

寒冬已过，龙头崛起正当时

——比亚迪公司跟踪系列 2

公司跟踪

观点更新：我们重申今年4月深度报告中的观点，坚持认为公司作为国内新能源汽车的领头羊，拥有动力电池、汽车半导体等优质资产，有望成为具有全球竞争力的世界级车企。同时，子公司比亚迪电子在大客户渗透率不断提升的同时加大开拓下游新领域，快速成长为结构件和组装垂直一体化的精密制造龙头。根据公司最近经营情况的变化，我们做了相关的梳理和总结，认为公司下游业务正迎来向上拐点，打开长期增长空间，具体观点如下：

● 汽车业务：寒冬已过，拐点向上正当时

1) 提高刀片电池供给，保障强劲需求

前期由于订单超公司预计，刀片电池供给不足，“汉”在7月的交付量只有1200辆。目前，公司加快产能爬坡，在重庆基地3条线通线的基础上，每半个月新增一条产线，到今年年底将实现8线全通，预计产能达到13GWh左右。同时，长沙、贵阳生产基地分别在21Q1、21Q2实现全面量产，预计刀片电池产能合计约25GWh，基本能保障公司近期需求。远期看，公司动力电池规划100GWh。

2) 下半年新车型集中投放，激活市场需求

受疫情的影响，公司新车型将集中在下半年发布，既有全新车型，如“汉”、“宋 Plus”，也有改款型号，如“唐”、“e2”、“e3”等。此外，“元”已登上公告目录，有望在20Q4上市。这些车型的销量占公司纯电动车的一半份额，新车型的密集上市将极大推动公司新能源车销量向上。

3) 不断提升公司软实力，安全、经济、性能多重并举

公司不断构建长期竞争力：1) **加强营销能力，构建品牌影响力**，根据公司规划，今年11月将增加到200多个商超店，增加曝光度。同时在店内展示公司优秀车型如“汉”、“唐”来提高品牌影响力。2) **坐实安全性**，21Q1纯电动全系切换到刀片电池，明年推出刀片电池PHEV将全面替代目前的三元电池PHEV。3) **改善经济性，提高性能表现**：21Q1推出DMI超级混动技术，油耗仅3.9L；骁云1.5TI高功率动力总成达到世界顶尖动力水准，并具备超凡经济性。

● 比亚迪电子：下游多点开花，打开长期增长空间

1) 结构件和组装垂直一体化优势明显，深化大客户合作

比亚迪电子深化和苹果合作，凭借过去几年在配件方面的合作所建立的信任关系，公司于2019年进入核心产品平板的组装供应链，有望在20Q4放量，营收超百亿元。同时，2021年公司还将在组装的基础上渗透到新款智能手表前后盖玻璃、平板玻璃等结构件，进一步提升对北美大客户的出货量。我们预计2021、2022年对苹果的营收规模有望达到500、750亿元。安卓客户方面，公司与小米等客户继续加强合作，全方位配套结构件、组装、功能配件等。受益于大客户的持续合作和深化，能有效对冲华为手机业务下滑的影响。

2) 开拓新领域，多点开花

在新型智能硬件方面，公司深度参与无人机等行业的发展，配套大疆等行业龙头。电子烟领域，公司有望导入美国知名电子烟公司，承接零部件和组装业务，未来成长空间可观。医疗健康领域，经过20H1疫情的影响，公司凭借因口罩业务切入医疗健康赛道，熟悉了医疗资质认证流程，也意识到巨大的机遇。短期，口罩作为防疫必需品依然有较强的需求，长期看，公司将通过

强烈推荐（维持评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

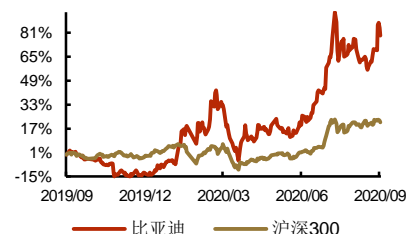
王璠（联系人）

wangjin3@xsdzq.cn

证书编号：S0280119120005

市场数据	时间 2020.09.04
收盘价(元):	90.0
一年最低/最高(元):	42.3/97.91
总股本(亿股):	18.13
总市值(亿元):	1,631.83
流通股本(亿股):	11.46
流通市值(亿元):	1,031.1
近3月换手率:	150.28%

股价一年走势



相关报告

《业绩符合预期，高增长将持续》
2020-08-30

《各业务亮点频出，长期逻辑逐步验证中》
2020-06-21

《加速市场化，开启新篇章》
2020-05-26

《业绩超预期，2020H1业绩增长10%~24%》
2020-04-29

《业绩符合预期，新能源汽车龙头厚积薄发》
2020-04-21

自研和收购的方式进一步布局，打开长期增长空间。

● **盈利预测及投资建议**

我们预计 2020~2022 年归母净利润分别为 41、47、60 亿元，EPS 分别为 1.49、1.72、2.20 元，当前股价对应的 PE 分别为 60、52 和 41 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，疫情波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	130,055	127,739	143,547	194,337	236,375
增长率(%)	22.8	-1.8	12.4	35.4	21.6
净利润(百万元)	2,780	1,614	4,065	4,688	6,013
增长率(%)	-31.6	-41.9	151.8	15.3	28.3
毛利率(%)	16.4	16.3	17.4	16.9	17.1
净利率(%)	2.1	1.3	2.8	2.4	2.5
ROE(%)	5.9	3.4	7.5	8.1	9.6
EPS(摊薄/元)	1.02	0.59	1.49	1.72	2.20
P/E(倍)	88.3	152.1	60.4	52.4	40.8
P/B(倍)	4.8	4.7	4.4	4.1	3.8

目 录

1、 公司经营概况.....	4
2、 汽车业务：寒冬已过，拐点向上正当时.....	4
2.1、 刀片电池快速扩产，为销量提升保驾护航.....	4
2.2、 新车型下半年集中上市，推动销量向上.....	6
2.3、 商超店提升品牌影响力，黑科技增加产品竞争力.....	7
3、 比亚迪电子：下游多点开花，打开长期增长空间.....	8
3.1、 深化大客户合作，结构件、组装垂直一体化助力份额提升.....	8
3.2、 开拓新领域，多点开花.....	8
4、 短期观点.....	10
5、 长期观点.....	10
6、 估值与投资建议.....	11
7、 风险提示.....	11
附： 财务预测摘要.....	12

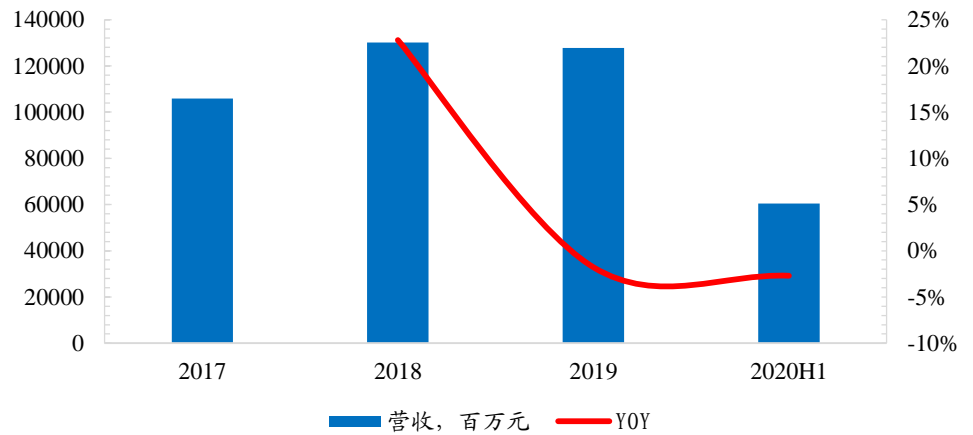
图表目录

图 1： 华北首家商超体验店：环耀龙德广场店.....	7
图 2： 深圳欢乐海岸购物商场中的比亚迪商超店.....	7
图 3： 11 月之前，刀片电池电池供给处于紧平衡.....	5
图 4： 未来三年，公司动力电池合计将增加 60GWh.....	6
图 5： 2020.1-7 比亚迪 EV 车型销量结构.....	6
图 6： 2020.1-7 月“汉”、“唐”、“宋 Pro”、“元”、“e2”、“e3”累计销量占比近一半.....	6
图 7： 新车型“D1”侧面照.....	7
图 8： 新车型“D1”尾部.....	7
图 9： 全球无人机市场快速增长.....	9
图 10： 大疆占据民用无人机市场的 70% 份额.....	9
图 11： 到 2024 年，电子烟市场规模超 1100 亿美元.....	9
表 1： 刀片电池需求量预计月需求可达 1GWh.....	4
表 2： 国内主要汽车厂商商超店布局.....	7
表 3： 比亚迪电子与母公司比亚迪关于口罩的关联交易情况.....	9

