

中信证券研究部

王喆
 首席化工分析师
 S1010513110001

袁健聪
 化工分析师
 S1010517080005

核心观点

蓝晓科技是吸附材料及成套解决方案的供应商，成立以来公司专注研发应用领域不断扩充；近年来得益于新能源领域的景气度持续走高，公司在此领域市场快速放大，作为领先的产品和技术供应商预计公司将进入快速发展通道。预计公司 2019/20/21 年归母净利润分别为 2.36/2.91/3.94 亿元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 40 元。

■ **吸附材料领域扩张，份额不断提升。**通过多年研发创新，公司已经熟练掌握了吸附分离树脂的核心技术，并且可以根据不同领域用户的需求提供相应的应用技术。公司研发生产的吸附分离树脂已经应用于食品加工、环保、制药、湿法冶金等多个领域，同时提供成套的系统装置和技术服务，成长为行业的领先者。

■ **系统业务伴随新能源汽车行业发展迎来放量。**公司自 2009 年就开始进行盐湖提锂吸附材料的研究以及成套工艺的开发。2018 年公司系统装置营业收入达 1.55 亿元，占当年营业收入的 24.54%，同比增长 255.6%。目前已经与藏格锂业签署了 5.78 亿元合同，先后与锦泰锂业签署 4.68 亿元和 6.24 亿元合同，并且参与到项目的运营管理中，直接分享收益。随着新能源汽车发展爆发期的来临，公司下游需求也将迎来大幅增长。

■ **市场导向的研发体系帮助公司持续快速进入新领域。**公司以产业化作为研发的最终目标，以用户需求为导向，通过研发费用的持续投入，不断丰富产品品系。2018 年公司在研发方面投入 3277.7 万元，占当年营业收入的 5.19%，同比增长 24.62%。目前，公司已拥有各类专利 47 个，依靠自主研发并产业化的品系达八大类一百多个品种。依靠强大的研发体系，公司得以持续快速进入新领域。

■ **风险因素：**上游原材料价格波动风险，下游应用领域变化的风险。

■ **投资建议：**考虑到新能源汽车市场目前的高景气度，叠加公司快速增长的营业收入以及相关产能的不断释放，看好公司长期发展。预计公司 2019/20/21 年归母净利润分别为 2.36/2.91/3.94 亿元，对应 EPS 预测为 1.14/1.41/1.91 元，根据可比公司估值情况，结合公司的高成长性（未来三年净利润复合增长率预测可达 40%），给予公司 2019 年 35 倍估值，对应市值为 83 亿（目标价 40 元），首次覆盖给予“买入”评级。

蓝晓科技	300487
评级	买入（首次）
当前价	28.45 元
目标价	40.00 元
总股本	207 百万股
流通股本	108 百万股
52 周最高/最低价	40.4/22.39 元
近 1 月绝对涨幅	-4.50%
近 6 月绝对涨幅	14.73%
近 12 月绝对涨幅	-20.67%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	444.24	631.99	1,040.07	1,332.75	1,726.12
营业收入增长率	34%	42%	65%	28%	30%
净利润(百万元)	93.19	143.23	235.87	290.80	393.89
净利润增长率	51%	54%	65%	23%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.46	0.71	1.14	1.41	1.91
毛利率%	40%	41%	43%	43%	43%
净资产收益率 ROE%	11.47%	15.14%	20.47%	20.80%	22.70%
每股净资产(元)	4.01	4.68	5.69	6.91	8.57
PE	62	40	25	20	15
PB	7	6	5	4	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 6 月 17 日收盘价

目录

公司是吸附材料及成套解决方案的供应商.....	3
公司是吸附材料及成套解决方案的供应商.....	3
公司掌握核心技术，是行业领先者.....	3
公司股权结构清晰.....	4
吸附材料存量增量均有很大提升空间.....	5
吸附材料在现代工业中不可或缺，市场空间持续增大.....	5
公司存量市场随着新产能释放将持续提升.....	6
布局新领域逐年增加将带来更大增量.....	7
系统业务伴随新能源汽车行业发展迎来放量.....	9
新能源汽车发展将迎来爆发期.....	9
公司已开始向正极企业供应成套技术.....	10
公司作为体系供应商将持续享受行业成长红利.....	10
风险因素.....	10
盈利预测、估值及投资评级.....	11

插图目录

图 1：公司近年营业收入构成及增速.....	3
图 2：公司近年归母净利润及增速.....	3
图 3：公司近年 ROE、毛利率及净利率.....	3
图 4：2018 年公司主要产品收入结构.....	3
图 5：公司吸附分离树脂的主要工艺流程.....	4
图 6：公司股权及主要子公司.....	5
图 7：公司主要产品以及应用场景.....	5
图 8：吸附树脂材料发展历史.....	6
图 9：2011-2021 年我国离子交换树脂产能产量（万吨）.....	6
图 10：蓝晓科技离子交换树脂营收及增速.....	6
图 11：公司产品开发导向.....	7
图 12：研发投入金额及占营业收入比例.....	8
图 13：自主研发的主要产品.....	8
图 14：公司近年产品体系优化进程图.....	8
图 15：新能源汽车产量月度数据.....	9

