

【晨会聚焦】乘风破浪，龙头重拾成长，个股推荐：中材科技，三一重工

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

电话：

Email:

研究助理：郭亮（责任编辑）

电话：010-59013914

Email: guoliang@r.qlzq.com.cn

欢迎关注中泰研究所订阅号



晨报内容回顾：

今日预览

今日重点>>

- 【政策】唐军、杨畅（研究助理）：改革力度不减、政策基调不变——点评中央深改委第七次会议
- 【建材-中材科技(002080)】张琰、孙颖（研究助理）：“乘风”破浪，风电叶片龙头重回高速增长通道-20190319
- 【机械】朱荣华、赵晋（研究助理）：工程机械：三一破 1000 亿市值，后工业化时代龙头有望持续创新高-20190319

研究分享>>

- 【固收】齐晟、龙硕：同业存单：非银处落寞，小行处繁华-中泰证券固定收益周报 20190318
- 【钢铁-鞍钢股份(000898)】笃慧、曹云（研究助理）：全年业绩创上市新高-20190319
- 【钢铁-久立特材(002318)】笃慧、曹云（研究助理）：油气好转驱动业绩翻倍-20190319
- 【非银-中国平安(601318)】陆韵婷：核心指标均略超预期，回购方案落地带来股价支撑-20190319
- 【化工-光华科技(002741)】商艾华：密集布局废旧动力电池回收渠道-20190319
- 【化工-华鲁恒升(600426)】商艾华：业绩同比大增，短期行业低谷无碍长期发展-20190319
- 【机械-徐工机械(000425)】朱荣华、赵晋（研究助理）：2019 年初销量超预期，国企改革有望逐步推进-20190319
- 【机械-上海机电(600835)】朱荣华、赵晋（研究助理）：竞争加剧毛利率承压，电梯改造业务成新增长点；关注上海国企改革进展-20190319

- 【轻工-山鹰纸业(600567)】蒋正山、徐稚涵：业绩符合预期，看好长线逻辑-20190319
- 【汽车-福耀玻璃(03606)】黄旭良、戴仕远：年报点评：营收稳健增长，业绩符合预期-20190319

今日重点

▶【政策】唐军、杨畅（研究助理）：改革力度不减、政策基调不变——点评中央深改委第七次会议

1、改革落实阶段也是投资机会涌出的阶段。本次会议提出：“很多重大改革已经进入推进落实的关键时期”，“全面深化改革要乘势而上”，我们认为，这些提法均表示，伴随着改革措施的落地，都将对相关领域形成结构性的投资机会。

2、本次会议审议了八个文件。对应领域分别包括西部基础设施建设，加大创新、乡村振兴、石油天然气管网分离等领域，均有望形成相应的投资机会。其中西部大开发从“面上”机会向“条上”转变，重点关注“一带一路”带动下的基础设施建设。

3、政策底层逻辑仍然清晰。今年新中国成立70周年，需要形成良好的政策氛围。整体把握今年的政策逻辑，还是从18届3中全会《全面深化改革的决定》着眼，我们认为，未来在发展混合所有制经济，推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，建立城乡统一的建设用地市场，调整消费税征收范围、环节、税率，推进金融、教育、文化、医疗等服务业领域有序开放等方面，存在政策发力的空间。

4、本轮市场的上涨，主要是在政策驱动下风险偏好的回升。现阶段，政策出台的逻辑和力度，均未出现超预期或转向迹象，市场面临的整体政策环境仍然稳定。

风险提示：政策变动风险

▶【建材-中材科技(002080)】张琰、孙颖（研究助理）：“乘风”破浪，风电叶片龙头重回高速增长通道-20190319

中材科技主营业务为玻璃纤维及制品（泰山玻纤产能为全国第二）和风电叶片（中材叶片产能为全国第一），2017年这两块业务收入占比达78%；与此同时，公司重点开拓锂电隔膜领域，预计2019年将贡献业绩增量。未来集团将进一步加大锂电和新材料产业链（高压复合材料氢气瓶等）的布局和支持。

核心预期差：1) 公司作为风电叶片龙头，拥有的超额盈利能力被低估；2) 市场对玻纤业务的认识还停留在供需关系上，泰玻的成本改善并没有被市场重视；3) 锂电隔膜的产能扩张及客户拓展在19年和20年有望超市场预期。

19和20年风电有望再迎抢装，叶片龙头盈利有望大幅增长。风电行业将迎来至少2年的景气周期，主要是因为：1) 2021年之后将全面实现风火同价，补贴难再有；2) 补贴拖欠存在较大压力，大量高电价存量项目需要加速清理；3) 海上风电将迎来较快速发展。我们预计19和20年国内新增装机并网量为26和33GW，复合增长率超过25%。从供给端看，15年抢装潮之后，16-18年行业景气度下滑（装机总量降低），且由于主机厂对叶片厂商有强势话语权，相同机型产品价格呈现逐年下滑趋势，行业总体毛利率水平逐年下滑，行业龙头中材叶片在18年上半年甚至出现亏损。而近年风电叶片更替进程加快，叶片大型化趋势势不可挡，对小企业来说，连续几年的低盈利使得生存压力较大，且产品更新迭代较快，一旦没有研发出新产品，老的叶片机型就将逐步被市场淘汰。与此同时，16-18年大企业产能利用率并不高（70%左右），短期之内未进行盲目产能扩张。进而，我们判断在行业景气上行期叶片有效产能或不足，19和20年大型叶片产能供需将呈现偏紧的状态，同样型号的叶片单价将有望保持平稳，新研发产品则将享受高的产品溢价。对于行业龙头中材叶片而言，产品结构的中高端化使得公司近年来单MW价格呈现上升趋势，公司将继续利用技术、成本和产品优势进一步提高市占率，且由于结构变化和规模效应，毛利率将明显提升，盈利能力有望大幅提升。同时，公司积极进行国际化和海上风电战略布局，有望增加新的需求市场。

玻纤供需有望逐季转好，内生成本改善将助力公司业绩稳中向好。玻纤作为一种替代性功能材料，大多数下游细分领域无疑是成长性较强且受国家政策鼓励的：包括风电、汽车轻量化、PCB等。然而，供需两端在特定时间仍会体现出一定的周期性。需求端受全球经济和细分行业周期性影响，供给端的刚性产能新增则是不可忽视的力量，甚至不排除短期对供需关系会起主要影响作用。但此