1、公司经营概况

上半年受疫情的影响，公司整体业务出现了小幅下滑。分业务来看，各个板块依然保持结构上的喜人发展：1) 汽车业务，在 20H1 整体汽车行业销量同比-17% 的背景下，公司燃油车“宋 Pro”持续热销，单月销量保持过万，带动燃油车销量同比正增长。2) 手机笔电部件及组装业务，20H1 公司在多个项目中的玻璃前后盖产品爬坡量产，实现营收翻倍增长。同时，宅经济、电子烟等也带动新型智能产品的迅猛发展。

图1：公司 2020H1 营收同比-3%



资料来源：Wind，新时代证券研究所

展望下半年，公司将从多方面布局，保障公司经营稳定、业绩增长。汽车业务方面：1) 短期，快速扩产刀片电池产能，保障供给；集中推出新车型，延续产品活力；2) 长期，从商超店、产品性能与安全角度入手，提升公司的软硬实力。比亚迪电子方面，1) 深化大客户合作，结构件、组装垂直一体化助力公司在客户处份额提升；2) 积极开拓无人机、电子烟和医疗健康等新领域，打开长期增长空间。

2、汽车业务：寒冬已过，拐点向上正当时

2.1、刀片电池快速扩产，为销量提升保驾护航

刀片电池需求强劲，我们预计年底月需求可达 1GWh。受限于刀片电池产能爬坡，7 月“汉”的销量约 1200 辆。按照公司规划，今年刀片电池配套车型包括已经上市的“汉”EV 版、改款“唐”EV 版，预计还将配套即将上市“宋 Plus”EV 版和登上公告目录的“元”EV 版等。我们预计下半年对刀片电池的需求逐步上升，单月最高可达约 1GWh。

表1：刀片电池需求量预计月需求可达 1GWh

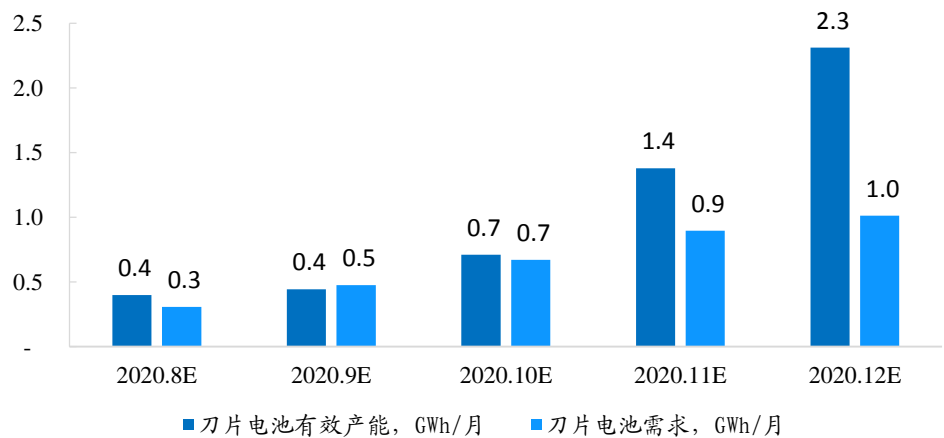
	2020.7	2020.8E	2020.9E	2020.10E	2020.11E	2020.12E
刀片电池配套销量，辆						
汉	1200	4000	6000	8000	8000	8000
唐				400	600	800
宋 Plus			200	300	400	400
其他					4000	6000

	2020.7	2020.8E	2020.9E	2020.10E	2020.11E	2020.12E
合计	1200	4000	6200	8700	13000	15200
单车带电量, KWh/辆						
汉	76.9	76.9	76.9	76.9	76.9	76.9
唐			85	85	85	85
宋 Plus			75	75	75	75
其他					50	50
动力电池需求, GWh						
汉	0.1	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
唐				0.0	0.1	0.1
宋 Plus			0.0	0.0	0.0	0.0
其他					0.2	0.3
合计	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	1.0

资料来源: 新时代证券研究所预测

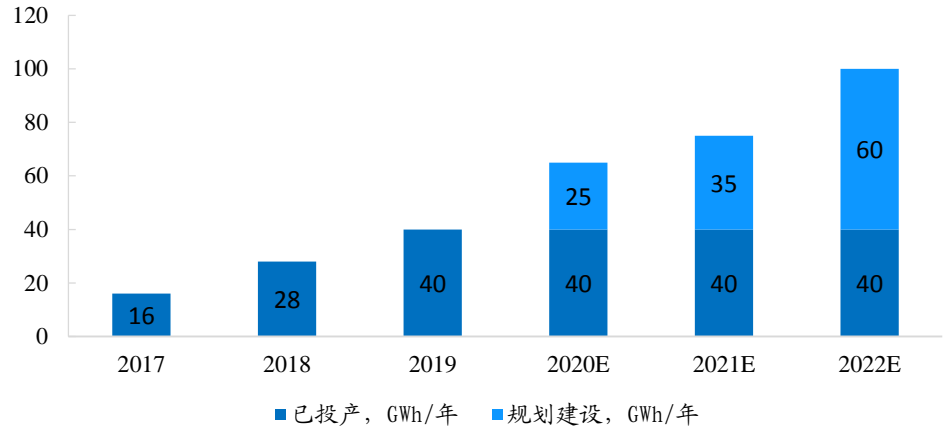
刀片电池预计今年 11 月之前将处于供给紧平衡状态。目前, 公司的刀片电池生产在重庆璧山基地。截止到 8 月底, 动力电池产线已实现通线 3 条。按照公司规划, 未来将按照每半月新增一条产线的节奏进行扩产。到今年年底, 将实现 8 条产线全面投产, 对应产能预计约 13GWh。根据我们的预测, 到今年 10 月份, 刀片电池供需预计处于紧平衡。随着重庆基地产能的快速释放, 刀片电池供给压力逐步得以缓解。

图2: 11 月之前, 刀片电池供给处于紧平衡



资料来源: 新时代证券研究所预测

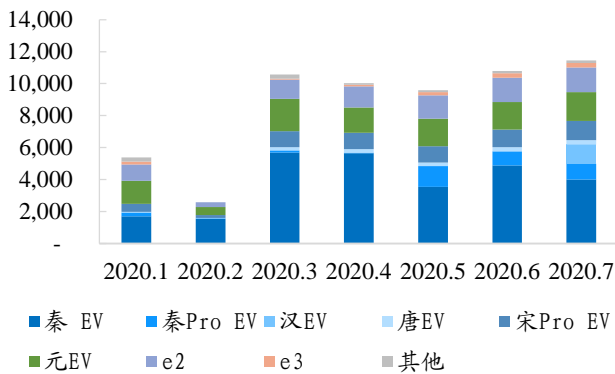
未来 3 年, 公司动力电池产能快速扩张以满足内外部客户需求。根据规划, 除了重庆基地外, 公司还布局长沙、贵阳动力电池工厂, 西安电池工厂也在规划中。其中, 长沙、贵阳基地将分别在 21Q1 和 21Q2 实现全面量产, 预计刀片电池产能合计约 25GWh。未来 3 年, 公司动力电池产能将快速增加, 到 2022 年包括刀片电池在内的总产能将达到 100GWh, 以满足后续旗下所有车系配套刀片电池和外部客户的需求。

图3： 未来三年，公司动力电池合计将增加 60GWh

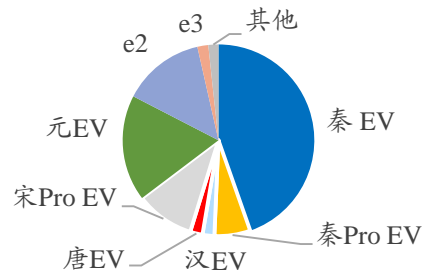
资料来源：EV 视界，新时代证券研究所

2.2、新车型下半年集中上市，推动销量向上

下半年，全新车型和改款车集中上市。由于疫情的影响，公司新车型将集中在下半年发布，既有新车型，如“汉”、“宋 Plus”，也有现有车型的改款，如“唐”、“e2”、“e3”等。此外，“元”已登上公告目录，有望在 20Q4 上市。目前，“汉”在手订单 3 万多辆，刀片电池产能爬坡有助于新增订单的导入。同时，其他新车型的上市也将继续增厚公司的在手订单。根据前 7 月的累计销量来看，纯电动车中“汉”、“唐”、“宋”、“元”、“e2”、“e3”占比近一半，新车型的上市助力公司新能源车销量向上。在上半年疫情影响影响的背景下，我们预计公司 2020 年新能源车同比销量跌幅将收窄至 10% 以内。

图4： 2020.1-7 比亚迪 EV 车型销量结构

资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

图5： 2020.1-7 月“汉”、“唐”、“宋 Pro”、“元”、“e2”、“e3”累计销量占比近一半

资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

深挖出行市场，新车型“D1”有望热销。根据工信部申报信息，新车型“D1”定位小型电动 MPV，搭载 LFP 电池，续航 418 公里。“D1”针对出行市场车型的痛点进行了改良优化，该款车型最大的设计特点在于右侧采用侧滑门，这样不仅有助于交通安全，还能起到出行市场特需的迎宾效果，属于国内出行市场首创。此外，“D1”的轴距长达 2800mm，能有效保障乘坐空间。我们认为乘客舱还可能存在优化空间的设计，更好地提升乘坐体验。受益于人性化设计和首发优势，我们预计“D1”有望成为出行大市场的热销车型。

图6: 新车型“D1”侧面照



资料来源: 汽车之家, 新时代证券研究所

图7: 新车型“D1”尾部



资料来源: 汽车之家, 新时代证券研究所

2.3、商超店提升品牌影响力，黑科技增加产品竞争力

新增商超店, 增加曝光率和提高品牌影响力。公司向行业内优秀营销范例学习, 积极布局人流密集地区的商超店, 增加公司品牌的曝光率。并在商超店中展示公司优秀产品如“汉”、“唐”等, 提升公司品牌认知度和影响力。

图8: 华北首家商超体验店: 环耀龙德广场店



资料来源: 电动汽车观察家, 新时代证券研究所

图9: 深圳商超店: 欢乐海岸购物商场店



资料来源: 新出行, 新时代证券研究所

表2: 国内主要汽车厂商商超店布局

汽车厂商	商超店布局
特斯拉	截止9月初, 特斯拉在国内拥有体验店 81 家、服务中心 43 家
蔚来	到 2020 年底, 蔚来将在国内建成约 200 家由 NIO House 和 NIO Space 组成的门店
小鹏	截至 2020 年 6 月 30 日, 小鹏汽车线下网点数量已经达到 190 个, 其中体验中心 99 家, 服务中心 64 家, 销售服务中心 27 家。
威马	于今年 6 月仅一个月内, 在镇江、合肥、福州、广州等城市开业了 15 家门店。目前, 威马在全国超过百座城市布局了接近 200 家的门店。
比亚迪	截止 9 月初, 全国已布局 30 家商超店。按照公司规划, 到 2020 年 11 月底增加到 200 家左右。

资料来源: 搜狐, 新时代证券研究所

安全、经济、性能多重并举。1) 坐实安全性: 公司 21Q1 纯电动全系切换到刀片电池, 同时明年推出刀片电池 PHEV, 替代目前的三元电池 PHEV。2) 改善经济性, 提高性能表现: 插电混动方面, 21Q1 推出 DMI 超级混动技术, 油耗 3.9L,

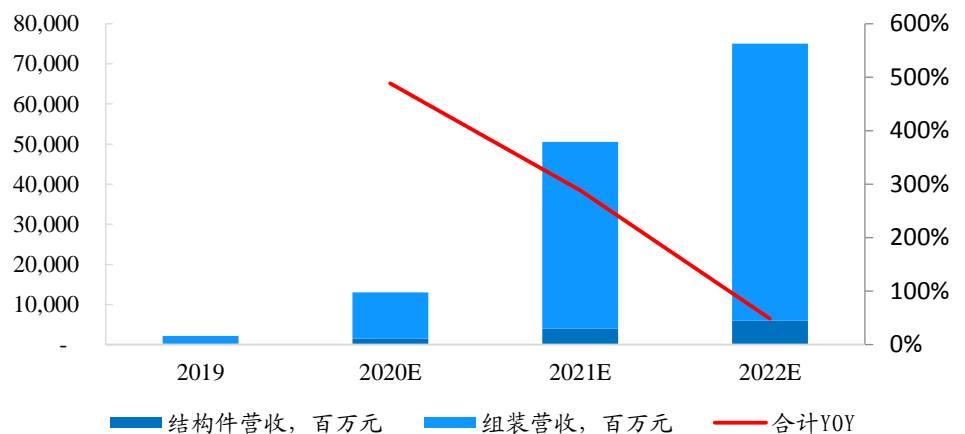
处于行业内领先地位；燃油车方面，推出骁云 1.5TI 高功率动力总成，满足国六 B 排放，最大功率 136KW，最大扭矩 288N*m，达到世界顶尖动力水准，且百公里油耗降低 15%，具备超凡经济性。

3、 比亚迪电子：下游多点开花，打开长期增长空间

3.1、 深化大客户合作，结构件、组装垂直一体化助力份额提升

正逐步成为 iPad 核心供应商，产品从组装向结构件渗透。子公司比亚迪电子和苹果有多年合作经验，从 2015 年开始代工键盘、充电器、Airpods 塑胶机壳等，累积了大量的生产组装经验，并在 2019 年正式切入 iPad 组装供应链。2020 年公司为 iPad 在国内规划 15 条产线，当前已有 5 条产线量产，预计 20Q4 全部投产，产能达到 250-300 万台/月。恰逢圣诞节强劲需求，我们预计公司 2020 年全年出货量将达约 500 万台，营收超 100 亿。公司还将在印度加码 iPad 组装产能，进一步提升公司在苹果中份额。同时，公司还在不断扩大产品供给种类，2021 年有望导入智能手表前后盖玻璃和 iPad 玻璃。凭借公司在结构件和组装垂直一体化的优势，未来供货量有望进一步提升。我们预计 2021、2020 年对苹果的营收规模有望达到 500、750 亿元。

图10： 公司对苹果的供货爆发式增长



资料来源：新时代证券研究所预测

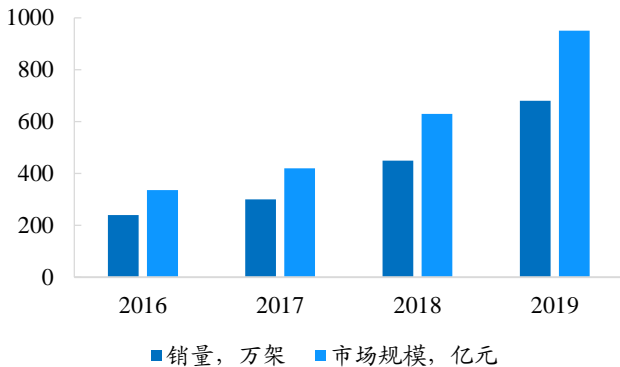
安卓大客户合作更进一层，配套产品需求量快速上升、产品类型增加。公司与小米达成战略合作，西安二期、印度工厂预计年底前投产，手机组装产能从 300 万只/月提升到 700 万只/月。除组装业务外，公司还将全方位配套小米的结构件、散热等功能配件。叠加三星玻璃盖板等业务增量，大客户的合作深化将有效对冲华为手机组装业务的下滑。

3.2、 开拓新领域，多点开花

公司与无人机龙头公司大疆合作，正处于放量初期。目前，无人机市场处于高速增长阶段。根据 Spir 统计，2016-2019 年市场规模 CAGR 达 42%，2019 年约 680 亿元。根据 Drone Industry Insights 数据，2019 年民用无人机占比在 34.8% 左右，其中大疆作为全球无人机市场的霸主，在民用无人机领域市占率约 70%。20H1 公司成功进入大疆供应体系，提供零部件、组装服务，实现逐步放量。公司作为大疆核

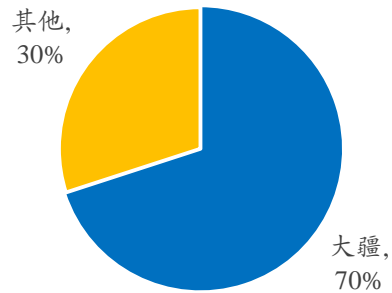
心供应商，未来有望持续放量。

图11: 全球无人机市场快速增长



资料来源: Spir, 新时代证券研究所

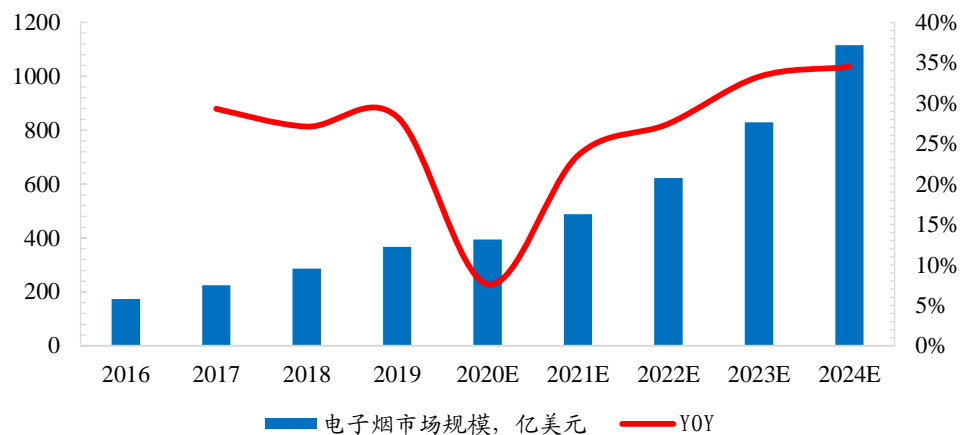
图12: 大疆占据民用无人机市场的70%份额



资料来源: Spir, 新时代证券研究所

与美国电子烟知名厂商洽谈顺利，明年有望实现翻倍以上增长。根据 Frost & Sullivan 统计和预测，电子烟市场呈高速增长态势，预计到 2024 年，市场规模将超 1100 亿美元。公司涉及电子烟陶瓷雾化电芯等零部件和组装服务，2020 年有望实现 10 亿元营收。目前，公司已与下游美国知名电子烟公司洽谈合作，未来随着大客户订单的释放，2021 年有望实现翻倍以上增长。

图13: 到 2024 年，电子烟市场规模超 1100 亿美元



资料来源: Frost&Sullivan, 新时代证券研究所

预计 20H2 口罩需求量与 20H1 持平。2020 年初疫情突袭全球，公司凭借材料、自动化等方面的优势，自研口罩机生产线，并生产口罩。目前，公司已经成为全球最大的口罩供应商，产能超 7000 万只/日。20H1 比亚迪电子口罩业务营收约 86 亿元，预计母公司比亚迪对外销售的口罩处于高营收和较高毛利。根据比亚迪电子与母公司比亚迪的关联交易上限的更新信息，下半年公司口罩产销依然处于较高水平，我们预计口罩产销和上半年持平。随着疫情的常态化，口罩作为防疫必需品短期内还拥有较强需求，不过销量逐步回归正常水平。

表3: 比亚迪电子与母公司比亚迪关于口罩的关联交易情况

公告日期	更新前关联交易上限, 亿元	更新后关联交易上限, 亿元	自供应框架开始实际关联交易, 亿元	关联交易产品	口罩产能, 百万个/天
2020.3.19	/	12	/	口罩	/

公告日期	更新前关联交易上限, 亿元	更新后关联交易上限, 亿元	自供应框架开始实际关联交易, 亿元	关联交易产品	口罩产能, 万个/天
2020.5.26	12	127.5	/	口罩	/
2020.7.19	/	/	118.95	口罩	67.56
2020.8.6	127.5	228.3	/	口罩	/

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

通过此次疫情，我们见证了公司垂直一体化的供应链优势，公司也看到了医疗健康领域的巨大机遇。通过此次历练，公司熟悉了医疗健康产品的资质认证流程。未来，公司将通过自研和收购的方式，进一步开发医疗健康市场，打开长期增长空间。

4、短期观点

近期，市场担忧：

- 1) 20H1 公司汽车销量同比跌幅高于行业均值，20H2 销量恢复是否会顺利；
- 2) 口罩贡献利润是否具有可持续性；
- 3) 若华为手机销量下降对公司的负面影响。

我们认为：

1) 公司上半年销量下滑一方面是由于受疫情的影响，公司全新车型和改款车型延迟到下半年投放，另一方面是由于对公市场行业惨淡。对私市场方面，从需求端来看，当前消费者将更加重视车辆安全性和经济性。随着下半年公司上市的车型将配套刀片电池、DMI 超级混动和高效动力总成等更安全、更节能的新技术，公司在供给端将释放潜力。对公市场方面，公司推出的新车型“DI”深挖出行市场的需求点，有望打造爆款车型。在“汉”等领军车型的带领下，我们预计 2020 年汽车销量有望持平。

2) 短期看，随着疫情的常态化，口罩作为防疫必需品短期内还拥有较强需求，不过需求量和利润水平逐步回归正常化。长期看，在上半年的防疫生产中，公司熟悉了医疗资质认证流程，也意识到医疗健康的巨大机遇，未来将进一步布局，打开长期增长空间。

3) 公司代工业务快速成长，和下游其他客户不断深化合作，客户从安卓渗透到苹果，产品从组装向结构件升级，客户结构的优化、产品毛利率的提升将有效对冲华为销量下降的影响。

5、长期观点

我们认为公司作为新能源汽车领先者，在电动化浪潮中将成长为具有全球竞争力的世界级车企：1) 作为新能源汽车行业先行者，公司整车产品矩阵、人才储备和市场影响力突出；2) 拥有动力电池、汽车半导体等优质资产，是目前唯一在汽车产业链关键领域广泛布局的车企；3) 公司知短板、敢突破，技术、品牌、供应链持续进化。同时，旗下子公司比亚迪电子不断进取，正成长为结构件和组装垂直

一体化的精密制造龙头：1) 深化大客户合作，从安卓到苹果，从配件到核心，从组装到结构件，打开长期业绩增长空间；2) 新型智能硬件、医疗健康产品等多点开花，发展迅速。

6、估值与投资建议

我们预计 2020~2022 年归母净利润分别为 41、47、60 亿元，EPS 分别为 1.49、1.72、2.20 元，当前股价对应的 PE 分别为 60、52 和 41 倍，维持“强烈推荐”评级。

