

2017年08月30日

证券研究报告·公司研究报告

英搏尔(300681) 电气设备

当前价: 53.36元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

乘用车电机控制龙头随行业腾飞

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司2017年半年报实现营收2.17亿元,同比增长25.8%;主营的电气控制器毛利率37.5%,同比增长6.0%;归母净利润3858万元,同比增长59.5%;目前由于纯电动乘用车电机控制器等产品订单充足,公司2017年全年纯电动乘用车的营收和净利润有望实现较大幅度增长。
- **收入利润高速增长,新能源乘用车电机控制器业务有望放量:** 公司营业收入与净利润2013年至2015年保持高速增长,归母净利润复合增速近310%,2016年受行情影响略有下滑。仅考虑纯电动乘用车销售情况,公司预计2017年净利润将达到5842.73万元,为公司经营业绩的稳定提供了强有力的保障。
- **市场先发优势强劲,新能源引爆需求:** 受国家政策扶持及社会环保意识提升的影响,新能源车产量屡屡攀升,2020年有望达到200万辆,对应纯电动车电机控制器需求增长可达40%;公司已与吉利、众泰等整车龙头厂商达成长期供应关系,且鉴于高昂审核成本不易改动,行业壁垒高,先发优势稳固公司地位。
- **中低速车市占率遥遥领先,享有市场需求升级优势:** 公司开发出的交流电机控制和驱动系统引领行业电控系统技术的发展,2016年公司在中低速车电机控制器市场的占有率为61%,其17家主要客户均属“三个一批”规范中的规范或升级批中低速电动车整车厂商,市场需求升级将逼迫“家庭作坊式”厂商退出市场,从而有利于扩大公司中低速电动业务的市场需求,市场地位进一步巩固。
- **模块化与柔性化工业布局,有效抵抗政策风险:** 公司产品工艺及电路布局具有明显的功率扩展优势,扩容优势及价格优势,可任意切换产品线,生产不同领域电机控制器,快速响应客户需求。目前产品已涵盖高速新能源汽车、中低速电动车以及各种场地电动车领域,有效防范中低速电动车向纯电动乘用车强制升级的政策风险。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.09元、1.40元和1.81元,对应PE分别为49倍、38倍、29倍。因公司属于次新股,受市场情绪影响较大,首次覆盖,暂不给予评级。
- **风险提示:** 新能源汽车行业政策不利的风险,车企客户新车型拓展不顺利的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	407.60	500.61	661.52	853.66
增长率	-4.34%	22.82%	32.14%	29.04%
归属母公司净利润(百万元)	65.38	82.77	105.88	137.19
增长率	-29.16%	26.61%	27.93%	29.56%
每股收益EPS(元)	0.86	1.09	1.40	1.81
净资产收益率ROE	24.49%	23.67%	23.24%	23.14%
PE	62	49	38	29
PB	15.11	11.53	8.85	6.81

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

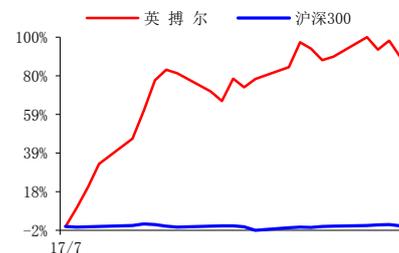
分析师: 李佳颖
 执业证号: S1250513090001
 电话: 023-63786561
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
 电话: 021-68415929
 邮箱: lzh@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶
 邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.76
流通A股(亿股)	0.19
52周内股价区间(元)	25.14-55.38
总市值(亿元)	40.34
总资产(亿元)	5.15
每股净资产(元)	5.39

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：新能源汽车核心部件供应商	1
2 产品为新能源汽车核心控制部件，紧随行业爆发在即	2
2.1 新能源汽车核心器件，未来空间宽广	3
2.2 性价比高具备乘用车市场先发优势	4
2.3 行业竞争格局显现，数量占据优势	5
3 盈利预测	9
4 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司 2016 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2016 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速	2
图 5: 新能源汽车产量及增速 (2014-2020)	3
图 6: 新能源汽车产量结构	4
图 7: 纯电动乘用车电机控制器需求	4
图 8: 2016 年新能源纯电动乘用车销量前十	4
图 9: 公司目前主要合作企业	5
图 10: 2015 年上半年中低速电动车品牌销量前五	7
图 11: 2014-2016 年公司中低速电动车用电机销量主要客户	7
图 12: 公司主流电机控制器技术路线演进	8