表格目录

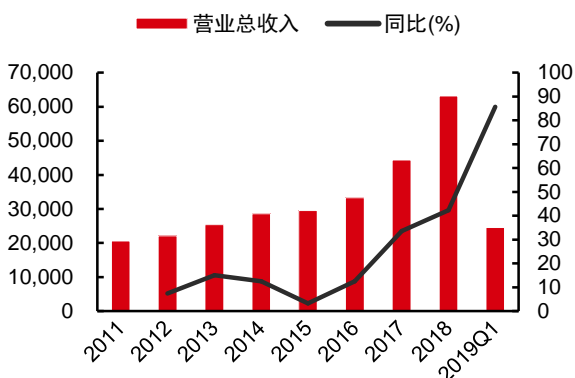
表 1：公司近年吸附材料产能建设情况.....	7
表 2：新能源汽车数量对应主要材料需求量.....	9
表 3：公司在锂电领域的订单情况.....	10
表 4：公司体系供应业务未来几年的成长性.....	10
表 5：未来三年分业务收入及毛利率预测.....	11
表 6：公司主要财务指标预测.....	11
表 7：可比公司估值情况.....	12

公司是吸附材料及成套解决方案的供应商

公司是吸附材料及成套解决方案的供应商

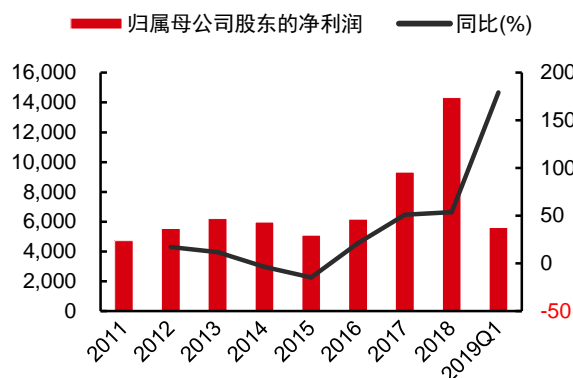
蓝晓科技成立于 2001 年，并于 2015 年在创业板上市。公司主要经营吸附分离树脂，2011 年开始提供成套的系统装置和专业的技术服务。近年来，公司营业收入一直稳步增长，归母净利润也维持增长态势。2019 年第一季度公司的净资产收益率、销售毛利率和销售净利率分别为 5.78%、45.95%、22.57%。

图 1：公司近年营业收入构成及增速（单位：万元）



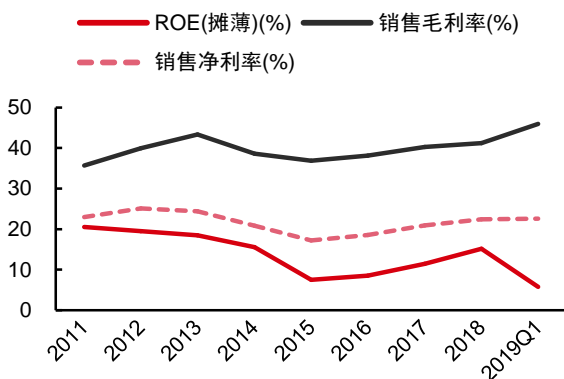
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司近年归母净利润及增速（单位：万元）



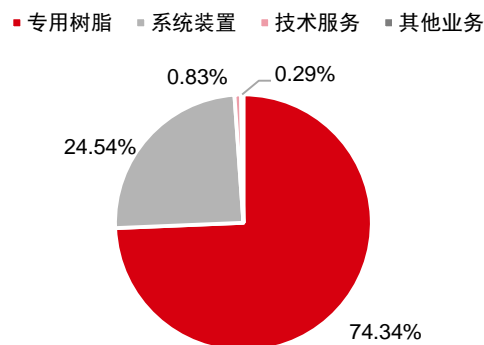
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：公司近年 ROE、毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2018 年公司主要产品收入结构



