



# 渤海汽车（600960）：国六升级显身手，铝业集群展雄风

渤海汽车是内燃机活塞的国产龙头。2020年下半年开始的下一轮国六排放标准升级，将使公司的活塞产品量价齐升。在过去国四国五升级的过程中，活塞的毛利率均录得显著提升，因此我们推测国六升级将使公司同样获益。

◆ **柴油车方面：**现有铝活塞不能满足国六的高爆发压力要求，必须采用价格更高的钢活塞。钢活塞门槛很高，国六升级后公司的竞争对手很少。公司的活塞已配套多数商用车厂商，在中重卡领域的优势较大。我们推测公司的单车配套价值将大幅上升，同时有望收获更高的市场份额。

◆ **汽油车方面：**国六铝活塞的配套价值也将相对国五产品有所提升。

**全面发力铝合金轻量化。**公司目前拥有海内外多种铝零部件生产企业。

◆ **整合德国名企，进军新能源：**公司收购的TAH公司是欧洲领先的压铸铝零部件厂商，近期获得了奥迪、保时捷等多家车企的电池壳体订单。

◆ **发挥区位优势，打造铝业集团军：**公司所在的山东滨州是中国最大的铝产业基地，上下游配套齐全。公司旗下滨州轻量化公司的业务与TAH相近，协同研发、生产后，产能利用率和盈利能力有很大的提升空间。此外子公司泰安启程深耕海外高端轮毂后市场多年，已经在美国站稳脚跟。

**横向一体化：**公司最大股东为北汽旗下的零部件平台——海纳川公司。海纳川旗下业务涵盖了多数汽车零部件，公司产品有较多的横向一体化配合机会。

**盈利预测与评级：**我们预计公司2019-2022年的营业总收入分别为47.4/51.5/51.4/56.8亿元，归母净利润分别为-0.36/0.32/2.41/3.38亿元，对应EPS分别为-0.04/0.03/0.25/0.36元，对应PE分别为-84/96/12.6/9.0x，对应PB分别为0.6/0.57/0.53/0.49x。公司盈利能力有较强的改善潜力，给予公司2020年1xPB，目标价5.55元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**国内外汽车需求不及预期；国六升级进度不及预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,878	4,740	5,151	5,139	5,682
增长率（%）	55.21%	22.23%	8.67%	-0.23%	10.56%
归母净利润（百万元）	139	-36	32	241	338
增长率（%）	-42%	-126%	-	665%	40%
净资产收益率（%）	2.88%	-0.71%	0.60%	4.24%	5.49%
每股收益(元)	0.15	-0.04	0.03	0.25	0.36
PE	21.76	-84.45	96.23	12.58	8.96
PB	0.63	0.60	0.57	0.53	0.49

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020年03月16日

强烈推荐/首次

渤海汽车

公司报告

## 公司简介：

公司主要从事活塞及组件、专用数控机床、轻量化汽车零部件、汽车轮毂、汽车空调、减震器、排气系统、油箱、启停电池等多个产品的设计、开发、制造及销售

## 未来3-6个月重大事项提示：

2020-04-30 预计披露 2019年年报

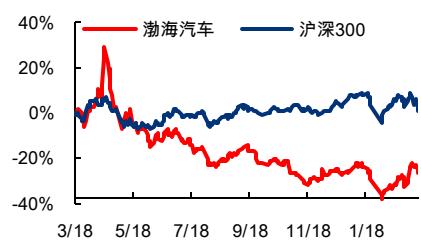
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间（元）	5.58-2.69
总市值（亿元）	30.32
流通市值（亿元）	22.76
总股本/流通A股（万股）	95,052/71,361
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.47

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

## 研究助理：刘一鸣

021-25102862

liu\_ym@dxzq.net.cn

## 研究助理：张觉尹

021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 商用车活塞龙头, 国六升级推动产品价值显著提升 .....	4
2. 打造铝业集团军, 全面发力轻量化 .....	7
2.1 收购德国老牌轻量化企业 Trimet, 进军电池壳体 .....	7
2.2 发挥铝业集群优势, 轻量化协同增强 .....	8
2.3 轮毂子公司立足高端后市场 .....	9
3. 北汽旗下重要的汽车零部件平台, 横向一体化前景广阔 .....	10
4. 盈利预测及估值 .....	11
5. 风险提示 .....	13
相关报告汇总 .....	15

## 插图目录

图 1: 渤海汽车历年总营收及活塞营收 .....	4
图 2: 渤海汽车典型活塞产品 .....	4
图 3: 海外重型柴油机的爆发压力要求演变 .....	5
图 4: 柴油机国四到国六的爆发压力要求 .....	5
图 5: 渤海汽车近年活塞销量及单价 .....	5
图 6: 渤海汽车近年活塞国内市占率 .....	5
图 7: 渤海汽车活塞业务毛利率随排放升级的变化 .....	6
图 8: 潍柴动力近年重型柴油机排量结构 .....	6
图 9: 国内柴油机排放升级时间表 .....	6
图 10: 奥迪 e-tron .....	8
图 11: 泰安启程轮毂销量及单价 .....	9
图 12: 泰安启程轮毂前后装销售结构及毛利率 .....	9
图 13: 海纳川公司主要客户 .....	10
图 14: 渤海汽车各业务板块营收及预测 .....	12