轮产能新增主要来自中国巨石等龙头企业，且绝大多数是中高端产能，细分领域需求的较快增长及行业的较高壁垒（技术研发和配套能力要求高、认证周期长，用户粘性高）将使得产能冲击的力度有所减弱。持续数年的高盈利的确刺激了一定程度的中低端产能新增，但由于技术和成本的差异，短期内很难对行业造成较大影响。据我们测算，18Q4-19Q2 玻纤季度边际产能均有新增，对行业价格将持续形成压力，但由于 19 年新增产能边际逐渐减少，随着需求的增长，19Q2 之后新增产能对价格的影响或将趋弱。由于“两材重组”后行业两大玻纤巨头的整合工作也将在一定程度上提升行业集中度，对冲此轮周期的波动。随着新产线点火投产，产能增加带来的规模效应、新产线成本下降、经营管理的精细化使得 18 年泰山玻纤单位成本下降明显。19 年老产线冷修技改及关停计划将进一步促进产品结构升级（热塑、风电、电子纱等占比仍将逐步提高）和成本改善，成本下降仍然值得期待。虽然目前电子纱和无碱粗纱价格均出现较大幅度下滑，但销量增加和成本改善将在一定程度上对冲价格下滑带来的影响，我们预计 19 年泰山玻纤业绩有望保持平稳。

锂电隔膜业务稳步推进，长期价格虽承压，有资金和技术优势的企业将在未来竞争中胜出。新能源汽车放量带动隔膜快速增长。湿法隔膜性能优异，代替干法趋势明显，2018 年干法隔膜产量 7.06 亿平方米，同比增长 7.8%，湿法隔膜产量为 13.06 亿平方米，同比增长 67.4%，湿法隔膜产量占比达到 65%，同比增加 11%。公司 2011 年进入锂电隔膜领域，2016 年投入 9.9 亿建设 2.4 亿平方米新线。目前 4 条生产线已全部完成调试，并获得 CATL 和亿纬锂能等客户的产品认证。虽然新增供给较多，但湿法涂覆的中高端有效产能仍不足。中长期来看价格承压，但公司具备较强的资金和资源优势，未来有望在竞争中逐渐胜出。

我们认为中材科技风电叶片业务 2019 年有望保持高增，玻纤原纱盈利维持稳定，锂电隔膜业务逐渐放量有望贡献新的业绩增量。我们预计公司 2018-2020 净利润分别为 9.57、14.2 和 17.3 亿。

风险提示：玻纤新增产能投放超预期，导致各产品价格大幅下滑；环保淘汰玻纤落后产能不及预期；未来几年风电新增装机不及预期，公司叶片业务受影响；相同型号叶片价格下滑超预期；锂电隔膜生产和销售不及预期，价格下降幅度超预期。

►【机械】朱荣华、赵晋（研究助理）：工程机械：三一破 1000 亿市值，后工业化时代龙头有望持续创新高-20190319

三一市值创新高的深层次原因：中国逐渐步入后工业化时代，龙头效应凸显

1) 我国经济逐步步入后工业化时期，从人均 GDP 和城市化率水平来看，我国将于 2020 年达到发达国家 20 世纪 70 年代水平。

2) 后工业化时代：经济增速回落。进入后工业化时代，我国经济增速下台阶，未来很长一段时间有望保持中高速运行。

3) 后工业化时期：存量经济中产业集中度提升，制造业龙头盈利能力增强。制造业龙头企业具有更高的经营效率、更低的经营成本、更好的品牌和更高的市场占有率，通过扩张 ROE 不断提升，盈利能力和稳定性得到显著改善，并且 ROE 提升会带来股票更好的市场表现。

工程机械：2019 年年初销量继续超市场预期

1) 2019 年 1-2 月工程机械产品销售持续超预期，根据中国工程机械协会的数据，2019 年 1-2 月共计销售挖掘机 30501 台，同比涨幅 39.9%。其中 1 月销量 11756 台（同比+10.0%），2 月销量 18745 台（同比+68.7%）大超预期。

2) 根据中泰挖掘机预测模型，我们预计 2019 年销量有望达 21 万台以上。

3) 核心零部件（液压件）2019 年仍处于供应紧张状态。

下游：基建托底经济、投资增速反弹，房地产 2019 年不悲观

1) 2019 年初基建投资增速触底反弹。2019 年 1-2 月，基建投资完成额同比增长 4.3%触底反弹。宏观经济走弱，基建维稳需求预期不断提升。乡村振兴（基建投资）延长工程机械景气周期。

2) 下游房地产投资：2018 年全年超预期，2019 年亦勿需悲观。2018 年，全国房地产开发投资完成额达 110083 亿元，全年增速 9.5%，2019 年 1-2 月开发投资额增速进一步提升，同比增长 11.6%。

国产龙头份额、盈利能力提升，现金流好转，资产质量改善。

1) 国内龙头市场份额持续提升，三一稳居市占率首位。2018 年国产品牌前三分别为：三一重工 23.07%，徐工 11.51%和柳工 7.02%，2019 年 2 月三一市占率进一步提升至 27%。

2) 受益于上游成本下降，主机厂商产品毛利率有望进一步抬升，资产减值损失影响将逐步减小。国内的主机厂家经营性现金流继 2017 年开始大幅出现好转后，2018 年继续稳步提升。

投资建议：我们坚定看好后工业化时期装备制造业龙头表现，看好国产主机厂龙头和零部件龙头，推荐——三一重工、徐工机械、柳工、恒立液压、艾迪精密。三一重工、徐工集团、柳工分别位居国内挖掘机内资品牌前 3 名，恒立液压、艾迪精密为挖掘机配套液压油缸和泵阀、破碎锤和液压泵阀马达等，具有很好的成长性。

风险提示：基建及房地产投资低于预期风险、宏观政策调控风险、行业竞争加剧、原材料价格波动风险。

研究分享

►【固收】齐晟、龙硕：同业存单：非银处落寞，小行处繁华-中泰证券固定收益周报 20190318

专题：同业存单：非银处落寞，小行处繁华

根据 2 月的托管数据，在我们重点关注的 4 类指标当中，首先，对于月度杠杆率而言，全市场的杠杆水平和机构杠杆率仍然保持平稳。其次，从交易资金入场债市的情况看，相比于去年 4 季度，交易资金对债券市场的增投规模和去年同期以及历史同期类似，但力度确实有所放缓。再次，从地方政府债的托管情况上看，各类机构的持仓占比基本维持稳定。此外，从结构数据上看，外资机构依旧延续小幅入场而保险公司则继续离场，证券公司依旧减持利率债而增持信用债，值得注意的是，农商行和农合行已经连续两个月大幅增持同业存单。

