宝马、奥迪、奔驰、大众、通用、福特、克莱斯勒、菲亚特、PSA&

欧宝、现代&起亚、尼桑、马自达、三菱、铃木等国际著名汽车厂商全球采购供应商，在国际市场上积累了较高的信誉，具有较强的国际竞争力和广阔的发展前景。在国内市场方面，公司直接为长城汽车、吉利汽车、上汽集团、北京汽车、东风汽车、长安汽车、上汽通用、一汽通用、华晨宝马、北京现代、东风雷诺、长安马自达、郑州日产等知名厂商配套供货，并通过长期的合作，与客户建立了良好的合作关系。

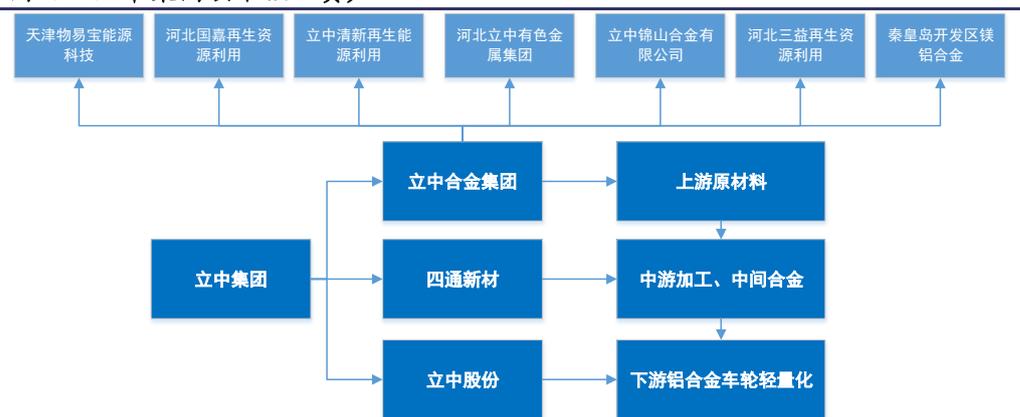
图 2、铝合金车轮轻量化领域主要客户



资料来源：立中集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司实际控制人为臧氏家族，合计持股 76.78%。臧氏家族旗下共 3 块核心资产：立中合金集团、立中股份、四通新材，三块资产被统称为“立中集团”。2018 年四通新材收购立中股份。尚未注入上市公司的天津立中合金集团注册资本 1.5 亿元，旗下拥有三家全资再生能源子公司以及四家控股子公司，总投资金额高达 4.95 亿元。

图 3、立中集团旗下核心资产



资料来源：天眼查，兴业证券经济与金融研究院整理

- **全球战略稳步推进。**公司自成立以来，以国内市场为基础，稳步推进国内配套业务，以国际市场为目标，加速海外配套业务的拓展，在市场开拓与客户开发方面都呈现出全球化的发展趋势。同时，在全球汽车工业产业链向发展中国家和地区转移的大背景下，公司抓紧机遇，在国内实现了向中高端汽车厂配套的业务市场布局，在海外市场，完成了北美、欧洲、亚太全覆盖的业务市场布局。公司全球布局也能合理规避地缘政治敏感带来的业绩波动，例如：正在扩建的泰国工厂二期计划以及计划建设的墨西哥工厂项目将为公司有效避开中美贸易冲突带来的关税困扰。

图 4、海外布局情况



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、中间合金市占率稳步提升，高附加值市场决定未来成长

2.1 中间合金业务稳步发展，核心技术升级打开高端市场

- **营收、毛利持续增长，中间合金业务良性发展。**公司中间合金业务的营收规模从 2014 年的 6.73 亿元稳步提升至 2018 年 11.18 亿元，复合增长率高达 13.53%；毛利从 2014 年的 9403.23 万元稳步提升至 2018 年的 1.39 亿元，复合增长率高达 10.22%。

