



2020-07-31

公司深度报告

增持/首次

威奥股份(605001)

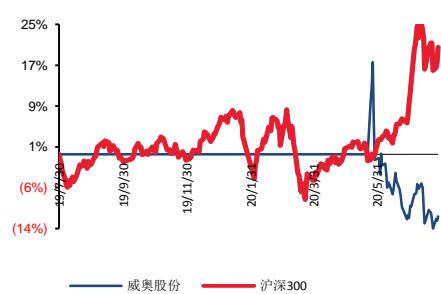
目标价: -----

昨收盘: 20.22

工业 资本货物

轨交车辆配套产品龙头，受益于行业固定资产投资上行

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	302/76
总市值/流通(百万元)	6,171/1,543
12个月最高/最低(元)	27.43/19.88

证券分析师: 徐也

电话: 010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519060001

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

报告摘要

公司是轨道交通行业车辆配套产品领先企业，市占率接近 40%。公司是行业内提供轨交车辆配套产品种类最为丰富的企业之一，满足整车制造企业“一站式”采购需求。公司产品线覆盖内装产品、卫生间系统、金属结构件、模块化产品和车外结构件等五大类，涵盖客室/司机室内装、卫生间、风道系统、车头外壳、行李架、座椅等众多细分产品。2019 年公司营业收入 16.09 亿元，其中高铁动车组配套产品及城轨车辆配套产品收入占比分别为 63.03%、20.16%。

绑定下游优质大客户，提升公司经营安全边际。公司下游客户主要包括中国中车、庞巴迪、西门子以及阿尔斯通等国内外知名轨交车辆整车制造商，并与庞巴迪、西门子分别达成战略合作协议。其中中国中车始终是公司第一大客户，2019 年公司对中国中车的销售收入占比达到 75.29%，对庞巴迪和西门子的销售收入分别占比 10.26%、6.86%，客户集中度较高。由于轨交行业进入壁垒较高，公司深度绑定大客户，具有较强的先发优势。

未来三年动车组有望保持平稳增长，城轨爆发带来新增需求。2020 年是“十三五”收官之年，明年开始即将进入铁路“十四五”建设期，“八横八纵”铁路网将全面建成，对动车组需求提供有力支撑。根据城轨前期批复情况，我们预计未来三年将是通车高峰期，年均固定资产投资有望维持在 6000 亿以上，其中城轨车辆投资有望超过 2000 亿元，对公司扩大业务收入提供有力支撑。

盈利预测：根据轨交行业发展状况及公司发展规划，我们预计公司 2020 年-2022 年营业收入分别为 17.78 亿元、20.60 亿元、23.91 亿元，归母净利润分别为 2.82 亿元、3.59 亿元、4.36 亿元，对应 PE 分别为 16X、13X、11X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：动车组采购不及预期风险；城轨车辆采购不及预期风险；轨交车辆采购价格下跌导致公司产品毛利率下滑风险；其他系统性风险等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1609.24	1777.78	2059.53	2390.78
增长率	6.51%	10.47%	15.85%	16.08%
归属母公司净利润（百万元）	235.70	281.81	359.49	436.09
增长率	11.35%	19.56%	27.57%	21.31%
每股收益EPS（元）	1.04	1.24	1.59	1.92
PE	19	16	13	11
PB	2.91	2.47	2.07	1.74

目录

一、 轨交车辆配套产品行业龙头	5
(一) 轨交车辆配套产品“一站式”解决方案供应商	5
(二) 动车组配套产品仍占主导地位，检修业务迅速增长	11
(三) 公司保持行业领先地位，盈利能力较强	13
二、 短期城轨需求爆发、长期车辆检修带来行业增长空间	14
(一) 我国高铁步入平稳发展期	14
(二) 动车组检修业务潜力巨大	16
(三) 城轨快速发展，打开需求增长空间	17
三、 盈利预测及估值	18
(一) 盈利预测	18
(二) 估值及投资建议	18
四、 风险提示	19

图表目录

图表 1: 威奥股份发展历程	5
图表 2: 威奥股份股权结构	5
图表 3: 公司主要产品及服务	6
图表 4: 公司轨交车辆配套产品	6
图表 5: 公司内装产品之客室、司机室内饰	6
图表 6: 公司内装产品之行李架、座椅、照明系统	7
图表 7: 公司内装产品之风道产品	8
图表 8: 公司卫生间系统	8
图表 9: 公司金属结构件产品	9
图表 10: 公司模块化产品	9
图表 11: 公司车外结构件产品	10
图表 12: 2017 年-2019 年公司各业务收入占比	12
图表 13: 2019 年公司各业务收入占比	12
图表 14: 2017 年-2019 年公司对中国中车销售收入及占比	12
图表 15: 2017 年-2019 年公司对庞巴迪和西门子销售收入及占比	13
图表 16: 2017 年-2018 年公司动车组配套产品市占率	13
图表 17: 2017 年-2019 年公司分业务毛利率情况	13
图表 18: 2017 年-2019 年公司分地区毛利率	14
图表 19: 2017 年-2019 年可比公司期间费用率	14
图表 20: 2017 年-2019 年可比公司净利率	14
图表 21: 2007 年-2019 年我国高铁营运里程及占比情况	15
图表 22: 2007 年-2019 年我国铁路固定资产投资额及增速	15
图表 23: 各级检修内容（以 CRH380A 动车组为例）	16
图表 24: 2020 年-2025 年我国高铁高级修市场空间测算	16
图表 25: 近年我国城市轨道交通发展情况	17
图表 26: 2013 年-2019 年我国城轨固定资产投资额迅速增长	17
图表 27: 收入预测(百万元)	18