表 目 录

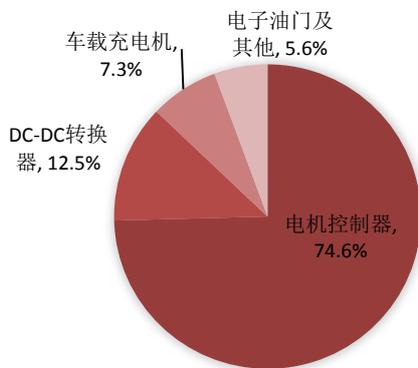
表 1: 公司主要产品介绍	2
表 2: 国内电机控制器主要生产研发模式	5
表 3: 公司主要竞争对手的情况	6
表 4: 公司电机控制器市场份额测算	6
表 5: 公司产品进入工信部公告目录的型号	7
表 6: 分业务收入及毛利率	9
附表: 财务预测与估值	10

1 公司概况：新能源汽车核心部件供应商

英搏尔是一家专注于电动车辆电机控制系统技术自主创新与产品研发的高新技术企业。2016 年度，公司销售中低速电动车电机控制器 36.万台，市场占有率达到 60.9%。拥有多项发明专利，掌握了电动车辆电机控制系统核心技术。

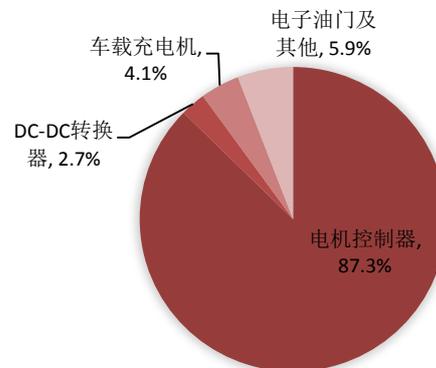
公司主要业务结构：公司的收入主要来自**电机控制器，占比 74.6%**，其他收入，DC-DC 转换器占比 12.5%，车载充电机占比 7.3%，电子油门及其他占比 5.6%；**电机控制器**贡献了主要毛利，占比 87.3%，DC-DC 转换器、车载充电机和电子油门等由于收入占比较小且毛利率偏低，导致贡献的利润较少。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

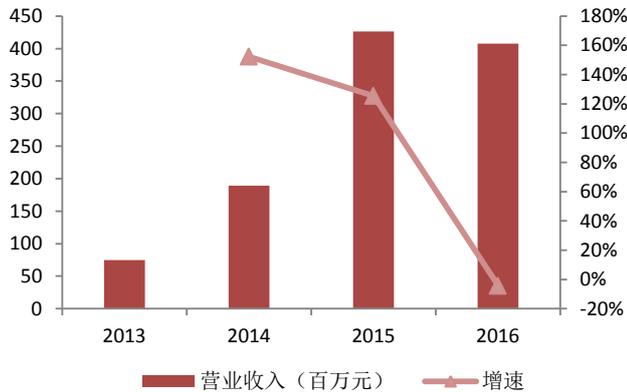
图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况



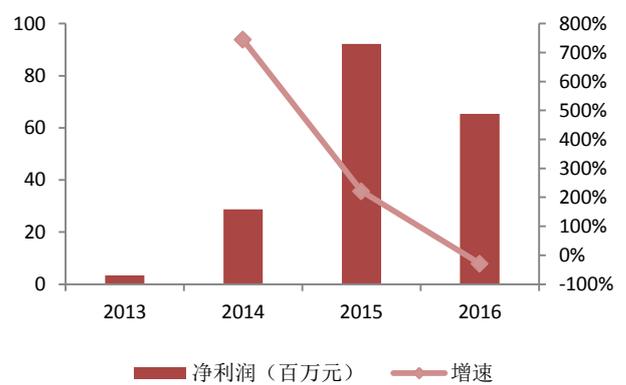
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：得益于新能源汽车的利好政策，公司的营业收入和净利润从 2013 年至 2015 年一直处于高速增长阶段，自 2013 年起，公司先后为吉利、长沙众泰、康迪等汽车整车厂批量提供纯电动乘用车电机控制器，拿到大批订单，业务量猛增。2014 年营收增速为 **152.3%**，净利润增速更是达到惊人的 **733.1%**；2015 年营收增速和净利润增速依旧坚挺，分别为 **125.4%**和 **221.3%**。2016 年相较于 2015 年营收和净利润均有下滑，主要原因：一方面由于 2016 年国家对于新能源汽车行业的补贴调查和整顿，致使新能源汽车客户出货量下降，从而导致了公司新能源车控制器业务下降；另一方面中低速电机控制器市场竞争加剧，中低速电机控制器产品单价在 2016 年下降 **26.8%**，最终导致中低速电机控制器业务收入下滑。

2017 年公司新能源乘用车电机控制器业务有望放量。2017 年上半年公司实现营业收入 2.17 亿元，同比增长 25.8%；公司主营的电机控制器毛利率 37.5%，相较 2016 年全年提升了近 4 个百分点；归母净利润 3858 万元，则同比增长 59.5%；目前由于纯电动乘用车电机控制器等产品订单充足，预计 2017 年全年纯电动乘用车的营收和净利润将有较大幅度增长，半年报披露中，预计 2017 年公司总营业收入为 41,334.1 万元，归母净利润为 8,117.4 万元。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 产品为新能源汽车核心控制部件，紧随行业爆发在即

