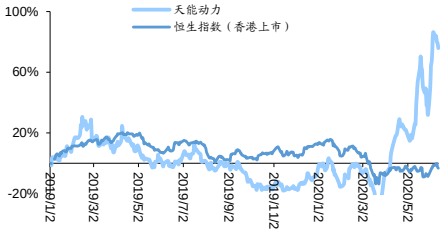
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

7 月 20 日收盘价(港元)	17.50
52 周股价波动(港元)	4.24-21.45
总股本/流通 H 股（百万股）	1126/1126
总市值/流通市值(百万元)	19705/19705

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	43.99	101.85	108.41
相对涨幅（%）	26.39	64.15	100.74

资料来源：海通证券研究所

分析师:周旭辉
Tel:(021)23210907
Email:zxh12382@htsec.com
证书:S0850518090001
分析师:张向伟
Tel:(021)23154141
Email:zxw10402@htsec.com
证书:S0850517070011

成本管控等带动盈利增长，拟分拆电池业务于科创板上市

投资要点:

- **铅酸电池领军企业。**公司是以电动轻型车绿色动力电池业务为主，集电动特种车绿色动力电池、新能源汽车动力电池、汽车起动启停电池、储能电池等多品类电池生产销售的国内电池行业领先企业之一。2019 年，公司实现主营业务收入 406.1 亿元，其中电动自行车（三轮车）铅酸电池实现收入 256.8 亿元，占比 63%。

- **营收和净利润持续快速增长，分红稳健。**2015-2019 年，公司营收年复合增速达到了 22.9%，净利润年复合增速 28.8%。2）较低的毛利率和净利率。2015-2019 年，公司 ROE 维持在 20%以上，资本回报率处于比较高的水平。自 2010 年以来，除 2014 年净利润为负，公司没有派息之外，其他年份的派息率在 30%左右，非常稳健。

- **铅酸电池行业：疫情推动下游电动自行车需求增长，双寡头格局稳定。**根据腾讯大渝网报道，苏宁 418 购物节后市场大数据显示，电摩产品销售同比增长 413%，电动自行车卖出 8000 辆。根据新浪财经、36 氪援引阿里巴巴旗下跨境电商平台速卖通数据显示,5 月西班牙自行车销售额增长超 22 倍,意大利、英国也增长 4 倍左右。根据快科技援引市场咨询机构 N.P.D 数据显示,美国通勤和健身自行车销量增长 66%,休闲自行车销量增长 121%,电动自行车销量增长 85%。国内电动自行车铅酸电池市场主要参与者包括天能动力、超威动力等，双寡头格局比较稳定。

- **天能动力：费用管控带动利润增长。**公司成立以来，产能规模逐步扩大，2019 年上半年，铅蓄电池产能达到 3952 万 kVAh，锂离子电池产能达到了 0.89GWh。根据天能股份招股书，公司计划发行不超过 1.17 亿股，不低于发行后总股本的 10%，募集资金计划继续在铅蓄电池、动力锂电池领域进行产能规模化扩张，以及在研发方面加大投入。自 2015-2019 年，公司销售、管理费用率持续在改善，在收入规模快速扩张的同时，销售、管理费用占比有所下降。研发费用率在 2015-2018 年保持稳定，2019 年有所下降。我们认为，随着公司规模进一步扩产、销售收入增长，费用率管控有望延续此前的趋势，从而为利润提升带来助力。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计 2020-2022 年实现归母净利润 21.18、25.51 和 29.37 亿元；每股收益 1.88、2.27 和 2.61 元。给予 2020 年 10-12X PE，对应合理价值区间 18.80-22.56 元/股，按照 1 港元=0.90 元人民币估算，对应合理价值区间 20.89-25.07 港元/股，首次覆盖，给予优于大市评级。

- **风险提示。**政策风险；电动自行车销量不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	34552.09	40613.56	42463.91	47820.68	52405.41
(+/-)YoY(%)	28.43%	16.87%	4.56%	12.61%	9.59%
净利润(百万元)	1252.43	1681.83	2118.39	2551.13	2936.76
(+/-)YoY(%)	6.29%	41.53%	25.96%	20.43%	15.12%
全面摊薄 EPS(元)	1.11	1.49	1.88	2.27	2.61
毛利率(%)	11.63%	11.54%	12.14%	12.46%	12.68%
净资产收益率(%)	24.04%	27.56%	28.36%	27.64%	26.01%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 铅酸电池领军企业 5
2. 铅酸电池行业：电动两轮车持续推动增长 7
2.1 行业空间：电动两轮车持续增长 7
2.2 新国标：政策落定，市场发展更清晰 8
2.3 行业竞争：双寡头格局稳定 8
3. 成本管控带动盈利增长，拟分拆电池业务上市科创板 9
3.1 公司技术及渠道布局领先 9
3.2 拟分拆电池业务于科创板上市，产能扩张带来助力 10
3.3 成本：盈利稳健，费用率持续改善 11
4. 盈利预测与投资评级 13
5. 风险提示 14
财务报表分析和预测 15

