绑定采埃孚，深度参与欧系车企电动化

研究简报

开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

王珺（联系人）
wangjin3@xsdzq.cn
证书编号：S0280119120005

● 汽车电动化加速浪潮中，欧洲车企最为明显

2020 年全球车企加快电动化步伐，其中，受排放要求和政策鼓励的影响，欧洲车企电动化加快最为明显。随着汽车电动化进程的推进，电机作为汽车电动化中不可缺少的零部件，其需求将不断增长，我们预计到 2023 年，全球驱动电机市场空间在 250 亿元左右。

● 车企电驱动零部件自配率高，具有强研发实力的集成化电驱系统供应商有望胜出

以中国看全球电驱动系统趋势：**1）车企电机电控自配率显著提高。**以 TOP10 电机电控销量数据为基础，我们可以看到，电机方面车企自配率从 2018 年的 38%提高到 2019 年的 56%，电控自配率从 2018 年 25%提高到 2019 年的 43%。**2）拥有强研发实力能力的集成化电驱系统供应商有望胜出。**在电驱动集成化趋势下，对零部件供应商的多领域技术研究能力提出了高要求。目前，日产、采埃孚等超十家外资零部件供应商具有集成化产品，且日产、采埃孚等集成化电驱动已经开始量产配套相关车型。

● 绑定采埃孚，深度参与欧洲车企电动化

采埃孚为全球 TOP5 汽车供应商，2016 年成立电驱动事业部，2018 年该部门营收为 21.95 亿欧元，同比增长 138%。采埃孚电驱动产品矩阵齐全，覆盖汽车不同场景。纯电动方面，2019 年采埃配套奔驰 EQC 集成化驱动系统。混动方面，和菲亚特克莱斯勒和宝马签订了 8 速混合动力驱动系统订单。根据 Stuttgarter-zeitung.de 消息，采埃孚有望拿到奔驰更多车型的电驱动系统订单。公司与采埃孚成立合资电机公司，深度绑定采埃孚，采埃孚电机相关产品需由合资电机公司生产。依托采埃孚强大的客户配套关系和产品研发能力，公司未来业绩增长确定性高。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 9.78/10/12.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.77/0.93 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 14.1、13.8 和 11.4 倍，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：订单落地不及预期、材料成本上升

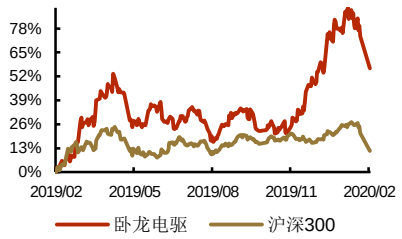
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,086	11,076	12,320	13,896	15,780
增长率(%)	13.1	9.8	11.2	12.8	13.6
净利润(百万元)	665	637	978	1,000	1,209
增长率(%)	162.5	-4.3	53.5	2.3	20.9
毛利率(%)	21.5	26.1	27.1	27.1	27.0
净利率(%)	6.6	5.7	7.9	7.2	7.7
ROE(%)	11.1	10.6	14.7	13.0	13.6
EPS(摊薄/元)	0.51	0.49	0.75	0.77	0.93
P/E(倍)	20.8	21.7	14.1	13.8	11.4
P/B(倍)	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6

强烈推荐（调高评级）

市场数据	时间 2020.02.03
收盘价(元):	10.62
一年最低/最高(元):	6.69/13.28
总股本(亿股):	13.01
总市值(亿元):	138.19
流通股本(亿股):	12.99
流通市值(亿元):	137.92
近 3 月换手率:	122.99%

股价一年走势



收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.36	35.88	54.41
绝对	-12.38	29.2	67.98

相关报告

《与采埃孚签订定点函，新能源汽车电机龙头进军海外主流供应链》2019-06-10

《一季度业绩略超预期，盈利能力进一步提升》2019-04-29

《扣非后增长 222%，电机龙头盈利能力提升》2019-04-25

《业绩符合预期，专注电机核心战略逐步取得成果》2018-10-29

《回归电机主业，砥砺前行，迈向国际化电机巨头》2018-10-16

目　录

1、 汽车电动化趋势加速促进电机需求上升 4
1.1、 欧洲车企汽车电动化加速 4
1.2、 2023 年全球驱动电机市场空间近 250 亿元 5
2、 海外 TOP 供应商切入，开启集成化产品配套 5
2.1、 目前国内电机电控以车企自配为主，外资 TOP 供应商正在切入 5
2.1.1、 从销量占比上看，外资零部件企业电控占比稳定 5
2.1.2、 从车型配套上看，2019 年外资零部件企业配套车型占比增长 7 pcts 7
2.2、 集成化电驱动系统技术要求高，外资零部件企业更加受益 9
2.2.1、 集成化电驱动系统是未来发展趋势 9
2.2.2、 集成化电驱动系统技术要求高，外资零部件企业开启配套 10
3、 与采埃孚合资电机公司，未来出货有保障 12
3.1、 采埃孚是全球顶级供应商，电驱动产品齐全 12
3.2、 深度绑定采埃孚，未来确定性高 13
4、 估值与投资建议 14
5、 风险提示 14
附：财务预测摘要 15

图表目录

图 1: 二氧化碳排放标准，g /km 4
图 2: 2023 年新能源汽车销量过 700 万辆 5
图 3: 2023 年全球新能源汽车电机市场空间 250 亿元 5
图 4: 2018 年电控配套企业中自主零部件占比稍高 6
图 5: 2018 年电机配套企业中自主零部件占比超一半 6
图 6: 相比 2018 年，2019 年车企相关类别占比提升较多 7
图 7: 相比 2018 年，2019 年车企相关类别占比提升较多 7
图 8: TOP10 电控企业中，车企自配比例显著提高 7
图 9: TOP10 电机企业中，车企自配比例显著提升 7
图 10: 集成化设计减少线束、接插件的使用 10
图 11: 集成化设计释放机舱空间 10
图 12: 市场上逐步出现电驱动集成化产品 10
图 13: 零部件到系统需要多维度的开发和验证能力 11
图 14: 集成化电驱动系统主要外资零部件供应商 11
图 15: 比亚迪、长城零部件业务向供应商转型 12
图 16: 采埃孚为全球 TOP5 汽车供应商 12
图 17: 2017 年采埃孚营收组成，百万欧元 13
图 18: 2018 年采埃孚营收组成，百万欧元 13
图 19: 采埃孚电驱动产品齐全 13
图 20: 采埃孚配套多家主流欧系车企 14

表 1: 全球主流车企电动化规划 4
表 2: 2018 年 TOP10 电机电控企业装机量情况 6
表 3: 2019 年 TOP10 电机电控企业装机量情况 6
表 4: 外资电机供应商正在切入电驱动零部件 7

表 5: 2019 年外资电机供应商配套关系 8
表 6: 车企电驱动供应链已经初步建立（加粗的为外资零部件及其合资公司） 9
表 7: 集成化设计有利于成本节约 10

1、 汽车电动化趋势加速促进电机需求上升

1.1、 欧洲车企汽车电动化加速

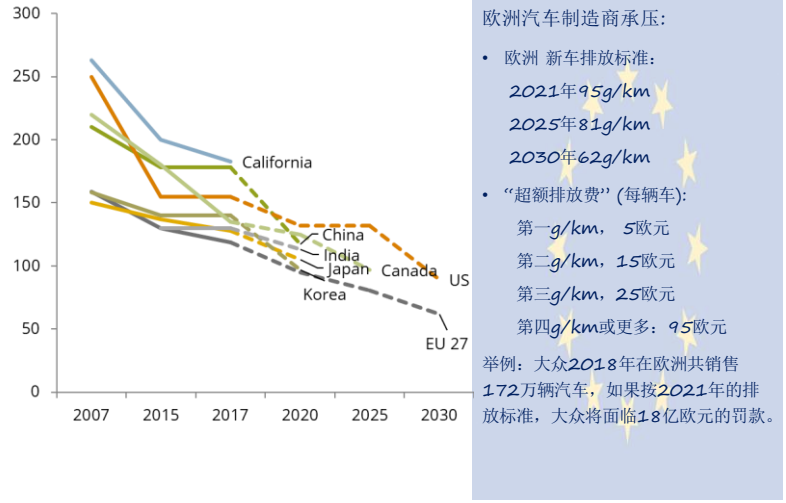
全球主流车企加速电动化,欧洲车企最为明显。政策端，欧洲、美国和日本对汽车碳排放都提出的明确目标,其中，欧盟标准最为严格，按照规划，2021 年达标值为 95g/km，2025 年为 81g/km，2030 年为 62g/km，超标还有相应的处罚。并且，为了刺激电动车发展,德国将 2020 年底结束的新能源汽车补贴计划延长至 2025 年底,并且补贴上限较原方案增加 25%以上。供给端，全球主流车企发布汽车电动化规划，至 2025 年发布多款车型。

表1： 全球主流车企电动化规划

	车企	未来车型规划
欧系	大众	2025 年前推出 50 款电动车和 30 款插电车型，25%电动化率
	奔驰	2022 年前推出 10 款电动车 2030 年实现 50%以上电动化率
	宝马	2023 年前 25 款电动车型，一半为纯电动
	FCA	2021 年，Jeep 品牌车型均配电气化版本 2022 年前提供 10 款插电式混合动力车型和 4 款纯电动车型
	PSA	2021 年前推出 13 款电动车型，50%车型实现电动化 2025 年前全车系电动化
	雷诺日产	2022 年前推 28 款电动车
日系	丰田	2025 年，每款车型配电动版 2030 年前推出 10 款以上的纯电动车型
	本田	2022 年在欧洲全面实现电动化
美系	通用	2023 年前推出至少 20 款电动车
	福特	2022 年推出 40 款电动和混动车型

资料来源：汽车之家、新浪汽车、盖世汽车、新时代证券研究所

图1： 二氧化碳排放标准，g /km

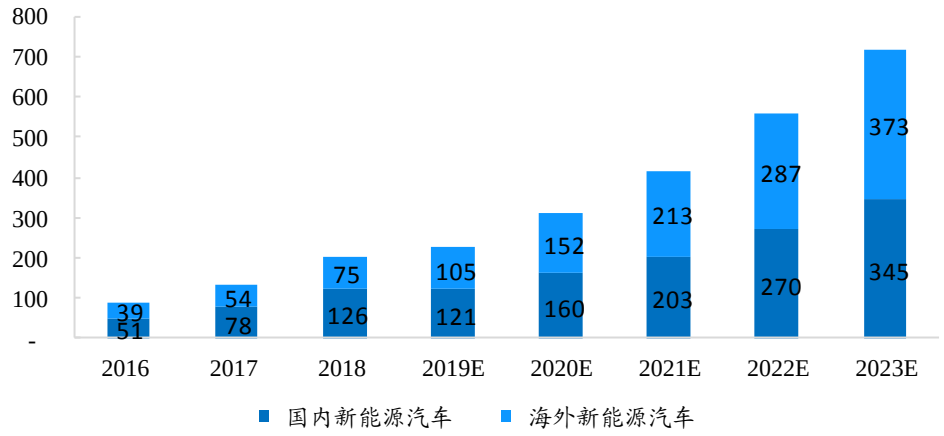


资料来源：Rosskill、新时代证券研究所预测

1.2、 2023 年全球驱动电机市场空间近 250 亿元

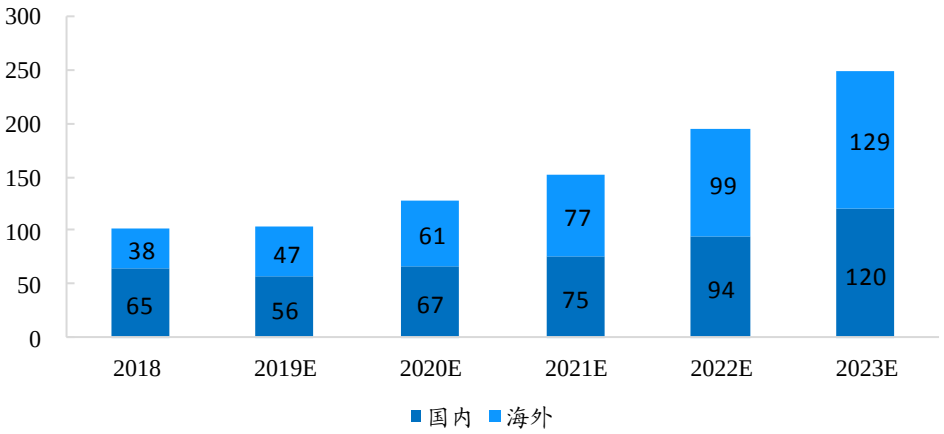
我们预计到 2023 年，全球新能源汽车销量超 700 万辆。随着新能源汽车销量的增长，电机需求也随着增加。我们预计到 2023 年电机市场空间将近 250 亿元。

图2： 2023 年新能源汽车销量过 700 万辆



资料来源：EV Sales、中汽协、节能与新能源网、乘联会、新时代证券研究所预测

图3： 2023 年全球新能源汽车电机市场空间 250 亿元



资料来源：EV Sales、中汽协、节能与新能源网、乘联会、新时代证券研究所预测

2、 海外 TOP 供应商切入，开启集成化产品配套

2.1、 目前国内电机电控以车企自配为主，外资 TOP 供应商正在切入

2.1.1、 从销量占比上看，外资零部件企业电控占比稳定

2018 年 TOP10 电机电控企业以外部供应商为主，电控/电机企业中外部供应商占比分别为 75%/62%。按照控股和内外资关系分类，市场参与者可划分为 3 类，即车企相关公司、自主零部件公司和外资零部件公司。2018 年 TOP10 电控企业中，车企相关/自主零部件/外资零部件公司装机量分别为 22.8/37.4/29.5 万套，占比分别为 25%/42%/33%，零部件公司占比 75%。2018 年 TOP10 电机企业中，车企相关/自主零部件/外资零部件公司装机量分别为 26.9/37.4/6.9 万套，占比分别为

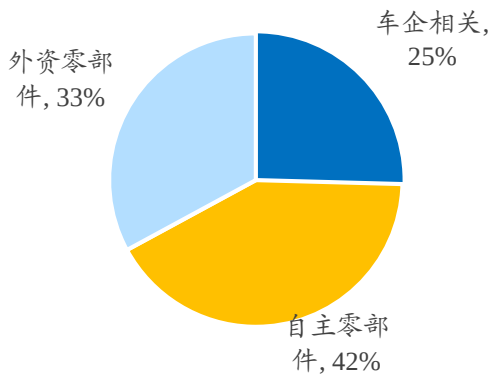
38%/53%/10%，零部件公司占比 62%。

表2： 2018 年 TOP10 电机电控企业装机量情况

电控企业	电控装机量，万套	TOP10 中占比	电机企业	电机装机量，万套	TOP10 中占比
比亚迪	22.83	25%	比亚迪	22.49	25%
联合电子	16.84	19%	精进电动	7.91	9%
电装	12.7	14%	联合电子	6.91	8%
大郡控制	10.23	11%	大地和	6.63	7%
麦格米特	6.44	7%	大洋电机	6.3	7%
大地和	6.05	7%	大郡控制	5.05	6%
汇川技术	4.39	5%	华域汽车	4.41	5%
上海电驱动	4.2	5%	合普动力	4.39	5%
巨一动力	3.14	3%	上海电驱动	3.77	4%
英搏尔	2.95	3%	方正电机	3.35	4%
合计	89.77	100%	合计	71.21	100%

资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

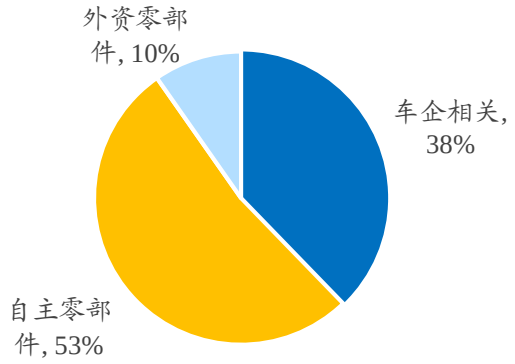
图4： 2018 年电控配套企业中自主零部件占比稍高



资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

注：按照控股主体划分，车企相关包括比亚迪；外资零部件包括联合电子、电装；其余为自主零部件

图5： 2018 年电机配套企业中自主零部件占比超一半



资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

注：按照控股主体划分，车企相关包括比亚迪、华域汽车；外资零部件包括联合电子；其余为自主零部件

2019 年 TOP10 电机电控企业中车企自配占比提升 18 pcts，外资零部件企业电控占比稳定在 33%。2019 年 TOP10 电控企业中，车企相关/自主零部件/外资零部件公司装机量分别为 33.2/19.2/25.1 万套，占比分别为 43%/25%/32%。2019 年 TOP10 电机企业中，车企相关/自主零部件/外资零部件公司装机量分别为 36.6/29/8 万套，占比分别为 50%/39%/11%。相比 2018 年，2019 年 TOP10 电机电控企业中，车企自配占比提升明显，增加了 18 pcts，外资零部件企业电控占比稳定，维持在 33%左右。