公司主要面对新能源汽车中的纯电动乘用车、中低速电动车以及场地电动车，而电机控制器销售占销售收入比值达 75% 以上，其余三款产品为车载充电机、DC-DC 转换器、电子油门踏板。

表 1：公司主要产品介绍

平台名称	产品外观	功能
电机控制器		电机控制器是通过集成电路的主动工作来控制电机按照设定的方向、速度、角度、响应时间进行工作。在电动车辆中，电机控制器的功能是根据档位、油门、刹车等指令，将动力电池所存储的电能转化为驱动电机所需的电能，来控制电动车辆的启动运行、进退速度、爬坡力度等行驶状态，或者帮助电动车辆刹车，将部分刹车能量存储到动力电池中
车载充电机		车载充电机是指固定安装在电动车辆上的充电机，为电动车辆的动力电池进行充电。车载充电机依据电池管理系统提供的数据，将 220V 民用电网的电能充到动力电池中，完成充电过程
DC-DC 转换器		DC-DC 转换器的功能是将电动车辆的动力电池组的电压转换为 12V 或 24V，为仪表、车灯、雨刮等电器供电
电机油门踏板		电子油门踏板是将油门踏板深浅转化为电子信号，并传递给电机控制器，使得驱动电机供与之匹配的动力

数据来源：公司公告，西南证券整理

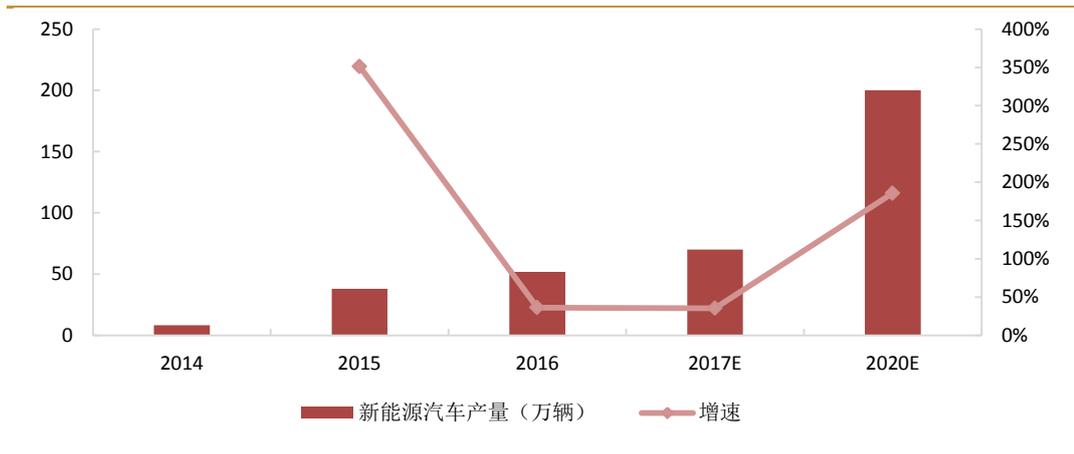
电动车辆控制系统是电动车的大脑，其中电机控制系统的一致性、稳定性、可靠性将直接影响到电动车的性能与质量，决定其是否能安全运行。公司主要产品电机控制器作为核心零部件，技术含量高，且行业及人才壁垒高，长期享受着各项国家政策支持。

2.1 新能源汽车核心器件，未来空间宽广

由于一辆电动车需配置一套电机控制系统，因此在不考虑存量整车部件维修置换的需求下，可认为电动车整车市场的产销量与电机控制器的需求基本一致。

2014年以来，我国新能源汽车的整体产量呈爆发性增长势头，2014年产量8.4万辆、2015年为37.9万辆，而2016年受国家对新能源补贴调查影响，产量增速有所放缓，全年共计约51.7万辆。鉴于新能源汽车已上升为国家战略，未来市场规范性加强以后产量将会由于政策的大力支持和环保意识提升而回暖并持续增长，预计2017年总产量70万辆，至2020年总产量可达到200万辆，行业发展空间巨大，有望带动电机控制器需求的同步强劲增长。