图目录

图 1　公司主营业务.....5
图 2　公司业务结构（百万元）.....5
图 3　较高的派息比例.....6
图 4　全球铅蓄电池市场规模持续增长.....7
图 5　中国铅蓄电池市场需求.....7
图 6　2018 年中国铅蓄电池应用结构.....7
图 7　中国电动两轮车市场持续较快增长.....8
图 8　新国标下电动两轮车的定义.....8
图 9　公司领先的技术.....9
图 10　公司经销商布局.....10
图 11　公司铅蓄电池产能（万 kVAh）.....10
图 12　公司锂离子电池产能（GWh）.....10
图 13　铅价及公司销售单价、采购价对比.....11
图 14　公司费用率.....12

表目录

表 1　公司主要财务指标.....6
表 2　铅酸电池行业主要公司对比.....9
表 3　天能股份募投项目.....11
表 4　分项收入及假设.....13
表 5　可比公司估值表.....14

1. 铅酸电池领军企业

公司是以电动轻型车绿色动力电池业务为主，集电动特种车绿色动力电池、新能源汽车动力电池、汽车起动启停电池、储能电池等多品类电池生产销售的国内电池行业领先企业之一。

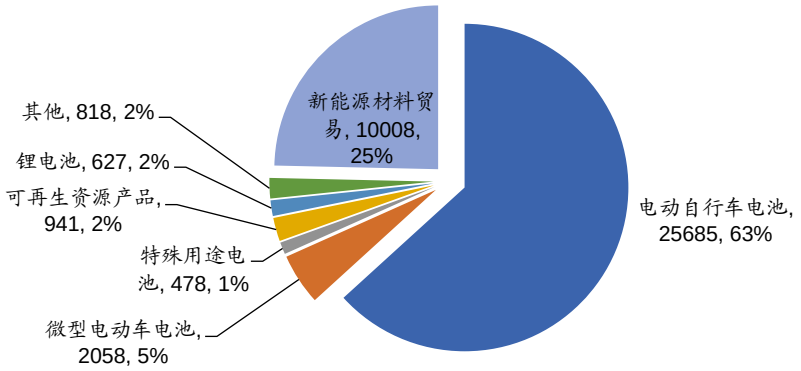
图1 公司主营业务

资料来源：天能股份招股书（申报稿），海通证券研究所

公司业务结构

2019 年，公司实现主营业务收入 406.1 亿元，其中电动自行车（三轮车）铅酸电池实现收入 256.8 亿元，占比 63%，可再生资源产品收入 9.4 亿元，占比 2%，新能源材料贸易收入 100.1 亿元，占比 25%。

图2 公司业务结构（百万元）



资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

公司财务情况

1）过去几年营收和净利润均实现较快增长。2015-2019 年，公司营收保持了较快增长，年复合增速达到了 22.9%，净利润增速有波动，但整体维持在较高水平，年复合增速 28.8%。

2）较低的毛利率和净利率。从业务特性来看，毛利率在 11%-14%的区间，而净利润率 3%-5%的较低区间。

3）成本控制会显著影响盈利能力。我们认为基于公司较低的毛利率和净利润率区间，成本的控制，如毛利率、销售费用率、管理费用率的控制，对于公司利润获得能力影响非常大，显著影响公司能否在营收规模持续扩大的基础上获得更高利润。