图 5、中间合金业务营收情况（万元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

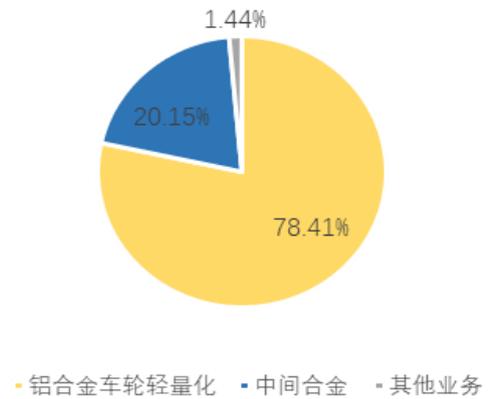
- **业务结构调整，协同效应巩固细分行业龙头地位。**公司自上市至 2017 年，中间合金业务收入占比维持 94% 以上，为 2018 年之前公司核心利润来源。2018 年公司收购天津立中股份，成功切入铝合金车轮轻量化领域。从 2019H1 来看，铝合金车轮轻量化业务收入占比高达 78.41%，中间合金业务收入占比下降至 20.15%。并且由于中间合金业务毛利率长期维持 13% 左右，铝合金车轮轻量化业务毛利率高达 22.15%。汽车轻量化业务的注入有效改善公司毛利率低下的局面。随着双主营业务高端领域的拓展，未来毛利率有望更上一步。
从业务协同发展来看，四通新材具有多年研发经验、较强的新材料研发实力和先进的研发生产设备，能够显著帮助下游铝合金车轮轻量化领域提升材料的相关性能，有效降低自重。而立中股份拥有优质的客户资源、领先的生产工艺、较强的设计能力和过硬的质量控制，交易双方将“新材料研发优势”、“领先的生产工艺”和“优质的客户资源”结合起来，形成集研发、工艺、客户资源为一体的综合竞争优势。

图 6、业务结构调整前



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、业务结构调整后

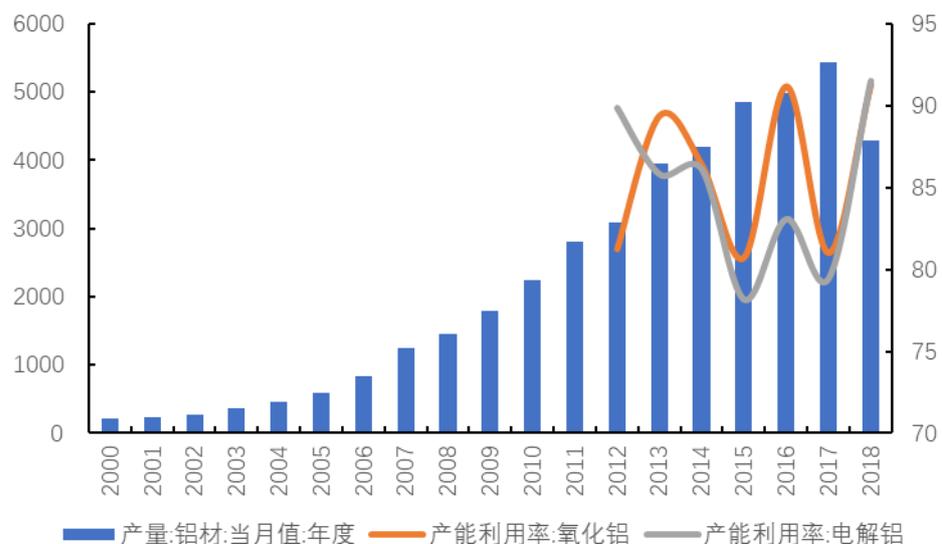


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 高附加值市场需求旺盛，高端产能释放抢占先机

- **高附加值产品依赖进口，国产替代空间巨大。**从 2018 年铝材的数据来看，全年铝材产量 4556.4 万吨，综合产能利用率为 78.53%，但氧化铝产能利用率却高达 91.31%，电解铝产能利用率高达 91.49%。铝材市场出现严重的**低端铝材产量过剩，高端铝材和高精尖加工产品依赖进口的格局**。这一现象主要是由于低端产品技术门槛低、同质性强、需求缺乏增长动力所致。而航空航天、新能源、铁路建设等高端铝材需求，随着科技进步与政策催动不断提升。公司通过外部收购已填补技术缺失，不断拓展全球高端市场。在贸易摩擦背景下，国内对美国 KBAloys、英国 LSM 等高端产品的需求或由国内技术龙头进行填充，国产替代空间巨大。