在本篇报告中，我们围绕着同业存单重点展开讨论，对此我们从机构配置存单的力度和节奏、存单发行的量价关系和结构特点、以及存单与相似品种的比价关系三个维度来探讨。

首先，从机构配置存单的力度上看，考虑到大型银行和非法人机构在债券市场的体量分别约是农商行和农合行的 7 倍和 4 倍，而农商行和农合行对存单的持有比重从 2018 年起超过大型银行，跃至第二位，为非法人机构的 1/3 左右，相对而言，农商行和农合行对存单的投资力量并不弱于非法人机构，更加超过大型银行。从增持节奏上，自 2015 年以来农商行和农合行对存单基本保持了单月增持的趋势，可见其对存单的投资力度和持续性确实较强。

其次，从存单的发行规模和结构上看，2018 年以来，存单的净融资规模整体平稳，但结构上却发生了一系列变化，一是农商及以下银行存单发行占比有所上行；二是 9M+1Y 存单发行占比在 2018 年明显升高，三是 AA+ 银行存单发行占比 2018 年止跌回稳，考虑到货基缩量，而中小银行对稳定资金的需求更大，且在定期存款和结构性存款承压下，以上 3 点变动均支持农商行和农合行加大彼此间互持存单的规模，以优化负债端的结构和考核指标。

再次，从同业存单和中票短融的比价关系上看，在今年信用扩张的趋势下，下沉中票短融资质的性价比显著优于同等级的存单，非法人机构在收益驱动下削减存单投资规模（这一点在非法人机构托管规模变动中也有所反映），因而也推动农商行和农合行进一步的增配。

由此可见，农商行和农合行近两月大幅增持，既是长期投资风格的延续，又是优化考核指标的主动选择，同时还是债券品种收益率比价后的被动增持。倘若资金价格依旧处于低位，市场风险偏好仍然处于上行通道，而和货币基金产生竞争的银行类货币产品依旧享受更多的投资自由，那么除了季末、年初和年末等特殊时点（基金产品冲量、大行配置压力缓和等），我们很可能还会继续看到农商行和农合行独树一帜，成为配置存单的主力军，而对债券市场而言，存单市场的落寞一定程度上推动牛尾行情的延续。

利率品一周回顾：资金面月中趋紧，期限利差有所收窄

上周央行在公开市场净投放逆回购 200 亿元。拆借回购利率走高，隔夜利率升幅超过 60bp。存单发行利率回升，城商行品种的升幅最为明显。存单发行量及偿还量均走高，净融资额下滑。政金债招标结果不一，国债、国开债期限利差分别收窄至 67bp 和 101bp。

信用品一周回顾：交易热情略有反弹，一二级市场整体向好。

上周信用债净融资规模保持在 749.22 亿元，融资环境畅通。二级收益率小幅上行，拉开了息差空间，交易规模反弹至 4294.15 亿元，信用利差基本收窄 5bp 以上，中低等级超额利差收窄居多，整体向好。

固定收益市场展望：关注美联储 3 月议息会议

3 月 17 日当周，央行公开市场有 200 亿逆回购到期。国内为数据真空期；美国将公布 3 月制造业 PMI 数据，美联储将公布利率决议；欧元区将公布 3 月经济景气指数、制造业 PMI 等数据。3 月 17 日当周有 823 亿地方债，300 亿国债和 421 亿政金债发行。

风险提示事件：监管风险超预期，资金面超预期收紧，海外突发事件，超额利差计算方式由于样本采集问题可能与市场真实情况存在偏差

▶【钢铁-鞍钢股份(000898)】笃慧、曹云（研究助理）：全年业绩创上市新高-20190319

业绩概要：公司发布 2018 年业绩公告，报告期内公司实现营业收入 1051.57 亿元，同比增长 14.7%；实现归属于上市公司股东净利润 79.52 亿元，同比增长 19.8%；对应 EPS 为 1.099 元，四个季度 EPS 分别为 0.22 元、0.26 元、0.46 元及 0.15 元；去年同期实现归属于上市公司股东净利润 66.38 亿元，折合 EPS 为 0.917 元。此外，公司拟以现有股本 72.35 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元（含税），共计分配利润 15.92 亿元，同时以资本公积金向全体股东转股每 10 股转增 3 股；

经营数据：公司 2018 年生产铁 2478.8 万吨，同比增加 2.66%；钢 2615.5 万吨，同比增加 5.12%；材 2413.07 万吨，同比增加 5.24%；销售钢材 2409.8 万吨，同比增加 4.6%，实现钢材产销率 99.86%。结合年报数据折算 2018 年吨钢售价 4363 元、吨钢成本 3657 元及吨钢毛利 707 元，同比分别上升 384 元、241 元和 144 元（按调整后口径）。具体品种看，公司热轧薄板系列产品、中厚板毛利率同比上升 3.98、6.25 个百分点至 21.11%和 13.45%，冷轧薄板系列产量同比下滑 2.04 个百分点至 15.60%；

财务分析：公司 2018 年毛利率 16.2%，同比上升 2.04%；期间费用率 5.98%，同比下降 0.36%，吨钢费用同比上升 8 元；净利润率 7.56%，同比上升 0.31%；资产负债率 41.72%，同比下降 2.73%；加权平均净资产收益率 14.82%，同比上升 0.8 个百分点。综合而言，公司 2018 年业绩创上市以来新高，一方面得益于行业高景气延续，另一方面源于公司年内收购朝阳钢铁 100% 股权，不仅新增 200 万吨精品板材生产能力，同时促进鞍山本部、营口和朝阳三个钢铁生产基地的协同发展，提升公司整体盈利能力；