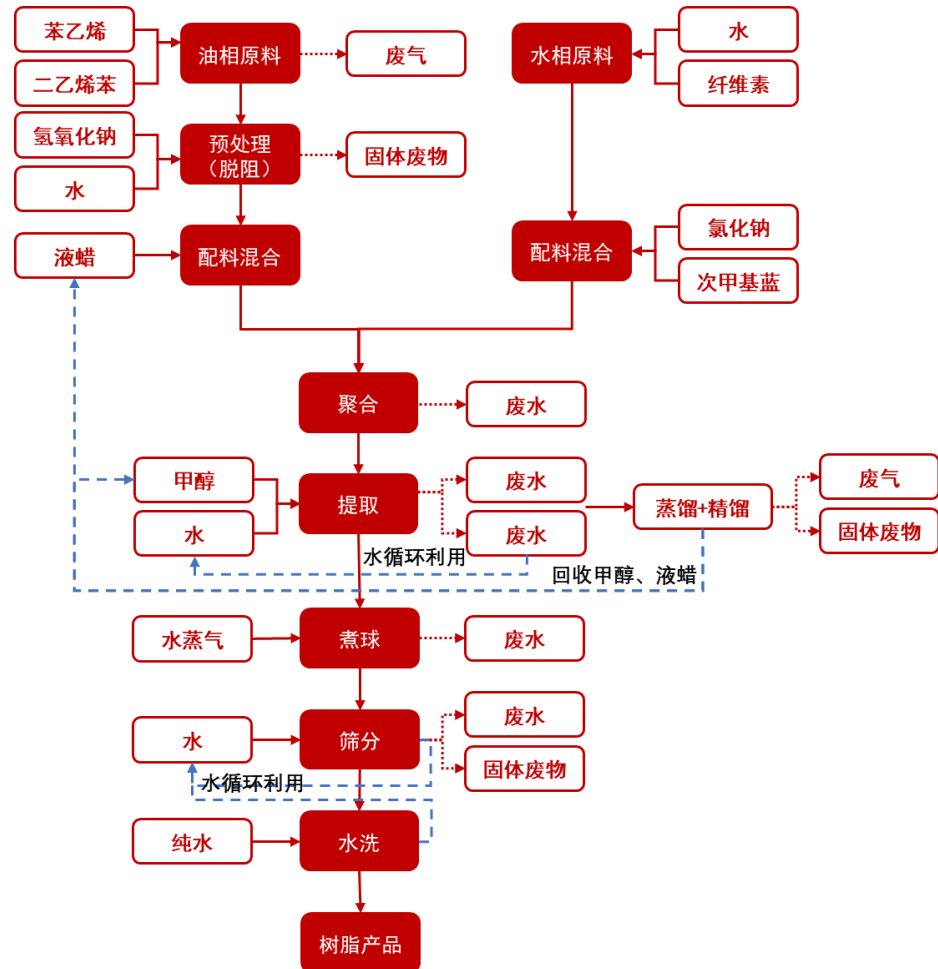
资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司掌握核心技术，是行业领先者

通过多年研发创新，公司已经熟练掌握了吸附分离树脂的核心技术，以苯乙烯和二乙烯苯作为主要原料，经过一系列复杂的化学反应得到对应的专用树脂。目前，公司已进入

湿法冶金、制药、食品加工、环保、化工和工业水处理等诸多领域，可以根据不同领域用户的需求提供相应的应用技术，成长为行业的领先者。

图 5：公司吸附分离树脂的主要工艺流程

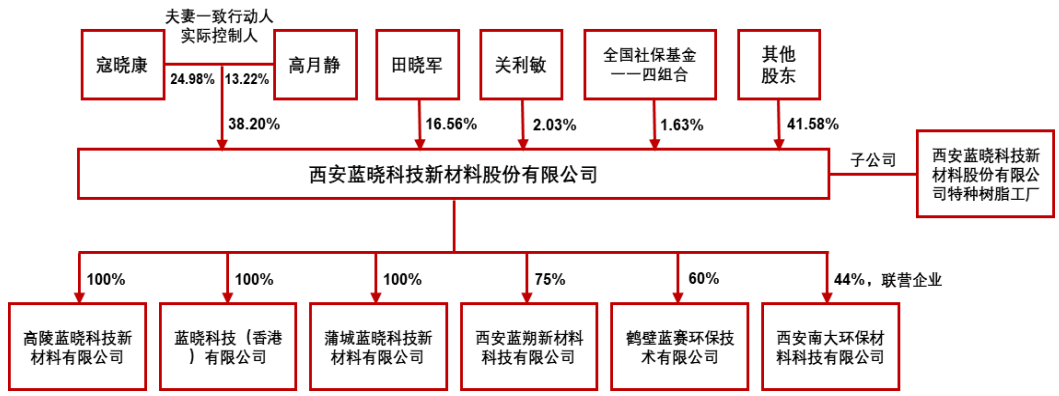


资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司股权结构清晰

高月静为公司创始人、董事长，与寇晓康系夫妻关系，构成一致行动人。双方共同持股 38.20%，为公司的第一大股东，是蓝晓科技的实际控制人，掌握控制权。公司下属 5 家子公司，1 家联营企业，1 家分公司。主要研发新能源及稀有金属提取分离材料、生物医药酶载体，同时从事废物的处置及综合利用。

图 6：公司股权及主要子公司



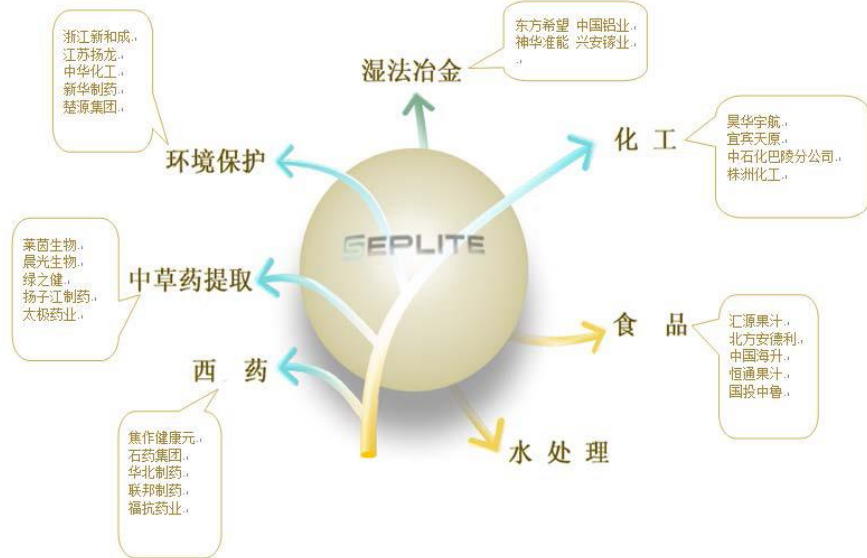
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 吸附材料存量增量均有很大提升空间