图 8、低端铝材产能过剩，高端铝材需求广泛（产量:万吨；产能利用率:%，右轴）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **国内行业龙头，国际市占率将随技术提高而逐步提升，高端产能及时释放或抢占先机。**国内目前铝基中间合金龙头企业主要有四通新材、云海金属、深圳新星三家。从现有产能情况来看，四通新材已建成产能 6.9 万吨，为三家之首（云海金属虽拥有合计 18 万吨的总产能，但铝基中间合金产能仅 1.5 万吨）。从三家国内需求占比和全球需求占比来看，四通新材都稳居榜首。其中，三家产量合计占全球需求量的 52.76%、占比国内需求量的 95.93%，主要产能集中于四通新材和深圳新星，从目前全球和国内供给结构来看，四通新材对国际高端铝材的定价具有一定的话语权。从扩产计划来看，四通新材目前正在建设的 2.5 万吨高端晶粒细化剂项目预计 2020 年达产，首期达产规模 1.5 万吨，未来两年预计形成 8.9 万吨的总产能，随着高端需求的不断释放，四通新材在该领域产能的不断填充，中间合金业务成长可期。

表 1、行业主要公司对比

名称	产能（吨）	2018 年产量（吨）	全球需求占比	国内需求占比	在建产能规模	预计达产时间
四通新材	69000	46000	22.87%	41.59%	25000	2020
云海金属	180000	15000	7.46%	13.56%	0	-
深圳新星	60000	45100	22.43%	40.78%	60000	2020

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **高端产品与航空定制化产品，续力企业成长。**由于高端晶粒细化剂市场技术门槛较高、配套设备成本较大，新进入者受挤压较强，但会提升其议价能力。目前，细分行业内生产厂商较少，有生产能力的厂商主要包括：英国 LSM、美国 KBAlloys、荷兰 KBM 以及深圳新星，由于产能跟不上市场对高端产品的需求，导致高端市场需求紧俏。而四通新材收购英国海湾进口有限公司，通过获取该公司的核心技术，已经掌握世界上性能最高的晶粒细化剂产品生产技术，再叠加“2.5 万吨高端晶粒细化剂项目”的推进，公司意在用技术领先的优势和高端产能的及时释放抢占市场。据修武圣昊铝业有限公司披露，深圳新星 ALMAT 级产品加工费为 2 万元/吨，其平均毛利率在 20% 左右，预计 2020 年该项目投产可新增利润 1 亿元左右。除此，公司目前已建成国内领先的钛合金及高温合金用中间合金生产线，产能 2000 吨/年，未来将逐步释放产能，产品主要应用于军工、航天等高端、定制化领域。据目前中国供应商报价来看，航空用钛合金在 40 万元/吨，保守估计毛利率在 25%，该项目有望给公司带来 2 亿元增利。

表 2、高端项目新增利润的预估情况

	预计增利（亿元）	预计价格（元/吨）	预计净利率（%）
2.5 万吨高端晶粒细化剂项目	1	20000	20%
钛合金及高温合金项目	2	400000	25%

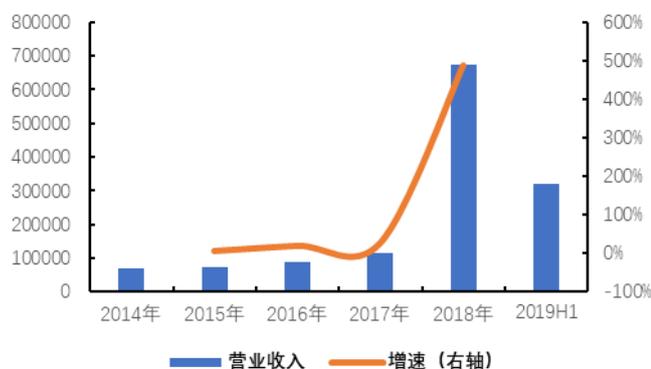
资料来源：修武圣昊铝业有限公司官网，中国供应商官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、拓展下游产业链，进军铝合金车轮轻量化市场