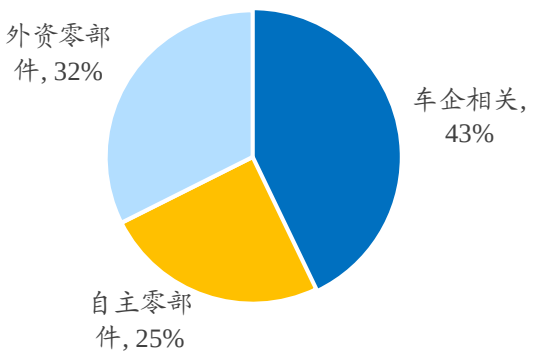
表3： 2019 年 TOP10 电机电控企业装机量情况

电控企业	电控装机量，万套	TOP10 中占比	电机企业	电机装机量，万套	TOP10 中占比
弗迪动力	21.81	28%	弗迪动力	21.81	30%
联合电子	10.14	24%	大洋电机	18.58	14%
麦格米特	8.36	13%	精进电动	10.10	11%
奇瑞新能源	6.29	6%	方正电机	4.57	9%
上海电驱动	6.20	6%	华域电动	4.55	8%
英搏尔	4.55	6%	奇瑞新能源	4.49	6%

电控企业	电控装机量，万套	TOP10 中占比	电机企业	电机装机量，万套	TOP10 中占比
蔚然动力	4.33	5%	大众变速器	4.04	6%
日本电产	4.25	5%	上海电驱动	3.73	6%
长安新能源	4.04	4%	蔚然动力	2.80	5%
博世	3.73	4%	日本电产	2.80	5%
合计	73.71	100%	合计	77.47	100%

资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

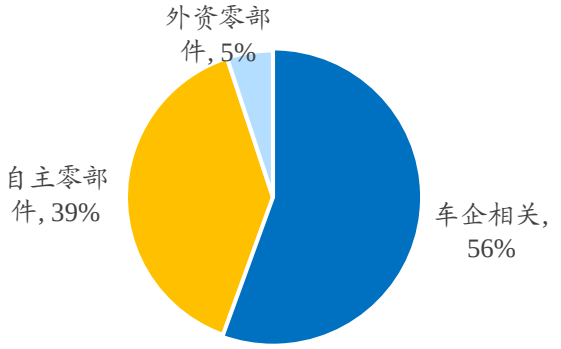
图6： 相比 2018 年，2019 年车企相关类别占比提升较多



资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

注：按照控股主体划分，车企相关包括弗迪动力（比亚迪）、奇瑞新能源、蔚然动力和长安新能源；外资零部件包括联合电子、日本电产和博世；其余为自主零部件

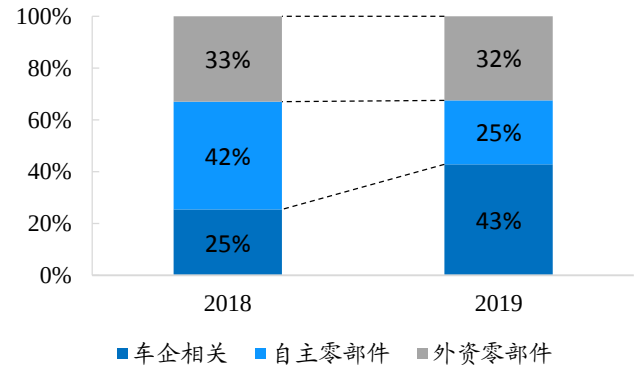
图7： 相比 2018 年，2019 年车企相关类别占比提升较多



资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

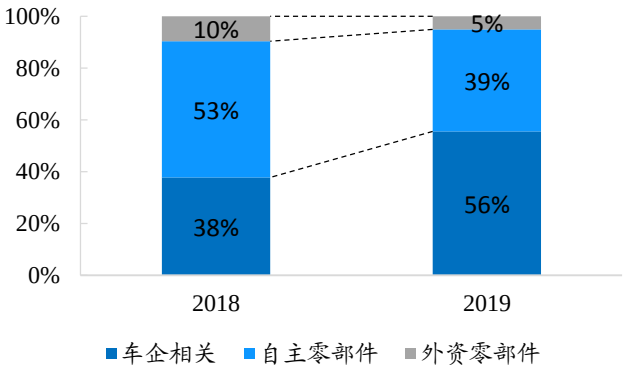
注：按照控股主体划分，车企相关包括弗迪动力（比亚迪）、华域电动和大众变速器；外资零部件包括日本电产；其余为自主零部件

图8： TOP10 电控企业中，车企自配比例显著提高



资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

图9： TOP10 电机企业中，车企自配比例显著提升



资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

2.1.2、 从车型配套上看，2019 年外资零部件企业配套车型占比增长 7 pcts

2019 年外资零部件供应商配套车型有所增长。2019 年新车公示中，外资零部件配套 59 个产品型号，较 2018 年 27 个配套产品型号增加明显，占比份额提升 7 pcts。自主零部件配套占比下降 7 pcts。车企相关企业配套产品型号数量和份额几乎不变，依然保持较大份额。

表4： 外资电机供应商正在切入电驱动零部件

	自主	合资	外资	合计
配套产品型号数量，个				

		自主	合资	外资	合计
2018 年	车企相关	177	31		208
	外资零部件	23	4		27
	自主零部件	243	32		275
	合计	443	67	0	510
2019 年	车企相关	180	23	1	204
	外资零部件	45	14		59
	自主零部件	208	26		234
	合计	433	63	1	497
配套产品型号占比					
2018 年	车企相关	35%	6%	0%	41%
	外资零部件	5%	1%	0%	5%
	自主零部件	48%	6%	0%	54%
	合计	87%	13%	0%	100%
2019 年	车企相关	36%	5%	0%	41%
	外资零部件	9%	3%	0%	12%
	自主零部件	42%	5%	0%	47%
	合计	87%	13%	0%	100%

资料来源：工信部、新时代证券研究所

日产、爱信、采埃孚等世界级供应商主要配套传统整车大厂。从 2019 年新车公示中，可以看出受益于威马的配套，博格华纳产品型号配套数量最多，为 26 个；大陆配套下游车企数量多，主要以东风系为主；日本电产与广汽成立合资公司，供货广汽，此外，电产还进入了吉利供应链，配套 2020 年新车型几何 C；爱信配套丰田合资车企；采埃孚主打配套北京奔驰，定位相对高端；联合电子则主要配套造车新势力，如天际和国金，2020 年配套大众 MEB 平台。

表5： 2019 年外资电机供应商配套关系

新车公示批次	供应商	车企	品牌	动力形式	配套产品型号数量
316	博格华纳	长城	欧拉	BEV	1
	日本电产	广汽	传祺	BEV	3
318	采埃孚	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰	BEV	2
	大陆	东风雷诺	风诺	BEV	4
	法雷奥西门子	东风	启辰	BEV	1
	日本电产	广汽	传祺	BEV	1
	博格华纳	江铃	福特	BEV	1
	博格华纳	威马	威尔马斯特	BEV	6
319	博格华纳	威马	威尔马斯特	BEV	1
320	采埃孚	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰	BEV	2
	大陆	北京现代	现代	BEV	1
	博格华纳	长城	欧拉	BEV	1
	博格华纳	江铃	爱驰	BEV	1
	博格华纳	威马	威尔马斯特	BEV	4
321	日本电产	广汽	传祺	BEV	4
	联合电子	山东国金	国金	BEV	1
322	大陆	北京现代	现代	BEV	1

新车公示批次	供应商	车企	品牌	动力形式	配套产品型号数量
	日本电产	广汽	广汽	BEV	1
	联合电子	山东国金	国金	BEV	1
323	法雷奥西门子	东风	启辰	BEV	1
	日本电产	广汽	传祺	BEV	2
	博格华纳	威马	威尔马斯特	BEV	3
324	联合电子	山东国金	国金	BEV	1
325	大陆	东风	风神	BEV	1
	联合电子	山东国金	国金	BEV	1
	博格华纳	威马	威尔马斯特	BEV	2
326	联合电子	福建天际	天际	BEV	1
	爱信	广汽丰田	丰田	BEV	1
	大陆	神龙	东风标致	BEV	1
	博格华纳	威马	威尔马斯特	BEV	5
327	大陆	东风悦达起亚	起亚	BEV	1
	爱信	一汽丰田	丰田	BEV	1
	博格华纳	威马	威尔马斯特	BEV	1
合计					59

资料来源：工信部、新时代证券研究所

表6： 车企电驱动供应链已经初步建立（加粗的为外资零部件及其合资公司）

OEM 分类	车企	电驱动供应商
外资/合资	特斯拉	自制
	大众系	**联电、华域麦格纳**、大众变速器（自制）
	通用系	**华域麦格纳**等
	丰田系	**爱信**
	奔驰系	**采埃孚**、自制
	宝马系	自制
自主	比亚迪	自制
	上汽	上汽变（自制）、华域、精进电动
	广汽	**日本电产**
	长城	蜂巢（自制）、比亚迪、**博格华纳**等
	吉利	自制、日本电产、精进电动、方正电机等
	北汽新能源	自制
	蔚来	蔚然动力（自制）

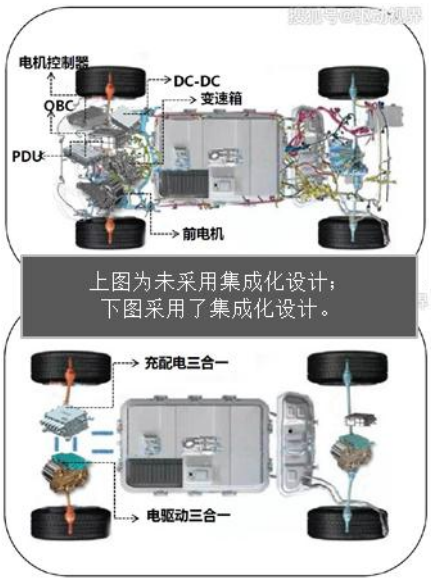
资料来源：工信部、新时代证券研究所

2.2、 集成化电驱动系统技术要求高，外资零部件企业更加受益

2.2.1、 集成化电驱动系统是未来发展趋势

集成化电驱动系统具有降本增效的好处。电驱动系统集成设计可以使驱动系统体积减小、重量降低，车辆各系统的布局更加灵活，降低铜线等整车线束的使用，增加乘客空间和储物空间。同时，车重的降低会使车辆能耗更低、续航里程更长。

图10： 集成化设计减少线束、接插件的使用



资料来源：爱卡汽车、新时代证券研究所

图11： 集成化设计释放机舱空间

资料来源：汽车之家、新时代证券研究所

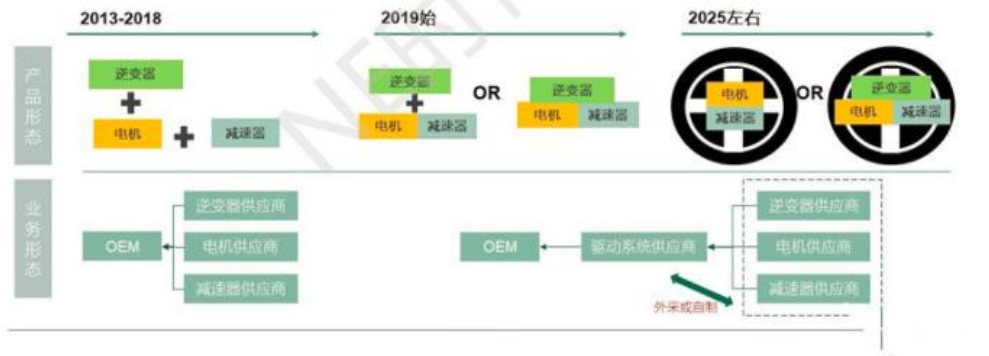
表7： 集成化设计有利于成本节约

	节省部件	成本节约
分体式简单集成	连接线和接插件	12%
电机/减速器前端盖一体化	电机前端盖	2.7%
电机/减速器后端盖一体化	电机后端盖	0.8%
电机/减速器壳体一体化	电机壳体连接	0.8%
电机/减速器/电控壳体一体化	电机/电控连接	0.5%