吸附材料在现代工业中不可或缺，市场空间持续增大

吸附材料在现代工业中不可或缺。吸附材料是一种能够有效地从气体或液体中吸附其中某些成分的固体物质，具有高比表面积、高孔隙度等特性，吸附现象一般发生于吸附材料表面。吸附材料是现代工业中一种不可缺少的产品，经常用于环保、化工、湿法冶金、食品、药品以及水处理等领域。

图 7：公司主要产品以及应用场景

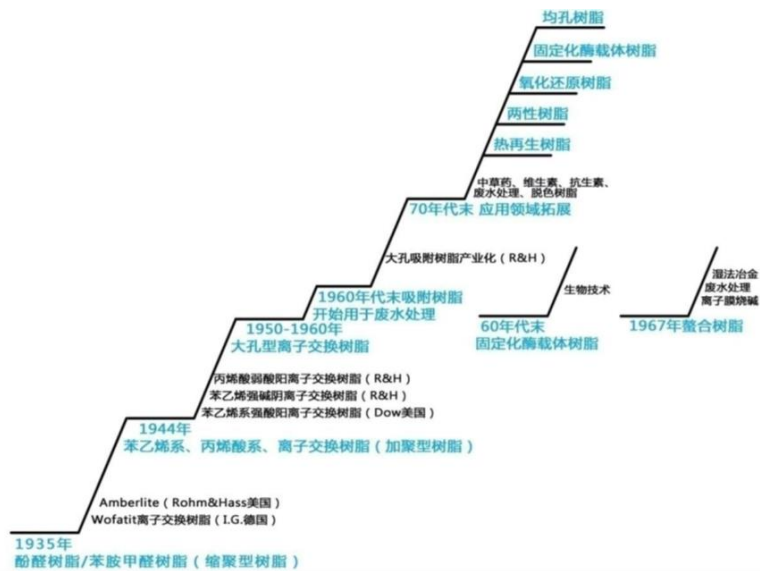


资料来源：公司公告、官方网站

吸附材料的市场空间近年来持续扩大。吸附分离树脂起源于 20 世纪 30 年代，最初的形态为离子交换树脂，随着应用场景的不断丰富和升级，逐步出现了大孔吸附树脂、螯合树脂和酶载体等多种材料，广泛应用于大部分工业领域中，是一种典型的新型功能材料。近年来，我国吸附分离树脂材料逐渐向高附加值的新兴应用领域扩展，成为利润水平高、

市场空间广、拓展性强的“蓝海市场”。公司作为技术导向型企业，不断积累技术、提升工艺水平，逐渐以更高的性价比和更精细化的服务取得行业优势，在国内占据领先地位，并开始开发海外市场。

图 8：吸附树脂材料发展历史

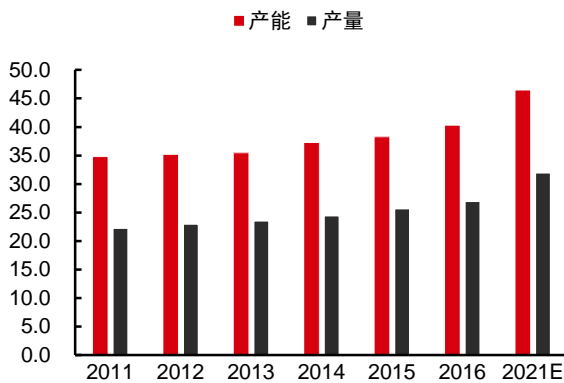


资料来源：公司招股说明书

公司存量市场随着新产能释放将持续提升

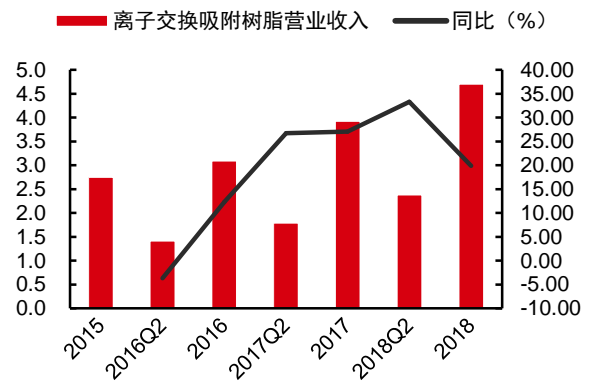
公司离子交换树脂近年收入持续提升。离子交换树脂行业起源于工业水处理，随着技术进步逐步拓展至食品、环保、化工、湿法冶金、生物医药等诸多领域。2018 年以来，下游需求快速发展，公司在湿法冶金、镓提取、制药等领域发展明显。伴随经济结构调整和产业升级，公司的离子交换树脂营业收入快速增长，2018 年全年，公司生产专业树脂的营收达 4.70 亿元，同比增速达 19.90%。