3.1 布局新能源市场，紧跟政策红利

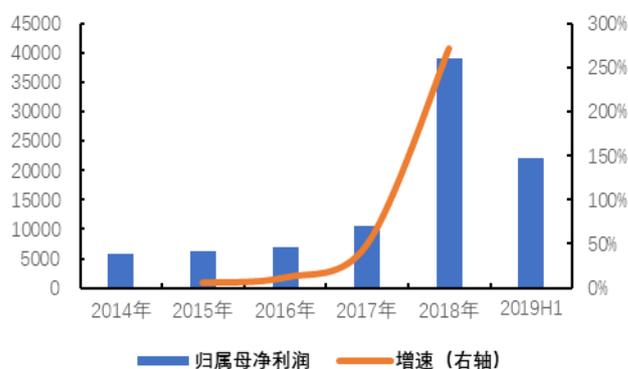
- **优质资产注入，整体实现“质”的跨越。**立中股份是国内仅次于中信戴卡的轮毂、车轮轻量化生产企业。从 2018 年年报来看，优质资产注入后，“亮面车轮”与“涂装车轮”业务为公司营业收入贡献 52.63 亿元，占比 77.91%，毛利润贡献 10.73 亿元，占比 83.69%，使公司 2018 年整体营收增长 487.38%，归母净利润增长 272.38%，实现“质”的跨越。

图 9、资产注入后营业收入大幅提升（万元）



资料来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、资产注入后归母净利大幅提升（万元）



资料来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

- **铝合金车轮轻量化变革，提升公司竞争力，OEM 市场决定四通低估明显。**立中股份是目前国内少有能进入整车配套市场（OEM）的企业之一，而立中股份公司产品 95% 都集中于 OEM 市场。随着我国汽车后市场的不断成熟壮大，就目前数据来看，乘用车保有量的 2% 存在车毂更换需求，商务车保有量的 2.24% 存在车毂更换需求，2017 年汽车铝轮毂行业市场规模已达 845.47 亿元，同比增长 9.6%，预计 2018 年市场规模接近千亿元。而行业内仅有中信戴卡、立中车轮、今飞凯达、万丰奥威、六丰机械等几家有能力生产的企业，随着市场的不断扩大，公司在该领域实现稳定增长可期。**为迎合市场扩容，抢占先机，公司募投 5.16 亿加码铝合金车轮轻量化业务，未来轮毂业务的发展可期。**在不考虑募投扩产情况下，四通新材随着铝合金车轮轻量化业务的注入，公司动态市盈率明显低于今飞凯达和万丰奥威。

图 11、乘用车售后市场轮毂需求（万只）



资料来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、商用车售后市场轮毂需求（万只）



资料来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、轮毂上市公司情况对比

公司名称	2019H1 归母净利润（亿元）	PE（动态）	市值（亿元）
四通新材	2.21	13.53	77.62
万丰奥威	4.20	18.62	153.08
今飞凯达	0.19	42.76	20.90

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **新能源再下一城，紧跟政策红利。**公司自 2010 年获得第一个电动车项目后，逐步加大新能源领域的投资和技术研发，目前已经实现量产并开发多款电动车项目。**2018 年公司获得宝马 IX3 电动车独家供货权。2019 年成为特斯拉特有供应商。**除国外大型车企外，公司在新能源领域同样是蔚蓝汽车、小鹏汽车、威马汽车等新兴造车企业的供应商，产品得到多家新能源企业“认证”。