资料来源：驱动视界、新时代证券研究所

随着电驱动系统集成度不断提升，将会出现集成化产品取代原有的电机、逆变器、减速器等零部件供应商。目前，市场已经出现电机、减速器二合一产品和电机、逆变器、减速器三合一产品。

图12： 市场上逐步出现电驱动集成化产品

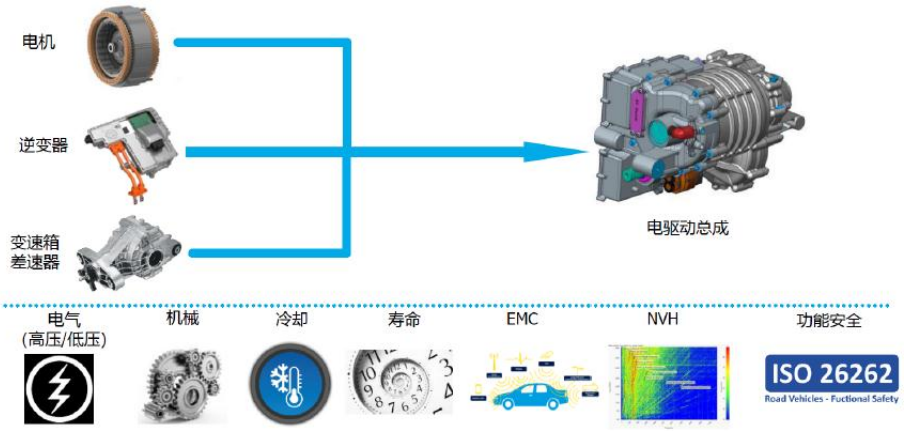


资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

2.2.2、 集成化电驱动系统技术要求高，外资零部件企业开启配套

集成化电驱动系统对企业的研发能力有高要求。电驱动系统集成化带来了诸多的挑战，如：1）高转速带来的 NVH 挑战；2）高度集成化引起的冷却问题；3）EMC 复杂性提高；4）跨零部件开发协同难度增加。这些都对电驱动系统集成商的技术积累和创新能力提出了较高的要求。

图13： 零部件到系统需要多维度的开发和验证能力



资料来源：驱动视界、新时代证券研究所

多家外资零部件企业有集成化电驱动产品，正在开启配套。目前已知三合一量产能力的外资企业已经超过十家。凭借在传统燃油车时代和整车厂的合作关系和对汽车驱动技术的经验积累，外资零部件供应商的集成化电驱动系统开启配套，如广汽 Aion S/LX 搭载了电产的电机、电控和减速器三合一电驱动系统，博格华纳的电机、减速箱二合一电驱动模块配套威马 EX5 和长城欧拉，采埃孚三合一电驱动配套奔驰 EQC。

图14： 集成化电驱动系统主要外资零部件供应商

资料来源：新时代证券研究所

比亚迪、长城拆分电驱动业务，向电驱动供应商转型。国内自主供应商精进电动、汇川等也推出了集成化产品，还处于寻求定点阶段。近年来，一些整车企业自建三电开发和生产体系，并倾向于拆分相关业务而成为独立供应商。1）比亚迪 2019 年实现了对东风柳州、长城、野马和中恒天智骏的乘用车配套，并在 2019 年 12 月底成立了弗迪动力有限公司，经营范围包括新能源电机电控、发动机和变速箱等，标志着比亚迪电驱动业务独立运营更进一步。2）长城零部件体系对外开放，电驱动系统是其中一个方向。2018 年 6 月蜂巢易创独立运营，2019 年实现了对江苏吉麦斯的供货。