汽车维持弱势拖累公司盈利：公司产品结构中板材占比超过 80%，其中冷轧系列占比 30% 左右，对应下游主要是汽车及家电行业，但由于购置税优惠政策的全面退出，去年汽车产销长时间表现弱势，2018 年全年汽车产销量分别为 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，同比分别下降 4.2% 和 2.8%，最新 2 月产销同比继续下滑，该趋势短期难以逆转或对冷轧需求及价格产生负面作用。与之相反，热轧下游或继续保持韧性，年初工程机械表现依然较好，1-2 月国内挖掘机共销售 30501 台，同比增长 39.9%，从 3 月初我们调研情况来看，今年旺季初期热卷需求启动较早，主要由于重卡及工程机械景气度超预期及终端补库所支撑。同比去年板材需求，汽车或成为主要拖累项，鉴于公司汽车板市占率及技术含量较高，整体盈利表现仍将好于行业平均水平；

投资建议：公司作为国内板材龙头企业，全年盈利紧随行业基本面持续改善，且收购朝阳钢铁有助于提升公司盈利能力，考虑到 2019 年汽车产销继续维持弱势或不利于冷轧需求，但由于本轮供给端没有大规模过渡到资本开支周期，公司高盈利水平或仅逐步回归常态。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.76 元、0.73 元及 0.77 元（考虑转增股本），中长期维持“增持”评级；

风险提示：宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

►【钢铁-久立特材(002318)】 笃慧、曹云（研究助理）：油气好转驱动业绩翻倍-20190319

业绩概要：公司发布 2018 年业绩公告，报告期内公司实现营业收入 40.63 亿元，同比增长 43.42%；实现归属于上市公司股东净利润 3.04 亿元，同比增长 126.89%；对应 EPS 为 0.36 元，四个季度 EPS 分别为 0.06 元、0.10 元、0.10 元及 0.10 元；去年同期实现归属于上市公司股东净利润 1.34 亿元，折合 EPS 为 0.16 元。此外，公司拟以未来实施本次分配方案时股权登记日的公司总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税）；

经营数据：2018 年公司无缝管和焊接管合计生产 9.5 万吨，同比增长 23.3%，其中无缝管产销量分别为 5.03 万吨和 5.07 万吨，同比增加 0.72 万吨和 0.80 万吨，以销量折算吨钢售价 45001 元、吨钢成本 32612 元及吨钢毛利 12389 元，同比分别提升 6980 元、4094 元及 2886 元；2018 年焊接管产销量分别为 4.47 万吨和 4.51 万吨，同比增加 1.07 万吨和 1.17 万吨，同样以销量折算吨钢售价 26065 元、吨钢成本 19594 元及吨钢毛利 6471 元，同比分别提升 2244 元、435 元及 1809 元；

财务分析：公司 2018 年毛利率 25.06%，同比上升 3.59 个百分点，其中无缝管和焊接管毛利率分别同比上升 2.54 及 5.26 个百分点；期间费用率 15.89%，同比上升 0.59%，其中管理费用同比增长 96.66%，主要系本期确认股份支付所致；净利润率 7.58%，同比提升 3.04 个百分点；资产负债率 36.51%，同比下滑 3.08%；加权净资产收益率 10.04%，同比去年翻倍；

业绩创历史新高：2018 年业绩不仅创上市以来新高，且较同期翻倍有余，最核心的原因在于下游石油化工行业投资增速出现明显回升，公司传统产品订单相应增加，具体订单既包括国内中石油、中石化及中海油相关订单，也包括给英国 BP 项目供应长距离输送用双相钢管线管。2019 年业绩增速或边际放缓，一方面产量增速放缓，2018 年无缝管和焊接管合计销量 9.58 吨，同比增加 1.96 万吨，在此基础上，2019 年公司计划实现工业用成品不锈钢管销量 9.97 万吨，同比增加 0.39 万吨；另一方面订单增速或放缓，公司新兴产品研发推广还处于试运行阶段，利润来源仍主要集中于传统产品，而传统产品应用集中在油气开采，虽然油气景气度自底部回升至少持续 2-3 年时间，但公司除完成前期末完成订单外，新增大订单仍需建立在产能瓶颈突破的基础之上。此外，2018 年核电反应堆审批进度低于预期，未来仍存在不确定性；

投资建议：公司盈利受下游景气度回升翻倍反弹，随着油气周期持续，公司相关订单相对稳定，弹性来源于产量释放及下游核电超预期推进。我们预计 2019-2021 年 EPS 为 0.34 元、0.34 元及 0.36 元；

风险提示：公司产品订单不及预期。

►【非银-中国平安(601318)】陆韵婷：核心指标均略超预期，回购方案落地带来股价支撑-20190319

平安盈利优于预期，多元化的盈利来源有效降低对利率的敏感度。2018 年平安归母净利润同比增长 20.56% 至 1074 亿元，好于市场预期，主要来源于寿险业务和金融医疗科技业务。其中寿险业务的准备金由前一年计提 212 亿元转为释放 2.65 亿元，同时非经济假设变动带来额外 26.49 亿元的利润。科技板块方面，18 年平安入账陆金所重组一次性收益 72.4 亿元，对冲 17 年 108 亿的好医生重组收益。但除信托和券商业务以外的其他资管业务归母净资产下降 26.22%，可能存在部分投资项目的较大损失。平安的盈利来源多元化。从营运利润的组成来看，寿险，财险，银行，资管和科技板块分别贡献 62.5%，10.8%，12.8%，11.4% 和 6%。多元化的盈利模式使得平安内含价值对利率的敏感性显著低于行业，年报显示如果投资收益率下降 50bp，平安集团 ev 下降幅度仅为 4.58%，较去年再次收窄。

价值率提升是 18 年 NBV 增长的核心原因，预计 19 年负债端弱复苏。2018 年平安寿险新业务价值 719 亿元，7.3% 的同比增长率略超预期。由于月均代理人数量仅小幅增加 4.76%，月人均新单保费下降 11.67%，因此 margin 的提升是全年 NBV 增长的核心原因。2019 年平安寿险开门红期间大幅压缩短交储蓄产品，全年资源投放节奏更为均匀，资本使用效率更高，考核目标由首年保费完全转向新业务价值；在客户经营上，针对平安福的存量客户进行二次开发；虽然未来 3-5 年依然

将面临着重疾险销售难度变大,巨大基数下代理人潜在增速中枢下移的挑战,但由于今年业务节奏好于18年,且开门红期间代理人收入略有上升,我们判断2019年公司全年NBV增速将好于18年,预计达到10%-12%。