一、 轨交车辆配套产品行业龙头

青岛威奥轨道股份有限公司（以下简称“威奥股份”）创建于 2007 年，拥有十余年轨道交通车辆配套产品的研发经验，先后参与了“和谐号”及“复兴号”高速列车组大量配套产品的开发及交付，全面见证并参与我国高速列车从无到有、从进口到国产创新的全过程。公司优势产品覆盖内装产品、卫生间系统、金属结构件、模块化产品和车外结构件五大类，拥有高铁及城轨配套产品供应商资质，绑定业内重量级客户，如中国中车、庞巴迪、西门子及阿尔斯通等。

图表 1：威奥股份发展历程

时间	事项
2007年	公司创立
2007-2009年	参与“和谐号”CRH1/2/3/5型号车辆配套产品设计及交付
2009-2014年	参与“和谐号”CRH380A/B/C/D型号车辆配套产品设计及交付
2014-2017年	参与我国自主知识产权”复兴号“动车组车辆配套产品设计及交付
2017-至今	参与京张高铁列车及时速400公里动车组车辆配套产品设计
2020年	公司登陆上交所主板上市

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司的控股股东为宿青燕女士，截至 2019 年 12 月 31 日，宿青燕女士直接持有公司 33.21% 的股份。公司实际控制人为孙汉本、宿青燕夫妇及其子孙继龙，孙汉本、宿青燕及孙继龙合计直接持有公司 50.81% 的股份，通过威奥投资合计间接持有公司 1.29% 的股份，直接和间接合计持有公司 52.11% 的股份。

图表 2：威奥股份股权结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（一）轨交车辆配套产品“一站式”解决方案供应商

公司是国内轨交车辆配套产品线最丰富的企业之一，涵盖五大类产品。经过十余年发展，公司全程参与“和谐号”、“复兴号”车辆配套产品的研发和交付，目前形成了内装产品、卫生间系统、金属结构件、模块化产品和车外结构件五大优势品类以及车辆检测服务。

图表 3：公司主要产品及服务

类别	产品及服务	具体内容
主要产品	内装产品	顶板、墙板、风道、车端显示屏、间壁、VIP观光区内装、司机室内装、司机室操控台壳体、司机室后墙、卷帘、吧台、座椅、行李架、照明系统等
	卫生间系统	真空集便系统、卫生间模块、水箱、洗面间等
	金属结构件	裙板紧固装置、吊座、设备舱框架、线路管固定支架、设备用焊接支架等
	模块化产品	开闭机构、遮阳帘等
	车外结构件	车头外壳、受电弓导流罩、裙板、底部导流罩等
主要服务	检修业务	车辆检修业务

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

公司轨交车辆配套产品种类丰富，基本覆盖了全部内饰产品及部分车辆结构件。

图表 4：公司轨交车辆配套产品



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

内装产品是轨交车辆重要组成部分，也是公司重要产品之一。目前公司内装产品涵盖顶板、墙板、风道、车端显示屏、间壁、司机室内装、VIP观光区内装、卷帘、吧台、座椅、行李架、照明系统等多种产品，具有美观、舒适、轻量化和环保的特点。