4）ROE 一直维持在 20%以上。2015-2019 年，公司 ROE 维持在 20%以上，资本回报率处于比较高的水平。

表 1 公司主要财务指标

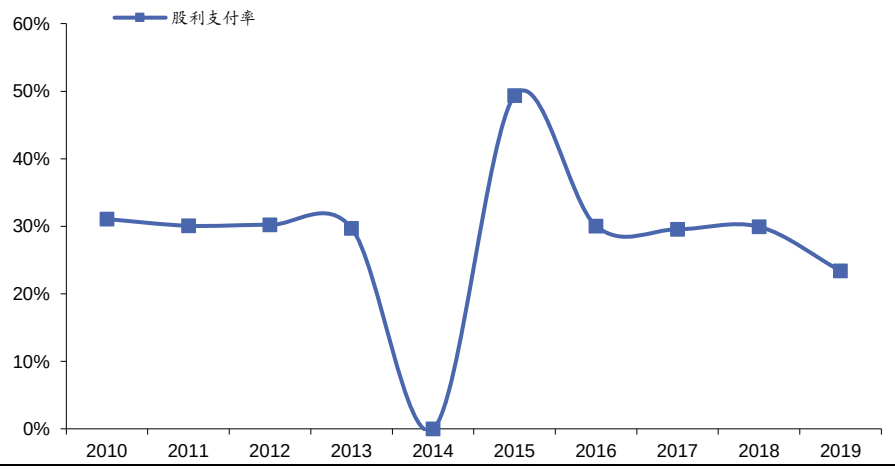
	2015	2016	2017	2018	2019
营收，百万元	17804	21481	26904	34552	40614
营收增速		21%	25%	28%	18%
净利润，百万元	611	859	1178	1252	1682
净利润增速		41%	37%	6%	34%
毛利率	13.6%	13.8%	13.0%	11.8%	11.5%
三项费用率	9.3%	8.4%	8.0%	7.9%	7.3%
销售费用率	3.4%	2.7%	2.5%	2.6%	2.2%
管理费用率	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
研发费用率	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%	2.8%
财务费用率	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%
资产负债率	67.1%	66.1%	63.8%	65.3%	61.9%
ROE	20.2%	23.5%	26.8%	24.0%	27.6%
资产周转率	1.9	1.9	2.1	2.3	2.3
净利润率	3.5%	4.2%	4.4%	3.8%	4.2%
权益乘数	3.2	3.1	3.0	2.9	2.9
经营性现金流/净利润	329.0%	243.3%	186.9%	165.9%	103.4%

资料来源：wind，海通证券研究所

稳健的派息

自 2010 年以来，除 2014 年净利润为负，公司没有派息之外，其他年份的派息率在 30%左右，非常稳健。

图3 较高的派息比例



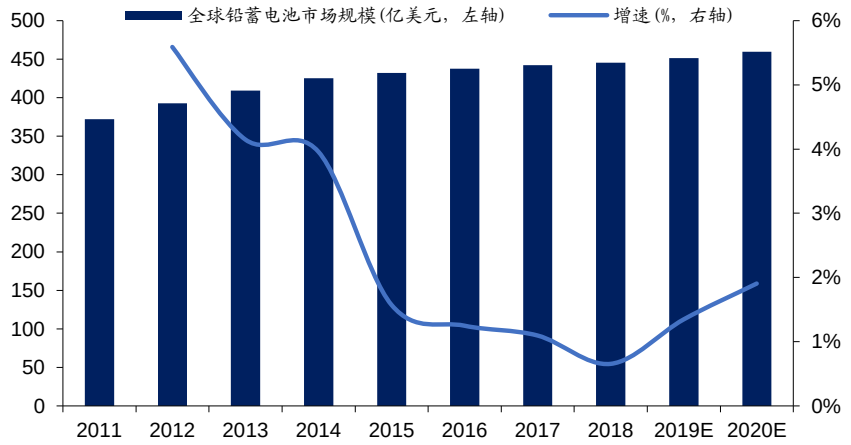
资料来源：wind，海通证券研究所

2. 铅酸电池行业：电动两轮车持续推动增长

2.1 行业空间：电动两轮车持续增长

根据天能股份招股书援引中国产业信息网数据，2011 年以来，全球铅蓄电池市场保持了持续增长，2011 年，全球市场规模为 372.1 亿美元，2018 年增长至 445.2 亿美元，预计 2020 年将增长至 459.8 亿美元。

图4 全球铅蓄电池市场规模持续增长



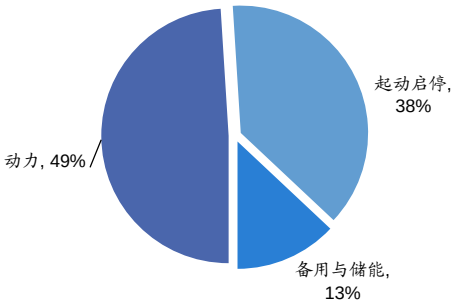
资料来源：天能股份招股书（申报稿），中国产业信息网，海通证券研究所

国内铅蓄电池市场发展较快，根据天能股份援引前瞻产业信息院数据，2018 年我国铅蓄电池需求量 22015 万 kVAh，预计到 2022 年需求量达到 25879 万 kVAh。