图 9：2011-2021 年我国离子交换树脂产能产量（万吨）



资料来源：《中国离子交换树脂供需分析及前景展望》（金博书，中国化工经济技术发展中心）(含预测)，中信证券研究部

图 10：蓝晓科技离子交换树脂营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

新项目上马，解决产能瓶颈。公司前期面临产能不足的压力，通过新项目的实施，将逐步释放产能。预计高陵新材料产业基地建成后，每年可生产各类吸附分离材料 2.5 万吨；湿法冶金项目每年将生产 0.25 万吨镓提取树脂；蓝赛和蒲城项目将增强公司在废物处置及环保领域的实力。随着产能建设的逐步完工，公司的盈利能力将进一步提升。

表 1：公司近年吸附材料产能建设情况

项目	截止目前账面价值(万元)	项目进度	预计产能
高陵新材料产业基地	18527.2	28.79%	2.5 万吨各类吸附分离材料
湿法冶金分离材料产业化项目	8752.6	106.74%	0.25 万吨镓提取树脂
鹤壁蓝赛项目	9804.9	27.98%	
蒲城材料园项目	9871.0	23.49%	

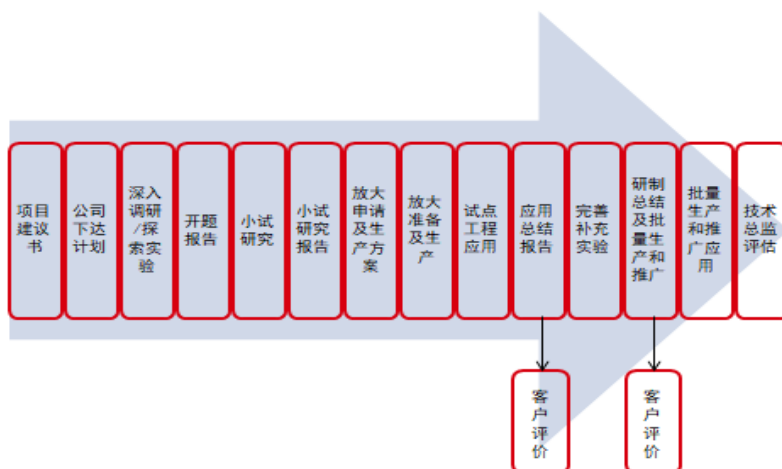
资料来源：公司公告，中信证券研究部

可转债获批发行，高陵项目得到资金支持。2018 年，公司为筹措资金，启动了 3.4 亿元的可转债融资计划，并于 2019 年 3 月 22 日得到证监会批复，核准公司向社会公开发行面值总额为 34,000 万元、期限 6 年的可转换公司债券，2019 年正式发行。高陵蓝晓新材料产业园作为本次可转债募资的投资项目，计划建成年产 2.5 万吨高技术、高品质特种吸附分离材料的生产线，用于湿法冶金、生物医药、化工提纯等具备高附加值的新兴市场。公司新增产能建设所需的资金的获得，将保证项目的有序、平稳推进，为公司未来战略发展保驾护航。

布局新领域逐年增加将带来更大增量

公司始终紧贴市场进入新产品开发，产品通道中有多样储备。公司以产业化作为研发的方向和最终目标，根据客户需求研发实用性显著的产品。前期公司将深入调研，结合缜密研究，在实验的基础上展开试点工程，并不断补充完善、研制总结，直到通过层层检验才最终批量生产和推广应用。在整个研发和生产的进程中，公司会保持和客户的紧密联系，以市场需求为导向，不断完善产品结构。

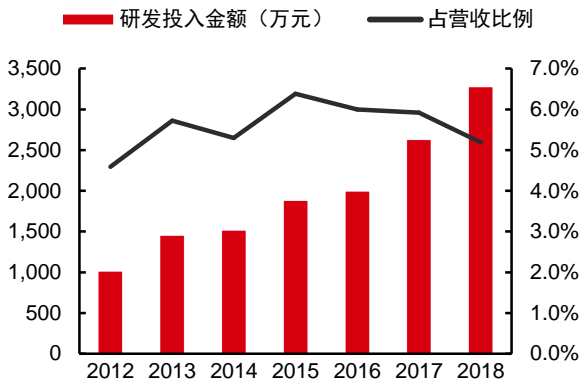
图 11：公司产品开发导向



资料来源：公司公告，中信证券研究部

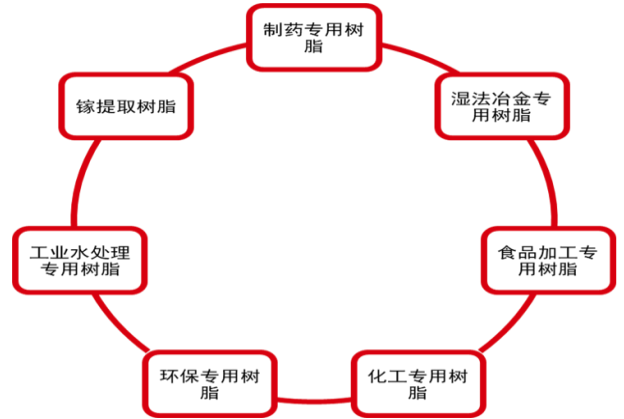
公司在吸附分离领域技术领先并持续投入。成立以来，公司一直将自主研发放在首位。2018年公司在研发方面投入3277.7万元，较2017年增加647.6万元，增长率达到24.62%，占当年营业收入的5.19%。目前，公司已拥有各类专利47个，依靠自主研发并产业化的品系达八大类一百多个品种。