图15： 比亚迪、长城零部件业务向供应商转型

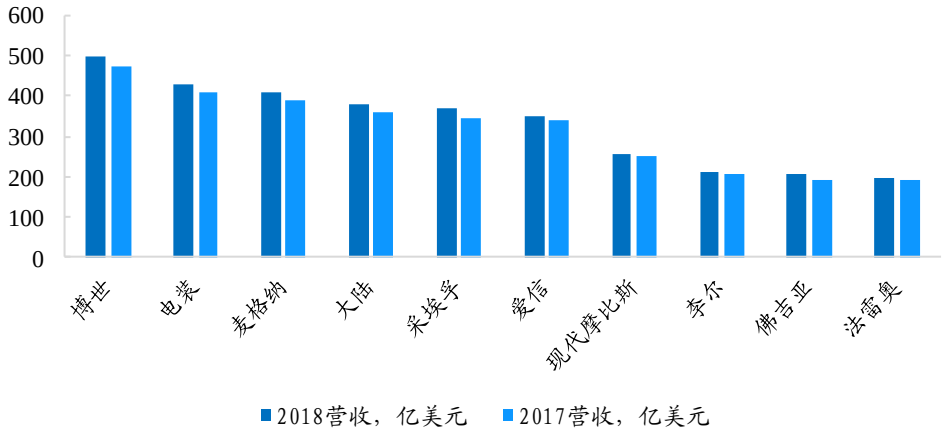
资料来源：NE 时代、新时代证券研究所

3、 与采埃孚合资电机公司，未来出货有保障

3.1、 采埃孚是全球顶级供应商，电驱动产品齐全

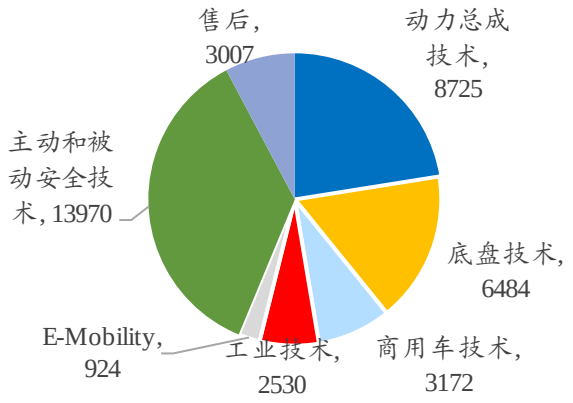
采埃孚为全球 TOP5 汽车供应商，积极拥抱电动化。根据《美国汽车新闻》发布的数据，采埃孚多年为全球汽车零部件供应商的前五。采埃孚主要业务有主动/被动安全技术、动力总成技术、底盘技术、商用车技术和电驱动。其中，电驱动业务部门成立于 2016 年 1 月，主要包括电子系统、电驱动系统等。近几年电驱动发展迅速，2018 年该部门营收为 21.95 亿欧元，同比增长 138%。

图16： 采埃孚为全球 TOP5 汽车供应商



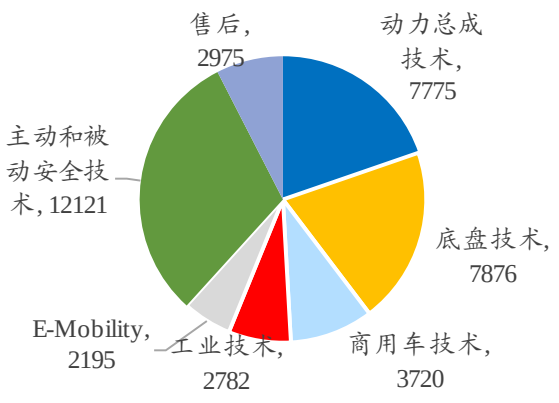
资料来源：美国汽车新闻、新时代证券研究所

图17： 2017 年采埃孚营收组成，百万欧元



资料来源：采埃孚年报、新时代证券研究所

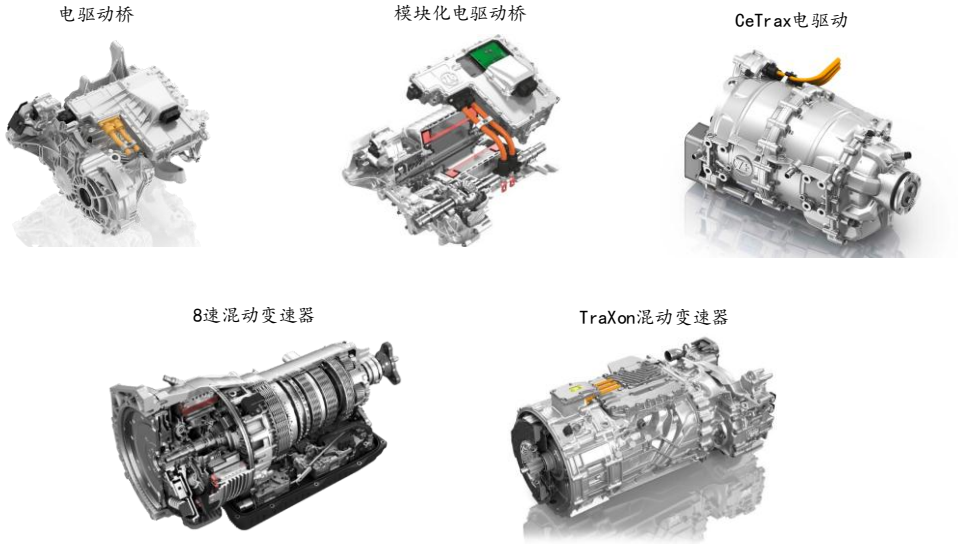
图18： 2018 年采埃孚营收组成，百万欧元



资料来源：采埃孚年报、新时代证券研究所

采埃孚电驱动产品矩阵齐全，覆盖汽车不同场景。采埃孚的电驱动业务集中在乘用车领域和商用车领域。乘用车领域，做变速器起家的采埃孚在纯电驱动和混动领域的研发成果颇丰，已为客户量身打造并批产电机+电控+减速器“三合一”纯电力驱动模块和自动变速器的混合动力模块。商用车领域，采埃孚已经开发出 TraXon 重卡混合动力变速器和定位城市巴士和中卡的纯电驱动系统。此外，在“电动机的喷油嘴”电力电子半导体方面，公司还和半导体领先企业科锐达成战略合作，推进采用 SiC 基逆变器的电驱动总成开发，预计 2022 年之前正式上市，可使汽车续航里程增加 5-10%。

图19： 采埃孚电驱动产品齐全

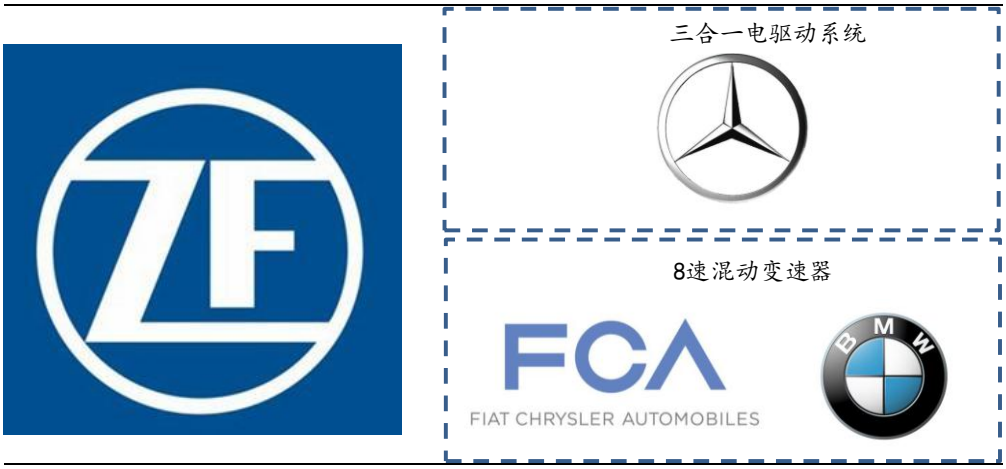


资料来源：采埃孚官网、新时代证券研究所

3.2、 深度绑定采埃孚，未来确定性高

采埃孚配套多家欧系车企。纯电动方面，2019 年采埃孚实现了对奔驰 EQC 的配套，向奔驰提供包括电机、一档变速器、差速器、功率电子模块、控制软件的集成化驱动系统。混动方面，2019 年和菲亚特克莱斯勒和宝马签订了 8 速混合动力驱动系统订单。根据 Stuttgarter-zeitung.de 消息，采埃孚有望拿到奔驰更多车型的电驱动系统订单。

图20： 采埃孚配套多家主流欧系车企



资料来源：新时代证券研究所

公司和采埃孚成立合资电机公司，其中公司占总股本的 74%，采埃孚占 26%。合资公司具有排他性，即采埃孚的电机订单需在合资公司生产。受益于采埃孚和各大企业良好的合作关系、领先的电驱动产业布局，合资公司未来业绩确定性高。

4、 估值与投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 9.78/10/12.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.77/0.93 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 14.1、13.8 和 11.4 倍，给予“强烈推荐”评级。

5、 风险提示

订单落地不及预期、材料成本上升

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**9321**	**9608**	**10358**	**11775**	**13110**
现金	2081	1558	1602	1806	2051
应收票据及应收账款合计	3581	4291	4267	5207	5359
其他应收款	1123	897	1350	1184	1693
预付账款	251	195	301	258	377
存货	2180	2460	2631	3111	3422
其他流动资产	105	208	208	208	208
非流动资产	**7454**	**8847**	**9191**	**9296**	**9385**
长期投资	206	248	328	413	503
固定资产	2828	3685	3958	3975	3950
无形资产	1122	1352	1420	1480	1531
其他非流动资产	3299	3562	3485	3429	3400
资产总计	**16775**	**18455**	**19549**	**21070**	**22495**
流动负债	**7413**	**9107**	**9645**	**10620**	**11301**
短期借款	3219	3680	4388	4271	4672
应付票据及应付账款合计	2767	3430	3590	4498	4705
其他流动负债	1427	1997	1667	1850	1925
非流动负债	**3316**	**2879**	**2542**	**2122**	**1694**
长期借款	2541	2040	1704	1284	856
其他非流动负债	775	839	839	839	839
负债合计	**10729**	**11986**	**12187**	**12742**	**12996**
少数股东权益	387	425	526	606	688
股本	1289	1293	1301	1301	1301
资本公积	1867	1862	1862	1862	1862
留存收益	2885	3392	4237	5084	6073
归属母公司股东权益	5660	6043	6835	7722	8812
负债和股东权益	**16775**	**18455**	**19549**	**21070**	**22495**

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**317**	**975**	**849**	**1579**	**1108**
净利润	671	688	1079	1081	1291
折旧摊销	393	411	404	451	474
财务费用	265	216	247	247	233
投资损失	-657	-56	-59	-64	-69
营运资金变动	-434	-388	-517	-122	-810
其他经营现金流	78	103	-304	-14	-10
投资活动现金流	**-693**	**-1450**	**-385**	**-479**	**-484**
资本支出	789	808	264	20	-1
长期投资	14	-29	-80	0	-90
其他投资现金流	109	-671	-201	-459	-575
筹资活动现金流	**318**	**-7**	**-1129**	**-779**	**-780**
短期借款	144	461	0	0	0
长期借款	107	-501	-336	-420	-428
普通股增加	0	4	8	0	0
资本公积增加	-7	-6	0	0	0
其他筹资现金流	74	34	-800	-359	-352
现金净增加额	**-101**	**-518**	**-664**	**321**	**-156**

利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**10086**	**11076**	**12320**	**13896**	**15780**
营业成本	7921	8182	8978	10127	11522
营业税金及附加	75	69	74	83	95
营业费用	764	745	813	903	978
管理费用	937	913	1032	1042	1168
研发费用	0	256	271	306	347
财务费用	265	216	247	247	233
资产减值损失	48	63	65	69	76
公允价值变动收益	2	49	300	9	5
其他收益	38	53	50	60	60
投资净收益	657	56	59	64	69
营业利润	**773**	**795**	**1254**	**1256**	**1500**
营业外收入	267	23	30	30	30
营业外支出	154	30	30	30	30
利润总额	**886**	**788**	**1254**	**1257**	**1501**
所得税	214	100	176	176	210
净利润	**671**	**688**	**1079**	**1081**	**1291**
少数股东损益	6	51	101	80	81
归属母公司净利润	**665**	**637**	**978**	**1000**	**1209**
EBITDA	1579	1511	1917	1969	2223
EPS（元）	0.51	0.49	0.75	0.77	0.93

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	9.8	11.2	12.8	13.6
营业利润(%)	141.6	2.8	57.8	0.2	19.4
归属于母公司净利润(%)	162.5	-4.3	53.5	2.3	20.9
获利能力					
毛利率(%)	21.5	26.1	27.1	27.1	27.0
净利率(%)	6.6	5.7	7.9	7.2	7.7
ROE(%)	11.1	10.6	14.7	13.0	13.6
ROIC(%)	10.3	9.5	12.1	12.1	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.0	64.9	62.3	60.5	57.8
净负债比率(%)	78.3	87.0	76.1	58.3	48.3
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.7	2.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.0	2.6	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.49	0.75	0.77	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.94	0.65	1.21	0.85
每股净资产(最新摊薄)	4.35	4.64	5.25	5.93	6.77
估值比率					
P/E	20.8	21.7	14.1	13.8	11.4
P/B	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.0	13.2	10.4	9.8	8.6

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	**吕莜琪　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/