图5 中国铅蓄电池市场需求

资料来源：天能股份招股书（申报稿），前瞻产业研究院，海通证券研究所

图6 2018 年中国铅蓄电池应用结构



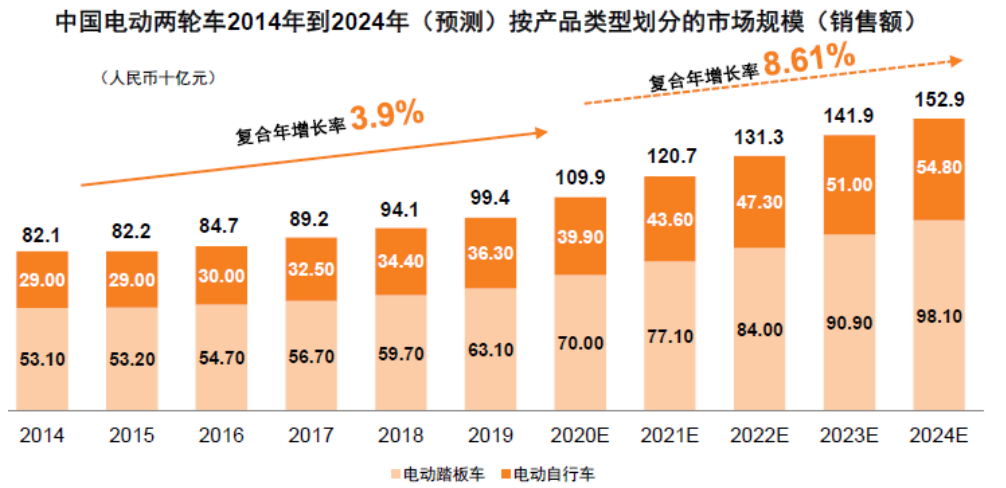
资料来源：天能股份招股书（申报稿），中国产业信息网，海通证券研究所

从我国铅蓄电池下游需求结构来看，根据天能股份援引中国产业信息网数据，2018 年，动力领域应用占比达到 49%，起动启停占比 38%，备用与储能占比 13%。

电动自行车是我国电动二轮车市场主要组成部分，每年持续新增的车辆带来电池配套需求以及庞大保有量带来的存量替换需求。根据天能动力 2018 年统计，我国电动自行车保有量约 2.5 亿辆，年产量接近 3000 万辆，电动三轮车保有量 6000 万辆，年产量接近 1500 万辆。

根据雅迪控股援引弗若斯特沙利文的数据显示，2014-2019 年，中国电动两轮车年销售额复合增长率达到 3.9%，2020-2024 年，年复合增长率有望达到 8.6%。

图7 中国电动两轮车市场持续较快增长



资料来源：雅迪控股 2019 年业绩简报（援引弗若斯特沙利文数据），海通证券研究所

2.2 新国标：政策落定，市场发展更清晰

2019 年 4 月，电动两轮车市场开始正式生效新国标要求，对车速、重量、外形、电池等关键指标进行了严格的规定。

对于电动自行车，要求车速不超过 25km/h，定义为非机动车，不需要驾驶证，整车质量（含电池）不超过 55kg；对于电动轻便摩托车，要求车速不超过 50km/h，定义为机动车，需要驾驶证，整车质量不低于 55kg；对于电动摩托车，要求车速大于 50km/h，定义为机动车，需要驾驶证，整车质量不低于 55kg。

图8 新国标下电动两轮车的定义

新国标下，电动两轮车包括：

	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
车速	≤ 25km/h	≤ 50km/h	> 50km/h
电机功率	≤ 400W	400W~4KW（非强制）	> 4KW（非强制）
是否需要驾驶证	否	是	是
车辆类型	非机动车	机动车	机动车
整车质量（含电池）	≤ 55kg	≥55kg	≥55kg
脚踏行驶能力	30分钟的脚踏行驶距离应不小于5km	无	无

资料来源：雅迪控股 2019 年业绩简报，海通证券研究所

我们认为，受制于电动自行车对于整车质量的要求，会有部分新车从铅酸电池转向锂电池，但因锂电池的成本、替换等因素影响，铅酸电池仍会以占据较大比例的应用；同时存量电动自行车对于铅酸电池的需求依然会持续旺盛。