3.2 募投项目加速铝合金车轮轻量化布局

- **汽车轻量化大势所趋。**“铝代钢”是实现汽车轻量化最经济可行的路径之一，乘用车中重量最大的组件为白车身、动力系统、底盘系统，总重量达整车重量的 83%。根据美国铝学会报告，汽车每使用 0.45kg 铝可减轻车重 1kg，如果白车身使用铝合金代替钢和高强度钢，其重量仅为 230kg 左右，减重约 140kg~150kg，减重比例最高可以达到 40%。目前，捷豹、奥迪、福特、奔驰、凯迪拉克、劳斯莱斯等知名车企纷纷加入全铝轻量化阵营，未来轻量化趋势明显。我国汽车市场以相对中、低端车型为主，汽车用铝渗透率尚不高。目前我国平均每辆车用铝量约为 115kg，远低于欧美市场的 180kg。未来随着汽车轻量化发展和我国消费升级，铝材在汽车工业的渗透空间较大。
- 公司 2019 年 4 月公告募集配套资金 5.16 亿元，扣除发行费用后募集资金不含税净额为 4.9 亿元。用于建设年产 400 万只轻量化铸旋铝合金车轮和 100 万套汽车高强铝悬挂零部件项目、工业 4.0 智能工厂改造投资项目。募投项目顺利实施后，公司将进一步推进汽车轻量化产业布局和智能化制造。重点布局汽车悬挂系统、转向节、控制臂、副车架等高强铝悬挂零部件产品，定位于未来市场空间更大的板块。

表 4、募投项目预计新增利润（亿元）

募投项目	达产后预计可实现营业收入（亿元）	预计利润（亿元）
400 万只轻量化铸旋铝合金车轮和 100 万套汽车高强铝悬挂零部件项目	16.6	1.6
工业 4.0 智能工厂改造投资项目	1.5	0.6

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 加大高端产品输出，调整产品生产结构

- **产品结构调整，加速高端市场布局。**公司现年产 1800 万只铝合金轮毂。其中 60% 为低端车配套轮毂，40% 为高端车配套轮毂。为了适应轮毂高端化、大尺寸、高强度等中高端市场需求，公司与上海交通大学包头材料研究院正在共同研究“新能源汽车轻量化车轮用稀土铝合金材料开发”项目。该项目的开发研究将进一步提高铝合金轮毂的比刚度、比强度以及耐高温、耐腐蚀等优点。同时为了更好抢占未来高端市场，公司调整了高低端产品生产比例。预计 1-2 年内，公司高端车配套轮毂比例升至总产量的 60%，低端车配套轮毂比例降至总产量的 40%，实现产品结构升级。

表 5、轮毂业务结构调整

调整前（万只）		调整后（万只）	
产能	1900	产能	1900
产量	1800	产量	1800
高端产品	720	高端产品	1080
低端产品	1080	低端产品	720

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值

- 由于目前市场呈现对低端铝基中间合金需求持续走低，高端需求供不应求的状况，预计随着公司 2.5 万吨高端晶粒细化剂项目的逐步完成，中间合金业务的产能利用率将逐步提高，预计能达到 80%。而目前铝合金车轮轻量化业务产能利用率已经高达 95%，随着高低端产品生产结构的调整，预计整改后产能利用率可达到 100%。

表 6、中间合金业务预测

中间合金	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1117.71	1324.59	1490.28	1943.84
营业成本（百万元）	978.92	1159.20	1301.96	1702.47
毛利（百万元）	138.79	165.39	188.32	241.37
毛利率	12.42%	12.49%	12.64%	12.42%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、铝合金车轮轻量化业务预测