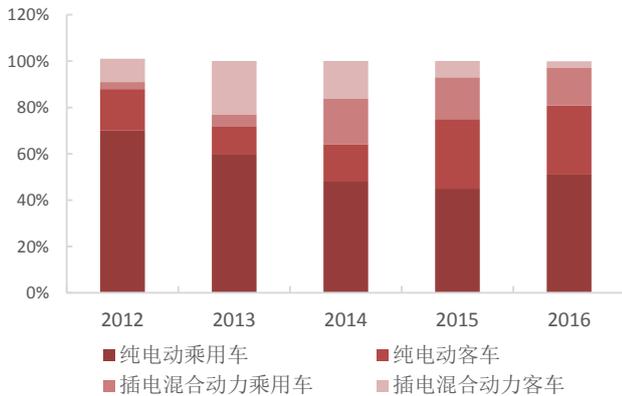
图5：新能源汽车产量及增速（2014-2020）



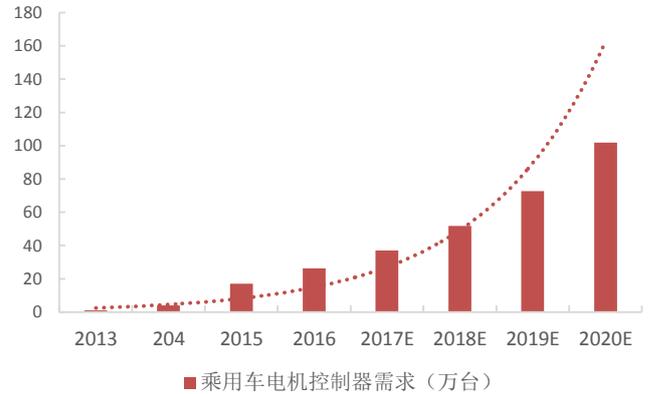
数据来源：公司招股说明书，西南证券

公司的主要产品应用于纯电动乘用车市场，因此其需求与纯电动乘用车在新能源汽车的占比密切相关。

从结构占比看，2016年纯电动乘用车约占据新能源汽车总量的50.97%。以2016年纯电动乘用车市场占比测算，到2020年我国纯电动乘用车的电机控制器需求将达到101.94万台；由此推测2017年到2020年纯电动乘用车电机控制器市场复合增长率将达到40%左右。

图 6：新能源汽车产量结构


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

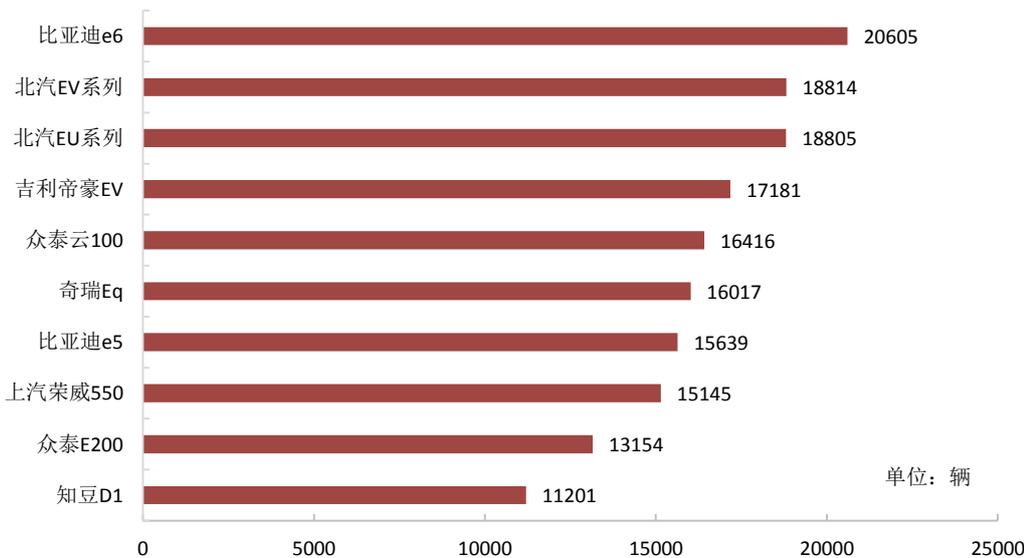
图 7：纯电动乘用车电机控制器需求


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 性价比高具备乘用车市场先发优势

依托高性价比优势和品牌号召力，发行人核心产品在纯电动乘用车市场取得市场先发优势，获得主流整车厂商的大规模应用。

《中国新能源汽车产业发展报告（2016）》显示，2015 年新能源纯电动乘用车市场排名前十的企业分别为吉利、众泰、北汽、比亚迪、江淮、奇瑞江淮、奇瑞力帆、江铃、金华青年以及上汽，而吉利与众泰 2015 年的产量占比即超过 50%，占据了纯电动乘用车市场的半壁江山。2016 年销量前十的爆款纯电动汽车中吉利众泰企业占比 28.6%。公司是吉利、众泰等整车厂商重要的电机控制器供应商，产品应用于吉利康迪，众泰云 100 等主流车型。

图 8：2016 年新能源纯电动乘用车销量前十


数据来源：乘联会，西南证券整理

借由市场的良好口碑，公司又陆续与陕西通家、青年汽车、北汽新能源、江淮以及海马等纯电动整车厂达成了批量供货协议。同时还与奇瑞、通用五菱、长城汽车、中兴汽车、东风等整车厂建立了“双 100”、“双 120”标准纯电动乘用车电控系统的技术产品配套开发关系。