2.3 行业竞争：双寡头格局稳定

国内铅酸电池市场主要参与者包括天能动力、超威动力、南都电源等，整体格局比较稳定。从铅酸电池收入端来看（其中南都电源采用动力行业的业务分类），天能动力与超威动力相当；从毛利率端来看，近两年三家企业毛利率均在 12%左右，比较接近。

表 2 铅酸电池行业主要公司对比

		2016	2017	2018	2019
铅酸电池营收，百万元	天能动力	19043.21	21706.84	28743.22	27742.46
	超威动力	19298.85	22592.09	24616.77	24875.74
	南都电源	1524.81	2032.18	2163.04	2659.29
毛利率，%	天能动力	13.85%	13.04%	11.82%	11.54%
	超威动力	14.38%	11.85%	12.01%	12.48%
	南都电源	20.42%	17.26%	12.98%	12.64%

资料来源：wind，南都电源 2015-2019 年年报，海通证券研究所
备注：天能动力和超威动力采用整体毛利率，南都电源采用动力行业毛利率

3. 成本管控带动盈利增长，拟分拆电池业务上市科创板

3.1 公司技术及渠道布局领先

公司在新能源电池的应用领域具有世界领先的技术，在核心技术、消费端、产品安全性、内部结构、管理系统等方面有优异布局。

图9 公司领先的技术

资料来源：公司 2019 年业绩简报，海通证券研究所

公司拥有九大生产基地，贴近消费发达地带；销售网络遍布全国，渠道竞争优势明显。现有产能主要分布于浙江、安徽、江苏和河南省。

截至 2019 年 6 月 30 日，公司已建成遍布全国 32 个省、自治区、直辖市的超过 3000 个经销商的营销及售后一体化网络，通过销售渠道，公司可快速将产品、服务及品牌理念传递给终端客户。

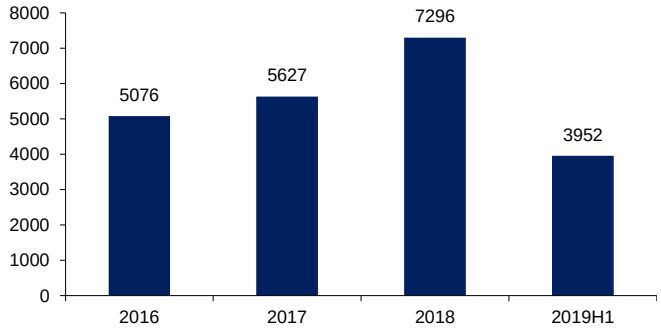
图10 公司经销商布局

资料来源：天能股份招股书（申报稿），海通证券研究所

3.2 拟分拆电池业务于科创板上市，产能扩张带来助力

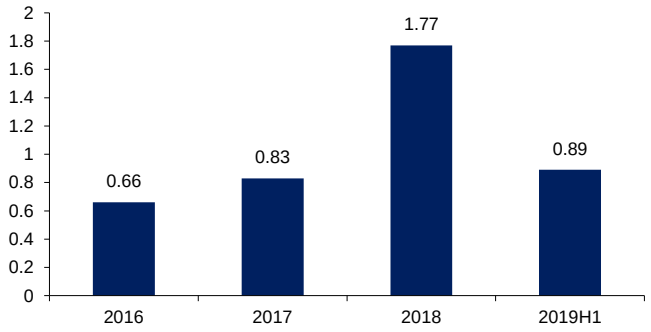
公司成立以来，产能规模逐步扩大，2019 年上半年，铅蓄电池产能达到 3952 万 kVAh，锂离子电池产能达到了 0.89GWh。

图11 公司铅蓄电池产能（万 kVAh）



资料来源：天能股份招股书（申报稿），海通证券研究所

图12 公司锂离子电池产能（GWh）



资料来源：天能股份招股书（申报稿），海通证券研究所

公司 2019 年 12 月 30 日《建议分拆电池板块业务并建议分拆公司之股份以 A 股上市方式于上海证券交易所独立上市之最新资料》公告，分拆公司拟申请于上海证券交易所科创板上市。根据公司 2019 年 7 月 6 日公告，分拆公司 A 股发行并于上海证券交易所科创板上市已获得上市委同意。