图 12：研发投入金额及占营业收入比例



资料来源：公司公告，中信证券研究部

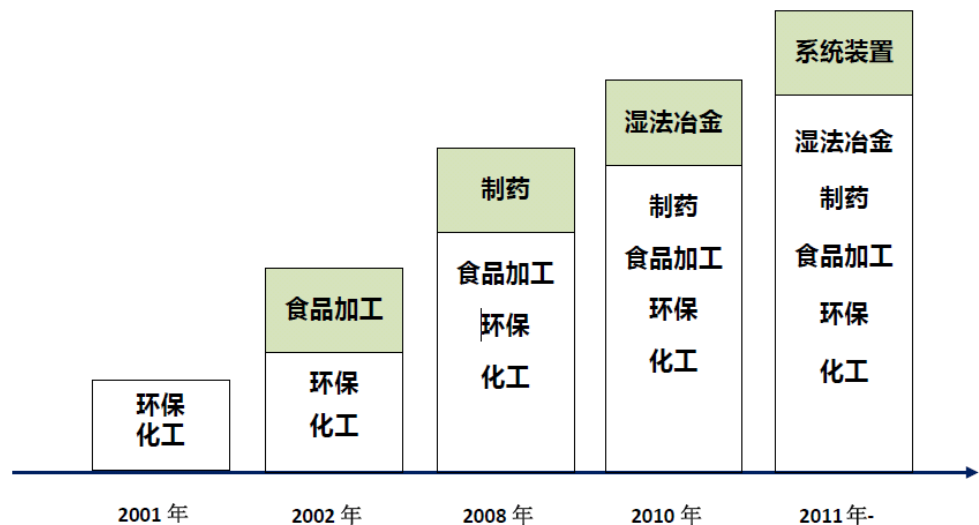
图 13：自主研发的主要产品



资料来源：公司公告，中信证券研究部

持续结合市场的研发投入将不断转化为业务增量。公司在多个应用领域的技术突破和产业化贡献来自于多年的持续技术创新。在 10 多年的发展中，公司培养了一支成员人数超过 100 名的研发人才梯队，团队核心人员从事吸附分离材料研发、生产、应用和配套设备多年，具有丰富的树脂合成和应用工艺、系统装置及解决方案经验。公司持续关注国内外吸附分离技术的行业发展，在储备技术的同时不断捕捉和布局市场方向，从创立之初的环保化工、食品加工等业务逐步扩展为兼具生物医药、湿法冶金、食品化工等众多国民经济支柱产业的多元化布局模式，实现技术与市场热点的共振。此外，公司常年与国内多所高校合作研发，持续投入资金，保证技术领先优势。

图 14：公司近年产品体系优化进程图



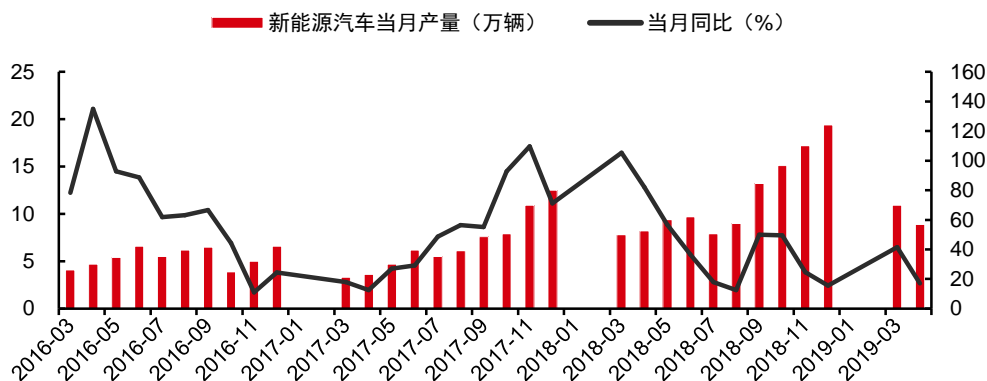
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 系统业务伴随新能源汽车行业发展迎来放量

新能源汽车发展将迎来爆发期

新能源汽车近期发展速度明显加快。在政策驱动下，新能源汽车产销量双双走高。2018年全年全国新能源汽车新增产量116.9万辆，同比增速71.16%；2019年一季度全国新能源汽车销量累计29.9万辆，同比增速109%。随着技术升级和动能转换，预计未来新能源汽车将继续保持高增长态势。

图 15：新能源汽车产量月度数据



资料来源：中国汽车工业协会，Wind，中信证券研究部

新能源汽车快速增加，对碳酸锂需求加大。目前，电池已经成为碳酸锂的最大消费领域。2018年，国内碳酸锂产量约13.45万吨，增速高达62.13%，新能源汽车市场的持续、高速发展不断驱动锂新产能规划增加。公司2018年、2019年与锦泰锂业签订总计7000t/a碳酸锂生产线订单，积极布局盐湖卤水提锂新增产能的落地。同时，随着相关产能的逐步释放，动力电池行业整体向利好方向发展，公司先手布局优势届时将进一步得到体现。