图 9：公司目前主要合作企业



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

由于电动车辆整车厂商对电机控制器的供应商认证过程极为严格，其审核周期一般在两年以上，双方投入较大，因此一旦形成稳定供应关系之后通常不会轻易发生变化，这决定了电动车辆电机控制器配套供应商的高门槛，增加了电机供应商的可替代难度。公司在纯电动乘用车和中低速电动车市场拥有的大批优质客户，如吉利、众泰、御捷、雷丁等均具有市场显著地位，形成了公司的市场先发及客户优势。

2.3 行业竞争格局显现，数量占据优势

2.3.1 中低速电动领域遥遥领先，新能源乘用车领域逐步发力

目前国内电动车辆电机控制器的生产研发模式分为三种：整车生产企业，专门针对电动车辆而成立的电机控制系统企业以及具有其他领域电机及控制系统生产经验的企业。

表 2：国内电机控制器主要生产研发模式

类型	代表企业	产品销售
整车生产企业	比亚迪等	整车厂自行配套
专门针对电动车辆而成立的电机控制系统企业	英搏尔、上海电驱动、上海大郡、深圳大地和等	为整车厂提供配套
具有其他领域电机及控制系统生产经验的企业	汇川技术、蓝海华腾等	为整车厂提供配套

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司主要竞争对手：在独立电动车辆电机控制器生产厂商中，公司占据纯电动乘用车市场份额较高，但是不少竞争对手亦积极在技术、市场等方面加大开拓力度，向纯电动乘用车市场积极渗透。公司及主要竞争对手及客户情况如表 3，其中公司在新能源汽车领域的主要竞争对手为上海电驱动、上海大郡、汇川技术、深圳大地和以及蓝海华腾。宁波云控与合肥凯利为公司在中低速电动车领域的竞争者。

表 3: 公司主要竞争对手的情况

公司名称	基本情况	主要客户类型
蓝海华腾	主营业务为研发、生产和销售工业自动化控制产品，主要产品为中低压变频器、电动汽车电机控制器和伺服驱动器	纯电动商用车为主
深圳大地和	成立于 2014 年，注册资本 2,000 万元，是一家主营新能源汽车的集成系统业务，致力于永磁电机、异步电机及其控制器的研发、生产与销售一体的高新技术企业	纯电动商用车为主
汇川技术	从事工业自动化控制产品的研发、生产和销售的高新技术企业。主要产品有变频器、伺服系统控制工业视觉系统、新能源汽车电机控制器等，主要服务于装备制造、节能环保、新能源三大领域	纯电动商用车为主
上海大郡	成立于 2005 年，注册资本 5,822.88 万元，主营新能源汽车驱动电机系统的研发、生产、销售及技术开发服务，通过提供数字化、集成化的产品以及专业化、精细化的技术开发服务，为整车厂提供完善的永磁同步驱动电机系统解决方案	纯电动商用车、部分纯电动乘用车
上海电驱动	成立于 2010 年注册资本 10,000 万元，主营车用驱动电机系统产品及相关零部件的研发、生产和销售，车用驱动电机系统相关产品的技术咨询、技术服务业务	纯电动商用车、部分纯电动乘用车
宁波云控	宁波云控电气有限公司成立于 2011 年，注册资本 458 万元，主营研发、生产电机驱动控制器，产品主要应用在电动汽车、电动高尔夫球车、电动全系列叉车、电动警用巡逻车及电动游览观光车等的电控领域	中低速电动车为主
合肥凯利	成立于 2008 年，注册资本 500 万元，主要从事直流电机控制器的设计、研发、生产和销售	中低速电动车为主

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司电机控制器市场份额：根据一辆中低速电动车或纯电动乘用车配套一台电机控制器的对应比例以中低速电动车以及新能源纯电动乘用车产销情况测算公司在电机控制器的市场份额可知：2014-2016 年，公司在中低速电动车电机控制器市场占有率分别为 40.75%、75.72%、60.90%，在纯电动乘用车电机控制器的市场占有率分别为 41.94%、27.45%、12.89%。

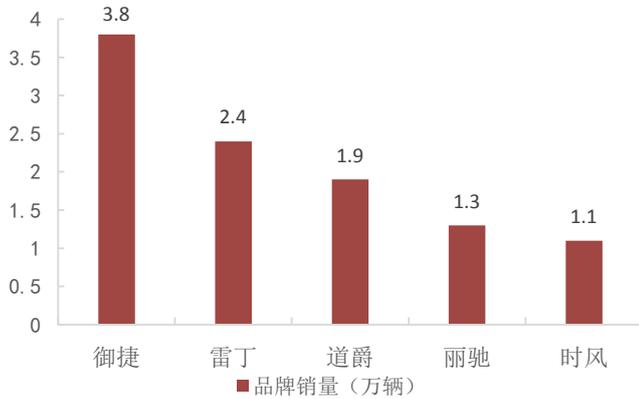
表 4: 公司电机控制器市场份额测算

项目		2016 年	2015 年	2014 年
中低速电动车	不含家庭作坊式厂商的中低速电动车销量 (万辆)	60	36	24
	公司中低速电动车电机控制器销量 (万台)	36.54	27.26	9.78
	公司中低速电动车电机控制器市场占有率	60.90%	75.72%	40.75%
纯电动乘用车	纯电动乘用车产量 (万辆)	26.3	16.94	4.03
	公司纯电动乘用车电机控制器销量 (万台)	3.39	4.65	1.69
	公司纯电动乘用车电机控制器市场占有率	12.89%	27.45%	41.94%

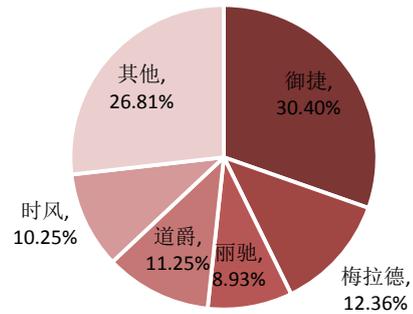
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2009 年中低速电动车需求在三四线城市启动，因其价格低廉，便于代步被广大农村人民所接受，而后经过了高速发展。其产量从 2009 年的 2.3 万辆增长到 2016 年的 100 万辆，年均复合增长率达 71%，在农村及城乡结合部地区具有巨大的潜力。公司开发出的交流电机控制和驱动系统由于在性能、成本、可靠性、能量密度等指标方面的优越性使其全面替代原始直流电机系统，公司一跃成为国内中低速电动车辆电控系统技术的引领者和重要供应商，2016 年销售中低速电机控制器 36.54 万台，市占率达 60.90%，在该领域遥遥领先。

由于国家对中低速电动车的相关管制政策还未明朗，该行业长期处于灰色地带。根据国家“三个一批”的规范思路，公司以 17 家客户为代表的主要中低速电动车客户为中低速电动车行业骨干企业，均属于规范或升级类别，相关国家政策的落地将有利于公司主要中低速厂商客户开拓全国市场，进而巩固公司中低速电动业务的市场地位。

图 10：2015 年上半年中低速电动车品牌销量前五


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 11：2014-2016 年公司中低速电动车用电机销量主要客户


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

同时由于公司产品在中低速电动车领域的批量应用为纯电动乘用车电机控制器技术奠定了市场化应用基础，2009 年公司开始为整车厂开发新能源纯电动乘用车电机控制器。2016 年公司共销售纯电动乘用车电机控制器 3.39 万台，市占率达 12.89%，成为国内纯电动乘用车主流电机控制器供应商。而目前公司纯电动乘用车电机控制器在手未执行订单充足，仅考虑纯电动乘用车销售情况，公司预计 2017 年净利润将达到 5842.73 万元，为公司经营业绩的稳定提供了强有力的保障。

2.3.2 技术研发底蕴深厚，产品具有较强行业拓展空间

产品种类繁多，覆盖面广。公司生产的控制器已形成多项知识产权，可广泛用于各种新能源汽车领域，控制功率覆盖范围达到 1.5kw-30kw。近年来公司仍在持续加强纯电动乘用车市场的开发力度，产品进入工信部公告目录的型号越来越多。