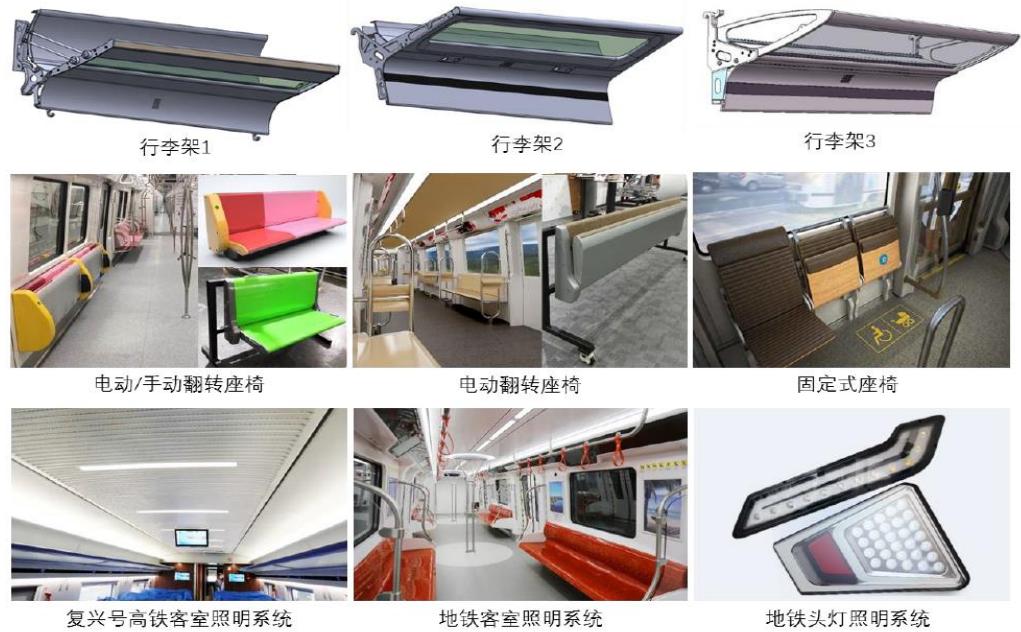
图表 5：公司内装产品之客室、司机室内饰



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

公司独立研发的行李架、可翻转座椅以及照明系统广泛应用于城市轨交车辆。

图表 6：公司内装产品之行李架、座椅、照明系统

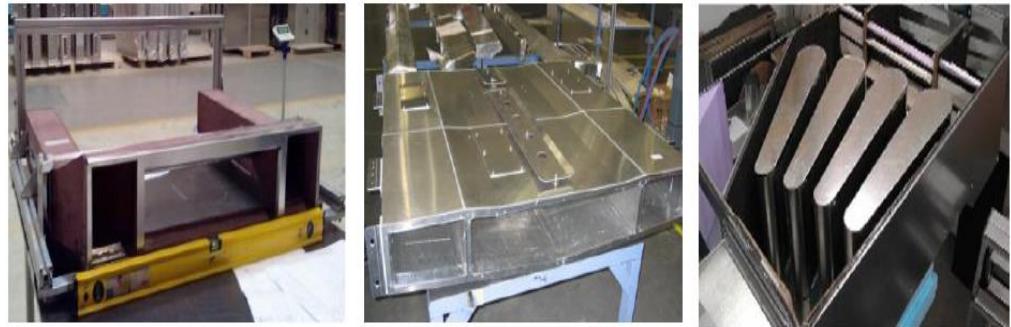


资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

风道产品是轨交车辆空调通风系统的重要组成部分，将经过处理的空气输送和分配到客

室并获得合理的气流循环，同时将客室内污浊的空气排出室外，风道产品质量将直接影响车内环境舒适性和空调装置的经济性。

图表 7：公司内装产品之风道产品



轻质复合材料风道

铝合金风道

消音功能风道

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

公司卫生间系统产品包含真空集便系统、卫生间、洗面间及水箱系统，具备高寒地区、高风沙地区运行条件，是提升旅客乘车体验的重要功能部件，是具有高度集成化特点的模块化产品。

图表 8：公司卫生间系统



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

公司金属结构件产品主要是高承载部件，主要包括裙板紧固装置、吊座、设备舱框架、

线路管固定支架、设备用焊接支架等，对车辆运行安全具有很高的重要性。

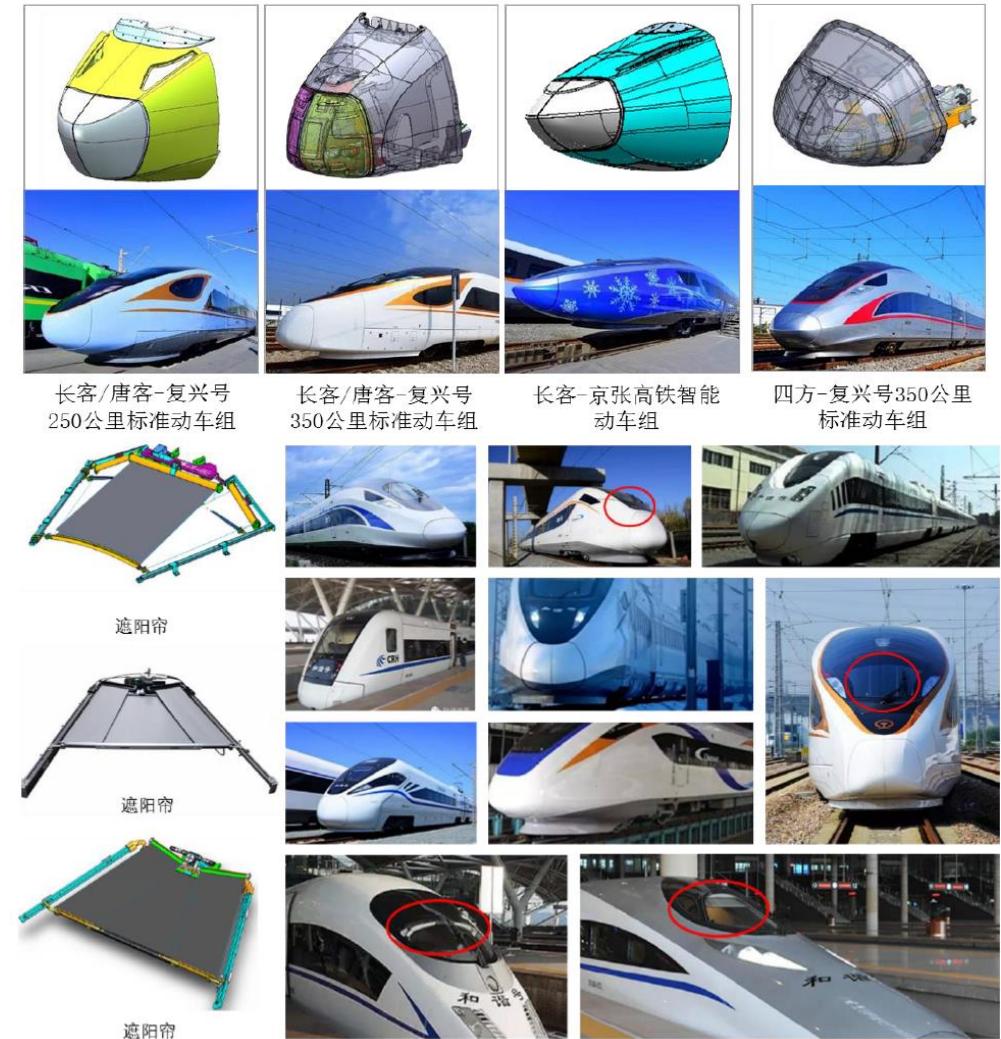
图表 9：公司金属结构件产品



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

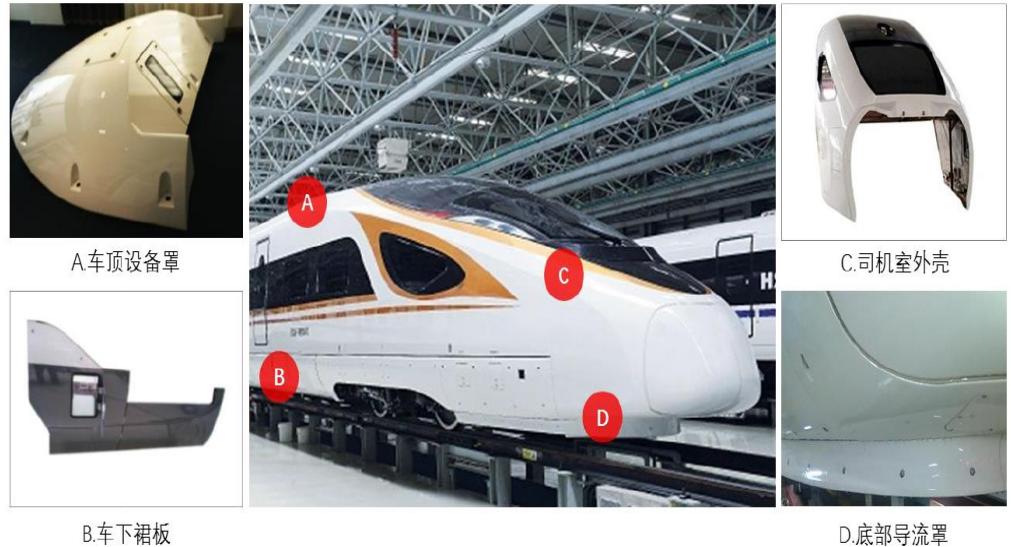
模块化产品主要包括开闭机构和遮阳帘，具有高集成性和灵活性的特点，整体结构统一、便于安装，方便后期维修及更换，是公司产品的重要组成部分。其中开闭机构位于车头的两段，是承受风压载荷最大的零件，需要保证有足够的强度、防腐蚀能力以及与车体的整体流线形相匹配，属于高度复杂的定制化产品，目前公司已成功开发了适用于各类轨交车型的开闭机构。遮阳帘是轨交车辆司机室内关键部件之一，对于维护行车安全、提高司机室整体舒适性起到至关重要的作用，公司开发的第一代和第二代遮阳帘已应用在中国中车全部18种型号的动车组上，完全替代了国外进口产品，目前公司正在研发第三代产品，以提升帘布运动流畅性。

图表 10：公司模块化产品



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

车外结构件主要包括车头外壳、受电弓导流罩、裙板、设备舱底板、底部导流罩等，对强度和防蚀能力要求较高，产品需要进行相关性能验证，如强度计算（包括静强度、碎石撞击、鸟撞模拟）、防火试验、震动冲击及疲劳寿命等可靠性试验。公司相关产品已应用在中国中车制造的“和谐号”、“复兴号”动车组上，经历了多年实际运行验证。



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

公司检修业务主要针对动车组，客户包括四大动车组主机厂长春客车、唐山客车、青岛四方、四方庞巴迪及中国铁路总公司下属各铁路局，主要检修模块包括：卫生间系统、前端开闭机构、车下BC类件、玻璃钢裙板、底部导流罩、司机室内装、客室内装等。

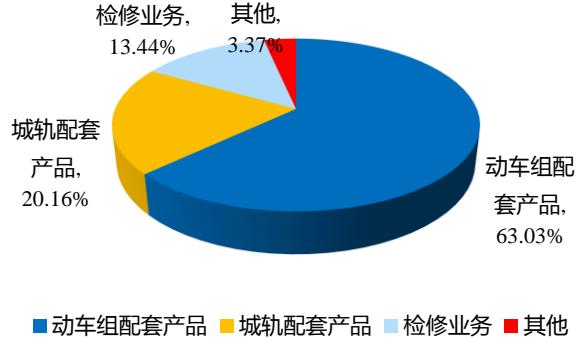
(二) 动车组配套产品仍占主导地位，检修业务迅速增长

动车组配套产品销售收入占比超过 60%，是公司重要收入构成。2017 年-2019 年动车组配套产品收入分别占公司总收入的 77%、72%、63%，虽然呈现下降态势，但仍然是公司收入重要来源。同期城轨车辆配套产品收入占比从 17%提高到 20%，检修业务由于基数较小则从占比 5%迅速提升至 13%。

图表 12：2017 年-2019 年公司各业务收入占比



图表 13：2019 年公司各业务收入占比



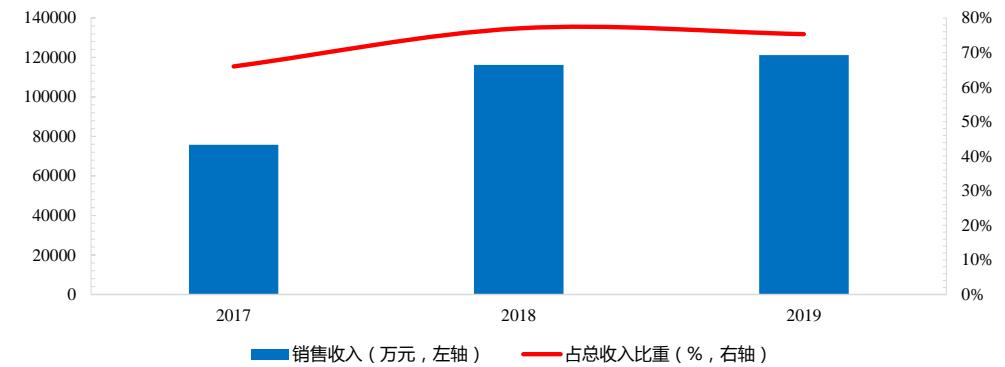
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司下游绑定中国中车、庞巴迪、西门子这样的大客户，公司与中国中车等客户合作时间超过十年，具有先发优势，且由于轨交产品所需资质认证较多，例如国内需要通过铁总 CRCC 认证，新产品验证周期一般为两年，并且对轨交车辆配套产品的安全性、可靠性要求非常高，因此形成了较高的行业准入门槛。

2017 年-2019 年公司对中国中车销售收入占比分别为 65.95%、76.96%、75.29%，由于轨交行业的特殊性，深度绑定单一客户在轨交行业其实是提高公司安全边际的。

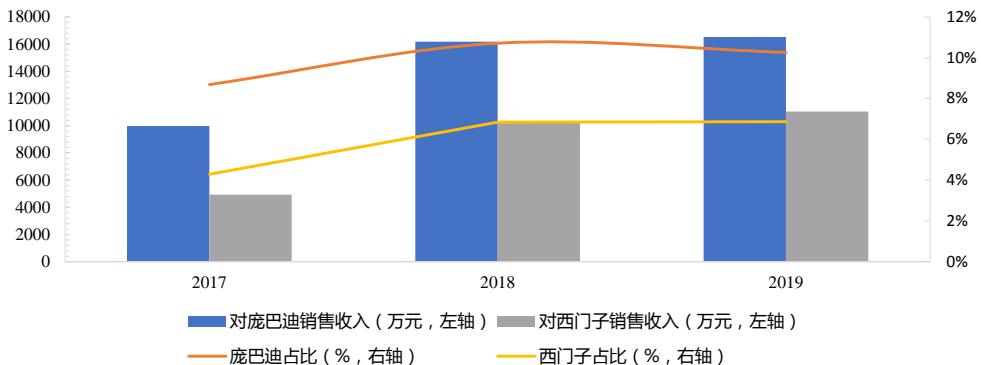
图表 14：2017 年-2019 年公司对中国中车销售收入及占比



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

在国际市场上公司同庞巴迪和西门子保持良好合作关系，近三年庞巴迪和西门子始终是公司前五大客户。公司同庞巴迪及西门子分别签署战略合作协议，进一步巩固合作关系。

图表 15：2017 年-2019 年公司对庞巴迪和西门子销售收入及占比



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

(三) 公司保持行业领先地位，盈利能力较强

动车组配套产品是公司收入重要组成部分，根据 2018 年数据公司配套产品共计列装动车组 128.15 列，同期我国动车组新增 321 列，由此计算得出 2018 年公司在行业的市占率达到 39.92%，处于领先地位。

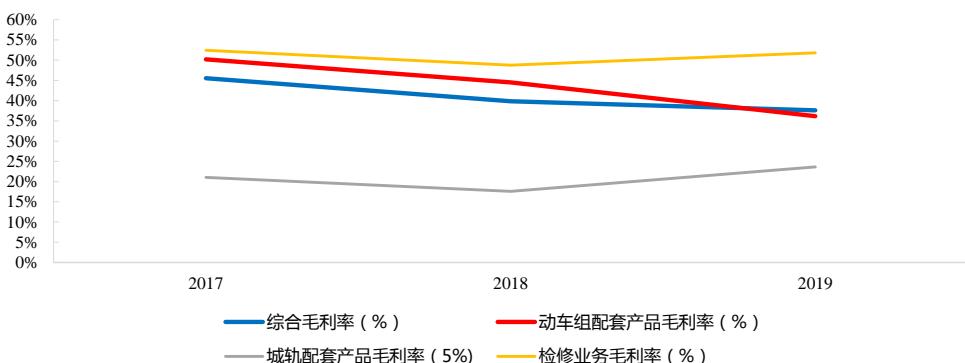
图表 16：2017 年-2018 年公司动车组配套产品市占率

项目	2017年	2018年
公司高铁动车组配套产品销量（标准列）	96.55	128.15
全国高铁动车组新增保有量（标准列）	349	321
市场占有率为 (%)	27.66%	39.92%

资料来源：铁路公报、招股说明书，太平洋研究院整理

公司毛利率始终保持行业较高水平，2019 年综合毛利率达到 37.63%。分业务板块来看，动车组车辆配套产品和车辆检修业务毛利率较高，分别为 36.19%、51.84%，城轨车辆配套产品毛利率为 23.62%。

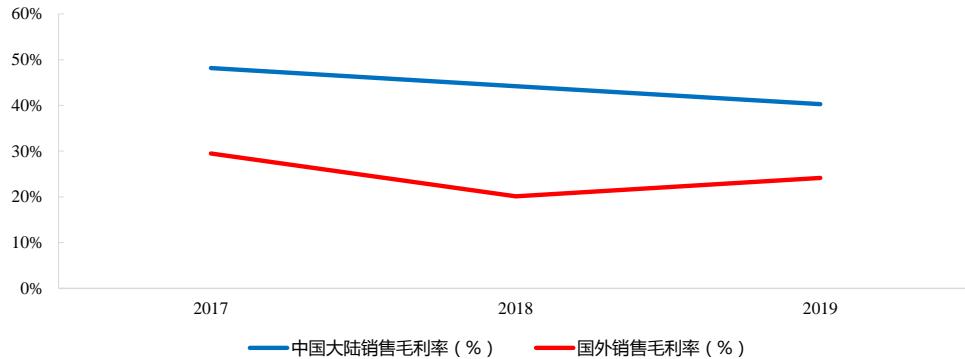
图表 17：2017 年-2019 年公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

分地区来看，2019年国内销售毛利率达到40.29%，而外销毛利率仅有24.15%，这主要是因为公司内销产品以高毛利率的动车组配套产品为主，而外销产品则主要是低毛利率的城轨车辆配套产品。

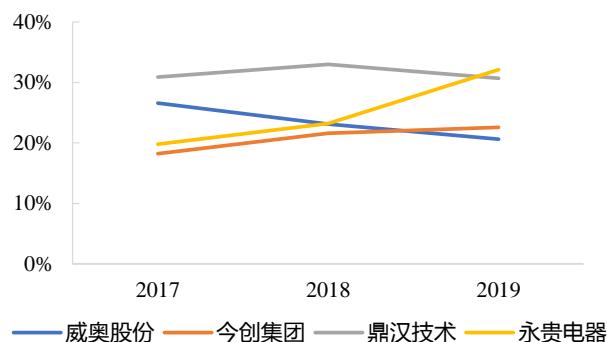
图表 18：2017 年-2019 年公司分地区毛利率



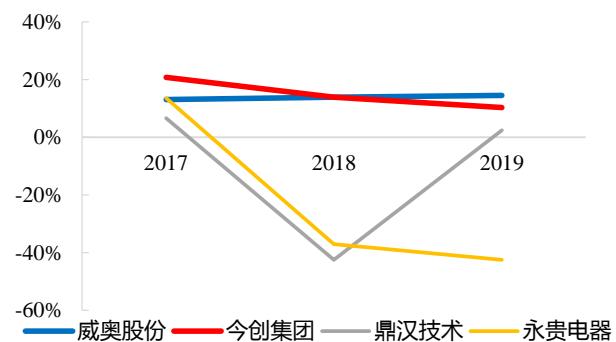
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

公司通过优化管理，不断降低期间费用率，使得盈利能力逐渐提升，在行业内占据领先优势。

图表 19：2017 年-2019 年可比公司期间费用率



图表 20：2017 年-2019 年可比公司净利率



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

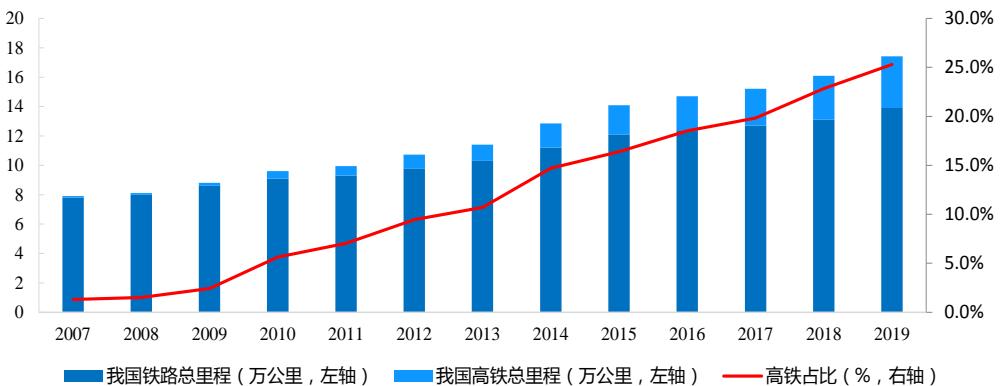
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

二、短期城轨需求爆发、长期车辆检修带来行业增长空间

(一) 我国高铁步入平稳发展期

我国高速铁路自 2007 年“和谐号”动车组正式运行开始，十余年来取得快速发展，2007 年-2019 年我国高铁营业里程从 1019 公里增长到 3.5 万公里，CAGR 达到 31.26%。高铁路网密度从 2007 年的 1.6 公里/万平方公里提高至 2019 年的 55.3 公里/万平方公里，同时高铁运营里程占铁路总里程的比例也从 1.3% 上升至 25.2%。

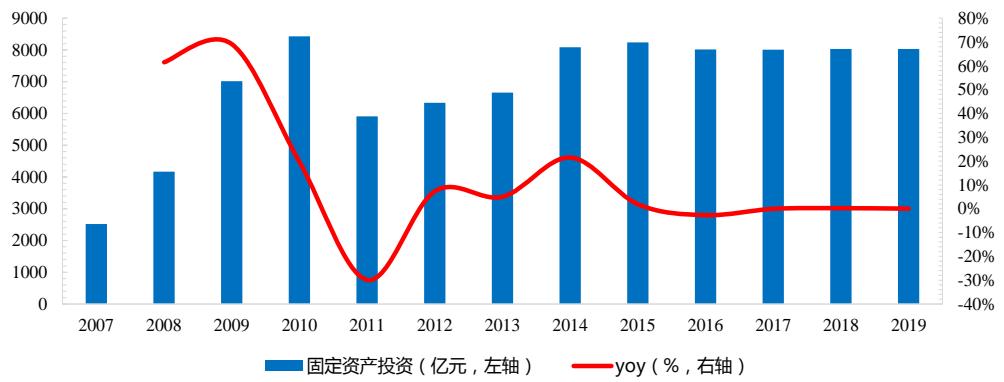
图表 21：2007 年-2019 年我国高铁营运里程及占比情况



资料来源：国家铁路局，太平洋研究院整理

回顾 2007 年至今的铁路固定资产投资额，在最初的 2007 年-2010 年期间铁路固定资产投资额快速增长，2011 年动车事故后国家本着安全为先的原则，放缓了铁路特别是高速铁路的建设步伐，直到 2014 年开始铁路投资才恢复 8000 亿左右的高位并延续至今。

图表 22：2007 年-2019 年我国铁路固定资产投资额及增速



资料来源：国家铁路局，太平洋研究院整理

按照此前发改委、交通运输部及铁路局联合发布的我国《中长期铁路网规划》，到 2020 年实现铁路总运营里程达到 15 万公里，其中高铁运营里程达到 3 万公里；到 2025 年铁路总运营里程达到 17.5 万公里，其中高铁运营里程达到 3.8 万公里。截至 2019 年末，我国已实现铁路总运营里程 13.9 万公里，其中高铁运营里程达到 3.5 万公里，其中高铁部分的任务已提前完成，考虑到川藏铁路等重大项目提前开工，有望在 2020 年末提前完成或接近 2025 年目标，因此我们判断新版铁路“十四五”规划有望提高到 2025 年的高铁建设规划目标，未来三年我国铁路固定资产投资额有望保持在 8000 亿左右。

(二) 动车组检修业务潜力巨大

随着我国高铁近十余年的快速发展，动车组保有量逐渐提升，车辆设备维修、更换带来的需求不容忽视。根据铁路总公司《铁路动车组运用维修规程》的规定，我国动车组采用以运行公里周期为主、时间周期为辅的检修模式。目前我国动车组检修体制分为五个等级：一级、二级检修为运用检修，在各铁路局下属的动车所内进行日常保养及故障件更换；三级、四级和五级检修为高级检修，需要在具备相应检修资质的单位进行，通常在铁总下属的维修基地和中国中车的修理厂，其中五级修需要对动车组进行解体并进行全面维修及更换部件，以达到新车的技术水平。

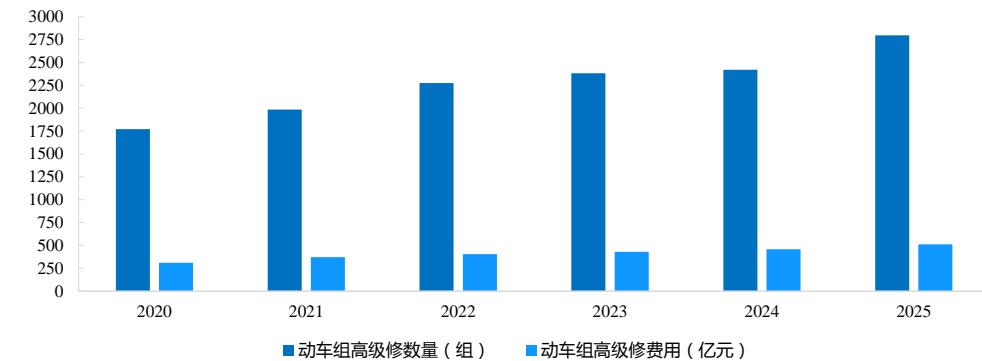
图表 23：各级检修内容（以 CRH380A 动车组为例）

检修等级	类型	内容	场所	首次维修条件
一级	运用检修	日常保养及故障件更换	动车所	日常进行
二级				
三级	高级检修	内装产品及部分结构件更换	具备检修资质的维修基地	60万公里或1.5年
四级				120万公里或3年
五级		解体维修更换部件，达到新车水平		240万公里或6年

资料来源：国家铁路局，太平洋研究院整理

以 CRH380A 型动车组为例，全寿命周期内需要进行约 15 次高级检修，其中包括 8 次三级修，4 次四级修，3 次五级修，整体维修成本约为新造成本的 1.5 倍。除部分地区外，我国高铁普遍运行强度较高，各级检修时间往往会提前到来，实际操作中一年左右进入三级检修，两年左右进入四级检修，四年左右进入五级检修。未来新造动车组以“复兴号”为主，采用 120 公里、240 公里和 480 公里对应高级检修规则，对应的检修时间相应较 CRH380A 型动车组翻倍，即 8 年左右进入五级检修。

图表 24：2020 年-2025 年我国高铁高级修市场空间测算



资料来源：太平洋研究院整理

(三) 城轨快速发展，打开需求增长空间

城轨发展方兴未艾，2019年底我国城轨运营里程达到6736公里，提前完成“十三五”规划目标。近年来我国城轨交通发展迅猛，2013年我国城轨运营里程仅为2746公里，到2019年底达到6730公里，CAGR达到16.13%。在此期间我国城轨车辆保有量亦快速增长，2019年底达到约40785辆。

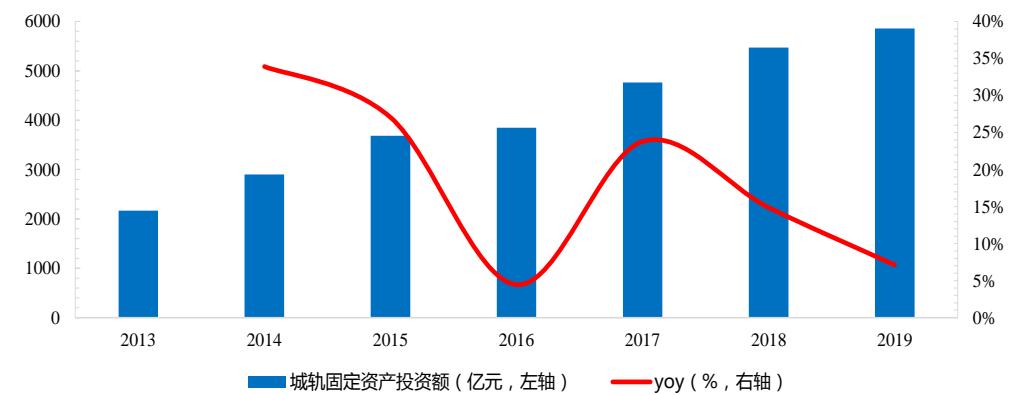
图表 25：近年我国城市轨道交通发展情况

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
城轨运营里程 (公里)	2746	3173	3618	4153	5033	5761	6736
城轨车辆保有量	14366	17300	19941	23791	28125	34012	40785
配车密度 (辆/公里)	5.23	5.45	5.51	5.73	5.59	5.90	6.05

资料来源：中国城市轨道交通协会，太平洋研究院整理

目前我国城轨运行结构仍是地铁占主导地位，2019年我国各制式城轨中地铁占比达到76.9%，而地铁亦是城轨中造价较高的一种类型，平均每公里造价超过7亿元，部分线路超过10亿元/公里。2019年我国城轨固定资产投资额达到5959亿元，再创历史新高，根据前期已开工项目及已批复项目来看，未来三年将是通车高峰期，预计年均城轨固定资产投资额有望超过6000亿元。

图表 26：2013年-2019年我国城轨固定资产投资额迅速增长



资料来源：中国城市轨道交通协会，太平洋研究院整理

三、 盈利预测及估值

(一) 盈利预测

假设 1：动车组招标量未来三年保持约年均 5% 的增长；

假设 2：动车组招标结构发生改变，250 公里时速“复兴号”采购占比增加，由于造价相对较低，导致公司相关产品毛利率承压；

假设 3：动车组检修业务营收占比继续提升至 15% 左右；

假设 4：城轨配套产品毛利率随着行业快速增长而相应提升。

图表 27：收入预测(百万元)

		2019A	2020E	2021E	2022E
高铁动车组配套产品					
收入		1,003.02	1,053.17	1,158.49	1,332.26
yoy			5.00%	10.00%	15.00%
成本		640.01	663.50	718.26	826.00
毛利率		36.19%	37.00%	38.00%	38.00%
城轨车辆配套产品					
收入		320.76	384.92	481.15	577.38
yoy			20.00%	25.00%	20.00%
成本		245.01	292.54	360.86	427.26
毛利率		23.62%	24.00%	25.00%	26.00%
检修业务					
收入		213.84	256.61	320.76	368.87
yoy			20.00%	25.00%	15.00%
成本		102.99	125.74	160.38	184.44
毛利率		51.84%	51.00%	50.00%	50.00%
动车组及城轨地铁设计、检测					
收入		43.03	51.63	64.54	74.22
yoy			20.00%	25.00%	15.00%
成本		3.39	5.16	6.45	7.42
毛利率		92.11%	90.00%	90.00%	90.00%
其他					
收入		28.59	31.45	34.60	38.06
yoy			10.00%	10.00%	10.00%
成本		12.33	13.53	14.88	16.37
毛利率		56.88%	57.00%	57.00%	57.00%
营业收入合计		1609.24	1777.78	2059.53	2390.78

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 估值及投资建议

预计公司 2020 年-2022 年 EPS 分别为 1.24 元/股、1.59 元/股、1.92 元/股，最新收盘日股价为 20.22 元，按此计算对应 PE 分别为 16X、13X、11X。公司占据轨交车辆配套产品龙头地位，未来三年业绩有望保持较高速增长，首次覆盖给予“增持”评级。

四、 风险提示

车辆采购不及预期风险：受线路规划及建设进度影响，可能导致当年轨交车辆采购数量与预测值出现偏差；

公司产品毛利率下滑风险：未来造价相对较低的 250 公里时速“复兴号”动车组占比将会增加，较低的整车采购价可能会压缩公司产品盈利空间；

其他系统性风险等。

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1609.24	1777.78	2059.53	2390.78	净利润	233.90	279.41	356.55	432.52
营业成本	1003.74	1100.46	1260.83	1461.48	折旧与摊销	69.82	83.45	83.45	83.45
营业税金及附加	21.78	24.72	27.74	32.57	财务费用	29.27	30.99	5.05	4.08
销售费用	107.32	131.56	160.64	179.31	资产减值损失	-0.33	10.00	12.00	12.00
管理费用	122.95	147.56	168.88	186.48	经营营运资本变动	-361.72	145.09	-187.06	-180.16
财务费用	29.27	30.99	5.05	4.08	其他	-6.74	-10.00	-12.00	-12.00
资产减值损失	-0.33	10.00	12.00	12.00	经营活动现金流净额	-35.79	538.94	258.00	339.90
投资收益	-9.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-9.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	25.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	15.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	267.43	332.50	424.38	514.86	短期借款	200.53	-669.99	-29.11	0.00
其他非经营损益	0.63	0.14	0.08	0.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	268.06	332.63	424.47	514.90	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	34.16	53.22	67.92	82.38	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	233.90	279.41	356.55	432.52	其他	-33.60	-34.59	-5.05	-4.08
少数股东损益	-1.80	-2.40	-2.93	-3.57	筹资活动现金流净额	166.93	-704.59	-34.16	-4.08
归属母公司股东净利润	235.70	281.81	359.49	436.09	现金流净额	147.34	-165.65	223.84	335.82
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	343.42	177.78	401.62	737.43	成长能力				
应收和预付款项	944.42	1032.61	1174.80	1379.04	销售收入增长率	6.51%	10.47%	15.85%	16.08%
存货	674.56	739.56	847.34	982.18	营业利润增长率	9.77%	24.33%	27.64%	21.32%
其他流动资产	7.13	7.88	9.13	10.60	净利润增长率	11.42%	19.45%	27.61%	21.31%
长期股权投资	295.88	295.88	295.88	295.88	EBITDA增长率	10.47%	21.94%	14.76%	17.45%
投资性房地产	94.41	94.41	94.41	94.41	获利能力				
固定资产和在建工程	457.91	389.94	321.98	254.02	毛利率	37.63%	38.10%	38.78%	38.87%
无形资产和开发支出	126.67	111.51	96.35	81.19	三费率	16.13%	17.44%	16.25%	15.47%
其他非流动资产	45.41	45.07	44.74	44.41	净利率	14.54%	15.72%	17.31%	18.09%
资产总计	2989.80	2894.64	3286.25	3879.16	ROE	14.84%	15.08%	16.14%	16.37%
短期借款	699.10	29.11	0.00	0.00	ROA	7.82%	9.65%	10.85%	11.15%
应付和预收款项	671.67	970.19	1033.49	1192.82	ROIC	17.70%	19.63%	23.80%	26.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.78%	25.14%	24.90%	25.20%
其他负债	42.47	42.98	43.84	44.90	营运能力				
负债合计	1413.24	1042.28	1077.33	1237.73	总资产周转率	0.56	0.60	0.67	0.67
股本	226.66	226.66	226.66	226.66	固定资产周转率	3.57	4.19	5.79	8.30
资本公积	662.87	662.87	662.87	662.87	应收账款周转率	4.28	3.83	4.06	4.07
留存收益	684.13	965.93	1325.42	1761.51	存货周转率	1.36	1.56	1.59	1.60
归属母公司股东权益	1577.26	1855.46	2214.95	2651.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.89%	—	—	—
少数股东权益	-0.70	-3.10	-6.03	-9.60	资本结构				
股东权益合计	1576.56	1852.36	2208.92	2641.44	资产负债率	47.27%	36.01%	32.78%	31.91%
负债和股东权益合计	2989.80	2894.64	3286.25	3879.16	带息债务/总负债	49.47%	2.79%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	1.43	1.95	2.34	2.59
EBITDA	366.52	446.94	512.89	602.39	速动比率	0.94	1.21	1.52	1.77
PE	19.44	16.26	12.75	10.51	每股指标				
PB	2.91	2.47	2.07	1.74	每股收益	1.04	1.24	1.59	1.92
PS	2.85	2.58	2.23	1.92	每股净资产	6.96	8.17	9.75	11.65
EV/EBITDA	12.59	9.19	7.52	5.84	每股经营现金	-0.16	0.00	0.00	0.00

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通机器人及自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人大趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

崔文娟，太平洋证券机械行业分析师，复旦大学经济学院硕士。曾就职于安信证券研究中心，2019年7月加入太平洋证券，致力以研究穿越行业波动，找寻确定性机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于 2017 年 7 月加盟太平洋证券。



投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。