铝合金车轮轻量化	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5262.95	5973.45	6570.80	7300.88
营业成本（百万元）	4189.26	4596.91	4987.65	5490.75
毛利（百万元）	1073.70	1376.54	1583.15	1810.13
毛利率	20.40%	23.04%	24.09%	24.79%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司披露前三季度预计实现归母净利润 31790.28 万元-37570.33 万元，同比增长 10%-30%。其中，预计第三季度实现归母净利润 11012.32 万元-13214.78 万元，同比增长 0%-20%。在此基础上，预计公司 2019-2021 年归母净利润 4.34 亿元、5.02 亿元和 5.84 亿元，同比增长 11.2%、15.8%、16.3%，EPS 分别为 0.75 元、0.87 元和 1.01 元，以 2019 年 10 月 16 日收盘价 13.42 元为基准，对应 PE 分别为 17.9 倍、15.5 倍和 13.3 倍。给予公司的“审慎增持”评级。

5、风险提示

- 公司 2.5 万吨高端晶粒细化剂项目未能按时达产；
- 下游汽车行业持续低迷；

附表

资产负债表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4058	8868	12318	12796
货币资金	961	5384	8480	8461
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	1071	1224	1393	1574
其他应收款	58	65	72	84
存货	1185	1325	1467	1666
非流动资产	2530	2725	5876	5021
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	102	102	2102	2102
投资性房地产	27	27	27	27
固定资产	1763	1879	1978	2057
在建工程	124	129	132	133
油气资产	0	0	0	0
无形资产	342	333	1325	316
资产总计	6588	11593	18194	17818
流动负债	3100	3527	7522	6452
短期借款	1559	1559	5559	4225
应付票据	569	317	404	495
应付账款	575	914	998	1142
其他	397	737	562	590
非流动负债	558	4422	6491	6506
长期借款	374	4374	6374	6374
其他	184	48	117	132
负债合计	3658	7949	14014	12958
股本	530	578	578	578
资本公积	1010	1213	1213	1213
未分配利润	1245	1675	2081	2559
少数股东权益	26	113	228	413
股东权益合计	2930	3644	4180	4860
负债及权益合计	6588	11593	18194	17818
现金流量表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	390	434	502	584
折旧和摊销	210	1156	1177	2198
资产减值准备	14	5	0	16
无形资产摊销	9	1009	1009	2009
公允价值变动损失	13	0	0	0
财务费用	67	298	388	446
投资损失	-9	-500	-101	0
少数股东损益	15	87	115	184
营运资金的变动	-96	-255	-210	-260
经营活动产生现金流量	634	1075	1945	3165
投资活动产生现金流量	-443	-837	-4236	-1337
融资活动产生现金流量	-42	4185	5387	-1847
现金净变动	172	4423	3096	-18
现金的期初余额	660	961	5384	8480
现金的期末余额	832	5384	8480	8461

利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6755	7723	8530	9783
营业成本	5472	6091	6656	7612
营业税金及附加	37	43	47	54
销售费用	307	93	102	117
管理费用	172	255	273	293
财务费用	62	298	388	446
资产减值损失	14	750	750	550
公允价值变动	-13	0	0	0
投资收益	9	500	101	0
营业利润	454	693	415	710
营业外收入	2	2	410	316
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	455	694	823	1025
所得税	49	174	206	256
净利润	406	521	618	768
少数股东损益	15	87	115	184
归属母公司净利润	390	434	502	584
EPS(元)	0.67	0.75	0.87	1.01

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	7.9%	14.3%	10.5%	14.7%
营业利润增长率	-3.2%	52.7%	-40.1%	71.1%
净利润增长率	-3.7%	11.2%	15.8%	16.3%
盈利能力				
毛利率	19.0%	21.1%	22.0%	22.2%
净利率	5.8%	5.6%	5.9%	6.0%
ROE	13.4%	12.3%	12.7%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	55.5%	68.6%	77.0%	72.7%
流动比率	1.31	2.51	1.64	1.98
速动比率	0.92	2.14	1.44	1.72
营运能力				
资产周转率	103.9%	85.0%	57.3%	54.3%
应收帐款周转率	582.9%	637.1%	619.7%	627.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.67	0.75	0.87	1.01
每股经营现金	1.10	1.86	3.36	5.47
每股净资产	5.02	6.11	6.83	7.69
估值比率(倍)				
PE	19.9	17.9	15.5	13.3
PB	2.7	2.2	2.0	1.7

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn