



# 电动工具配件龙头切入换电赛道展宏图

——山东威达 (002026.SZ)

机械设备/通用机械

## 投资摘要:

**全球电动工具钻夹头龙头。**山东威达为电动工具配件行业隐形冠军,随着经营范围的扩大,业务进一步延伸至新能源汽车换电站、智能装备制造、数控机床等。公司电动工具钻夹头产品出货量连续 20 多年位居全球第一,全球市占率 45% 左右。

**拟非公开发行股份扩充产能。**公司发布 2020 年非公开发行 A 股股票预案,拟募集资金 2 亿元用于“扩增智能新能源储能电源自动化组装车间”以及“新能源储能电源研发中心”项目。公司目前已形成年产新能源锂电池包 940 万套的生产能力。此次产能扩建,将帮助公司在提升现有电动工具中高端客户(比如博世、牧田、百得、TTI 等)业务基础上,突破产能瓶颈,优化产品线,享受电动工具、园林工具、电动自行车、电动滑板车、儿童玩具等行业发展机遇。

**换电行业迎风口,与蔚来深度绑定。**新能源电动汽车能源补给方式主要为充电模式以及换电模式,其中,目前充电模式为能源补给主流,换电模式虽也发展多年,从市场接受度、产业链协同性、应用占比来看尚处于起步阶段。根据我们的测算,预计至 2025 年,国内当年新增换电设备需求将达到 60 亿元,考虑到各主要玩家激进的扩产计划,实际建设量预计将大幅超出模型测算。至 2025 年,蔚来计划全球部署超过 4,000 座换电站,其中,预计 2021 年年底将超过 700 座,2022 年至 2025 年每年新增换电站预计超过 600 座。同时,蔚来计划至 2025 年在中国市场以外累计部署换电站数量约 1,000 座。公司作为与蔚来深度绑定的换电站设备供应商,将充分受益。

**电动工具配件具备三大核心优势。**山东威达核心竞争力产品为电动工具钻夹头,在不断加强核心业务优势地位过程中,基于现有优质头部客户资源,逐步拓展至电动工具其他配件,包括但不限于精密铸造、粉末冶金、电动开关、电池包、锯片等。公司三大核心优势包括:(a) 深度绑定龙头客户:拥有电动工具全球最高端客户群,包括史丹利百得、创科、博世、牧田、麦太保等,业务横跨欧洲、北美地区,其作为全球最主要的电动工具消费市场,占比约 50%-70%。(b) 主干与延伸:公司成立之初以电动工具配套钻夹头为主业。围绕最初主业,公司基于与客户极高的粘性与协同性,不断开拓配套范围,形成以钻夹头为干,多业务枝干茁壮成长之势。(c) 行业成长属性。

**投资建议:**预计公司 2021 年~2023 年 EPS 分别为 0.8 元、1.12 元、1.43 元,对应当前股价市盈率分别为 17 倍、12 倍、10 倍,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:**原材料涨价;新产品突破不达预期;新产能投产低于预期。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,575.11	2,165.05	3,358.42	4,686.96	5,989.99
增长率(%)	-5.23%	37.45%	55.12%	39.56%	27.80%
归母净利润(百万)	(117.89)	254.39	339.71	472.49	605.29
增长率(%)	-175.91%	-315.79%	33.54%	39.09%	28.11%
净资产收益率(%)	-5.06%	9.89%	11.87%	14.46%	15.99%
每股收益(元)	(0.28)	0.60	0.80	1.12	1.43
PE	(50.32)	23.48	17.55	12.62	9.85
PB	2.54	2.32	2.08	1.82	1.58

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

买入(首次)

2021年07月14日

夏纾雨

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519070002

xiaishuyu@shgsec.com

## 交易数据

时间 2021.07.14

总市值/流通市值(亿元)	57.3/57.3
总股本(万股)	42,322.62
资产负债率(%)	20.8
每股净资产(元)	6.31
收盘价(元)	13.47
一年内最低价/最高价(元)	6.13/14.6

## 公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

## 相关报告

## 内容目录

<b>1. 公司为电动工具行业配件供应商龙头</b> .....	<b>4</b>
1.1 电动工具零部件+自动化+换电设备.....	4
1.2 公司股权结构合理.....	4
1.3 公司发布非公开发行 A 股股票预案拟扩产能.....	5
1.4 股权激励方案落地.....	6
<b>2. 涉足新能源汽车换电业务</b> .....	<b>7</b>
2.1 换电与充电之争.....	7
2.2 充电模式制约因素探讨.....	8
2.3 换电模式的不同形式.....	9
2.4 换电模式全面迎来政策利好.....	10
2.5 换电产业链玩家纷纷入局，行业百花齐放.....	12
2.6 换电行业发展萌芽期与新能源汽车行业发展加速期.....	13
2.7 换电站市场模型测算.....	16
2.8 斯沃普与蔚来深度合作.....	17
<b>3. 深耕电动工具配件主业</b> .....	<b>20</b>
3.1 公司电动工具配件业务持续增长.....	20
3.2 核心优势之一：深度绑定龙头客户.....	22
3.3 核心优势之二：主干与延展.....	23
3.4 核心优势之三：行业成长属性.....	24
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>25</b>
4.1 盈利预测.....	25
4.2 估值.....	25