表 5：公司产品进入工信部公告目录的型号

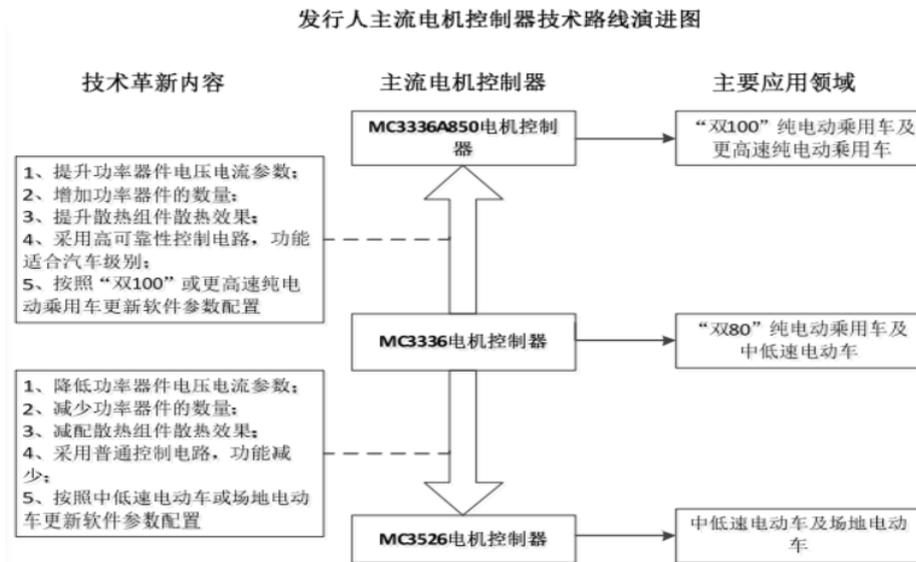
年份	客户	应用车型	工信部公告
2015	众泰	众泰云 100	JNJ7000EVX、JNJ7000EVX1、JNJ7000EVX2、JNJ7000EVX3、NJ7000EVX6
		众泰云 100-S	JNJ7000EVX7、JNJ7000EVX8、JNJ7000EVX9
	斯科若	K10	SMA7000BEV、SMA7000BEV02、SMA7000BEV03
		K11	SMA7001BEV、SMA7001BEV02、SMA7001BEV03
		K17	SMA7001BEV04
	陕西通家	电牛 1 号	STJ5023XXYEV、STJ5025XXYEV、STJ5027XXYEV
俊通	迈迪 i3	JNP7001BEV3、JNP7001BEV4	
2016	众泰	众泰云 100-S	JNJ7000EVX7、JNJ7000EVX8、JNJ7000EVX9、JNJ7000EVX10、JNJ7000EVX11、JNJ7000EVX12、JNJ7000EVX13、JNJ7000EVX14、JNJ7000EVX15、JNJ7000EVX16
	斯科若	K10D	SMA7000BEV06
		K17A	SMA7001BEV25

年份	客户	应用车型	工信部公告
		K12	SMA7000BEV05
		K12A	SMA7000BEV07
	北汽	EC180	BJ7001BPH1-BEV
	北汽银翔	EA10	BJ5021XXYAJN5X1BEV、BJ5021XXYAJN5X2BEV、BJ5021XXYAJN5XBEV、BJ5021XYZAJN5X1BEV、BJ5021XYZAJN5X2BEV、BJ5021XYZAJN5XBEV
	俊通	迈迪 i3	JNP7001BEV3、JNP7001BEV4
	海马	爱尚 EV150	HMA7003S10BEV

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

深厚的技术研发底蕴。公司通过高效的研发在场地电动车领域取代了进口产品，在中低速电动车领域首次用交流电机代替直流，实现了 60% 的市占率，先后为吉利等整车厂提供“双 80”、“双 100”标准的纯电动乘用车电机控制器，市占率达到 13% 占据主流地位。不断地研发革新使公司的产品始终走在行业的最前端。

图 12：公司主流电机控制器技术路线演进



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

产品质量多方保障,有效实现可靠性、高性价比、高密度的统一。小功率控制器方面,由于并联工艺复杂,使用 MOSFET 单管的稳定性很差。但公司已经过了百万台数量级电动车的验证,可靠性远远走在竞争对手的前列;大功率控制器方面,在绝大部分厂家直接使用国外的 IGBT 模块组装生产导致功率密度和成本趋于一致的情况下,公司进行自主创新研发,成果既保证了可靠性,提升了功率密度,也大大降低了成本。此外公司拥有完善的供应链体系,与生产控制器所需半导体元件的主要厂商均保持着良好的合作关系,产成品性能稳定可控。

高效生产助力产能扩张。不同整车厂由于产品的多样性,对电机控制器的匹配性要求非常高。公司研发出来成熟的模块化和柔性工艺的电路布局适合于全功率场合,只需进行调整参数等简单操作即可生产出不同规格的产品,既大大提升了生产效率,也实现了客户动态化、定制化需求的及时满足,具有显著的产能扩张优势。未来即使中低速车用户升级改用纯电动车,也属公司产品覆盖的范畴。

3 盈利预测

假设 1: 假设公司的电机控制器销售单价在 2017-2019 年年均下降 15%, 而制造成本下降 18%, 销量增速根据公司产线扩张速度及产能利用率计算, 有望达到 85%;

假设 2: 公司的其他三大项业务同理假设, DC-DC 转换器年均降价 5%, 成本下降 7%, 销售数量提升近 85%; 车载充电机年均降价 15%, 成本下降 13%, 销售数量提升近 80%; 电子油门踏板等业务年均降价 20%, 成本下降 20%, 销售数量提升近 80%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电机控制器	收入	304.86	371.47	446.40	518.22
	增速	-9.35%	21.85%	20.17%	16.09%
	毛利率	33.22%	35.57%	37.85%	40.04%
DC-DC 转换器	收入	51.21	74.84	113.76	172.91
	增速	18.28%	46.16%	52.00%	52.00%
	毛利率	6.06%	8.04%	9.98%	11.87%
车载充电机	收入	29.67	31.07	58.77	84.33
	增速	4.35%	4.72%	89.16%	43.51%
	毛利率	15.93%	13.96%	11.93%	9.86%
电子油门踏板等	收入	21.66	22.97	42.26	77.75
	增速	20.50%	6.03%	84.00%	84.00%
	毛利率	29.71%	29.71%	29.71%	29.71%
其他	收入	0.20	0.26	0.34	0.45
	增速	94.65%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	-	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	407.60	500.61	661.52	853.66
	增速	-4.34%	22.82%	32.14%	29.04%
	毛利率	28.40%	29.86%	30.24%	30.42%

