

# 亚星客车 (600213)

证券研究报告  
2019年04月26日

## 燃料电池加持，价值有望重估

亚星客车是潍柴集团旗下主要从事客车类业务的上市公司，近年来盈利承压，但未来或受益于燃料电池的发展，价值有望重估。

**氢能源首次写入政府工作报告，政策持续加码。**早在09年，中央财政就开始对包括燃料电池汽车在内的节能与新能源车进行购车补贴；14年，加氢站的补贴文件也推出，从产业链的角度全方位的扶持燃料电池的发展；16年，《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》提出：到2020年，加氢站数量达到100座，燃料电池车辆达到10000辆。今年两会，政府工作报告首次增加“推动加氢设施建设”表述，氢能源的地位进一步提高，未来产业发展或将产业政策帮助下加速发展。

**氢燃料电池加快发展或将使得客车整车厂价值被重估。**受新能源客车补贴退坡，及高铁覆盖面增广的原因，客车行业的景气度处于下降的趋势。但由于受动力电池的续航里程相对较短的问题，一直在公路客车上新能源车应用处于较低的水平，主要是在公交车新能源化，在2018年的新能源客车中，新能源公交车销量占到90.6%。氢燃料电池能够大大的增加续航里程，预计在公路客车新能源化加速，2018年公路客车销量在整个客车销量占比43%，其中新能源化率仅为12%，新能源化的空间大。随着氢燃料电池应用加速，客车整车厂价值有望被重估。

**亚星客车是潍柴集团控股的客车平台，或受益潍柴的燃料电池技术。**潍柴动力早在2016年已经开始布局氢能源，先后与苏州弗尔赛、博世、英国锡里斯动力和巴拉德进行合作。尤其是潍柴与巴拉德合作值得关注，巴拉德在1983年一直致力于燃料电池的开发制造，在30多年的经验积累下，目前已经成为质子交换膜燃料电池技术的全球领导者。目前潍柴动力持有巴拉德19.9%的股份，是其第一大股东，并且在国内成立合资公司生产燃料电池。亚星客车的控股股东是潍柴集团，或受益潍柴动力的燃料电池技术。

**公司燃料电池客车产品已经开始投放。**亚星在2018年潍柴改革20周年展上展出首款氢燃料电池客车。今年4月18日，工信部官网公示申报第319批《道路机动车辆生产企业及产品公告》新产品，参与此次申报的燃料电池产品总共6户企业8个型号，其中包括亚星牌YBL6818FCEV与JS6108GHFCEV型号燃料电池客车。

**投资建议：**我们预计公司19-21年的营收分别为25.9亿、28.1亿和33.9亿，归母净利润分别为0.22亿、0.36亿和0.47亿，选取燃料电池产业链相关标的大洋电机、威孚高科、东方电气作为可比公司，给予公司19年1.3倍PS，对应目标价为15.30元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**技术进步不及预期，商业化进展不及预期、产业政策支持不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,386.73	2,457.59	2,592.75	2,810.55	3,385.30
增长率(%)	(29.71)	2.97	5.50	8.40	20.45
EBITDA(百万元)	154.84	207.47	149.62	166.54	211.75
净利润(百万元)	42.82	13.07	22.12	36.40	47.29
增长率(%)	(31.28)	(69.47)	69.18	64.60	29.90
EPS(元/股)	0.19	0.06	0.10	0.17	0.21
市盈率(P/E)	70.24	230.06	135.99	82.62	63.60
市净率(P/B)	17.22	15.98	14.68	12.47	10.42
市销率(P/S)	1.26	1.22	1.16	1.07	0.89
EV/EBITDA	27.35	16.94	33.40	30.72	28.53

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	13.86元
目标价格	15.30元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	220.00
流通A股股本(百万股)	220.00
A股总市值(百万元)	3,049.20
流通A股市值(百万元)	3,049.20
每股净资产(元)	0.86
资产负债率(%)	94.73
一年内最高/最低(元)	15.04/5.25

### 作者

邓学 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 潍柴集团旗下的客车公司</b> .....	<b>3</b>
1.1. 公司发展历程及产品类别 .....	3
1.2. 近年盈利承压 .....	4
1.3. 公司股权集中 .....	4
<b>2. 燃料电池产业发展加速</b> .....	<b>6</b>
2.1. 质子交换膜燃料电池适合车用 .....	6
2.2. 燃料电池产业链清晰，上中下游分工明确 .....	7
2.3. 产业扶持政策完善，氢能源写入政府工作报告 .....	8
<b>3. 依托潍柴燃料电池技术优势，发力燃料电池客车</b> .....	<b>10</b>
3.1. 氢燃料电池客车前景广阔 .....	10
3.2. 潍柴集团与亚星客车关系紧密，可助其发力氢燃料客车 .....	10
<b>4. 盈利预测和估值</b> .....	<b>13</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

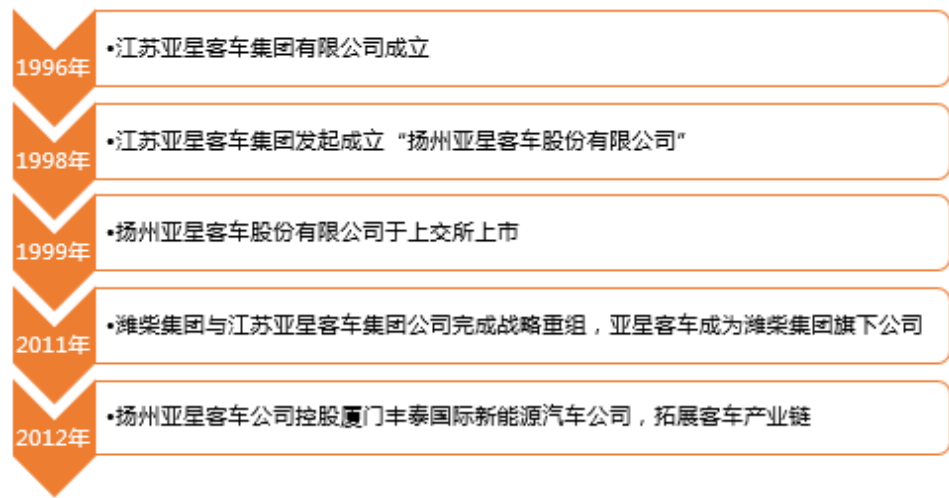
图 1：亚星客车公司发展历程 .....	3
图 2：公司产品种类与销售状况 .....	3
图 3：2012-2018 年公司业务结构 .....	4
图 4：2012-2018 年公司产品销量地域分布 .....	4
图 5：2012-2018 年公司营业收入及同比增速 .....	4
图 6：2012-2018 年公司净利润及同比增速 .....	4
图 7：公司股权架构与主要子公司 .....	5
图 8：燃料汽车发展历史 .....	6
图 9：氢燃料电池工作原理 .....	7
图 10：燃料电池产业链 .....	8
图 11：氢燃料电池与锂电池性能对比 .....	10
图 12：当前燃料电池客车需求状况 .....	10
图 13：潍柴集团与亚星客车股权控制关系 .....	11
图 14：第 319 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》的两款亚星客车的燃料电池客车 .....	12
表 1：燃料电池产业政策 .....	8
表 2：潍柴动力在氢燃料电池产业布局 .....	11
表 3：可比公司估值（Wind 一致预期，截止 2019 年 4 月 25 日） .....	13

## 1. 潍柴集团旗下的客车公司

### 1.1. 公司发展历程及产品类别

亚星客车是当前潍柴集团旗下主要从事客车类业务的上市公司。公司由江苏亚星客车集团有限公司（国家首批 300 家重点企业）于 1998 年发起成立，1999 年于上交所上市。2011 年底，潍柴集团与江苏亚星客车集团的战略重组完成后，亚星客车正式加入潍柴集团，成为其子公司。亚星客车在客车领域行业经验丰富，曾连续 7 年位居国内客车销量第一。公司技术亦领先同业：早在 2001 年公司研制的第一辆 YZL6701 型纯电动客车便成功下线；加入潍柴集团后，公司致力于新能源客车及高端产品的研发，2012 年公司获第三届中国节能和新能源公交客车创新大赛“技术创新奖”，2013 年推出高端客车品牌“维特思达”。

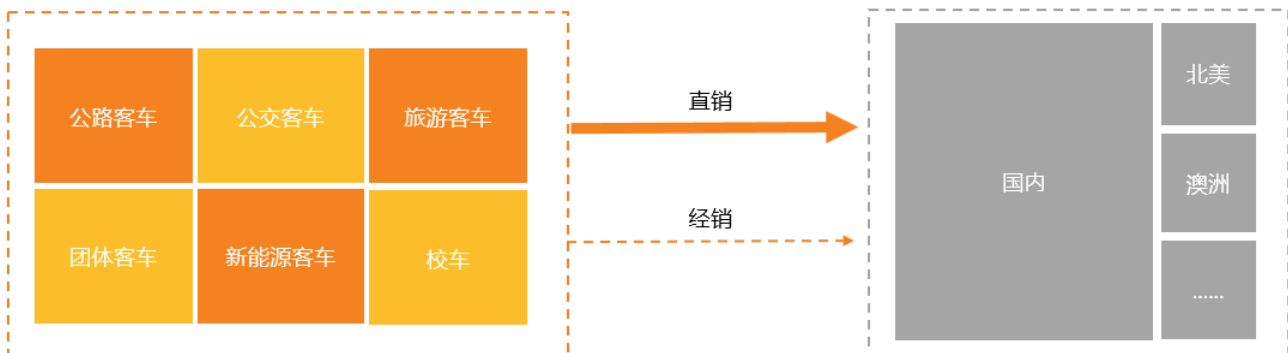
图 1：亚星客车公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司客车产品种类丰富，产品销售立足国内，覆盖全球。亚星客车主要业务为客车的研发、制造与销售，其产品覆盖从 5-18 米各型客车，主要用于公路、公交、旅游、团体、新能源客车及校车等市场。公司产品的销售以国内市场为主，同时大力开拓海外市场，目前公司各类型客车已远销北美、澳洲、东欧、东南亚、俄罗斯、中东、非洲等地。公司经营以直销为主，经销为辅，以订单模式提供标准化及定制化产品。

图 2：公司产品种类与销售状况

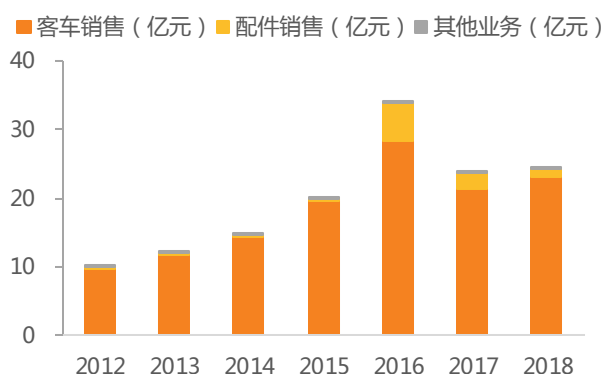


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 近年盈利承压

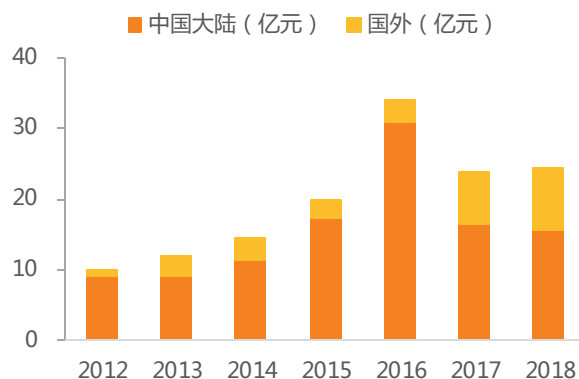
公司以客车销售业务为主，销售区域主要为国内。公司主营业务包括客车销售与配件销售，其中客车销售占据主导地位，2018 年年报显示，公司客车销售业务营收达 23.2 亿元，占总营收比例接近 95%。从销售地区上看，亚星客车立足国内，覆盖全球。客车及配件销售以国内为主，2018 年国内客车及配件销售达 15.5 亿元，占比 63%。此外，虽近两年国内客车市场逐渐萎缩，但海外市场却逐步打开，2017 年海外客车及配件销售达 7.2 亿元，相较于 2016 年增长 118%，这一数据在 2018 年上升至 8.8 亿元，海外扩张势头得以保持。

图 3：2012-2018 年公司业务结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

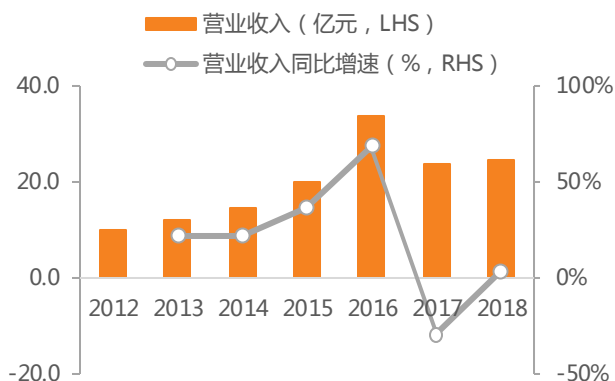
图 4：2012-2018 年公司产品销量地域分布



资料来源：公司年报，天风证券研究所

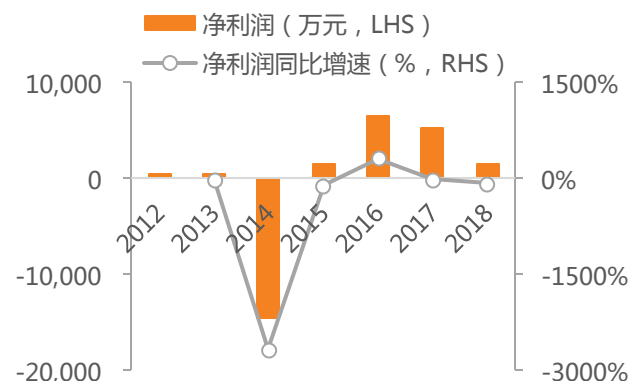
受国内行业环境与政策影响，公司营收与净利近年承压。2017 年后公司营收与净利双双迈入下滑状态：公司 2017 年营收 23.9 亿元，同比减少近 30%，2018 年仍不乐观，实现营收 24.6 亿元，与上年几乎持平；公司净利润 2017 年为 5228 万，2018 年 1561 万，下滑态势显著。2017 年以来，客车行业整体陷入低迷，中汽协数据显示 2017 年中大型客车销量同比下滑 5.69%，2018 年同比下滑 15.87%，客车市场处于萎缩状态。随着经济发展与消费升级，居民出行需求向网约车、航空、铁路等转移，公路客运份额被逐步蚕食。此外，2018 年国家收紧对新能源客车的政策补贴，全年补贴整体退坡 40%，财务费用有所上升，净利润被进一步压缩。

图 5：2012-2018 年公司营业收入及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：2012-2018 年公司净利润及同比增速



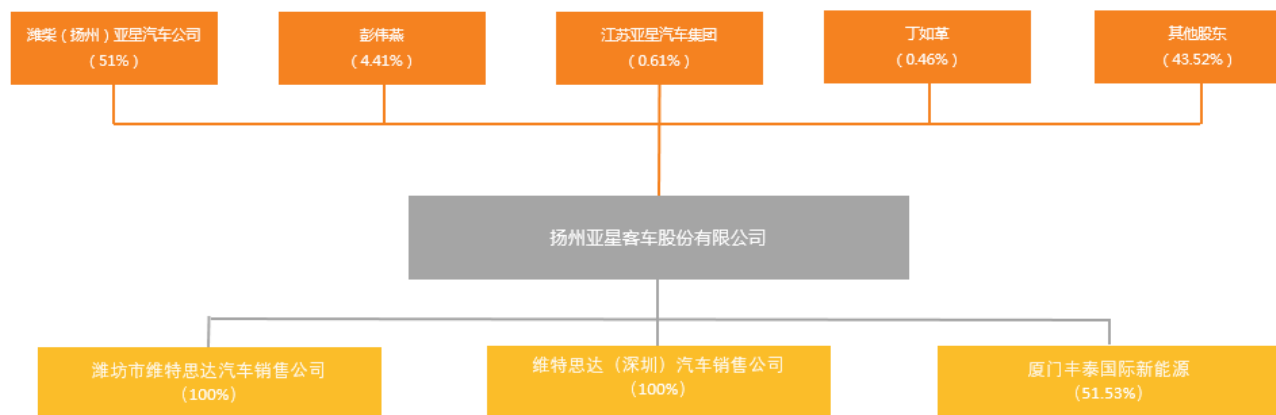
资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 1.3. 公司股权集中

公司股权结构集中，且对参股公司控制力强。公司最大股东为潍柴（扬州）亚星汽车有限公司，持股比例 51%，江苏亚星汽车集团持股 0.61%。除上述两大机构外，前五大股东均为自然人且均非公司管理层人员。公司主要参股公司包括：潍坊市维特思达汽车销售公司、维特思达（深圳）汽车销售公司以及厦门丰泰国际新能源汽车公司，前两者主要肩负载客

汽车与零部件销售业务；丰泰国际新能源汽车公司为亚星客车 2012 年通过股权变更与增资获得的新能源汽车子公司。

图 7：公司股权架构与主要子公司

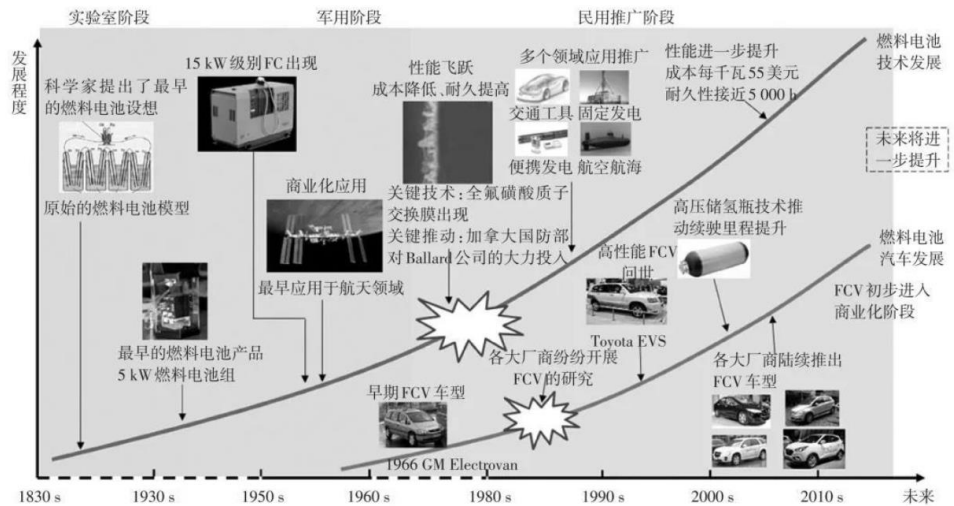


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 燃料电池产业发展加速

燃料电池汽车经过了数百年的发展历史，随着技术的不断突破，燃料电池离消费者越来越远，进入商业化初期。燃料电池具有燃料能量转化率高、噪音低以及零排放等优点，从上个世纪末以来便一直受到各国政府和企业的关注，其研发、示范和商业化应用的资金投入就不断增加。2016 年是燃料电池产业化的里程碑式的一年，加拿大巴拉德燃料电池客车运行突破 1000 万公里，美国普拉格燃料电池叉车实现百万次加氢，韩国现代燃料电池轿车运行里程超过 150 万公里。

图 8：燃料汽车发展历史



资料来源：中国燃料电池汽车发展问题研究，天风证券研究所

### 2.1. 质子交换膜燃料电池适合车用

燃料电池主要由正极、负极和电解质三部分组成。

根据电解质的类型，可分为六类：

- 1、质子交换膜燃料电池 (PEMFC)
- 2、碱性燃料电池 (AFC)
- 3、磷酸燃料电池 (PAFC)
- 4、熔融碳酸盐燃料电池 (MCFC)
- 5、固态氧化物燃料电池 (SOFC)
- 6、直接甲醇燃料电池 (DMFC)

质子交换膜燃料电池 (PEMFC) 与车载环境最为匹配，目前在汽车上广泛应用。

当其工作时：

氢气通过管道或导气板到达阳极，在阳极催化剂的作用下，氢分子解离；

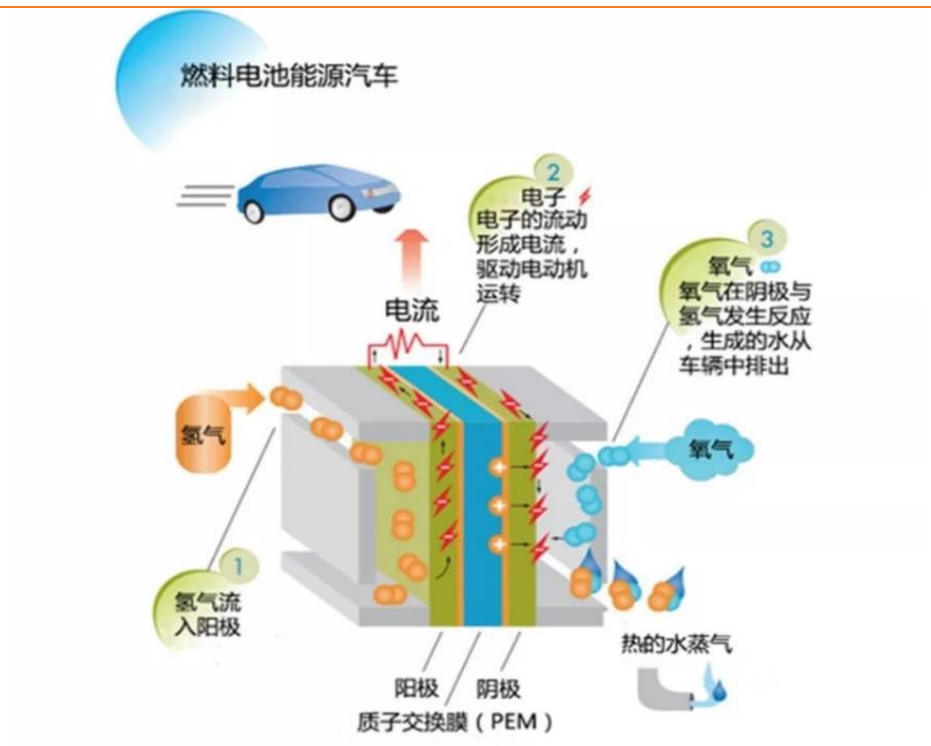
在电池的另一端，氧气（或空气）通过管道或导气板到达阴极，在阴极催化剂的作用下，氧分子和氢离子与通过外电路到达阴极的电子发生反应生成水；

电子在外电路形成直流电。

因此，只要源源不断地向燃料电池阳极和阴极供给氢气和氧气，就可以向外电路的负载连

续地输出电能。

图 9：氢燃料电池工作原理



资料来源：新材料在线，天风证券研究所

## 2.2. 燃料电池产业链清晰，上中下游分工明确

相比于传统电池，燃料电池各个环节的技术要求都更高，**燃料电池产业链**可以分为：

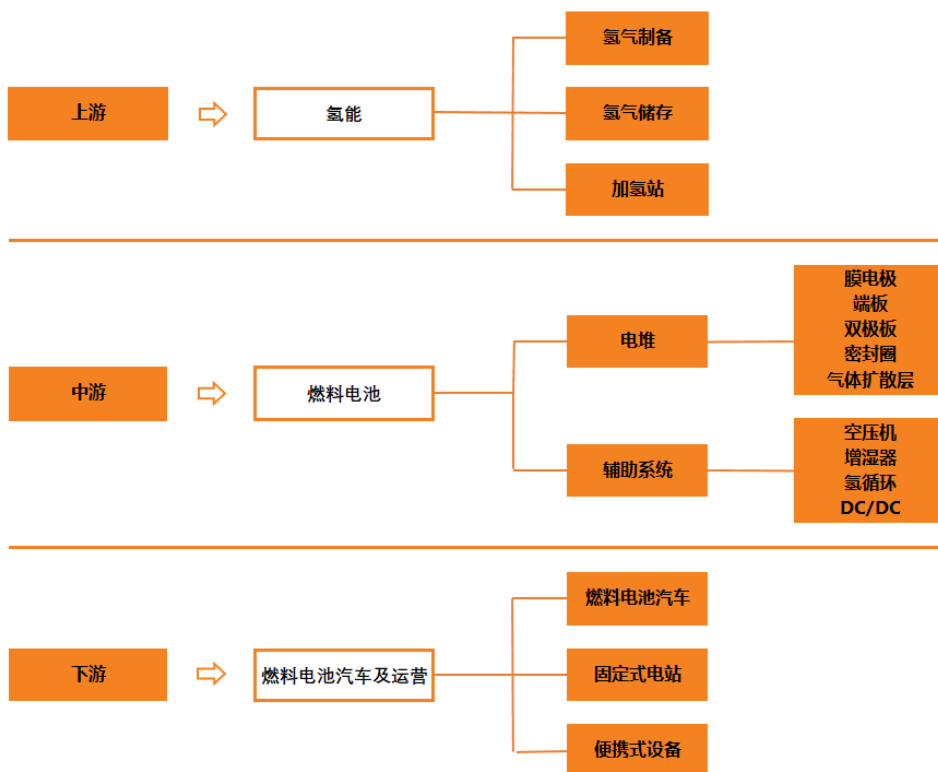
**上游**是氢燃料的获取，包括氢气的制取、储存、运输和加注环节；

**中游**是燃料电池的制造，包括了核心部件——电堆，以及辅助系统。其中电堆零部件主要有膜电极、端板、双极板等，膜电极是燃料电池中最核心的部分，辅助系统包括空压机、增湿器等；

以及**下游**的应用，主要分为三部分：**燃料电池汽车**、固定式电站、便携式设备。

近几年，氢燃料产业链上下游公司技术不断进步，燃料电池汽车的商业化进程加速。

图 10：燃料电池产业链



资料来源：天风证券研究所

### 2.3. 产业扶持政策完善，氢能源写入政府工作报告

**氢能源首次写入政府工作报告，政策持续加码。**早在 09 年，中央财政就开始对包括燃料电池汽车在内的节能与新能源车进行购车补贴；14 年，加氢站的补贴文件也推出，从产业链的角度全方位的扶持燃料电池的发展；16 年，《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》提出：到 2020 年，加氢站数量达到 100 座，燃料电池车辆达到 10000 辆。今年两会，政府工作报告首次增加“推动加氢设施建设”表述，氢能源的地位进一步提高，未来产业发展或将产业政策帮助下加速发展。

表 1：燃料电池产业政策

时间	单位	文件名	主要内容
2009 年 3 月	财政部	节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法	中央财政对试点城市购买混合动力汽车\纯电动汽车和燃料电池汽车等节能与新能源汽车给予一次性定额补助。其中低排放、低能耗混合动力汽车：0.4 万元-42 万元不等的成本差价财政补贴；零排放纯电动和燃料电池汽车：6 万元-60 万元不等的成本差价财政补贴。
2011 年 2 月	全国人民代表大会	中华人民共和国车船税法	纯电动汽车、燃料电池和插电式混合动力汽车免征车船税，其他混合动力汽车按照同类车辆使用税额减半征税。
2014 年 11 月	财政部	关于新能源汽车充电设施建设奖励通知	符合国家技术标准且日加氢能力不少于 200 公斤的新建燃料电池汽车加氢站每个站奖励 400 万元。
2015 年 5 月	国家发展改革委、工业和信息化部	中国制造 2025	明确提出将新能源汽车作为重点发展领域，未来国家将积极支持电动汽车、燃料电池汽车的发展。对燃料电池汽车的发展战略，提出三个发展阶段：第一是在关键材料零部件方面逐步实现国产化；第二是燃料电池和电堆整车性能逐步提升；第三方面是要实现燃料电池汽车等配套基础设施基本完善，燃料电池汽车实现区域小规模运行。
2016 年 10 月	中国标准化研究院	中国氢能产业基础设施	到 2020 年，我国氢能产业基础设施发展将取得重大突破。其中，



	源与环境分院、中国发展蓝皮书(2016) 电器工业协会燃料电池分会	以能源形式利用的氢气产能规模将达到 720 亿 m <sup>3</sup> ；加氢站数量达到 100 座；燃料电池车辆达到 10000 辆；氢能轨道交通车辆达到 50 列；行业总产值达到 3000 亿元。到 2030 年，氢能产业将成为我国新的经济增长点和新能源战略的重要组成部分，产业产值将突破 10000 亿元；加氢站数量达到 1000 座，燃料电池车辆保有量达到 200 万辆，高压氢气长输管道建设里程达到 3000km。
2018 年 2 月	财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革委	四部委联合发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，燃料电池补贴政策基本不变，力度不减。
2018 年 5 月	上海市科学技术委员会、上海市发展和改革委员会、上海市经济和信息化委员会、上海市财政局	上海市燃料电池汽车推广应用财政补助方案 1、国补与地补比例 1:0.5； 2、燃料电池系统达到额定功率不低于驱动电极额定功率的 50%，或不小于 60KW 的，按照中央财政补助 1:1 给予补贴。
2019 年 1 月	深圳市发展和改革委员会	深圳市 2018 年新能源汽车推广应用财政支持政策 1、电动车按照国补 0.5 倍补贴； 2、燃料电池汽车按照国补 1 倍补贴。
2019 年 3 月	国务院	《政府工作报告》 审议后的《政府工作报告》(修订版)补充了“推动充电、加氢等设施建设”等内容。这是氢能源首次写入政府报告中。

资料来源：人大，财政部，国务院，发改委，工信部，深圳发改委，科技部等，天风证券研究所

### 3. 依托潍柴燃料电池技术优势，发力燃料电池客车

#### 3.1. 氢燃料电池客车前景广阔

氢燃料电池相比锂电池性能更优越，未来前景广阔。目前包括包括新能源客车在内的新能源车型大多采用锂电池，这是由于锂电池技术难度小，产业链也相对完善齐全。但是在商用车领域，锂电池低能量密度的物理特性决定了其无法满足客车与载货车的高续航要求。对比丰田 Mirai 氢燃料电池与 Tesla Models 60 的锂电池性能可知，同等重量/体积的氢燃料电池可提供更多的能量与续驶里程，这一特性非常契合客车的使用需求。除此以外氢燃料电池性能提升空间大，也没有后续的电池回收处理成本。

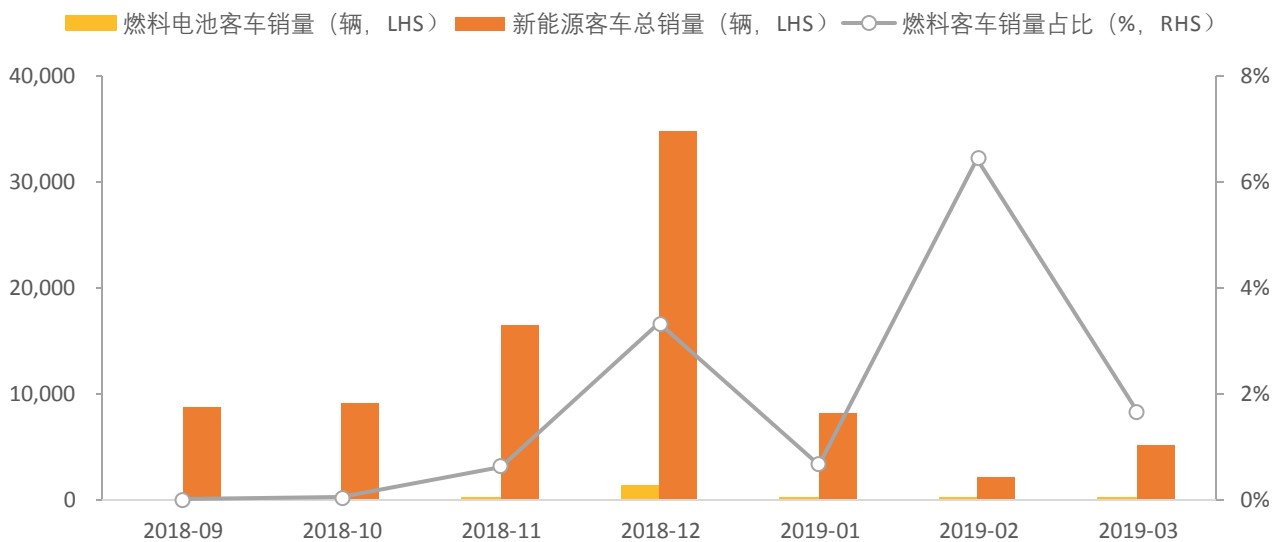
图 11：氢燃料电池与锂电池性能对比

动力性能	氢燃料电池 (丰田Mirai)	锂电池 (Tesla Models 60)
体积/能量功率密度、质量能量密度	3.1KW/L、2KW/kg	156Wh/kg
电池重量	90kg(储氢罐) + 56kg (电池)	723kg (电池)
锂电池容量/电堆功率	114KW	60KWh
续航里程	650km	370km
充电时长	3min	30min
性能提升	开放系统、能量密度主要取决于储氢系统的储氢量，能量密度提升潜力大	全密封体系，能量密度提升空间有限

资料来源：高工锂电，天风证券研究所

目前氢燃料电池客车在新能源客车中销量占比小，成长空间大。中国汽车工业协会发布的数据显示，2018 年 9 月至 2019 年 3 月，燃料电池客车销量约占新能源客车销量的 1.8%，由于技术不成熟、产业链不齐全等因素，氢燃料电池性能的优越性在市场中得以充分发挥，需求也暂时处于抑制状态。氢燃料电池客车市场具有极大的成长空间。

图 12：当前燃料电池客车需求状况



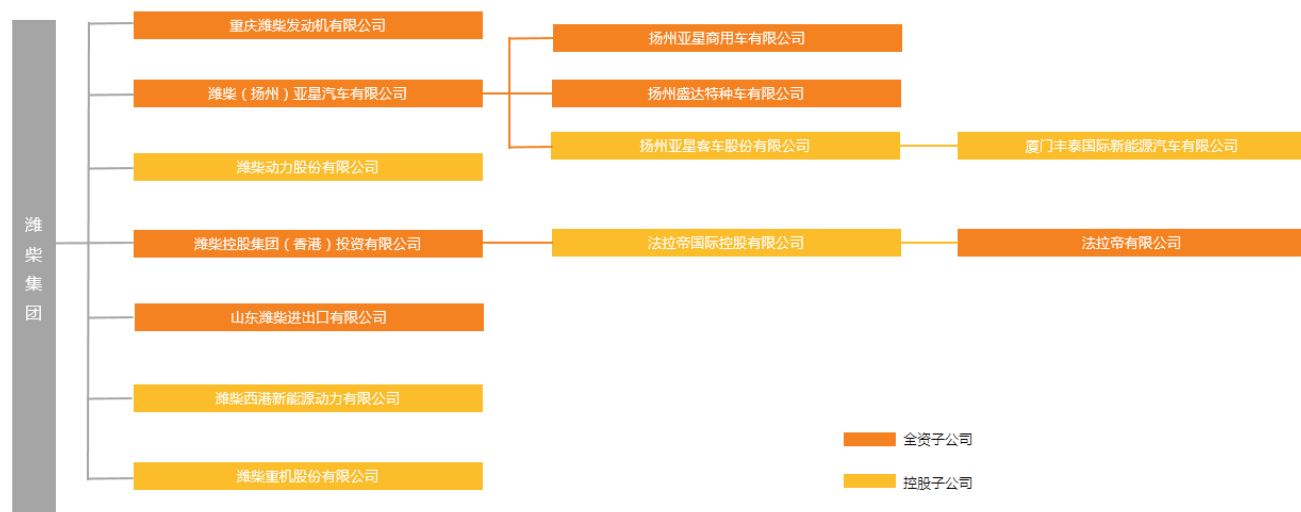
资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

#### 3.2. 潍柴集团与亚星客车关系紧密，可助其发力氢燃料客车

潍柴集团深耕氢燃料电池领域，可助亚星发力氢燃料客车。2011 年底，潍柴集团完成与江苏亚星客车集团的战略重组，亚星客车正式成为潍柴集团旗下公司，潍柴集团通过潍柴

(扬州) 亚星汽车有限公司对亚星客车实施控股。

图 13：潍柴集团与亚星客车股权控制关系



资料来源：潍柴集团官网，天风证券研究所

**潍柴集团子公司潍柴动力在燃料电池领域布局已久。**2016 年 11 月，潍柴动力认购苏州弗尔赛新能源科技集团 33.5% 的股份以充分发挥“弗尔赛燃料电池+潍柴终端”的优势；2017 年 11 月，潍柴动力与博世签署战略合作框架协议，共同研发氢燃料电池及组件；2018 年 5 月，潍柴动力认购英国锡里斯公司 20% 的股份，并联合研发燃料电池；2018 年 8 月，潍柴动力收购全球领先的氢燃料电池质子交换膜研发企业巴拉德公司 19.9% 的股份，成为其第一大股东，并获取其新一代燃料电池技术转让。

**潍柴与亚星关系紧密，未来亚星客车或将在潍柴集团的技术支持下推出量产版氢燃料电池客车。**亚星客车在潍柴改革 20 周年展上推出首款非量产版氢燃料电池客车，该车型号为 YBL6818FCEV，搭载潍柴 80KW 驱动电机，由氢燃料电池发电，整车续航里程大于 300km，车驶最高时速可达 95km/h 以上。

表 2：潍柴动力在氢燃料电池产业布局

时间	相关标的	内容
2016 年 11 月 16 日	苏州弗尔赛能源科技公司 (新三板上市公司)	1、潍柴动力与苏州弗尔赛能源科技公司签署股份认购协议，认购非公开发行股份，认购总额 4995 万人民币，持股比例 33.5%； 2、弗尔赛现有业务将与亚星客车、潍柴汽车产生协同，充分发挥“弗尔赛燃料电池技术优势+潍柴终端平台优势”效应，加快新能源产业链的快速落地。
2017 年 11 月 21 日	博世	1、潍柴与博世签署全面战略合作框架协议； 2、建立国际一流的燃料电池汽车技术创新链和产业链，共同合作开发生产氢燃料电池及相关部件。
2018 年 5 月 16 日	英国锡里斯动力控股有限公司 (全球领先的固态氧化物燃料电池 (SOFC) 供应商)	1、潍柴与 ceres 公司签署协议，以 4000 万英镑认购 ceres 的部分新股，持股比例达 20%； 2、双方将联合于 2020 年前在中国潍坊成立合资公司，推动实现 SOFC 技术在中国市场的商业化。CeresPower 将在中国市场独家授权合资公司使用 SteelCell 技术，产销燃料电池系统、电堆和电池片，应用于客车、卡车和特定发电市场； 3、潍柴动力与 CeresPower 将首期合作联合开发以 CNG 为燃料的 30kW SteelCell 燃料电池，用于电动客车增程系统，预计 2019 年上半年完成验证。
2018 年 8 月 30 日	巴拉德	1、潍柴动力与巴拉德公司签订战略合作协议，潍柴出资 1.63 亿收购巴拉德 19.9% 的股份； 2、成立合资公司生产燃料电池；

3、以 9000 万美元获取巴拉德公司新一代 LCS 燃料电池的技术转让。

资料来源：中国工程机械商贸网，钜大锂电网，电子说网，天风证券研究所

公司燃料电池客车产品已经开始投放。今年 4 月 18 日，工信部官网公示申报第 319 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》新产品，参与此次申报的燃料电池产品总共 6 户企业 8 个型号，其中包括亚星牌 YBL6818HFCEV 与 JS6108GHFCEV 型号燃料电池客车。此次亚星客车、一汽解放青岛汽车分别申报 2 款燃料电池产品，数量最多，未来亚星客车可能将推出更多型号燃料电池客车。

图 14：第 319 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》的两款亚星客车的燃料电池客车

			
企业	扬州亚星客车股份有限公司	企业	扬州亚星客车股份有限公司
商标	亚星牌	商标	亚星牌
产品型号	YBL6818HFCEV	产品型号	JS6108GHFCEV
产品名称	燃料电池客车	产品名称	燃料电池城市客车
燃料电池种类	氢-空型质子交换膜燃料电池/苏州弗尔赛能源科技有限公司	燃料电池种类	氢-空型质子交换膜电池/潍柴动力股份有限公司
发动机厂商/型号	潍柴动力股份有限公司/TZ368XS06002	发动机厂商/型号	潍柴(潍坊)新能源科技有限公司/TZ370XS08001

资料来源：工信部，天风证券研究所

## 4. 盈利预测和估值

盈利预测假设：

- (1) 氢燃料电池行业继续高速发展
- (2) 客车行业保持平稳
- (3) 公司燃料电池加速布局

我们预计公司 19-21 年的营收分别为 25.9 亿、28.1 亿和 33.9 亿，归母净利润分别为 0.22 亿、0.36 亿和 0.47 亿，选取燃料电池产业链相关标的大洋电机、威孚高科、东方电气作为可比公司，给予公司 19 年 1.3 倍 PS，对应目标价为 15.30 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值（Wind 一致预期，截止 2019 年 4 月 25 日）

证券简称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）		PS	
		2019E	2020E	2019E	2020E
大洋电机	148.2	110.4	132.5	1.3	1.1
威孚高科	201.9	90.8	97.1	2.2	2.1
东方电气	354.8	328.5	351.2	1.1	1.0
				1.5	1.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

技术进步不及预期，商业化进展不及预期、产业政策支持不及预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	342.78	456.33	207.42	224.84	270.82	营业收入	2,386.73	2,457.59	2,592.75	2,810.55	3,385.30
应收票据及应收账款	3,674.72	4,131.20	3,758.05	4,793.90	5,657.51	营业成本	1,955.47	1,992.64	2,099.87	2,285.93	2,746.67
预付账款	65.04	50.41	69.30	71.74	89.99	营业税金及附加	2.06	1.84	1.81	2.16	2.50
存货	202.79	204.45	169.72	276.32	222.41	营业费用	163.20	137.39	140.01	157.39	187.21
其他	114.64	98.34	106.85	124.08	117.58	管理费用	111.35	51.92	51.08	64.64	72.03
<b>流动资产合计</b>	<b>4,399.96</b>	<b>4,940.74</b>	<b>4,311.33</b>	<b>5,490.87</b>	<b>6,358.31</b>	研发费用	63.78	75.08	74.41	80.66	97.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	70.47	92.93	103.02	95.36	123.88
固定资产	235.22	222.29	215.01	207.21	199.42	资产减值损失	22.60	102.64	94.31	73.19	90.05
在建工程	3.88	8.77	7.06	6.64	6.98	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	48.65	48.90	46.96	45.02	43.08	投资净收益	0.24	12.78	4.42	5.81	7.67
其他	27.07	9.48	6.78	4.93	4.93	其他	(70.69)	(32.95)	(8.84)	(11.62)	(15.34)
<b>非流动资产合计</b>	<b>314.82</b>	<b>289.45</b>	<b>275.81</b>	<b>263.81</b>	<b>254.41</b>	<b>营业利润</b>	<b>68.26</b>	<b>23.31</b>	<b>32.67</b>	<b>57.03</b>	<b>73.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,714.79</b>	<b>5,230.18</b>	<b>4,587.14</b>	<b>5,754.68</b>	<b>6,612.72</b>	营业外收入	1.31	2.03	2.14	1.83	2.00
短期借款	389.81	453.36	543.74	677.52	1,469.46	营业外支出	0.97	1.79	0.93	1.23	1.32
应付票据及应付账款	1,757.12	1,830.01	1,734.22	2,477.19	2,411.76	<b>利润总额</b>	<b>68.60</b>	<b>23.54</b>	<b>33.88</b>	<b>57.62</b>	<b>74.17</b>
其他	760.36	759.05	697.58	928.76	834.09	所得税	16.32	7.93	8.47	14.41	18.54
<b>流动负债合计</b>	<b>2,907.28</b>	<b>3,042.43</b>	<b>2,975.54</b>	<b>4,083.47</b>	<b>4,715.30</b>	<b>净利润</b>	<b>52.28</b>	<b>15.61</b>	<b>25.41</b>	<b>43.22</b>	<b>55.63</b>
长期借款	1,477.31	1,813.12	1,245.80	1,252.35	1,419.90	少数股东损益	9.46	2.54	3.29	6.82	8.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>42.82</b>	<b>13.07</b>	<b>22.12</b>	<b>36.40</b>	<b>47.29</b>
其他	71.09	99.18	70.36	80.21	83.25	每股收益(元)	0.19	0.06	0.10	0.17	0.21
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,548.40</b>	<b>1,912.30</b>	<b>1,316.16</b>	<b>1,332.56</b>	<b>1,503.15</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,455.68</b>	<b>4,954.73</b>	<b>4,291.70</b>	<b>5,416.03</b>	<b>6,218.45</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	84.44	87.31	90.60	97.42	105.76	<b>成长能力</b>					
股本	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00	营业收入	-29.71%	2.97%	5.50%	8.40%	20.45%
资本公积	342.09	342.09	342.09	342.09	342.09	营业利润	-44.52%	-65.85%	40.15%	74.57%	28.87%
留存收益	(50.36)	(37.28)	(15.17)	21.23	68.52	归属于母公司净利润	-31.28%	-69.47%	69.18%	64.60%	29.90%
其他	(337.07)	(336.67)	(342.09)	(342.09)	(342.09)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>259.10</b>	<b>275.45</b>	<b>295.43</b>	<b>338.65</b>	<b>394.28</b>	毛利率	18.07%	18.92%	19.01%	18.67%	18.86%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,714.79</b>	<b>5,230.18</b>	<b>4,587.14</b>	<b>5,754.68</b>	<b>6,612.72</b>	净利率	1.79%	0.53%	0.85%	1.30%	1.40%
						ROE	24.51%	6.95%	10.80%	15.09%	16.39%
						ROIC	8.50%	3.74%	4.27%	5.21%	6.30%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	94.50%	94.73%	93.56%	94.12%	94.04%
						净负债率	704.77%	766.90%	643.97%	594.46%	742.82%
						流动比率	1.51	1.62	1.45	1.34	1.35
						速动比率	1.44	1.56	1.39	1.28	1.30
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	0.69	0.63	0.66	0.66	0.65
						存货周转率	12.04	12.07	13.86	12.60	13.58
						总资产周转率	0.51	0.49	0.53	0.54	0.55
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.19	0.06	0.10	0.17	0.21
						每股经营现金流	-1.09	-1.62	1.44	-0.08	-3.61
						每股净资产	0.79	0.86	0.93	1.10	1.31
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	70.24	230.06	135.99	82.62	63.60
						市净率	17.22	15.98	14.68	12.47	10.42
						EV/EBITDA	27.35	16.94	33.40	30.72	28.53
						EV/EBIT	32.01	19.11	36.83	33.58	30.61

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com