根据天能股份招股书，公司计划发行不超过 1.17 亿股，不低于发行后总股本的 10%，募集资金计划继续在铅蓄电池、动力锂电池领域进行产能规模化扩张，以及在研发方面加大投入。

表 3 天能股份募投项目

项目名称	具体情况	投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
绿色智能制造技改项目注	新型高能量铅蓄电池信息化智能制造产业化升级改造项目	35000.00	32498.38
	绿色智能制造技术改造建设项目	26162.01	26162.01
	年产 912 万 kVAh 铅酸蓄电池技术装备升级改造项目	25277.43	25277.43
		86439.44	83937.82
高能动力锂电池电芯及 PACK 项目	项目建成后，可形成年产 0.5GWh 新型高能锂离子软包 VDA 电池及四轮 PACK 、 1GWh 新型高能锂离子方形铝壳电池及二轮 PACK 、 2.5GWh 新型高能锂离子 18650 圆柱电池及二轮 PACK 的生产能力。	85261.56	85261.56
大容量高可靠性起动启停电池建设项目		65150.15	43370.55
全面数字化支撑平台建设项目		31303.96	31303.96
国家级技术中心创新能力提升项目		15581.59	15581.59
补充流动资金		100000.00	100,000.00
合计		383736.70	359455.48

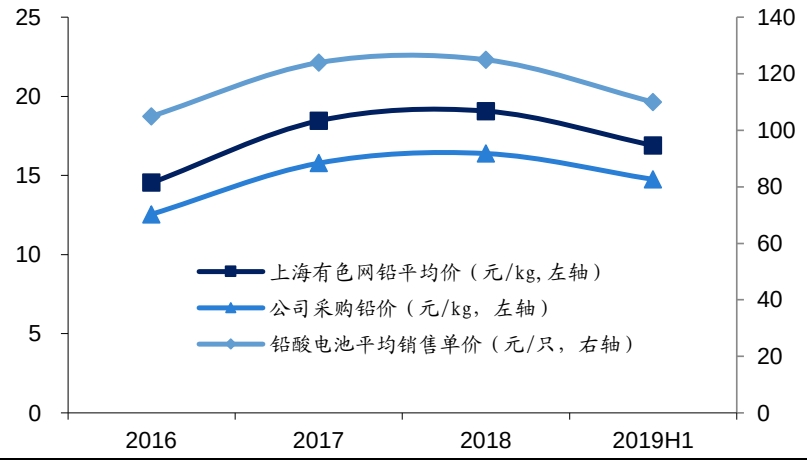
资料来源：天能股份招股书（申报稿），海通证券研究所

3.3 成本：盈利稳健，费用率持续改善

毛利率：公司产品成本受铅价波动影响较大，公司建立了售价与产品成本的联动机制，产品售价会根据铅价情况适时调整。

过去几年，公司毛利率维持在比较稳定的水平，2019 年毛利率有所下降，新能源材料贸易业务收入 100.1 亿元，占比较高。

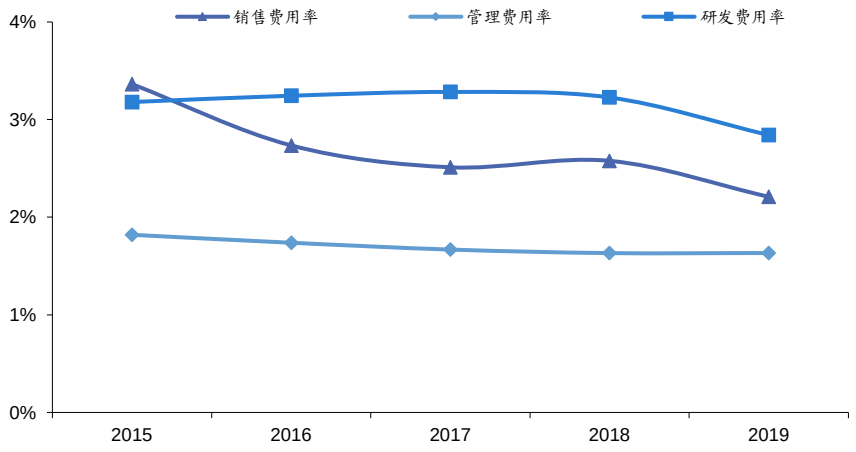
图13 铅价及公司销售单价、采购价对比



资料来源：天能股份招股书（申报稿），海通证券研究所

费用率：自 2015-2019 年，公司销售、管理费用率持续在改善，在收入规模快速扩张的同时，销售、管理费用占比有所下降。研发费用率在 2015-2018 年保持稳定，2019 年有所下降。我们认为，随着公司规模进一步扩产、销售收入增长，费用率管控有望延续此前的趋势，从而为利润提升带来助力。