数据来源: 西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.09 元、1.40 元和 1.81 元, 对应 PE 分别为 49 倍、38 倍、29 倍。因公司属于次新股, 受市场情绪影响较大, 首次覆盖, 暂不给予评级。

4 风险提示

新能源汽车行业政策不利的风险, 车企客户新车型拓展不顺利的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	407.60	500.61	661.52	853.66	净利润	65.38	82.77	105.88	137.19
营业成本	291.86	351.15	461.48	593.99	折旧与摊销	4.82	19.72	38.20	56.34
营业税金及附加	2.44	2.49	3.36	4.48	财务费用	-0.06	5.51	12.82	19.93
销售费用	21.06	22.53	29.77	38.41	资产减值损失	2.50	3.00	3.00	3.00
管理费用	23.39	27.53	36.38	42.68	经营营运资本变动	-36.78	-3.61	-56.90	-60.63
财务费用	-0.06	5.51	12.82	19.93	其他	-6.48	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	2.50	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	29.38	104.39	100.00	152.82
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-43.06	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-16.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-59.57	-240.00	-240.00	-240.00
营业利润	66.41	88.40	114.71	151.16	短期借款	0.00	104.65	108.91	56.32
其他非经营损益	9.37	7.58	8.16	7.96	长期借款	32.36	50.00	60.00	70.00
利润总额	75.78	95.98	122.87	159.12	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	10.40	13.21	16.98	21.94	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	65.38	82.77	105.88	137.19	其他	-0.26	-5.51	-12.82	-19.93
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	32.10	149.14	156.09	106.39
归属母公司股东净利润	65.38	82.77	105.88	137.19	现金流量净额	1.91	13.52	16.09	19.21
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	36.54	50.06	66.15	85.37	成长能力				
应收和预付款项	173.50	218.22	291.22	370.57	销售收入增长率	-4.34%	22.82%	32.14%	29.04%
存货	135.22	171.15	221.08	284.65	营业利润增长率	-35.83%	33.10%	29.77%	31.78%
其他流动资产	0.75	0.93	1.22	1.58	净利润增长率	-29.16%	26.61%	27.93%	29.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-32.53%	59.64%	45.86%	37.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	92.03	233.12	364.29	485.87	毛利率	28.40%	29.86%	30.24%	30.42%
无形资产和开发支出	22.87	102.06	172.69	234.78	三费率	10.89%	11.10%	11.94%	11.83%
其他非流动资产	6.65	6.65	6.65	6.65	净利率	16.04%	16.53%	16.01%	16.07%
资产总计	467.57	782.18	1123.31	1469.45	ROE	24.49%	23.67%	23.24%	23.14%
短期借款	0.00	104.65	213.56	269.88	ROA	13.98%	10.58%	9.43%	9.34%
应付和预收款项	155.03	230.47	293.51	372.20	ROIC	22.76%	19.59%	16.47%	15.75%
长期借款	32.36	82.36	142.36	212.36	EBITDA/销售收入	17.46%	22.70%	25.05%	26.64%
其他负债	13.22	14.98	18.27	22.21	营运能力				
负债合计	200.62	432.46	667.70	876.66	总资产周转率	0.92	0.80	0.69	0.66
股本	56.70	75.60	75.60	75.60	固定资产周转率	8.03	3.88	2.43	2.14
资本公积	88.41	69.51	69.51	69.51	应收账款周转率	2.64	2.85	2.98	2.94
留存收益	121.84	204.61	310.50	447.69	存货周转率	2.18	2.29	2.35	2.35
归属母公司股东权益	266.95	349.72	455.61	592.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	36.47%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	266.95	349.72	455.61	592.79	资产负债率	42.91%	55.29%	59.44%	59.66%
负债和股东权益合计	467.57	782.18	1123.31	1469.45	带息债务/总负债	16.13%	43.24%	53.31%	55.01%
					流动比率	2.11	1.27	1.11	1.12
					速动比率	1.29	0.78	0.69	0.69
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	71.18	113.62	165.73	227.43	每股收益	0.86	1.09	1.40	1.81
PE	61.71	48.74	38.10	29.41	每股净资产	3.53	4.63	6.03	7.84
PB	15.11	11.53	8.85	6.81	每股经营现金	0.39	1.38	1.32	2.02
PS	9.90	8.06	6.10	4.73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	42.36	36.65	26.05	19.45					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn