

从成本角度看豪迈科技：人力资本持续扩张，模具具备价格修复空间

——豪迈科技（002595）深度报告

2019年05月23日

强烈推荐/维持

豪迈科技 深度报告

报告摘要：

公司人力资本持续扩张，同时保持了人均创收创利稳定增长。轮胎模具行业属于典型的劳动力密集型行业，随着公司上市以来产能扩张，公司员工人数达到11545人，薪酬规模超过11亿元。公司人均薪酬已经从2011年的3.76万元/年上升至2018年的9.53万元/年，年均复合增速达到14.21%。但由于生产效率的提升和规模效应的显现，公司人均创收保持了7.51%的年均复合增长，人均创利总体仍保持平稳。

模具业务工资和制造费用占比大幅提升。制造费用和工资合计占比从2011年的37.88%提升至2018年的63.83%，而材料费用占比则从58.44%降至33.56%，显示人工成本提升对模具业务成本端贡献显著加大。2011年至2018年，公司模具业务成本年均增长25.57%，超过收入22.70%的复合增速，使得公司模具业务毛利率从2011年的47.84%降至2018年的38.68%。

公司固定资产扩张与收入匹配，2015年后汇率影响逐步加大。随着公司产能的扩张，公司固定资产规模逐步扩大。2011年-2018年，公司固定资产规模从3.19亿元增加至15.36亿元，复合增速达到25.20%，与27.33%的收入复合增速匹配。2018年公司1元固定资产投入对应2.43元产出，为上市以来最高水平。公司的固定资产投入与收入规模，产能水平保持了较高的匹配度，固定资产和折旧的规模扩张并不能作为单位产出成本增加的主要因素。2016年后公司海外收入占比超过50%，随着海外收入规模的扩大，公司汇兑损益波动性加大，汇率因素对于公司盈利影响加大。

公司护城河进一步加深，模具业务具备价格修复空间。公司与同行业竞争对手不断拉开差距，主要竞争对手不但面临收入和份额萎缩，盈利能力也被大幅压缩。外资品牌单条轮胎模具成本低于1%，国内轮胎单条模具成本一般也不超过3%。在2015年以来行业整体盈利能力下滑，原材料和人力成本高企的情况下，我们认为轮胎模具行业具备一定价格修复空间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为44.92亿元、51.24亿、59.30亿元；归母净利润分别为9.58亿元、11.51亿元和13.19亿元；EPS分别为1.20元、1.44元和1.65元，对应PE分别为17.37X、14.47X和12.62X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、原材料价格大幅波动；2、轮胎行业投资低于预期；3、人民币汇率大幅波动、4、全球贸易保护主义进一步升温。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,994.93	3,724.41	4,492.31	5,124.72	5,930.25
增长率(%)	14.90%	24.36%	20.62%	14.08%	15.72%
净利润(百万元)	675.42	738.86	958.94	1,151.01	1,319.40
增长率(%)	-5.59%	9.39%	29.79%	20.03%	14.63%
净资产收益率(%)	17.33%	17.02%	19.14%	19.79%	19.58%
每股收益(元)	0.84	0.92	1.20	1.44	1.65
PE	24.76	22.51	17.37	14.47	12.62
PB	4.27	3.83	3.32	2.86	2.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

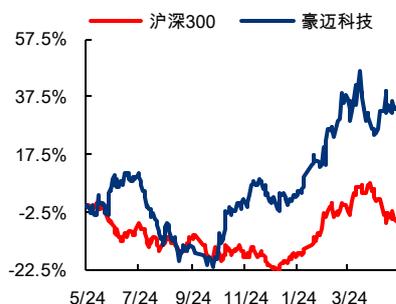
执业证书编号：

S1480518060001

交易数据

52周股价区间(元)	20.8-16.08
总市值(亿元)	166.4
流通市值(亿元)	109.63
总股本/流通A股(万股)	80000/52705
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.3

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《豪迈科技（002595）：业绩逐季加速，新一轮扩张周期开启》2019-04-30
- 2、《豪迈科技（002595）：下游资本开支扩张，业绩持续修复》2019-03-28
- 3、《豪迈科技（002595）：盈利能力修复，市占率稳步提升》2018-11-27
- 4、《豪迈科技（002595）事件点评：产能持续扩张 静待盈利回升》2017-10-25

目 录

1. 人力成本扩张是公司成本端重要提升因素	4
1.1 公司规模扩大伴随员工人数和薪酬快速扩张	4
1.2 工资和制造费用占营业成本比例提升明显	5
1.3 固定资产与收入增速匹配，单位固定资产产值稳定提升	6
1.4 汇率和原材料因素对公司盈利能力的影响	7
2. 轮胎行业步入新一轮资本开支周期	8
3. 轮胎模具市场格局大幅改善，公司产业链话语权有望增强	10
3.1 轮胎模具行业有望重新洗牌，公司护城河加深	11
3.2 模具成本在轮胎生产中占比较低，具备提价基础	12
4. 盈利预测与投资评级	12
5. 风险提示	13

表格目录

表 1: 公司主要国内外竞争对手	11
表 2: 全球轮胎模具市场预测	12
表 3: 公司盈利预测表	14

插图目录

图 1: 公司上市以来营业收入保持快速增长(亿元,%)	4
图 2: 2018 年以来公司盈利能力修复明显 (亿元,%)	4
图 3: 公司上市以来员工规模快速扩张	4
图 4: 公司上市以来员工薪酬增速明显 (万元)	4
图 5: 公司人均产出及人均创利仍持在较高水平(万元)	5
图 6: 公司上市以来员工薪酬增速明显 (万元)	5
图 7: 公司模具业务收入及成本、毛利率情况(万元)	5
图 8: 公司模具成本增长情况及各项分拆 (万元)	5
图 9: 工资和制造费用占比提升明显	6
图 10: 公司模具各项成本增长情况	6
图 11: 公司固定资产平稳增长(万元, %)	6
图 12: 公司折旧费用增速逐步趋缓 (万元, %)	6
图 13: 公司单位固定资产产值总体水平稳定	7
图 14: 公司折旧费用占营业收入及固定资产折旧比重	7
图 15: 2015 年后汇率对海外业务毛利率影响加大 (%)	7
图 16: 汇兑因素对公司财务费用影响逐步加大 (万元)	7

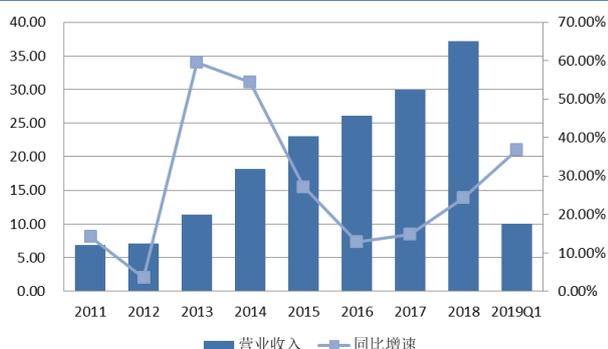
图 17: 2016 年后原材料大涨影响毛利率 (万元/吨)	8
图 18: 公司模具业务毛利与钢铁价格涨幅 (%)	8
图 19: 全球汽车市场稳定增长 (单位: 辆、%)	8
图 20: 天然橡胶价格近年总体保持低位 (单位: 美元/吨)	8
图 21: 全球主要轮胎企业市场份额 (单位: %)	9
图 22: 全球主流轮胎企业销售复苏 (单位: 亿美元)	9
图 23: 全球主要轮胎企业资本性支出 (单位: 百万美元)	10
图 24: 国内主要轮胎企业资本性支出 (单位: 亿元人民币)	10
图 25: 国内轮胎外胎、轮胎内胎新增产能情况 (单位: 万条/年)	10
图 26: 竞争对手与公司盈利差距不断拉大 (单位: %)	11
图 27: 公司与主要竞争对手收入增速对比 (单位: %)	11
图 28: 各公司固定资产在总资产占比 (单位: %)	12
图 29: 各公司折旧在营业收入占比 (单位: %)	12

1. 人力成本扩张是公司成本端重要提升因素

1.1 公司规模扩大伴随员工人数和薪酬快速扩张

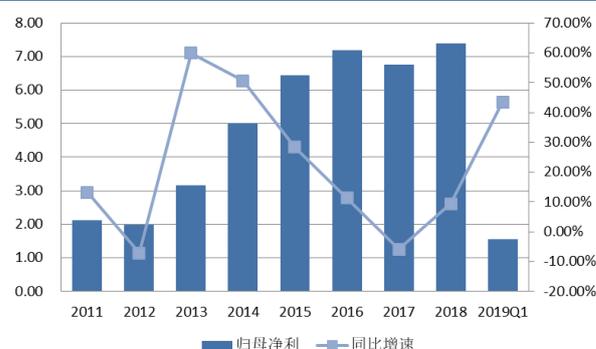
轮胎模具行业属于典型的劳动力密集型行业，随着公司上市以来产能扩张，员工数量快速增长。截止 2018 年，公司员工人数达到 11545 人，薪酬规模超过 11 亿元。2011 年至 2018 年，公司员工人数复合增速达到 18.44%，员工总体薪酬复合增速达到 35.25%。

图 1：公司上市以来营业收入保持快速增长(亿元,%)



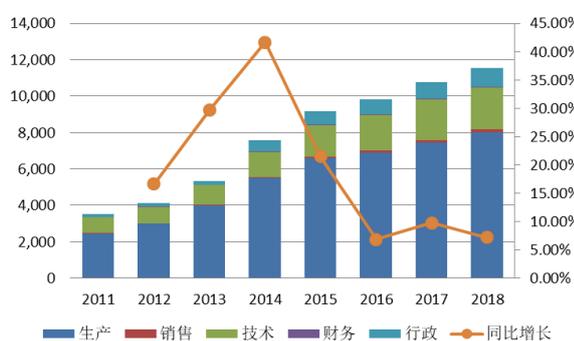
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：2018 年以来公司盈利能力修复明显（亿元,%)



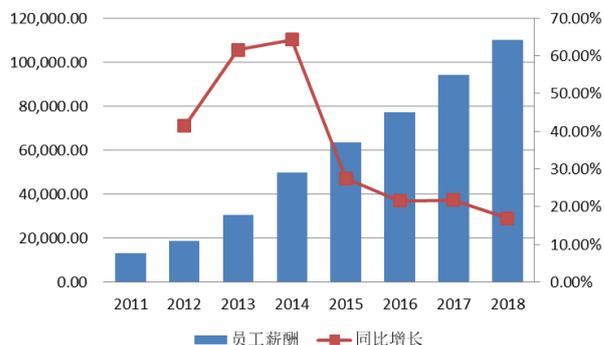
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：公司上市以来员工规模快速扩张



资料来源：Wind，东兴证券研究所

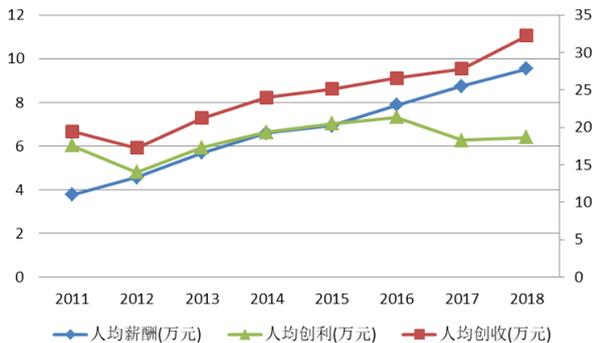
图 4：公司上市以来员工薪酬增速明显（万元）



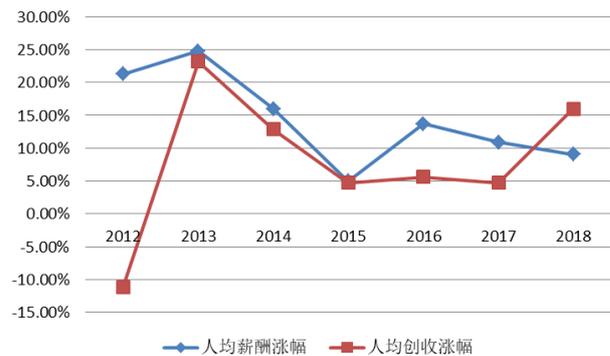
资料来源：Wind，东兴证券研究所

随着劳动力成本的上升和员工熟练度的提升，公司人均薪酬已经从 2011 年的 3.76 万元/年上升至 2018 年的 9.53 万元/年，年均复合增速达到 14.21%。

产出方面，公司人均创收从 2011 年的 19.43 万元/年上升至 32.26 万元/年，年均复合增速达到 7.51%。由于生产效率的提升和规模效应的显现，公司人均创利总体仍保持平稳，2018 年人均创利 6.4 万元/年。

图 5: 公司人均产出及人均创利仍持在较高水平(万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司上市以来员工薪酬增速明显(万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.2 工资和制造费用占营业成本比例提升明显

公司模具业务收入从 2011 年的 6.61 亿元增长至 2018 年的 27.66 亿元, 复合增速达到 22.70%; 模具业务成本从 2011 年的 3.45 亿元增长至 2018 年的 16.96 亿元, 复合增速达到 25.57%, 略快于收入增速。与此对应, 公司模具业务毛利率从 2011 年的 47.84% 降至 2018 年的 38.68%。

图 7: 公司模具业务收入及成本、毛利率情况(万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 公司模具成本增长情况及各项分拆(万元)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

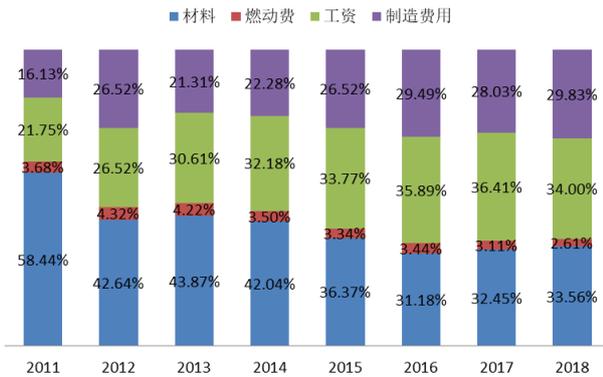
我们选取公司轮胎模具业务的营业成本做了具体拆分。

公司的模具业务主要成本包括材料、燃动费、工资和制造费用。从各项费用的增长和成本占比来看, 制造费用、工资是公司营业成本提升的重要推动力量。

制造费用一般包括间接材料费、间接人工费用、折旧费用、低值易耗品和其他支出, 工资则与公司薪酬水平直接挂钩。2011 年至 2018 年, 公司模具业务的工资成本占比、制造费用占比均有超过十个百分点的提升。

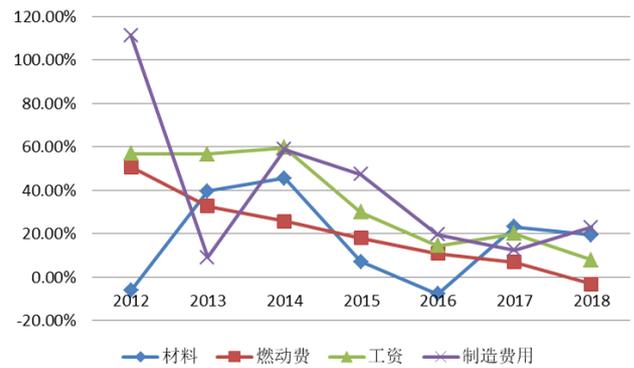
制造费用和工资合计占比从 2011 年的 37.88% 提升至 2018 年的 63.83%, 而材料费用占比则从 58.44% 降至 33.56%, 显示人工成本提升对模具业务成本端贡献显著加大, 而原材料费用的波动对于公司模具业务盈利影响有所减弱。