2018Q4财险净利润拐点已经出现,看好19年的业绩增长。2018年平安财险原保费同比增速14.6%,财险和车险的市场份额均提升0.5%至21.0%和23.2%,综合成本率下降0.2pct至96%,但保险责任准备金提取比例仅2%,可能存在计提不足的问题。2018Q4单季度归母净利润同比增长40.2%至41.34亿元,业绩拐点已经出现。2019年以来,车险手续费率监管力度变大,我们预计19年费用率和所得税率均会有所改善,带动净利润增速回复至较高水平。

18年投资收益表现一般,但分红万能险的吸收效应降低了投资负偏差。受18年资本市场波动影响,平安保险资金总投资收益同比下降29%,其中碧桂园和云南白药当年影响净利润接近150亿元,这两只股票均为较长期的投资,19年已浮盈15.8%和13.7%。2018年平安净投资收益率和总投资收益率分别为5.2%和3.7%,3.7%的总投资收益率低于内含价值的精算假设,但由于平安负债端55.9%的保单为分红和万能险,两者具有吸收效应,使得投资负偏差对当年寿险内含价值的影响仅为2.46%。今年年初以来股权价格涨幅较大,预计将通过调整后净资产影响全年集团内含价值5%。平安回购规模50-100亿元,长期服务计划将会带来长期的资金回购。平安公布公司将会在4月29日股东大会通过之后的12个月内,以集合竞价的方式回购50至100亿元A股,全部用于公司员工持股计划,其中包含了去年12月董事会通过的长期服务计划(预计耗资43亿元)。当前平安集团可动用资金充足,18年在对外分红333亿元之后,依然留有420亿可动用资金,是回购的充分保障。

平安孕育的好医生,汽车之家和众安在线已经分别上市,归属于平安的市场价值为578亿元,是归属于平安的116亿净资产的5.1倍。我们预测2019年底平安寿险和集团内含价值增速分别将达到26.83%和22.18%。

风险提示:权益市场大幅度下降,长期无风险收益率持续大幅度下行,新单保费增速不如预期

►【化工-光华科技(002741)】商艾华:密集布局废旧动力电池回收渠道-20190319

事件:公司发布公告,与鑫盛汽车签署了《关于废旧动力电池回收处理合作协议》。双方将在废旧动力电池回收处理以及循环再造动力电池材料等业务上开展合作。

与多家车企签订回收合作协议,掌握废旧电池回收源头渠道资源。自从2018年11月以来,5个月内,公司相继与南京金龙、广西华奥、奇瑞万达、深圳五洲龙、元宝淘车、安徽鑫盛六家车企达成废旧动力电池回收战略合作协议。公司选择国内行业领先新能源汽车企作为合作对象,一方面是积极抢占优质废旧电池渠道资源,助力公司新兴业务电池回收的发展。另一方面公司回收资质受到车企认可,有助于公司进一步拓展废旧电池企业市场,产生品牌效应。

看好公司锂电材料全产业链布局。根据中国汽车协会数据,2018年全年,新能源汽车产销量分别达到127.05万辆和125.62万辆,双双突破百万大关,分别同比增速59.92%和61.74%。新能源汽车的高速增长带动碳酸锂的放量,全球碳酸锂的需求量有望从2017年的26.5万吨增长到2020年的40万吨。公司此次布局上游锂辉石精矿,有利于控制公司主要产品上游原料的供应,完善公司锂离子电池材料价值链的前端和提高成本管控能力。根据公司测算,该项目达产后,预计可实现营业收入77,365.70万元/年,净利润4,138.44万元/年。此外,目前已有0.1万吨/年的三元前驱体产能,1万吨/年磷酸铁和0.5万吨/年磷酸铁锂的产能在建。随着产业链的持续纵深布局,公司产业链一体化优势加大,有望凭借成本优势,享受行业的较高增速的红利。

电池回收业务将开启公司成长新篇章。(1)电池回收行业空间大。随着新能源汽车的快速发展,动力电池换代更新周期的到来将给电池回收行业带来巨大空间。根据中汽协数据,2018年,新能源汽车产销分别完成127.05万辆和125.62万辆,比上年同期分别增长59.92%和61.74%。此外,《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出,到2020年中国新能源汽车产量达到200万辆,累计产销超过500万辆。新能源汽车的快速发展,我国即将迎来动力电池的大规模退役,电池回收

业务上游供给足。(2) 电池回收行业壁垒高。当前电池要求对于环保和高回收率要较高要求，行业壁垒较高。2018年7月27日，工信部公布符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》第一批企业名单，光华科技成功入选，未来有望形成行业先发优势，开启成长新篇章。(3) 公司积极拓展市场，产能快速扩张，有望充分受益。当前公司的电池回收业务是以处理3C为主，主要覆盖江西、深圳和福建，汽车动力电池方面仍在蓄力期，与各大汽车、客车公司签订框架协议，有望使公司获得更多原材料供给的市场份额，占得先发优势。并且公司产能大幅扩张，公司2017年于工信部投产示范项目，废旧电池回收线处理量达150吨/月，之后回收线持续扩产，目前处理量在1000吨/月左右，后续产能有望持续扩大。电池回收业务有望打开公司的成长空间。

PCB化学品：受益于进口替代和环保趋严带来集中度提升，公司主业仍有望快速增长。公司PCB化学品2018H1实现营业收入4.68亿元，同比增长38.16%，毛利率为26.27%，较2017年毛利率提升2.79个百分点。公司PCB业务实现高速增长主要原因是环保趋严导致小产能出清，进口替代背景下，下游国内企业行业集中度不断提高；由于环保高压，PCB去产能周期，挤压国内小厂生存空间，带来大量订单向大厂转移，公司下游以中高端优质客户为主，充分受益。产能方面：大厂商客户保证扩产后持续输出业绩。目前公司PCB高纯化学品总产能大约36000吨，公司规划在珠海地区进一步扩大产能。凭借产品性能优势，公司主业有望持续高增。

盈利预测与投资建议：预计2018-2020年公司实现归属于母公司净利润为1.53亿元、2.02亿和2.97亿，同比增长65.42%、32.12%和46.59%；对应EPS为0.41元、0.54元和0.79元。

风险提示事件：项目投产不达预期的风险、PCB销量增速下滑的风险。

►【化工-华鲁恒升(600426)】商艾华：业绩同比大增，短期行业低谷无碍长期发展-20190319

事件：公司发布2018年年报报告，报告期内，公司实现营业收入143.57亿元，同比增长37.94%，实现归母净利润为30.20亿元，同比增长147.10%；实现扣非归母净利润为30.11亿元，同比增长144.64亿元；实现经营性现金流量净额为39.41亿元，同比增长130.26%。EPS为1.86元/股。此外，公司公布分红方案，计划向全体股东每10股派发现金红利2.00元（含税）。