## 表格目录

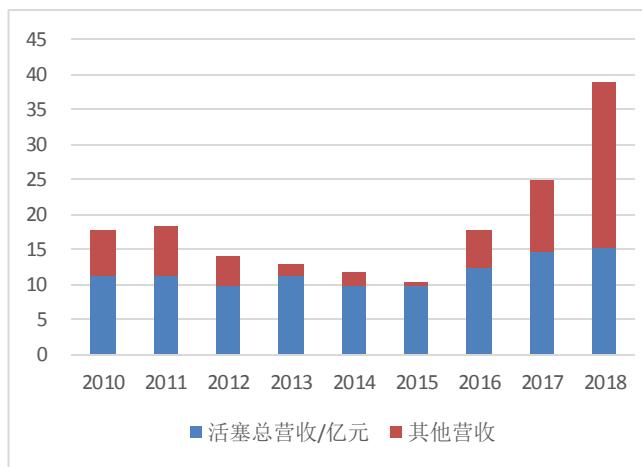
表 1: Trimet 近年营业概况 .....	7
表 2: Trimet 与 A 股上市压铸铝合金公司对比 .....	7
表 3: 渤海汽车缸体缸盖业务概况 .....	8
表 4: 渤海汽车旗下源自海纳川的业务 .....	10
表 5: 北京海纳川旗下其他汽车零部件业务 .....	10
表 6: 渤海汽车与其他内燃机零部件上市公司 PB (MRQ) 对比 .....	12

## 1. 商用车活塞龙头, 国六升级推动产品价值显著提升

渤海汽车是中国发动机活塞龙头, 业务覆盖商用车、乘用车及非道路(船用发动机)等领域。公司子公司滨州渤海活塞有限公司是国内最大的活塞生产企业, 多年来一直保持国内活塞产品产销量第一的位置。公司2018年营收38.9亿元, 其中活塞业务营收15.2亿元, 占比约40%。公司是国内极少具有国六活塞开发能力的企业之一。

重型柴油车活塞的门槛较高, 渤海活塞的竞争对手仅包括美国辉门(已被美国天纳克公司收购)及德国马勒等少数跨国企业。潍柴动力、一汽集团、上汽集团、中国重汽、东风集团、广西玉柴、东风康明斯、福田汽车、美国康明斯、卡特彼勒、GE、纳威司达、德国道依茨、MAN等全球范围内知名的柴油发动机企业都是公司的客户。公司的汽油车活塞业务也在国内领先, 主要客户包括大众、长安集团、广汽集团、奇瑞汽车、长城汽车、比亚迪汽车、华晨汽车、江铃汽车、吉利汽车等。近年公司发力船用、工程机械等非道路发动机活塞, 在这一门槛较高的领域取得了突破。

图1: 渤海汽车历年总营收及活塞营收



资料来源: WIND; 东興证券研究所

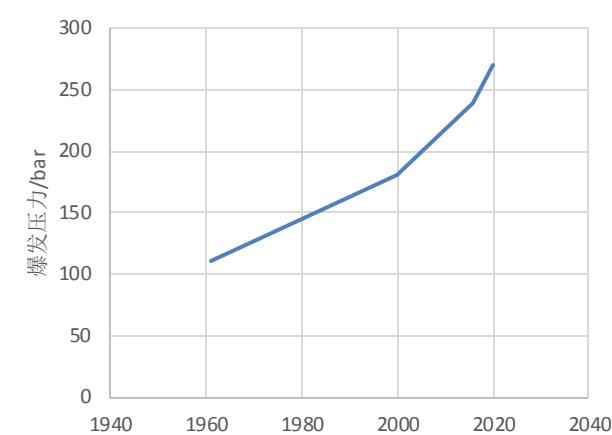
图2: 渤海汽车典型活塞产品



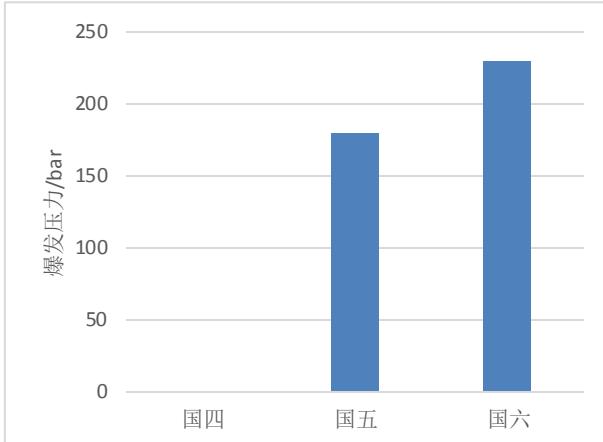
资料来源: 渤海汽车网站; 东興证券研究所

国六排放标准的升级将明显推升活塞价值, 尤其是在柴油商用车领域。与国五柴油发动机相比, 国六发动机缸内的爆发压力明显要高, 因此对活塞的强度和疲劳耐久的要求都远高于上一代。其中对于重型柴油机来说, 国五时代常用的铝活塞由于强度较低将不能胜任国六阶段230bar甚至更高的爆发压力要求, 必须使用强度更高, 但制造成本也更高的钢活塞。