图14 公司费用率



资料来源：wind，海通证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

分项收入及费用假设:

1）营业收入：我们预计电动自行车电池业务在2020年仅实现小幅增长，主要源于铅价因素，售价有所下降；2021-2022年，随着产能继续扩张，该业务有望实现较高增长，带动整体营收增长；

2）毛利率：我们预计随着公司销售、管理水平提升，以及电动自行车电池占收入比重提升，毛利率会有稳步提升；

3）费用率：我们预计销售费用率和管理费用率会有一定下降，规模优势更加明显。

表 4 分项收入及假设

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入，百万元				
电动自行车电池	25685	26455	30423	33466
微型电动车电池	2058	2058	2058	2058
特殊用途电池	478	525	578	636
可再生资源产品	941	847	931	1025
锂电池	627	752	903	1083
其他	818	818	818	818
新能源材料贸易	10008	11008	12109	13320
合计	40614	42464	47821	52405
YOY				
电动自行车电池	-3%	3%	15%	10%
微型电动车电池	3%	0%	0%	0%
特殊用途电池	7%	10%	10%	10%
可再生资源产品	-54%	-10%	10%	10%
锂电池	13%	20%	20%	20%
其他	66%	0%	0%	0%
新能源材料贸易	268%	10%	10%	10%
合计	17%	5%	13%	10%
毛利率	11.5%	12.1%	12.5%	12.7%
销售费用率	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%
管理费用率	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
研发费用率	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%

资料来源：wind，公司2019年业绩公告，海通证券研究所

我们预计2020-2022年实现归母净利润21.18、25.51和29.37亿元;每股收益1.88、2.27和2.61元。给予2020年10-12X PE，对应合理价值区间18.80-22.56元/股，按照1港元=0.90元人民币估算，对应合理价值区间20.89-25.07港元/股，首次覆盖，给予优于大市评级。

5. 风险提示

政策风险；电动自行车销量不及预期。

表 5 可比公司估值表

代码	简称	总市值(亿元)	EPS（元）			PE（倍）			PS（倍）	PB（倍）
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
0951.HK	超威动力	38	0.5	0.6	0.6	6.8	6.1	5.7	0.1	0.7
300750.SZ	宁德时代	4,531	2.1	2.4	3.1	98.3	85.5	65.8	8.5	10.1
300014.SZ	亿纬锂能	966	1.6	1.1	1.4	32.0	47.7	37.3	10.0	10.3
002920.SZ	德赛西威	391	0.5	0.7	1.0	134.1	96.3	68.2	6.4	8.7
300207.SZ	欣旺达	367	0.5	0.6	0.8	47.8	41.4	27.8	1.2	5.5
300068.SZ	南都电源	120	0.4	0.4	0.5	33.2	31.7	30.9	1.2	0.0
601311.SH	骆驼股份	86	0.7	0.6	0.7	11.3	13.5	11.7	0.9	1.2
002733.SZ	雄韬股份	79	0.5	0.5	0.8	45.9	42.8	28.8	2.6	3.2
	均值					51.2	45.6	34.5	3.9	5.0