表 2：新能源汽车数量对应主要材料需求量

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2025E	2030E
新能源汽车总产量/万辆	9.37	33.60	52.36	81.44	116.90	158.47	213.43	611.17	1,216.97
新增车用动力电池需求量/Gwh	3.96	14.90	28.12	36.60	51.95	71.93	98.01	259.94	506.05
存量更换车用动力电池需求量/Gwh	-	-	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	5.00	5.00
车用动力电池总需求量/GWH	3.96	14.90	30.12	38.60	53.95	73.93	100.01	264.94	511.05
1kg 六氟磷酸锂所需碳酸锂 (kg)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
六氟磷酸锂用碳酸锂总需求 (万吨)	0.02	0.07	0.14	0.17	0.23	0.28	0.34	1.01	1.94
1kg 三元正极材料所需碳酸锂 (kg)	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元正极用碳酸锂总需求 (万吨)	-	0.33	0.49	1.42	2.36	3.46	4.79	13.63	27.45
1kg 铁锂正极材料所需碳酸锂 (kg)	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
铁锂正极用碳酸锂总需求 (万吨)	0.20	0.61	1.14	0.93	0.94	0.94	0.92	0.72	0.66
碳酸锂总需求 (万吨)	0.28	1.05	2.11	2.71	3.79	5.19	7.02	18.60	35.88
碳酸锂总需求 YOY		276%	102%	28%	40%	37%	35%	165%	93%

资料来源：百川等，中信证券研究部预测

公司已开始向正极企业供应成套技术

公司自 2009 年就开始进行盐湖提锂吸附材料的研究以及成套工艺的开发，目前已经成为藏格和锦泰的供应商。新能源汽车领域的景气度持续走高，拉动了吸附分离技术的应用需求，给公司带来较好的市场机会。未来在本领域公司的主要经营模式将包括：1) 销售成套工艺包及耗材供应；2) 参与到项目的运营管理中直接享受项目收益。

表 3：公司在锂电领域的订单情况

合同订立对方名称	合同标的	交易价格（亿元）	截止 2019Q1 执行情况
藏格锂业	10000t/a 提锂装置	5.78	已完成 5 条线的运行调试，其中 4 条线通过客户验收确认收入，其余生产线安装、调试、验收等工作正在按计划进行。
锦泰锂业	3000t/a 碳酸锂生产线建设、运营和技术服务	4.68	核心吸附工段完成安装，其余工段正按计划实施。
锦泰锂业	4000t/a 碳酸锂建设、运营和技术服务	6.24	2019 年 3 月披露合同签订信息，12 月底前完成生产线的建设投产。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司作为体系供应商将持续享受行业成长红利

公司从 2011 年开始结合重点客户需求，研发、设计、销售系统应用装置，并于 2012 年实现规模化产销。截止 2018 年末，系统装置营业收入已达 1.55 亿元，同比增长 255.6%，占当年总营收的 24.54%。预计 2019 年系统装置将保持 30% 的快速增长，营业收入有望突破 2 亿元。

表 4：公司体系供应业务未来几年的成长性

系统装置	2017	2018	2019E	2020E
营业收入（万元）	4361.2	1,5508.2	20160.7	26208.9
增速	124%	255.6%	30%	30%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

■ 风险因素

1. 原材料价格受国际原油价格以及国内环保政策等影响大幅波动；
2. 下游主要应用领域出现重大不利变化；
3. 现核心技术人员流失、核心技术泄漏、相关核心技术内控制度不能得到有效执行；
4. 藏格锂业和锦泰锂业的碳酸锂订单等重大项目执行不力。

■ 盈利预测、估值及投资评级

假定：公司现有合同可以按时完工，未来产能得以充分释放。公司未来几年分业务的收入及毛利率预测如下：

表 5：未来三年分业务收入及毛利率预测（百万元）

细分业务	2016	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E
1.1、吸附材料						
营业收入	309	392	470	752	902	1,082
成本	195	238	279	436	523	628
毛利	113	154	190	316	379	455
毛利率	36.70%	39.39%	40.54%	42.00%	42.00%	42.00%
营业收入增速	12%	27%	20%	60.00%	20.00%	20.00%
1.2、系统装置						
营业收入	19	44	155	279	419	628
成本	10	26	88	154	230	345
毛利	10	18	67	126	188	283
毛利率	50.67%	41.48%	43.26%	45.00%	45.00%	45.00%
营业收入增速	-5%	124%	256%	80.00%	50.00%	50.00%
1.3、技术服务						
营业收入	4	8	5	7	9	12
成本	1	2	3	4	5	6
毛利	4	6	3	3	4	5
毛利率	82.30%	79.20%	47.35%	47.35%	47.35%	47.35%
营业收入增速	1791%	79%	-32%	30.00%	30.00%	30.00%
1.4、其他						
营业收入	0	1	2	2	3	4
成本	0	1	1	2	2	3
毛利	0	0	0	1	1	1
毛利率	0.00%	37.78%	26.52%	26.52%	26.52%	26.52%
营业收入增速		1025%	101%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

在此基础上，我们对公司未来几年的主要财务指标预测如下：

表 6：公司主要财务指标预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	444.24	631.99	1,040.07	1,332.75	1,726.12
营业收入增长率 YoY	34%	42%	65%	28%	30%
净利润(百万元)	93.19	143.23	235.87	290.80	393.89
净利润增长率 YoY	51%	54%	65%	23%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.46	0.71	1.14	1.41	1.91
毛利率	40%	41%	43%	43%	43%
净资产收益率 ROE	11.47%	15.14%	20.47%	20.80%	22.70%
每股净资产(元)	4.01	4.68	5.69	6.91	8.57