与普遍的认识不同, 在活塞领域钢制产品在性能上普遍超出铝制产品。在对发动机非常重要的强度和导热性能上, 钢活塞都优于铝活塞, 铝制活塞的优势仅是重量较轻。

**图3：海外重型柴油机的爆发压力要求演变**


资料来源：辉门公司宣传材料；东兴证券研究所

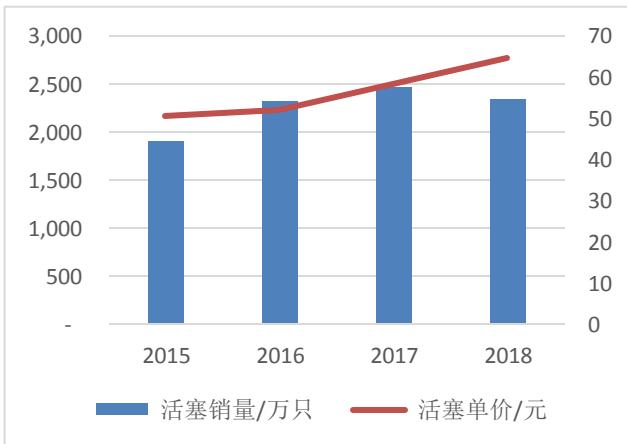
**图4：柴油机国四到国六的爆发压力要求**


资料来源：辉门公司宣传材料；东兴证券研究所

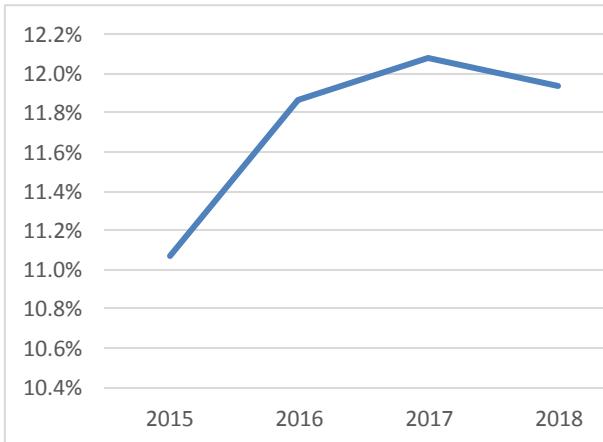
**受益排放升级，公司活塞产品近年单价不断提升，在汽车零部件中罕见。**公司2015年售出1909万只活塞，单价50.6元，而2018年售出2349万只活塞，单价增长到64.8元。公司呈现量价齐升的势头，期间活塞单价的CAGR达到9%，而大多数汽车零部件仅每年要给客户的常规降价就达到3%以上。我们认为公司产品单价取得了远超市场的增长的原因主要包括：

- 排放升级，活塞复杂度不断提升，产品附加值提高
- 布局船用活塞，加码中重卡用活塞，高价值量产品占比提升。

按商用车平均每辆车5.5个活塞、乘用车每辆车3.9个活塞、公司活塞产品中75%用于国内汽车前装销售计算，公司近年在国内汽车前装市场的市占率为12%左右。考虑到公司披露的产品单价和客户结构，我们推测公司在国内柴油机尤其是重型柴油机市场的市占率要明显高于在汽油机市场。

**图5：渤海汽车近年活塞销量及单价**


资料来源：辉门公司宣传材料；东兴证券研究所

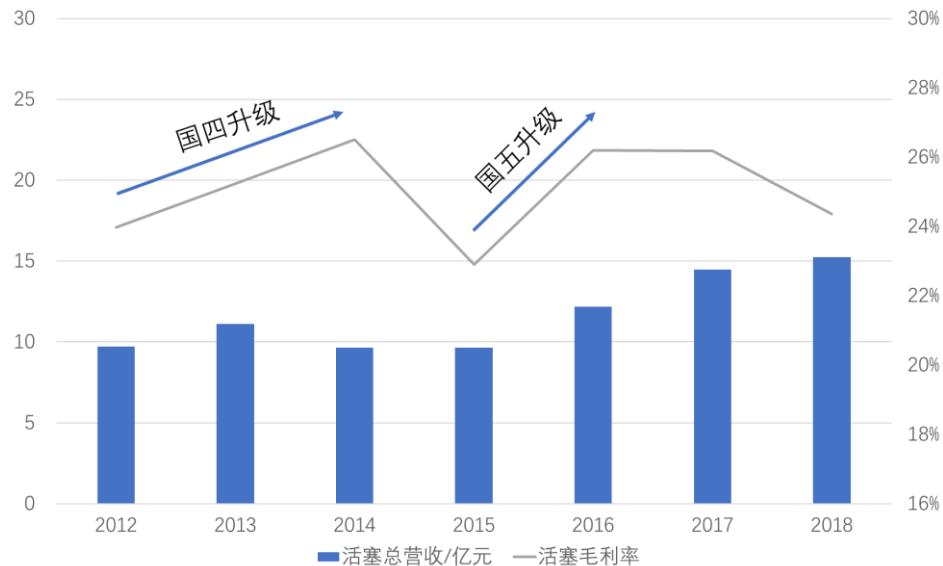
**图6：渤海汽车近年活塞国内市占率**


资料来源：辉门公司宣传材料；东兴证券研究所

**回顾过去，国四和国五两次排放标准的升级都明显推升了公司活塞产品的利润率。**在2012-2014年的国四普及期间，公司活塞业务的毛利率从24%上升到26.5%；在2015-2017年的国五及非道路国三普及期间，公

司活塞业务的毛利率则从 22.9%上升到 26.2%。我们认为两次毛利率提升的具体原因都是：高等级排放标准要求更高性能的活塞，而供应端门槛较高，供应商的议价能力在排放升级阶段得到提升。而在排放升级结束后，产品保持不变，年降使得活塞厂商利润率开始下滑。

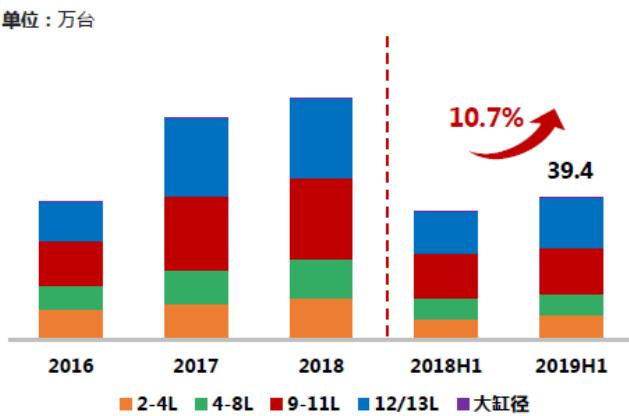
图7：渤海汽车活塞业务毛利率随排放升级的变化



资料来源：WIND；东兴证券研究所

我们认为国六史无前例的高标准将推动公司活塞业务营收、毛利率双双提升，尤其是在对活塞要求最高的重型柴油车领域。公司的客户几乎包括所有国内重型柴油机厂商，与潍柴动力、中国重汽和广西玉柴等深度合作。近年重型柴油机的大排量趋势明显，较大排量柴油机的活塞的国六升级门槛更高，公司作为行业龙头将显著跑赢市场。此外，非道路柴油机械的国四阶段排放标准也将在 2021 年实施，公司近年非道路活塞业务快速增长，同样将受益排放升级。

图8：潍柴动力近年重型柴油机排量结构



资料来源：潍柴动力宣传材料；东兴证券研究所

图9：国内柴油机排放升级时间表

	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2
城市用重型柴油车	国五	国六		
其他重型柴油车		国五	国六	
非道路机械		三阶段	四阶段	

资料来源：公开资料；东兴证券研究所

## 2. 打造铝业集团军，全面发力轻量化

### 2.1 收购德国老牌轻量化企业 Trimet，进军电池壳体

渤海汽车于 2018 年 8 月成功并购德国老牌铝合金企业 Trimet 的汽车零部件事业部——TAH 的 75% 股权，成立 BTAH 公司，在原有海纳川（滨州）轻量化汽车部件有限公司的基础上加码汽车轻量化。

TAH 公司是欧洲知名的铝合金轻量化汽车零部件企业，产品包括铝合金发动机部件、传动件及车身结构件等，同时具备较强的模具设计开发能力。公司客户包括戴姆勒、宝马、奥迪、大众、沃尔沃等知名整车及麦格纳等汽车零部件巨头，是欧洲铝合金汽车零部件铸造行业的龙头企业。

TAH 公司业务以在欧洲经营压铸铝合金零部件为主，过去公司产品主要是传统的压铸铝合金变速器壳体、发动机缸体等，门槛不高，竞争激烈，销售净利率只有 3% 左右。

表1：Trimet 近年营业概况

	2017	2018	2019E
营收/亿元	17.5	18.0	18.7
归母净利润/亿元	0.47	0.58	0.64
净利率	2.7%	3.2%	3.4%

资料来源：WIND；东兴证券研究所

表2：Trimet 与 A 股上市压铸铝合金公司对比

	压铸铝合金汽车零部件业务营收/亿元	2018 年销售净利率
Trimet	18.0	3.2%
广东鸿图	35.4	6.8%
文灿股份	16.1	7.7%
旭升股份	8.7	26.8%
春兴精工	18.9	1.6%

资料来源：WIND；东兴证券研究所

我们认为被渤海汽车收购后，BTAH 的利润存在很大的改善空间。主要原因包括：

➤ **发力高端新能源车，受益欧洲新能源化浪潮。** BTAH 公司的主要产品包括变速器壳体、车身结构件（A 柱、B 柱和车门铰链等）、油底壳、电池箱壳体、扭矩管、电池强化件等，主要客户包括奔驰、宝马、大众、麦格纳等知名企业。未来随着电动化汽车的开展，我们可以推测公司将重点加大在新能源汽车车身结构件、新能源电池壳等新能源汽车产品的研发与推广。

近期 BTAH 公司产品已应用于保时捷 911 混动版、保时捷 Panamera 混动版、奥迪 Q7 混动版、奥迪 e-tron 和大众 MAN 等新能源车型中。此类车型的配套门槛明显较一般品牌高，我们认为基于公司与奥迪等品牌的长期合作管理，产品的利润率将有所提升。

**德国刚刚发布了新版新能源车补贴标准，将高额补贴延续到 2025 年，公司大量的欧洲新能源车轻量化零部件业务直接收益。** 此外，补贴加码有望推动欧系新能源车在全球的车型投放加速，公司拥有德系、北汽双重背景，轻量化业务整合后在国内的配套机会将显著增加。

图10: 奥迪 e-tron



资料来源：奥迪网站；东兴证券研究所

- **制造效率有较大提升空间。** BTAH 公司技术成熟，营销管理及研发费用率合计不足 6%，明显低于多数欧美企业。压铸铝合金的原料已经标准化，我们推测公司目前利润率很低的主要原因在于制造效率不高，产品种类较多，规模效应不足。综合前两点分析，我们认为在全球汽车行业市场集中度提升的大背景下，公司的制造效率有较大的提升空间。

## 2.2 发挥铝业集群优势，轻量化协同增强

渤海汽车旗下的滨州轻量化与 BTAH 均生产压铸铝合金轻量化零部件，二者在缸体、缸盖等领域的重合度较大。滨州轻量化近年已获得部分北汽新能源配套，规模效应有望进一步提升；公司在北汽集团外市场的开拓也取得一定的进展，潍柴、东安等知名企业也成为滨州轻量化的客户。收购了 TAH 后，在 TAH 的协助下，公司轻量化业务在市场开拓、技术创新、工艺改进等方面取得了较大的突破，于 2019 年 3 季度获得了北京奔驰的定点。未来公司旗下国内外铝压铸产业的研发、产能排布有望深度融合，进一步加大合力。

渤海汽车所在的山东滨州市是中国最大的铝产业基地，公司近水楼台，在产业协作、物流等方面的优势将逐渐显现。滨州市铝产业拥有铝矿石、原铝、工业铝型材及铝精深加工的全产业链条，全市氧化铝产能 1,600 万吨、电解铝 646 万吨、铝材加工 720 万吨，国内份额分别高达 20%、19% 和 12%。全市规模以上涉铝企业 67 家，2018 年主营业务收入 3,304 亿元。

公司铝合金缸体缸盖业务当前产能利用率不足，未来协同北汽，利润存在很大的改善空间。公司缸体缸盖 2018 年产量约为 11.5 万件，而同期北汽集团总销量为 240.2 万辆，我们推测公司在北汽集团的份额仅为 2.4%。随着国内乘用车行业下行，我们认为北汽集团内部协同将加强。缸体缸盖业务的门槛一般，未来公司有望在北汽体系的整车平台获得更多订单。

表3: 渤海汽车缸体缸盖业务概况

	2016	2017	2018
缸体缸盖销量	15,103	127,020	114,583
缸体缸盖销售额/百万元	10.9	77.5	87.8
缸体缸盖单价/元	722	610	766
毛利率	-67.6%	-11.2%	-14.4%

资料来源：公司年报；东兴证券研究所

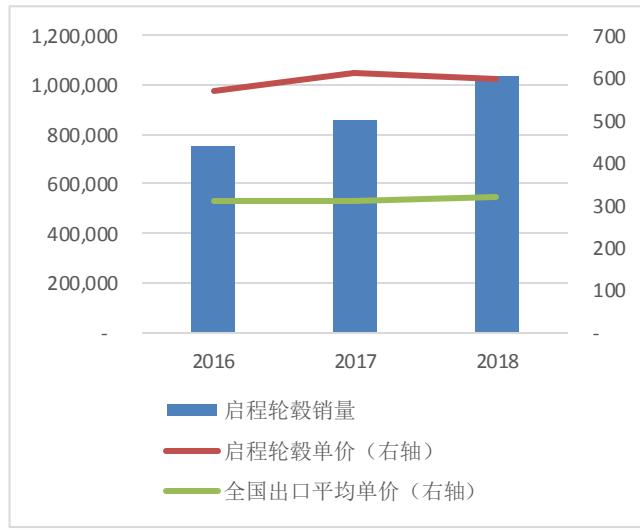
### 2.3 轮毂子公司立足高端后市场

渤海汽车全资子公司泰安启程是一家专门从事高性能轮毂产品研发、生产和销售的科技型企业。公司注册资本金 2.1 亿元，占地 100 亩，现有员工 620 人，年生产能力将达 200 万只。公司产品主要销往北汽集团、美国、日本等市场，位居全国铝轮毂行业前列，近年在国内铝轮毂出口行业中排名第 10 左右。

启程轮毂立足美国高端后市场，2018 年前装占比不到 1%，均价远高于平均水平。经推测，公司近年轮毂产品平均单价约为 600 元，远高于全国出口平均的 314 元。公司出口产品中，供美国改装市场等的高端产品占比较高。美国后市场与国内差异很大，汽车改装文化和高行驶里程使得铝轮毂的更换需求较大。

2018 年起受美国增加关税影响，公司轮毂业务的毛利率明显下滑。我们认为未来该业务利润率稳定。

图11：泰安启程轮毂销量及单价



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

图12：泰安启程轮毂前后装销售结构及毛利率



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

国内铝轮毂出口行业市场集中度很低。公司作为前 10 名左右的企业，2018 年市场份额仅为 1%，仅考虑出口美国的份额，公司为 2% 左右。公司借助所在地铝产业集群优势，未来有望进一步发挥规模效应。

### 3. 北汽旗下重要的汽车零部件平台, 横向一体化前景广阔

渤海汽车第一大股东为北汽旗下的核心零部件企业——北京海纳川汽车部件股份有限公司, 第二大股东为北汽集团, 二者合计持股 44.75%。渤海汽车旗下还拥有海纳川的热管理、减震、排气和轻量化等业务, 主要为中外合资公司, 合资伙伴均为全球知名零部件企业。

表4: 渤海汽车旗下源自海纳川的业务

被参控公司	参控关系	持股比例	主营业务	合资伙伴	2019H1 营业收入	2019H1 净利润
北京海纳川翰昂汽车零部件有限公司	子公司	51%	热管理	翰昂		
渤海柯锐世电气有限公司	子公司	51%	启动电池	柯瑞世		
天纳克(北京)排气系统有限公司	联营企业	49%	排气系统	天纳克	136	8
北京彼欧英瑞杰汽车系统有限公司	联营企业	40%	塑料燃油系统	彼欧	355	17
天纳克(北京)汽车减振器有限公司	联营企业	35%	减震器	天纳克	418	-36
翰昂汽车零部件(北京)有限公司	联营企业	20%	热管理	翰昂	622	33

资料来源: WIND; 东兴证券研究所

渤海汽车有望与股东海纳川旗下其他零部件子公司增强协作。海纳川公司是与上汽系(华域汽车)、一汽系(一汽富维、富奥股份)齐名的中国整车系零部件企业, 旗下业务涵盖大部分汽车零部件领域, 优质子公司众多。海纳川预计 2019 年全年营收约为 650 亿元, 同比增长 10%。目前海纳川的营收结构中, 40%供应奔驰, 27%为北汽其他市场, 30%为北汽以外企业。

表5: 北京海纳川旗下其他汽车零部件业务

控股企业	北京海纳川 持股比例	合资伙伴	主营业务
北京北齿有限公司	100%	无	齿轮
北京海纳川瑞延采育汽车配件有限公司	50%	瑞延	隔音隔热部件
北京海纳川延锋汽车模块系统有限公司	51%	延锋	座舱模块
北京海纳川瑞延兴谷汽车配件有限公司	50%	瑞延理化	内饰原材料
北京海纳川李尔汽车系统有限公司	50%	李尔	汽车电子
北汽坦迪斯(沧州)汽车系统有限公司	50%	坦迪斯	座椅及内饰
北京北汽李尔汽车系统有限公司	50%	李尔	座椅及内饰
北京海纳川航盛汽车电子有限公司	50%	航盛电子	汽车电子
北京海纳川海拉车灯有限公司	50%	海拉	车灯
廊坊莱尼线束系统有限公司	50%	莱尼	线束
北京海纳川瑞延汽车饰件有限公司	50%	瑞延理化	内饰及模具

资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图13: 海纳川公司主要客户



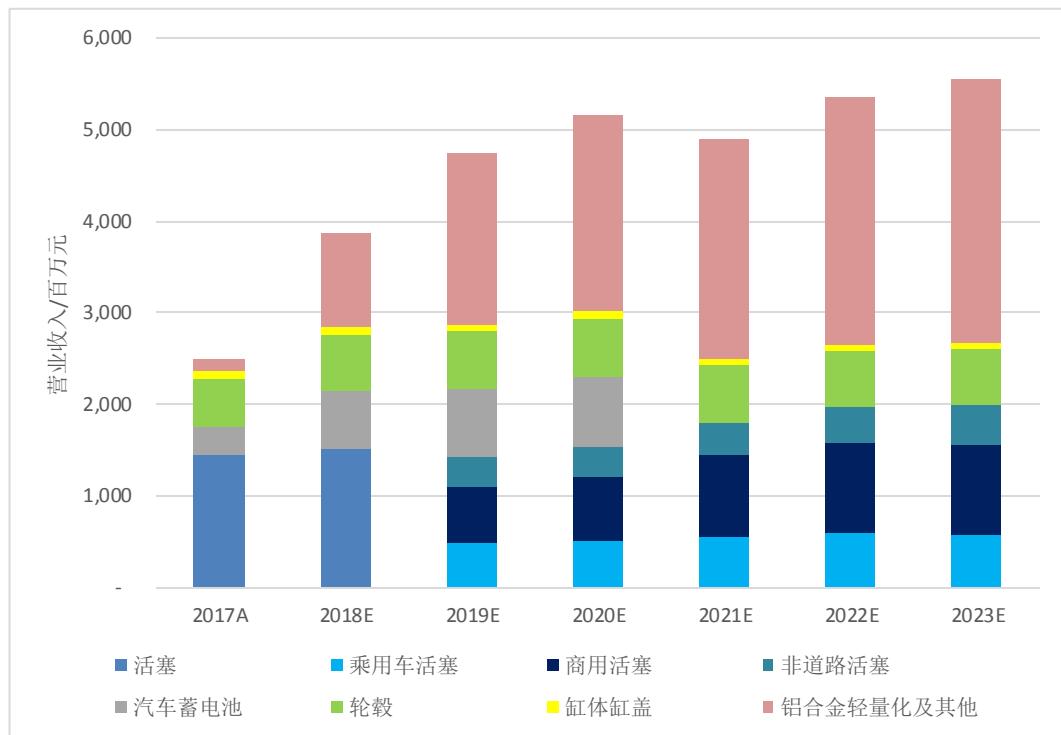
资料来源：海纳川公司网站；东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

公司目前处于盈亏平衡状态。我们认为公司业绩将从 2020 年下半年起反弹。主要原因包括：

- **国六重型柴油机活塞：**参照前两轮排放升级经验，公司该业务的配套价值和利润率将双双显著提升。我们推测公司柴油车和非道路机械用活塞的毛利率有望提升 4%-5%。此外，国六活塞的门槛提升，技术储备和客户资源不足的中小型竞争对手将加速退出。推测公司的主要竞争对手将仅剩美国辉门（天纳克）、德国马勒两家，竞争格局较好。
- **新能源车电池壳体：**此前子公司 BTAH 压铸铝合金件业务的利润率很低。公司借电池壳体新产品切入欧洲新能源车，在欧洲补贴新能源车的背景下，轻量化业务的利润率也有 4%-5% 的提升空间。

图14: 渤海汽车各业务板块营收及预测



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

我们预计公司 2019-2022 年的营业总收入分别为 47.4、51.5、51.4 和 56.8 亿元（公司在与柯瑞世合资的蓄电池厂中的股权已挂牌，我们推测未来这部分股权有被卖出可能，2021 年营业总收入小幅下滑主要基于假设此部分股权卖出），归母净利润分别为 -0.36、0.32、2.41 和 3.38 亿元，对应 EPS 分别为 -0.04、0.03、0.25 和 0.36 元。

公司目前的估值较低。当前股价对应 2020 年 0.57 倍 PB，低于绝大多数汽车零部件上市公司，也低于绝大多数内燃机零部件上市公司。

表6: 渤海汽车与其他内燃机零部件上市公司 PB (MRQ) 对比

证券代码	证券简称	PB
600960.SH	渤海汽车	0.68
002283.SZ	天润曲轴	1.03
000903.SZ	云内动力	1.07
600178.SH	东安动力	1.18
002448.SZ	中原内配	1.24
000581.SZ	威孚高科	1.26
002536.SZ	飞龙股份	1.40
603161.SH	科华控股	1.44
300733.SZ	西菱动力	1.50
300694.SZ	蠡湖股份	2.39

证券代码	证券简称	PB
000338.SZ	潍柴动力	2.75
603178.SH	圣龙股份	2.77
300580.SZ	贝斯特	2.78
603319.SH	湘油泵	2.80
300680.SZ	隆盛科技	3.18
603121.SH	华培动力	3.80
603655.SH	朗博科技	6.50

资料来源：WIND；东兴证券研究所

我们认为低估值的原因包括：1) 市场未意识到随着国六的升级，公司业务的利润率有较大的提升潜力；2) 市场普遍认为公司业绩跟随重卡周期，而未意识到排放升级周期实际上对公司业绩的影响更大；3) 新收购的海外铝合金零部件业务（BTAH 公司）利润不确定性较大。

根据前文分析，随着国六及非道路机械国四排放的升级、海外新能源车的推进以及公司的整合，公司盈利能力将明显提升。给予公司 2020 年 1x PB，目标价 5.55 元，相比目前股价有 74% 空间。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

国内外汽车需求不及预期；国六升级进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
<b>流动资产合计</b>	3531	4940	4730	5129	5250	<b>营业收入</b>	2499	3878	4740	5151	5139				
货币资金	1555	2034	1185	1288	1490	<b>营业成本</b>	1977	3314	4156	4484	4156				
应收账款	717	1063	1299	1411	1408	营业税金及附加	37	33	40	44	44				
其他应收款	8	6	7	8	8	营业费用	101	120	190	193	218				
预付款项	53	46	72	93	116	管理费用	188	169	213	219	244				
存货	555	1006	1252	1351	1253	财务费用	49	47	91	69	60				
其他流动资产	177	201	201	201	201	资产减值损失	31	13	0	0	0				
<b>非流动资产合计</b>	3250	4542	3690	3747	3772	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
长期股权投资	535	623	623	623	623	投资净收益	110	68	0	0	0				
固定资产	1612	2114	2187	2231	2245	<b>营业利润</b>	293	161	-45	39	301				
无形资产	232	335	345	354	363	营业外收入	2	1	0	0	0				
其他非流动资产	114	94	0	0	0	营业外支出	14	1	0	0	0				
<b>资产总计</b>	6781	9482	8420	8875	9022	<b>利润总额</b>	281	161	-45	39	301				
<b>流动负债合计</b>	1626	2442	1805	2009	1747	所得税	48	37	-9	8	60				
短期借款	803	1134	233	260	0	<b>净利润</b>	233	124	-36	32	241				
应付账款	394	756	911	983	911	少数股东损益	-5	-15	0	0	0				
预收款项	25	76	147	238	322	归属母公司净利润	238	139	-36	32	241				
一年内到期的非流	60	124	124	124	124	<b>EBITDA</b>	516	453	293	385	669				
<b>非流动负债合计</b>	446	1816	1190	1190	1190	<b>EPS (元)</b>	0.25	0.15	-0.04	0.03	0.25				
长期借款	204	945	945	945	945	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	0	398	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
<b>负债合计</b>	2072	4258	2996	3199	2938	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	206	394	394	394	394	营业收入增长	41.26%	55.21%	22.23%	8.67%	-0.23%				
实收资本(或股本)	951	951	951	951	951	营业利润增长	29.20%	-44.87%	-127.80%	-	664.87%				
资本公积	2654	2659	2659	2659	2659	归属于母公司净利润	102.12%	-41.55%	-125.77%	-	664.87%				
未分配利润	813	903	881	900	1045	<b>获利能力</b>									
归属母公司股东权	4503	4830	5028	5279	5687	毛利率(%)	20.87%	14.54%	12.33%	12.95%	19.13%				
<b>负债和所有者权益</b>	6781	9482	8420	8875	9022	净利率(%)	9.33%	3.20%	-0.76%	0.61%	4.69%				
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>		总资产净利润(%)	3.51%	1.47%	-0.43%	0.36%	2.67%			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		ROE(%)	5.29%	2.88%	-0.71%	0.60%	4.24%			
<b>经营活动现金流</b>	-57	-66	-293	261	692	<b>偿债能力</b>									
净利润	233	124	-36	32	241	资产负债率(%)	31%	45%	36%	36%	33%				
折旧摊销	179	247	249	280	312	流动比率	2.17	2.02	2.62	2.55	3.00				
财务费用	49	47	91	69	60	速动比率	1.83	1.61	1.93	1.88	2.29				
应收账款减少	-261	-346	-235	-113	3	<b>营运能力</b>									
预收帐款增加	9	52	71	91	84	总资产周转率	0.37	0.48	0.53	0.60	0.57				
<b>投资活动现金流</b>	-670	-863	921	-110	-110	应收账款周转率	4	4	4	4	4				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.57	6.75	5.69	5.44	5.43				
长期股权投资减少	0	0	846	0	0	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	110	68	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.15	-0.04	0.03	0.25				
<b>筹资活动现金流</b>	-33	1,423	-1,478	-49	-380	每股净现金流	-0.80	0.52	-0.89	0.11	0.21				
应付债券增加	0	398	-398	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.08	5.29	5.55	5.98				
长期借款增加	61	741	0	0	0	<b>估值比率</b>									
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.72	21.76	-84.45	96.23	12.58				
资本公积增加	0	5	0	0	0	P/B	0.67	0.63	0.60	0.57	0.53				
<b>现金净增加额</b>	-761	493	-849	103	202	EV/EBITDA	4.93	7.95	10.76	7.98	3.90				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业事件点评报告	汽车行业：德国加码新能源补贴，加速市场培育	2020-02-21

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 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。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526