注：收盘价为 2020 年 07 月 20 日价格，EPS 为 wind、彭博一致预期；港交所上市公司市值换算为元，按照 wind 自动提取的历史汇率（采取 1 港元=0.90 元人民币）;
资料来源：wind，彭博，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	1.49	1.88	2.27	2.61
每股净资产	5.92	7.34	9.04	11.00
每股经营现金流	1.54	2.35	2.65	3.12
每股股利	0.35	0.45	0.57	0.65
价值评估				
P/E	10.57	8.39	6.97	6.05
P/B	2.96	2.38	1.93	1.59
P/S	0.44	0.42	0.37	0.34
EV/EBITDA				
股息率（%）	**23%**	**24%**	**25%**	**25%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	11.54%	12.14%	12.46%	12.68%
净利润率	5.23%	6.16%	6.59%	6.92%
净资产收益率	27.56%	28.36%	27.64%	26.01%
资产回报率	14.43%	15.46%	16.10%	15.94%
投资回报率				
盈利增长（%）				
营业收入增长率	16.87%	4.56%	12.61%	0.00%
EBIT 增长率	39.44%	21.04%	21.29%	15.23%
净利润增长率	34.29%	25.96%	20.43%	15.12%
偿债能力指标				
资产负债率	61.91%	58.49%	55.68%	52.69%
流动比率	1.15	1.19	1.20	1.26
速动比率	0.59	0.74	0.74	0.80
现金比率	0.45	0.60	0.60	0.66
经营效率指标（%）				
应收帐款周转天数	14	14	14	14
存货周转天数	38	38	38	38
总资产周转率	212.30%	197.52%	195.56%	190.13%
固定资产周转率	849.07%	731.51%	661.93%	654.90%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1681.83	2118.39	2551.13	2936.76
折旧摊销	429.06	479.33	581.50	723.45
营运资金变动	-270.09	154.83	-47.14	-40.30
经营活动现金流	**1738.51**	**2652.55**	**2985.48**	**3519.91**
固定资产投资	-1221.84	-1500.00	-2000.00	-1500.00
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	-1221.84	-1500.00	-2000.00	-1500.00
投资活动现金流	**-883.68**	**-651.23**	**-2000.00**	**-1500.00**
债务变化	-802.37	387.98	200.00	200.00
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**-534.40**	**-5.57**	**-308.41**	**-437.78**
现金净流量	**320.43**	**1995.76**	**677.07**	**1582.13**

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**40613.56**	**42463.91**	**47820.68**	**52405.41**
营业成本	35925.80	37308.46	41860.62	45758.25
毛利率%	11.54%	12.14%	12.46%	12.68%
营业费用	896.68	891.74	980.32	1048.11
营业费用率%	2.21%	2.10%	2.05%	2.00%
管理费用	662.97	679.42	741.22	786.08
管理费用率%	1.63%	1.60%	1.55%	1.50%
EBIT	1995.39	2415.30	2929.54	3375.63
财务费用	-255.04	-200.00	-200.00	-200.00
财务费用率%	-0.63%	-0.47%	-0.42%	-0.38%
资产减值损失				
投资收益	-0.25	0.00	0.00	0.00
营业利润	**1838.85**	**2315.30**	**2829.54**	**3275.63**
营业外收支	287.21	300.00	320.00	350.00
利润总额	**2126.06**	**2615.30**	**3149.54**	**3625.63**
EBITDA	2424.45	2894.63	3511.04	4099.07
所得税	-400.09	-496.91	-598.41	-688.87
有效所得税率%	18.82%	19.00%	19.00%	19.00%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者净利润	**1681.83**	**2118.39**	**2551.13**	**2936.76**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4154.19	6149.95	6827.01	8409.14
应收款项	1517.70	1628.75	1834.22	2010.07
存货	3740.22	3884.17	4358.09	4763.87
其它流动资产	1207.57	220.00	220.00	220.00
流动资产合计	12765.11	14182.87	15639.32	17903.08
长期股权投资	285.48	285.48	285.48	285.48
固定资产	4783.30	5804.97	7224.47	8002.03
在建工程	1221.84	1500.00	2000.00	1500.00
无形资产	594.22	593.22	592.22	591.22
非流动资产合计	6365.21	7325.63	8824.48	9669.81
资产总计	**19130.33**	**21508.49**	**24463.80**	**27572.89**
短期借款	1659.27	2000.00	2200.00	2400.00
应付账款	4771.90	5181.73	5813.97	6355.31
预收账款				
其它流动负债	4435.27	4500.00	4800.00	5200.00
流动负债合计	11072.32	11896.89	13056.27	14220.84
长期借款	252.75	300.00	300.00	300.00
其它长期负债	518.75	376.70	259.27	1.22
非流动负债合计	771.50	676.70	559.27	301.22
负债总计	**11843.82**	**12573.58**	**13615.54**	**14522.06**
实收资本	109.91	109.91	109.91	109.91
普通股股东权益	6664.61	8274.59	10187.94	12390.50
少数股东权益	621.91	650.00	650.00	650.00
负债和所有者权益合计	**19130.33**	**21508.49**	**24463.80**	**27572.89**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 20 日
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉　　策略研究团队
张向伟　　策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　西部水泥,丘钛科技,浪潮国际,ASM PACIFIC,澳优,比亚迪电子,建滔积层板,颐海国际,波司登,舜宇光学科技,达利食品,复星国际,敏华控股,百奥家庭互动,安踏体育,兑吧,FIT HON TENG,阅文集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756　fqh12888@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(010)58067828　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154653　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489　zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129　lyf13079@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com