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

预计公司 2019/20/21 年归母净利润分别为 2.36/2.91/3.94 亿元，对应 EPS 分别为 1.14/1.41/1.91 元，根据可比公司估值情况，结合公司的高成长性（未来三年净利润复合增长率预测可达 40%），给予公司 2019 年 35 倍估值，对应合理目标市值为 83 亿元，对应目标价为 40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值情况

代码	证券简称	股本 (万股)	股价	EPS				市盈率 PE			市净率 PB
				19E	20E	21E	TTM	19E	20E	21E	
002460.SZ	赣锋锂业	131,508	23.59	0.81	0.97	1.15	28	29	24	20	3.91
300073.SZ	当升科技	43,672	23.54	0.91	1.24	1.60	30	26	19	15	3.05
600549.SH	厦门钨业	141,331	15.71	0.38	0.45	0.57	50	41	35	28	3.07
600143.SH	金发科技	271,678	4.86	0.33	0.40	0.44	20	15	12	11	1.30
002324.SZ	普利特	52,816	10.35	0.27	0.35	--	108	38	30	--	2.42
300699.SZ	光威复材	51,835	31.39	0.92	1.17	1.45	36	34	27	22	5.75

资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部

注：股价为 2019 年 6 月 17 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	444	632	1,040	1,333	1,726
营业成本	265	371	595	760	982
毛利率	40.29%	41.22%	42.81%	42.94%	43.09%
营业税金及附加	6	8	12	16	21
销售费用	20	24	37	48	62
营业费用率	4.43%	3.75%	3.60%	3.60%	3.60%
管理费用	61	47	73	93	121
管理费用率	13.68%	7.38%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用	8	(14)	3	2	(3)
财务费用率	1.84%	-2.20%	0.34%	0.15%	-0.18%
投资收益	5	2	4	4	3
营业利润	86	164	264	325	447
营业利润率	19.41%	26.00%	25.37%	24.41%	25.89%
营业外收入	23	0	8	10	6
营业外支出	0	1	0	1	1
利润总额	108	164	272	335	453
所得税	15	22	37	46	61
所得税率	14.23%	13.42%	13.58%	13.74%	13.58%
少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司股东的净利润	93	143	236	291	394
净利率	20.98%	22.66%	22.68%	21.82%	22.82%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	277	652	832	1,091	1,525
存货	78	238	274	353	513
应收账款	182	235	435	532	684
其他流动资产	142	52	48	66	87
流动资产	679	1,177	1,589	2,043	2,809
固定资产	157	144	130	116	103
长期股权投资	0	1	1	1	1
无形资产	38	91	90	90	89
其他长期资产	185	445	445	445	445
非流动资产	381	680	666	652	637
资产总计	1,060	1,858	2,255	2,695	3,446
短期借款	0	342	497	487	610
应付账款	120	240	295	404	547
其他流动负债	108	294	277	374	524
流动负债	229	876	1,068	1,265	1,681
长期借款	10	10	10	10	10
其他长期负债	4	3	3	3	3
非流动性负债	14	13	13	13	13
负债合计	242	889	1,081	1,278	1,694
股本	202	202	202	202	202
资本公积	284	286	286	286	286
归属于母公司所有者权益合计	812	946	1,152	1,398	1,735
少数股东权益	5	22	21	19	16
股东权益合计	818	968	1,173	1,417	1,752
负债股东权益总计	1,060	1,858	2,255	2,695	3,446

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	108	164	272	335	453
所得税支出	-15	-22	-37	-46	-61
折旧和摊销	20	22	14	14	15
营运资金的变化	-50	-135	-201	-13	-50
其他经营现金流	11	-8	7	22	6
经营现金流合计	74	20	54	313	362
资本支出	-44	-140	0	0	0
投资收益	5	2	4	4	3
其他投资现金流	-19	131	0	0	0
投资现金流合计	-57	-7	4	4	3
发行股票	6	18	0	0	0
负债变化	10	1,244	155	-10	123
股息支出	-17	-30	-30	-45	-57
其他融资现金流	6	-1,121	-3	-2	3
融资现金流合计	4	111	122	-58	69
现金及现金等价物净增加额	21	124	180	259	434

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	33.64%	42.26%	64.57%	28.14%	29.52%
营业利润增长率	24.92%	90.58%	60.59%	23.28%	37.38%
净利润增长率	51.04%	53.71%	64.68%	23.29%	35.45%
毛利率	40.29%	41.22%	42.81%	42.94%	43.09%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	27.93%	26.51%	27.05%
净利率	20.98%	22.66%	22.68%	21.82%	22.82%
净资产收益率	11.47%	15.14%	20.47%	20.80%	22.70%
总资产收益率	8.79%	7.71%	10.46%	10.79%	11.43%
资产负债率	22.86%	47.86%	47.96%	47.41%	49.17%
所得税率	14.23%	13.42%	13.58%	13.74%	13.58%
股利支付率	18.46%	20.77%	19.20%	19.48%	19.82%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500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20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6 规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。