18Q4业绩环比下滑。根据公司公告，2018Q4公司实现归母净利润为4.85亿元；2018Q1-Q3，公司归母净利分别为7.34/9.46/8.55亿元，相较于18Q3业绩，公司业绩将环比下滑。主要是由于18Q4油价大跌，4季度布油均价为59.32美元/桶，较18Q3下滑近10美元/桶。油价大跌导致煤化工相关产品价格大幅下滑。根据卓创资讯，三季度公司多数产品价格下跌，其中尿素、甲醇、乙二酸、醋酸、辛醇、乙二醇和DMF均价（含税价）分别为2045元/吨（环比+16元/吨）、2736元/吨（环比-221元/吨）、8949元/吨（环比-1133元/吨）、4221元/吨（环比-202元/吨）、8918元/吨（环比-244元/吨）、6316元/吨（环比-1233元/吨）和5422元/吨（环比-260元/吨）。多产品价格下跌，且甲醇、醋酸、乙二醇等价格跌幅较大，导致盈利下滑。

油价温和上行，煤化工龙头有望抵御景气周期下行。当前多数煤化工产品格局为供强而虚弱，且成本支撑力度强，导致价格具备较强支撑，但库存持续累积，产品盈利趋于下行趋势。从当前价差来看，乙二醇、甲醇等品种已处于亏损边缘，产品盈利向上需静待需求回暖。1、价格成本支撑强。从当前油价处于温和上涨趋势，我们仍旧看好19Q2维持该趋势。未来1个季度原油或迎来短周期供需共振，油价或温和上涨。供给端：OPEC可能延长减产协议。OPEC和俄罗斯等非OPEC产油国承诺自年初开始减产120万桶/日，以削减供应并支撑油价。该联盟的油长4月17-18日将在维也纳就产量政策举行会议。由于沙特等国家对于高油价具备较强诉求，减产协议可能延长。(2)需求端：我国需求旺盛，美国二季度开始迎来需求旺季。2019年头两个月，全球最大进口国—中国的原油使用量较上年同期增长6.1%，达到创纪录的1268万桶/日，仍然体现出高增长的态势。由于当前处于美国原油消费淡季，美国炼油厂开工率仍旧不高，或于2季度开始迎来开工率上行，原油需求环比上升。库存端，由于供需短周期共振，我们预计美国商业原油库存或处于去化周期，原油价格仍将处于温和上涨态势。2、公司作为煤化工一体化平台，是我国优质煤化工龙头企业，一线多头路径有望助力公司抵御景气周期下行。目前公司拥有220万吨尿素（100万吨二季度投

产)、16万吨己二酸、50万吨醋酸、55万吨乙二醇、25万吨DMF和170万吨甲醇等产能。以乙二醇为例,在原油价格50~60美元/桶区间,我国煤制乙二醇与石脑油路线相比已经具备竞争力,公司在19年上半年盈利或仍处于高位。

尿素价格高位,产能扩张提升业绩。全球角度来看,在全球尿素供需紧平衡的态势下,尿酸价格持续高位。受海外价格提振,国内尿素同样高位运行。此外,环保的影响同时叠加气头尿素开工受限的影响,同样促使价格高位。虽然当前尿素价格有所回落,但我们仍看好尿素价格高位运行,主要是受益于供给收缩、海外集中招标、成本提升等逻辑的支撑。公司具有220万吨尿素产能,较17年提升40万吨,且成本低,公司将充分受益行业景气周期。

乙二醇投产将带来较大业绩增量。我国乙二醇需求严重依赖进口,随着人民币贬值导致进口价格上涨,且下游聚酯大幅涨价带动乙二醇需求高增。当前公司乙二醇装置55万吨,其中三季度投产50万吨。公司依托现有煤化工平台,成本优势明显,完全投产后吨成本有望低至4000元/吨。我国煤制乙二醇成本较高,当前价格乙二醇价格为5200元/吨,已跌至部分公司成本线,在油价止跌回升下,预计乙二醇价格开启反弹,乙二醇对于公司业绩贡献仍可值得期待。

推出二期股权激励,看好长期成长。此前公司公告,公司拟推行二期股权激励计划,公司拟授予限制性股票633万股,占公司总股本的0.39%,授予价格为8.64元/股。根据公司业绩考核条件,2019-2021年每个限售期解除对应的营收分别为不低于130.9亿、138.6亿、146.3亿,且公司股权激励明确了未来三年税前每股分红高于0.15元。股权激励的推行,将有助于公司长期成长。

盈利预测和投资建议:我们预计2019-2021年公司实现归属于母公司净利润为25.03、28.04、32.91亿元,同比增长-17.09%、12.02%、17.36%;对应EPS为1.54、1.72、2.02元。

风险提示事件:产品价格大幅下行的风险、项目投产不达预期的风险、煤化工景气下滑的风险。

►【机械-徐工机械(000425)】朱荣华、赵晋(研究助理):2019年初销量超预期,国企改革有望逐步推进-20190319

公司2018年预计实现归母净利润为19.5-21.5亿元,同比增长91.2%-110.8%。2018年公司各产品板块均实现高速增长,公司受益于国内基础设施建设与投资拉动,抢抓机遇,内销收入大幅增长;公司国际化发展步伐加快,公司出口规模与增速始终保持行业领先地位。

受益下游基建加码和环保驱动的更换需求,2019年初工程机械销量高增长。

1) 2019年初工程机械销量延续2018年的高增长。2018年国内挖掘机/汽车起重机/推土机/装载机销量分别同比+45%/+58%/+33%/+28%,2018年徐工起重机销量同比增长约40%,2019年1-2月+30%,预计三月订单增长40-50%,销量持续超预期,我们预计全年增长在20%左右。

2) 下游基建投资增速反弹,2019年工程机械龙头持续受益:中央经济工作会议提出“逆周期调节”,稳增长仍是短期工作重心。从基本上,我们预计工程机械行业将复苏持续。

3) 环保政策驱动更换需求:汽车起重机新机销售将在今年7月切换为国六,存量市场国二已经不年审。国内2008年开始销售国三,是上一轮高峰的主要型号,目前更新需求庞大。