图 9：工资和制造费用占比提升明显



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：公司模具各项成本增长情况成本增长情况



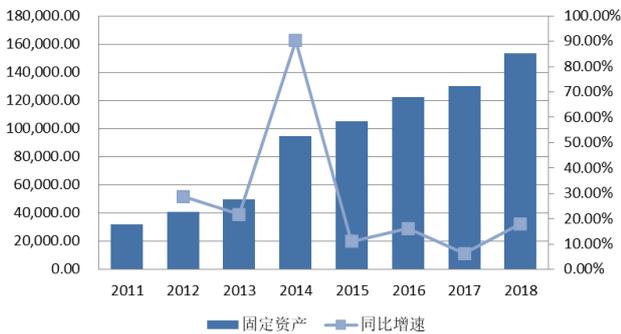
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 固定资产与收入增速匹配，单位固定资产产值稳定提升

随着公司产能的扩张，公司固定资产规模逐步扩大。2011年-2018年，公司固定资产规模从3.19亿元增加至15.36亿元，复合增速达到25.20%。

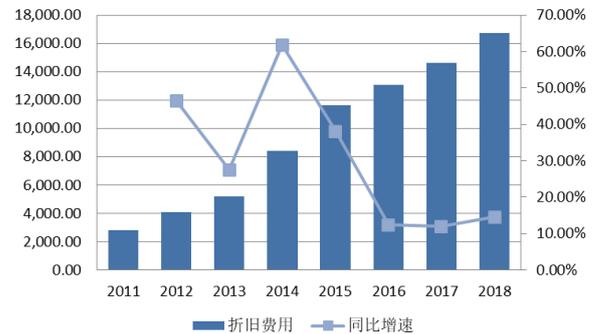
作为对应，公司2011年至2018年营业收入复合增速为27.33%，固定资产扩张规模总体与公司产能和收入扩张匹配。

图 11：公司固定资产平稳增长(万元，%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：公司折旧费用增速逐步趋缓（万元，%）

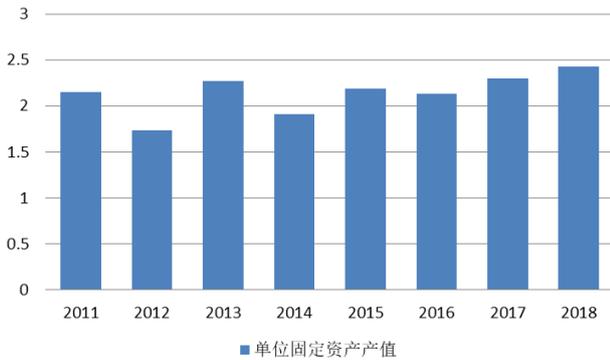


资料来源：Wind，东兴证券研究所

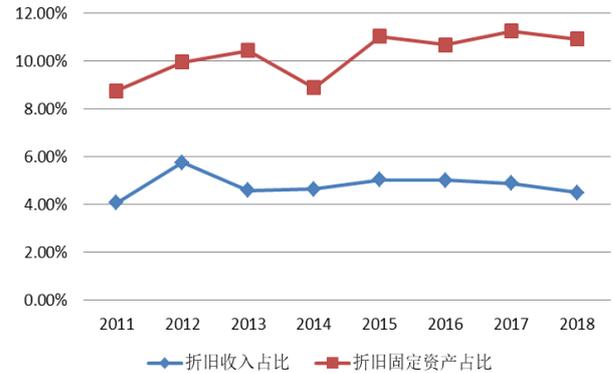
我们汇总了公司的折旧费用，包括固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧等。公司2011年至2018年折旧费用从2785.42万元增加至16744.84万元，复合增速达到29.21%。

从固定资产单位产值来看，公司保持了较长时间的稳定产出水平。2018年公司1元固定资产投入对应2.43元产出，为上市以来最高水平。从公司折旧费用与营业收入和总体固定资产投入的关系来看，公司总体保持了稳定的投入产出关系。

我们认为，公司的固定资产投入与收入规模，产能水平保持了较高的匹配度，固定资产和折旧的规模扩张并不能作为单位产出成本增加的主要因素。

图 13: 公司单位固定资产产值总体水平稳定


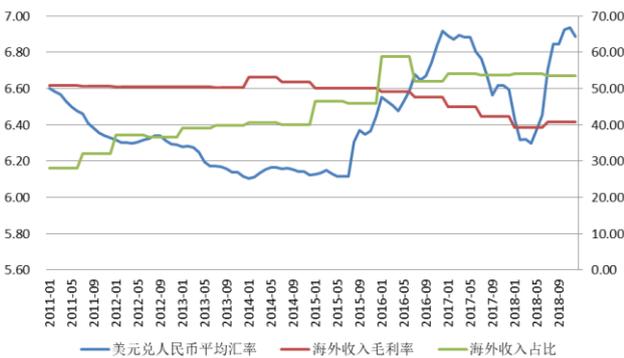
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 14: 公司折旧费用占营业收入及固定资产折旧比重


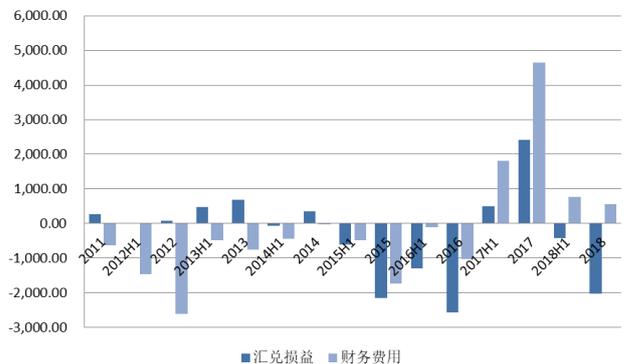
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.4 汇率和原材料因素对公司盈利能力的影响

通过对公司上市以来汇率和公司业务相关因子的梳理我们发现, 随着公司海外收入占比的逐步扩大, 汇率因素对公司毛利率的影响越来越显著, 汇率变动不但通过海外收入确认影响毛利率, 也通过汇兑损益对财务费用带来影响, 进而影响公司净利率。

图 15: 2015 年后汇率对海外业务毛利率影响加大 (%)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 16: 汇兑因素对公司财务费用影响逐步加大 (万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

通过梳理我们大致可以看出, 2015 年后, 汇率对公司海外收入毛利率影响更为明显, 人民币升值和贬值相应降低或推升公司海外收入毛利率水平。

另一方面, 2016 年后公司海外收入占比超过 50%, 随着公司海外收入规模的扩大, 公司汇兑损益波动性加大, 相应拉升或降低公司财务费用, 进而对净利润产生影响。

2016 年以后, 钢铁、铝等公司主要原材料成本大幅增加, 2016 年钢铁价格涨幅达到 72%, 2017 年再度涨 23%, 叠加轮胎模具下游资本开支下行周期, 需求不振, 一定程度压制了公司的毛利率。

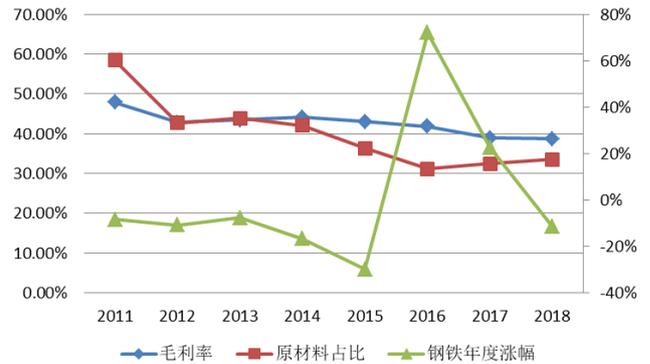
同时, 我们也应看到, 原材料占公司模具业务比重已经下降至 33.56%, 原材料价格的波动会对公司盈利能力带来影响, 但影响程度较前期有所降低。

图 17: 2016 年后原材料大涨影响毛利率 (万元/吨)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 18: 公司模具业务毛利与钢铁价格涨幅 (%)

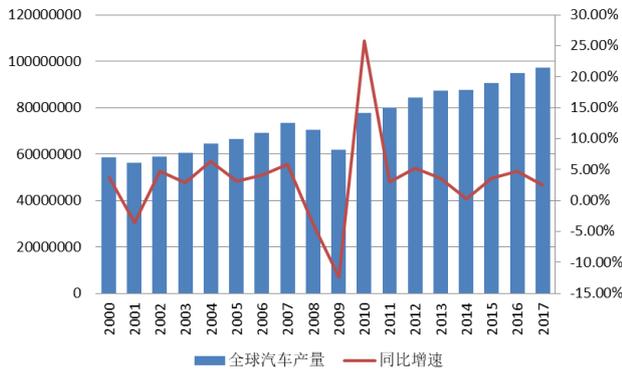


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 轮胎行业步入新一轮资本开支周期

轮胎行业受全球经济、汽车产销量、橡胶等原材料波动, 以及行业投资周期等因素影响。根据史密斯·拉普纳 (Smithers Rapra) 公司预测, 2017 年世界轮胎整体规模超过 22 亿套, 整体产值约 2230 亿美元, 预计 2017-2022 年世界轮胎销量复合增速为 3.4%, 到 2022 年, 全球轮胎市场销量有望达到 27 亿套。

图 19: 全球汽车市场稳定增长 (单位: 辆、%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 20: 天然橡胶价格近年总体保持低位 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

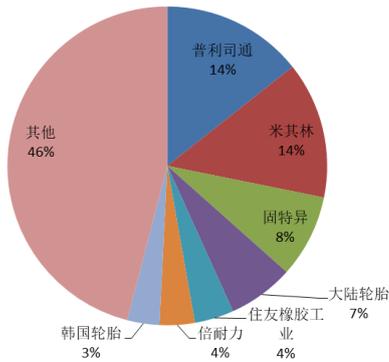
轮胎行业主要面向存量市场, 从全球来看, 新车配套轮胎占比不足 20%, 我们认为轮胎行业本身周期已步入扩张阶段, 国内汽车销量走弱对于轮胎企业资本开支影响较小。

我们预测 2017 年-2020 年全球子午线轮胎模具市场空间在 120 亿元到 140 亿元之间, 公司市占率有望进一步提升。公司估值水平高低与下游行业景气度有明显相关性, 随着 2018 年二季度以来公司业绩进入加速区间, 下游投资持续回暖, 原材料和汇率成本压力减轻, 我们认为公司具备业绩和估值提升空间。

全球轮胎市场的增长主要依靠北美、欧洲、日本等成熟市场以及亚洲地区新兴市场。中国市场, 以及北美、欧洲的高性能轮胎的发展将对世界轮胎行业带来较大影响。

2017 年以来全球轮胎市场走出下降通道, 销售额保持较快增长, 盈利能力企稳。根据美国《轮胎商业》预测分析, 世界轮胎投资活跃, 投资预算及研发费用创新高, 轮胎制造商大多看好轮胎未来。2018 年世界轮胎需求继续向好, 轮胎投资将更活跃。

图 21: 全球主要轮胎企业市场份额 (单位: %)



资料来源: 轮胎商业, 东兴证券研究所

图 22: 全球主流轮胎企业销售复苏 (单位: 亿美元)



资料来源: 轮胎商业, 东兴证券研究所

根据《轮胎商业》统计的全球前 75 家企业销售额, 2017 年轮胎行业销售约合 1700 亿美元, 同比增长 12.5%, 为连续五年负增长后首次转正。

根据世界轮胎巨头陆续公布的 2018 年业绩, 销售额增长占多数, 轮胎价格普涨, 预测 2018 年轮胎销售额增幅在 5% 以上。

近期, 多家轮胎企业巨头宣布涨价。2018 年 9 月初, 固特异将旗下乘用车轮胎价格上调了 3%。普利司通美洲公司宣布, 计划从 10 月 1 日起, 对在美国和加拿大销售的 firestone (费尔斯通) 牌农业轮胎提价 4%。

固铂轮胎美国公司宣布, 将在 2018 年 10 月 1 日之前上调所有旗下品牌轮胎的价格, 涨幅为 4%。此外, 横滨橡胶 (优科豪马)、Alliance 轮胎、特瑞堡, 以及 Camso 和 Carlstar 等企业, 均宣布提高轮胎售价。

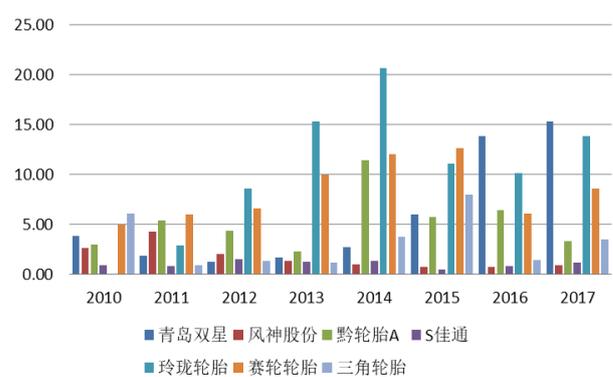
原材料、人工成本上涨, 以及中美贸易摩擦是轮胎行业此轮涨价的主要驱动因素。

图 23: 全球主要轮胎企业资本性支出（单位：百万美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 24: 国内主要轮胎企业资本性支出（单位：亿元人民币）



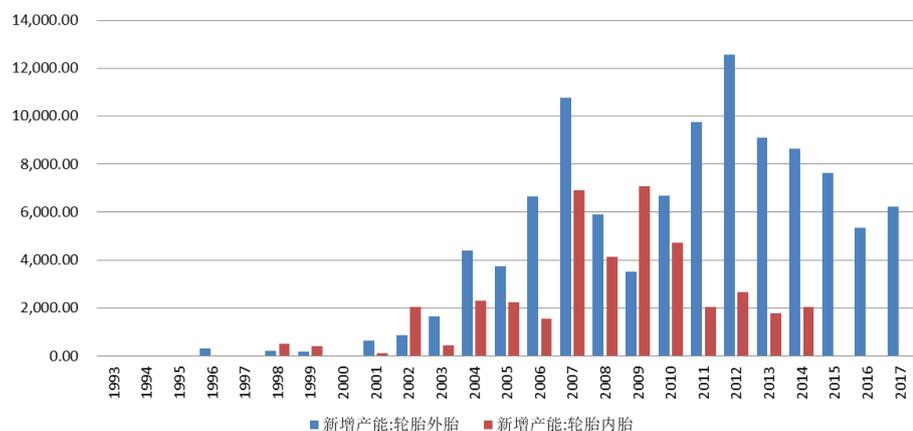
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2017年以来，全球轮胎行业投资较为活跃。根据《轮胎商业》统计，21家主要轮胎企业财政预算资本支出达到97.35亿美元，同比增长11.9%，接近历史最高水平。

其中，75亿美元用于轮胎新建或扩产，预计新增8200万条乘用车/轻卡胎及750万条载重胎及工程胎，较上年大幅提升。

随着国内轮胎行业产业升级，低端产能有望逐步出清，行业集中度将持续提升。同时，随着国内轮胎企业对于质量把控的加强，对于高性能轮胎模具的需求将持续提升。

图 25: 国内轮胎外胎、轮胎内胎新增产能情况（单位：万条/年）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

从各轮胎公司公布的轮胎项目看，新一轮轮胎投资热情正在进行中，主导者不仅仅有世界轮胎巨头，一大批中小规模轮胎企业也正加大轮胎投入。预计2018年轮胎投资额在100亿美元以上。

3. 轮胎模具市场格局大幅改善，公司产业链话语权有望增强

3.1 轮胎模具行业有望重新洗牌, 公司护城河加深

受行业内公司竞争力差异和外部环境变化影响, 轮胎模具行业近年来分化明显。豪迈科技凭借出色的成本控制能力、研发实力、工期控制、产能和渠道建设, 市占率持续提升。

表 1: 公司主要国内外竞争对手

专业轮胎模具企业	国内	巨轮智能、天阳模具、山东万通、沈阳子午线、合肥大道模具等
	国外	美国 Quality 公司、德国 AZ 公司、德国赫伯特 (HERBERT) 公司、韩国世华 (Saehwa) 模具公司等
轮胎公司体系内的轮胎模具厂		日本普利司通、法国米其林、美国固特异、美国固铂等

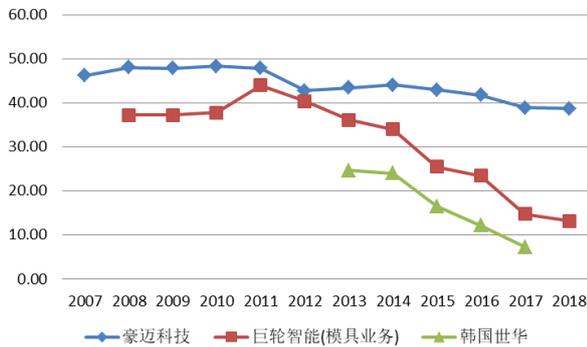
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从业务增速和盈利能力来看, 公司与同行业竞争对手不断拉开差距, 主要竞争对手一方面面临收入和份额萎缩, 同时盈利能力也被大幅压缩。

轮胎模具专用设备的积淀为公司提供了巨大制造和成本优势。根据招股说明书的数据, 公司自主研发的电火花机床成本较低, 每台价值约 10 万元左右, 且公司转型模具制造商后仅供自用。而若采用数控雕刻采用的五轴联动机床单台价值量超过百万。

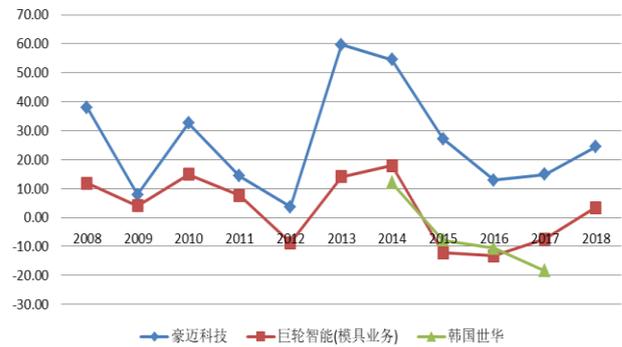
从资产情况来看, 豪迈科技相比其他竞争对手, 固定资产占比较小, 折旧压力远小于其他同行业公司。

图 26: 竞争对手与公司盈利差距不断拉大 (单位: %)



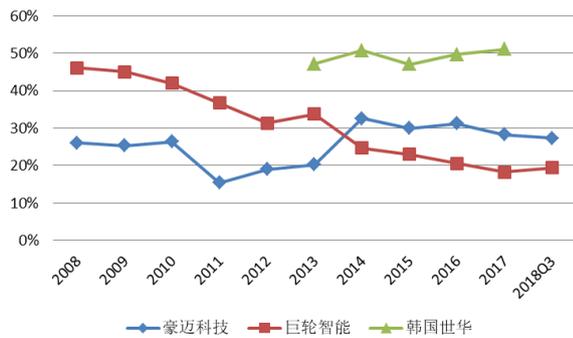
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 27: 公司与主要竞争对手收入增速对比 (单位: %)



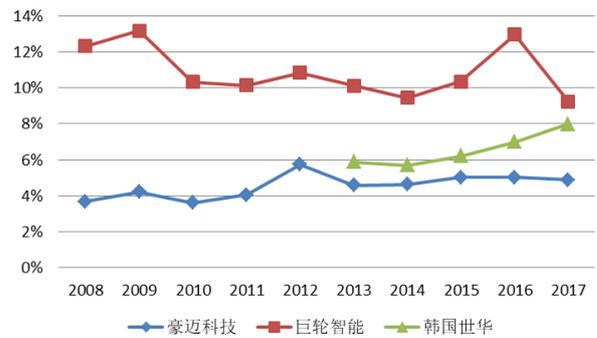
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 28: 各公司固定资产在总资产占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 29: 各公司折旧在营业收入占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3.2 模具成本在轮胎生产中占比较低, 具备提价基础

我们按照乘用车轮胎模具每套单价 12 万元, 全生命周期生产 2 万条轮胎计算, 单条轮胎的模具成本仅为 6 元。而普利司通、米其林等外资品牌乘用车轮胎价格多在 500 元/条以上, 甚至超过千元。

综合来看, 外资品牌轮胎模具成本低于 1%, 国内轮胎模具成本一般也不超过 3%。轮胎模具作为劳动密集型产品, 且原材料占比较高, 在 2015 年以来行业整体盈利能力下滑, 原材料和人力成本高企的情况下, 我们认为轮胎模具行业具备一定价格修复空间。