7、风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：国内外宏观环境存在不确定性，会影响居民可支配收入水平，进而影响公司业务发展；
- 2) 原材料价格波动风险：公司所需主要原材料如钢材、塑胶和其他金属原材料如锂、钴等，原材料价格的波动会直接影响集团主营业务的生产成本；
- 3) 疫情波动风险：疫情存在二次爆发的可能性，会影响公司主要业务的生产 and 下游需求。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	115211	106967	171342	185692	245232
现金	13052	12650	28709	29151	35456
应收票据及应收账款合计	49284	43934	85978	84006	135351
其他应收款	1010	1561	1329	2584	2175
预付账款	359	363	448	650	686
存货	26330	25572	31990	46415	48677
其他流动资产	25175	22887	22887	22887	22887
非流动资产	79361	88675	88096	98835	103478
长期投资	3561	4060	4359	4659	4958
固定资产	43679	49443	50576	62873	68804
无形资产	16698	18398	17996	17539	17185
其他非流动资产	15423	16773	15165	13764	12531
资产总计	194571	195642	259439	284527	348710
流动负债	116569	108029	171330	196221	258751
短期借款	37789	40332	80418	95031	135801
应付票据及应付账款合计	46283	36168	60251	67819	87321
其他流动负债	32497	31528	30660	33371	35629
非流动负债	17308	25011	20628	16245	11861
长期借款	13924	21916	17533	13150	8767
其他非流动负债	3384	3095	3095	3095	3095
负债合计	133877	133040	191957	212466	270612
少数股东权益	5496	5839	6818	7953	9410
股本	2728	2728	2728	2728	2728
资本公积	24524	24531	24531	24531	24531
留存收益	24341	25156	29190	33849	39825
归属母公司股东权益	55198	56762	60664	64108	68689
负债和股东权益	194571	195642	259439	284527	348710

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12523	14741	-2723	18614	-3299
净利润	3556	2119	5043	5824	7470
折旧摊销	9425	9624	9182	11366	14219
财务费用	2997	3014	3689	4955	6387
投资损失	-248	809	100	100	100
营运资金变动	-4473	-1631	-20738	-3630	-31474
其他经营现金流	1266	807	0	0	0
投资活动现金流	-14231	-20881	-8704	-22205	-18962
资本支出	17842	20627	-878	10439	4344
长期投资	-805	-1089	-299	-299	-299
其他投资现金流	2806	-1343	-9881	-12065	-14918
筹资活动现金流	3917	6610	-12600	-10581	-12203
短期借款	2014	2543	0	0	0
长期借款	3062	7992	-4383	-4383	-4383
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	50	6	0	0	0
其他筹资现金流	-1210	-3931	-8217	-6198	-7820
现金净增加额	2215	523	-24027	-14172	-34464

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	130055	127739	143547	194337	236375
营业成本	108725	106924	118585	161526	195903
营业税金及附加	2146	1561	1723	2332	2836
营业费用	4729	4346	4737	6413	7800
管理费用	3760	4141	4737	6219	7091
研发费用	4989	5629	6029	7968	9455
财务费用	2997	3014	3689	4955	6387
资产减值损失	686	-159	0	0	0
公允价值变动收益	-5	10	0	0	0
其他收益	2328	1724	1846	1886	1845
投资净收益	248	-809	-100	-100	-100
营业利润	4242	2312	5793	6711	8648
营业外收入	230	226	220	220	220
营业外支出	86	107	80	80	80
利润总额	4386	2431	5933	6851	8788
所得税	829	312	890	1028	1318
净利润	3556	2119	5043	5824	7470
少数股东损益	776	504	978	1136	1457
归属母公司净利润	2780	1614	4065	4688	6013
EBITDA	16628	15566	18805	23172	29394
EPS(元)	1.02	0.59	1.49	1.72	2.20

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.8	-1.8	12.4	35.4	21.6
营业利润(%)	-21.6	-45.5	150.5	15.8	28.9
归属于母公司净利润(%)	-31.6	-41.9	151.8	15.3	28.3
获利能力					
毛利率(%)	16.4	16.3	17.4	16.9	17.1
净利率(%)	2.1	1.3	2.8	2.4	2.5
ROE(%)	5.9	3.4	7.5	8.1	9.6
ROIC(%)	5.9	4.7	6.3	7.0	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	68.8	68.0	74.0	74.7	77.6
净负债比率(%)	81.5	98.0	113.5	119.9	149.2
流动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.4	2.7	2.2	2.3	2.2
应付账款周转率	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	0.59	1.49	1.72	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	6.59	4.07	-1.00	6.82	-1.21
每股净资产(最新摊薄)	18.80	19.20	20.63	21.89	23.57
估值比率					
P/E	88.3	152.1	60.4	52.4	40.8
P/B	4.8	4.7	4.4	4.1	3.8
EV/EBITDA	18.1	20.1	17.5	14.7	12.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>