公司在起重机领域稳居首位,高空作业平台快速增长。

1) 公司是全球起重机龙头,市场份额进一步提升。徐工的汽车起重机2018年占有率45.8%,国内市场集中度提升,前三家(徐工、三一和中联)市场份额91.3%。徐工起重机具有高品质和高可靠性,在二手市场上残值率最高。

2) 高空作业平台业务快速增长。公司的高空作业平台在消防机械中占比约50%,2018H1消防机械营收实现70%增长。目前主要受制于产能的限制,2018年定增项目募集5亿资金扩建新厂,今年下半年有望实现产能翻番。

3) 公司工程机械液压件大部分可以实现自给自足。公司十分注重产业链安全和工程机械零部件的研发。目前公司多种产品中的液压油缸、泵阀等零部件除了大吨位需要进口外其余均可实现自给。

国企改革有望逐步推进:内部资产重组,为中长期发展增添活力

公司控股股东徐工集团工程机械有限公司被纳入江苏省第一批混合所有制改革试点企业名单。我们认为徐工集团加入混改有利于徐工集团内部企业重组和资产重组，优化国有资本结构，为徐工中长期发展增添活力和创造力。

目前公司估值仍然具有较高的安全边际。受益于工程机械行业持续复苏，后工业化时期行业集中度提升，公司作为国内工程机械行业龙头，有望持续受益。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.26、0.41、0.47 元。

风险提示：基础设施建设投资低于预期、宏观经济波动风险、周期性行业反弹持续性风险、行业内公司竞争关系变化风险、主要产品销量增速低于预期风险。

► **【机械-上海机电(600835)】朱荣华、赵晋（研究助理）：竞争加剧毛利率承压，电梯改造业务成新增长点；关注上海国企改革进展-20190319**

事件：公司发布年度业绩报告称，2018 年公司实现营业收入 212.34 亿元，同比增长 9.05%；归母净利润达 12.68 亿元，同比减少 8.76%；扣非后净利润为 12.04 亿元，同比减少 5.93%。

公司业绩略有下滑主要原因：主营业务板块中电梯业务营收 200.72 亿元，毛利率为 19.07%，同比减少 2.86 个百分点。电梯行业竞争加剧是导致电梯业务板块业绩下滑的核心原因。

电梯下游房地产：投资增速 2018 年全年超预期，2019 年亦勿需悲观

2018 年，全国房地产开发投资完成额达 110,083 亿元，同比增长 9.5%，全年增速超预期，累计房屋新开工面积同比增速达 17.2%。2019 年 1-2 月开发投资额增速进一步提升，同比增长 11.6%，累计房屋新开工面积同比增速有所回落为 6.0%。

房地产投资未来不悲观：2018 年商品房销售面积及销售额创历年新高，2019 年增速预计回落。商品房销售面积在 2017 年达到历史销售高峰后，2018 年续创历史新高。2018 年商品房销售额 15 万亿，同比增长 12.2% 创历史新高。同期全国房屋新开工面积达 209,342 万平方米，增速达 17.2%。在分拆考虑土地投资增速与建安投资增速的前提下，我们认为 2019 年的房地产开发投资还是有可能保持正增长的态势，初步估计在同比增长 0-5% 左右。

电梯行业：行业竞争加剧，价格压力较大，中长期看仍有望平稳发展。

目前，我国电梯行业产业已经进入到成熟期，产品品种齐全、价位逐年下降、产能过剩，尤其是中低端产品，同质化严重，行业竞争更加激烈。多家行业内公司为抢占市场份额，进行“价格战”，短期的电梯价格压力较大。

中长期来看，在中国工业化、新城镇化不断推进的政策支撑下，以及公共交通设施建设等因素的推动下，加之旧梯改造、老房加装电梯带来的需求增量，使得电梯市场仍可以在较长时间保持平稳发展。

公司安装及后维保市场继续稳健增长，电梯改造工程业务成新增长点

1) 2018 年，上海三菱电梯安装、维保等服务业务收入超过 60 亿元（其中安装、维保各占约 50%），占营业收入的比例为 30%。

2) 受电梯设计寿命的影响，一方面使用年限长的旧梯有改造换装电梯或是更新装潢功能的需求，另一方面老式多层建筑，受人口老龄化的影响，也已经形成加装电梯的市场需求。公司在行业内率先对改造梯进行研究，并有针对性推出各种电梯改造方案以供用户选择，并通过成本、质量和服务等全方位优势推进维修服务事业的发展。

3) 未来 2-3 年内电梯逐渐步入更新周期：我国电梯销量从 2004-2009 年开始爆发，此后 10 年年均复合增速达到 22%（详细数据请参阅上海机电（600835）深度报告：电梯行业龙头，受益国企改革，维保后市场空间大，看齐国际巨头-2017.05.31）。若以 15 年年时间作为电梯寿命进行测算，未来 2-3 年更新需求有望爆发。

新兴产业拓展顺利，有望成为公司未来新的业绩增长点

1) 纳博精机：已按计划完成 20 万台减速机产能布局，为机器人产能的快速增长提供了保证。同时，充分利用纳博传动这一销售平台，加大联动，进一步扩大国内市场份额。

- 2) ABB 电机：正在积极思考改变现有商业模式，使高压和中低压电机协同面对市场，增强竞争力，从而扩大市场份额。
- 3) 日用友捷：通过近年与整车厂配套建立相应的工厂，从而实现了产品的地域布局。无刷电机等新产品的投入使得产品结构得到了进一步优化。
- 4) 开利空调：新工厂的投入使用为下一步开利的发展提供了强有力的保障。在未来 5 年，依托开利在上海的全球研发中心，持续注入最新产品，不断提高产品竞争力。同时，在轻商领域、维保领域及模块机领域加大投入力度，进一步做大做强，提升这些领域在销售额中的占比。力争实现开利空调提出的“用 5 年时间，再造一个‘新开利’”的目标。
- 5) 金泰工程：积极依托柳工集团在工程机械行业的地位，加大与柳工的协同，收入、利润都创历史新高。
- 6) 液压气动：正在积极探索产业生态链延伸，思考产业链中核心元器件的布局，推进国际先进技术的合资合作。在电控成套的产业发展趋势下，寻求智能制造的升级。
- 公司背靠上海电气（集团）；未来有望受益上海国企改革
公司实际控制人为上海电气（集团）总公司。我们关注到，2017 年 8 月，郑建华先生新上任上海电气（集团）总公司党委书记、董事长，上海电气集团股份有限公司党委书记、董事长，建议关注上海国企改革。我们预测公司未来改革的主要方向仍然是聚焦智能制造整个产业链。
公司为中国电梯行业龙头，电梯后市场有望成为新的业绩支撑点，关注国企改革进展：预计公司 2019-2021 年净利润达 13.77、15.84、18.10 亿元，对应 EPS 为 1.35、1.55、1.77 元。
风险提示：电梯行业受房地产投资和基建投资影响的风险；主要产品价格及销量增速低于预期风险；新兴业务拓展低于预期风险；宏观经济波动风险