表 2: 全球轮胎模具市场预测

	2017	2018	2019	2020
全球轮胎销量 (亿条)	22	22.75	23.52	24.32
同比增速		3.40%	3.40%	3.40%
子午化率	95%	95%	95%	95%
子午线轮胎 (亿条)	20.9	21.6125	22.344	23.104
每套模具生产轮胎 (万条)	2	2	2	2
轮胎模具需求 (套)	10.45	10.81	11.17	11.55
轮胎模具单价 (万元/套)	12	12	12	12
轮胎模具市场空间 (亿元)	125.40	129.68	134.06	138.62

资料来源: 轮胎商业, 东兴证券研究所

我们按照 2017 年全球轮胎产量 22 亿条, 到 2020 年年均复合增速 3.4%, 每套轮胎模具生产轮胎 2 万条, 轮胎模具均价 12 万元测算。

推测得出, 2017 年-2020 年全球子午线轮胎模具市场空间在 120 亿元到 140 亿元之间。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 44.92 亿元、51.24 亿、59.30 亿元; 归母净利润分别为 9.58 亿元、11.51 亿元和 13.19 亿元; EPS 分别为 1.20 元、1.44 元和 1.65 元, 对应 PE 分别为 16.46X、13.72X 和 11.97X。维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

- ◆ 1、原材料价格大幅波动; 2、轮胎行业投资低于预期; 3、人民币汇率大幅波动、4、全球贸易保护主义进一步升温。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	2556	2889	3582	4516	6497	营业收入	2995	3724	4492	5125	5930		
货币资金	290	464	1301	1931	3511	营业成本	1876	2449	2916	3250	3768		
应收账款	955	1236	1723	1966	2275	营业税金及附加	38	57	45	51	59		
其他应收款	10	10	12	14	16	营业费用	50	65	90	102	119		
预付款项	18	24	24	24	24	管理费用	220	102	314	359	415		
存货	617	718	407	454	526	财务费用	47	6	10	10	10		
其他流动资产	14	15	15	15	15	资产减值损失	12.19	25.19	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	2048	2678	1896	1761	1623	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	291	261	0	0	0	投资净收益	20.84	-10.66	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1301	1536	1420	1319	1215	营业利润	780	858	1117	1353	1559		
无形资产	213	286	333	305	276	营业外收入	7.21	1.17	60.00	60.00	60.00		
其他非流动资产	106	463	0	0	0	营业外支出	4.72	1.14	0.30	0.40	0.50		
资产总计	4604	5567	5463	6262	8105	利润总额	783	858	1177	1412	1619		
流动负债合计	665	1168	451	444	1364	所得税	107	120	218	261	299		
短期借款	243	646	26	0	0	净利润	675	739	959	1151	1319		
应付账款	173	213	168	187	217	少数股东损益	0	0	1	1	1		
预收款项	61	51	51	51	941	归属母公司净利润	676	739	958	1150	1318		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1186	1317	1306	1548	1758		
非流动负债合计	36	53	0	0	0	EPS (元)	0.84	0.92	1.20	1.44	1.65		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	701	1220	451	444	1364	成长能力							
少数股东权益	5	5	5	6	7	营业收入增长	14.90%	24.36%	20.62%	14.08%	15.72%		
实收资本(或股本)	800	800	800	800	800	营业利润增长	-5.75%	10.03%	30.11%	21.11%	15.28%		
资本公积	506	506	506	506	506	归属于母公司净利	29.65%	20.01%	29.65%	20.01%	14.64%		
未分配利润	2234	2629	2879	3178	3520	获利能力							
归属母公司股东权	3899	4343	5007	5812	6734	毛利率(%)	37.37%	34.24%	35.09%	36.59%	36.46%		
负债和所有者权益	4604	5567	5463	6262	8105	净利率(%)	22.55%	19.84%	21.35%	22.46%	22.25%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)							
经营活动现金流	424	217	1178	1061	2036	偿债能力							
净利润	675	739	959	1151	1319	资产负债率(%)	14.68%	13.28%	17.49%	18.32%	16.24%		
折旧摊销	358.91	453.35	321	185.22	188.62	流动比率	3.85	2.47	7.94	10.17	4.77		
财务费用	47	6	10	10	10	速动比率	2.92	1.86	7.03	9.14	4.38		
应收账款减少	0	0	-487	-243	-309	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	890	总资产周转率	0.70	0.73	0.81	0.87	0.83		
投资活动现金流	-414	-420	681	-50	-50	应收账款周转率	3	3	3	3	3		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.74	19.31	23.59	28.89	29.38		
长期股权投资减	0	0	261	0	0	每股指标(元)							
投资收益	21	-11	0	0	0	每股收益(最新摊	0.84	0.92	1.20	1.44	1.65		
筹资活动现金流	94	313	-966	-381	-406	每股净现金流(最新	0.13	0.14	1.12	0.79	1.98		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.87	5.43	6.26	7.26	8.42		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	24.76	22.51	17.37	14.47	12.62		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.27	3.83	3.32	2.86	2.47		
现金净增加额	104	111	892	629	1581	EV/EBITDA	13.99	12.77	11.77	9.50	7.47		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。