►【轻工-山鹰纸业(600567)】蒋正山、徐稚涵：业绩符合预期，看好长线逻辑-20190319

事件：山鹰纸业发布 2018 年年度报告，2018 年公司实现营收 243.7 亿元，同比增长 39.5%；实现归母净利润 32 亿元，同比增长 59%；实现扣非后归母净利润 26.8 亿元，同比增长 33.8%。其中北欧纸业和福建联盛并表合计贡献营收 55.4 亿元（北欧纸业 23 亿元，福建联盛 32.4 亿元），贡献净利润 6.4 亿元（北欧纸业 2.4 亿元，福建联盛 4 亿元），另有收购凤凰纸业，由于收购对价低于其可辨认净资产的公允价值，增加 2018 年度归属于上市公司股东的净利润 3.49 亿元。剔除并表/并购影响，公司 2018 年实现营收 188.2 亿元，同比增长 7.7%；实现归母净利润 22.1 亿元，同比增长 9.7%。单四季度，公司实现营收 64.3 亿元，同比增长 26.4%；实现归母净利润 8.9 亿元，同比增长 51.9%；实现扣非后归母净利润 7.4 亿元，同比增长 23.7%。据三季度业绩预增公告中披露，前三季度北欧/联盛并表贡献净利润约 4.5 亿元，据此测算公司单四季度剔除并表/并购影响实现归母净利润 3.44 亿元，同比下滑 41%。

造纸量价齐升，毛利率小幅改善。2018 年，公司实现原纸销量 461 万吨，同比增长 30.3%，吨纸价格由 3401 元上升至 4037 元，同比增长 18.7%。我们认为特种纸较高的售价和上半年瓦楞箱板纸市场景气是价格提升的核心原因。毛利率方面，公司 2018 年造纸业务毛利率为 26.6%，同比提升 0.3pct。测算公司吨纸净利由 2017 年的 510 元提升至 554 元，同比增长 8.6%。此外公司 2018 年纸包装业务实现营收 43.7 亿元，同比增长 19.7%，毛利率同比下滑 2pct 至 13.22%。

纸价高位回调，四季度业绩承压，但未来有望好转。2018 年四季度，瓦楞纸，箱板纸价格持续下行，截至年底，瓦楞纸吨价 3561 元，同比下跌 11.7%，较三季度末环比下跌 15.5%；箱板纸吨价 4413 元，同比下跌 8.2%，较三季度末环比下跌 9.7%。纸价下跌导致企业盈利能力承压，卓创数据显示 2018Q4 瓦楞纸平均吨净利约 291 元，2017Q4 为 812 元。箱板纸平均吨净利为 168 元，2017Q4 为 804 元。从 19 年情况看，尽管截至目前吨纸净利尚无反转迹象，但成本端固废价格重新拉升，有望对成品纸价格形成支撑。同时考虑外废价格下跌，内外废价差拉大，利好龙头巩固成本优势。

产能加速扩张，增长动力不改。2018年，公司包装纸产销量位居中国第三，占中国市场份额为9%，在中国最大的华东市场占据25%份额排名第一，公司特种纸在全球有领先的市场份额；公司包装板块销量位居中国第二，整体市场份额为1.6%。此外，公司投资新建的华中造纸基地，预计2019年一、二期项目完工后年产能可达到127万吨，届时公司年规划产能规模将接近600万吨，公司的行业领先地位将得到进一步巩固。

投资建议：我们预估公司19-21年归母净利润为24.9、29、34亿元，同比下滑22.3%、增长16.3%、增长17.4%，对应EPS0.54、0.63、0.74元。

风险提示：原材料价格波动风险、募投项目不达预期、利率大幅上升风险

►【汽车-福耀玻璃(03606)】黄旭良、戴仕远：年报点评：营收稳健增长，业绩符合预期-20190319

事件：公司发布2018年年报，2018年公司实现营业收入202.25亿元，同比增长8.08%；实现归母净利润41.20亿元，同比增长30.86%。

营收稳健增长，业绩符合预期。2018年公司实现营收202.25元，同比增长8.08%。其中，国内实现营收115.72元，同比基本持平；国外实现营收83.12亿元，同比增长25.59%，主要得益于美国工厂营收增加。2018年公司实现归母净利润41.20亿元，同比增长30.86%；扣非后实现归母净利润34.68亿元，同比增长14.44%。

美国工厂迅速爬坡，提供业绩弹性。2018年福耀美国实现营业收入34.12亿元、净利润2.46万元，在2017年实现盈亏平衡的基础上利润大幅增长。分半年度来看，2017H1-2018H2，福耀美国分别实现净利润-0.48、0.53、1.26亿元、1.19亿元，改善显著。随着美国工厂产量迅速爬坡，将持续贡献利润。

汽车玻璃单车配套价值量处于上升通道，公司将收益。受益于SUV占比提升提高、全景天窗的设计趋势，平均单车玻璃面积持续增加。此外，高附加值玻璃（智能玻璃、包边玻璃等）的应用也提升了汽车玻璃的单价。2018年公司汽车玻璃ASP为164.5元/平方米，同比增长3.68%。汽车玻璃单车价值量处于上升通道中，公司业绩增速将高于汽车行业增速。

盈利预测：我们预计2019/2020/2021公司将实现归母净利润40.12/44.41/48.41亿元，对应的EPS为1.60/1.77/1.93元。公司作为汽车玻璃的寡头公司，行业壁垒高，能充分享受汽车玻璃单车价值提升的行业红利，短期内美国工厂产量爬坡将提供业绩弹性。

风险提示：汽车销量不及预期、海外增长不及预期、汇兑损益波动风险、原材料价格波动风险。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。