## 图表目录

<b>图 1： 山东威达历年营业收入</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2： 山东威达历年归母净利润</b> .....	<b>4</b>
<b>图 3： 山东威达股权结构图</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4： 激励对象名单以及拟授出权益分配</b> .....	<b>6</b>
<b>图 5： 我国历年新能源汽车销量</b> .....	<b>7</b>
<b>图 6： 消费者对于新能源汽车关注因素</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7： 我国新能源电动汽车能源补给模式发展历程</b> .....	<b>7</b>
<b>图 8： 国内新能源汽车车桩比变化图</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9： 垂直对插式换电示意图</b> .....	<b>9</b>
<b>图 10： 平行对插式换电示意图</b> .....	<b>10</b>
<b>图 11： 换电行业格局现状与未来发展趋势</b> .....	<b>12</b>
<b>图 12： 车电分离模式</b> .....	<b>14</b>
<b>图 13： 我国新能源汽车渗透率 (%)</b> .....	<b>14</b>
<b>图 14： 2020 年我国新能源汽车销售结构 (万辆)</b> .....	<b>15</b>
<b>图 15： 我国新能源汽车换电站变化趋势 (座)</b> .....	<b>15</b>
<b>图 16： 2020 年我国换电站构成</b> .....	<b>15</b>
<b>图 17： 蔚来换电业务布局</b> .....	<b>16</b>
<b>图 18： 斯沃普股权结构图</b> .....	<b>17</b>

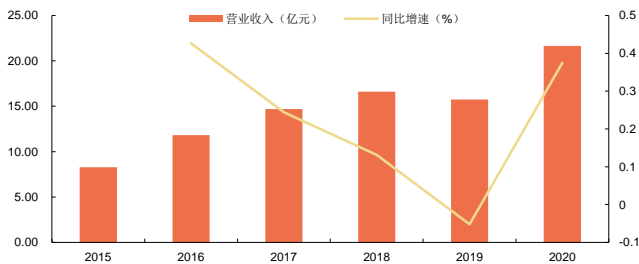
图 19: 蔚来第二代换电站 (一) .....	18
图 20: 蔚来第二代换电站 (二) .....	18
图 21: 公司业务发展时间轴 .....	20
图 22: 公司电动工具业务图例 .....	20
图 23: 公司电动工具业务收入规模 (亿元) .....	21
图 24: 公司电动工具业务毛利率 (%) .....	21
图 25: 公司电动工具业务收入占比 (%) .....	21
图 26: 全球电动工具市场规模 (亿元) .....	22
图 27: 全球电动工具行业竞争格局 .....	22
图 28: 全球主要电动工具市场地域分布 .....	22
图 29: 公司历年销售费用率 (%) .....	23
图 30: 电动工具成本构成 .....	23
图 31: 全球电动工具钻夹头市场空间 (亿只) .....	24
图 32: 全球锂电池包市场空间 (亿只) .....	24
图 33: 山东威达 PE-Band .....	26
图 34: 山东威达 PB-Band .....	26
表 1: 公司非公开发行股票所用项目 .....	5
表 2: 换电模式与充电模式对比 .....	9
表 3: 不同换电实现形式对比 .....	10
表 4: 国内部分车企换电业务布局情况 .....	12
表 5: 部分国内车企换电业务布局梳理 .....	13
表 6: 我国换电站设备空间测算 .....	17
表 7: 蔚来第一代换电站与第二代换电站比较 .....	19
表 8: 国茂股份可比公司估值表 .....	25
表 9: 公司盈利预测表 .....	27

## 1. 公司为电动工具行业配件供应商龙头

### 1.1 电动工具零部件+自动化+换电设备

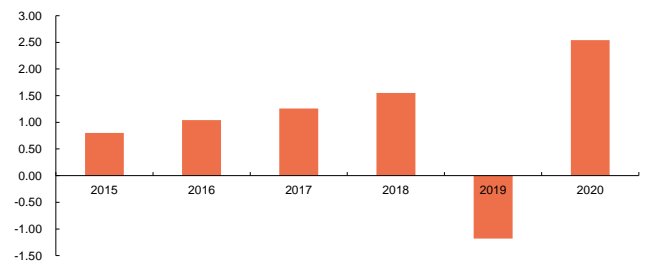
**全球电动工具钻夹头龙头。**山东威达为电动工具配件行业隐形冠军，随着经营范围的扩大，业务进一步延伸至新能源汽车换电站、智能装备制造、数控机床等。公司电动工具钻夹头产品出货量连续 20 多年位居全球第一，全球市占率 45% 左右。

图1：山东威达历年营业收入



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图2：山东威达历年归母净利润



资料来源：公司公告，申港证券研究所

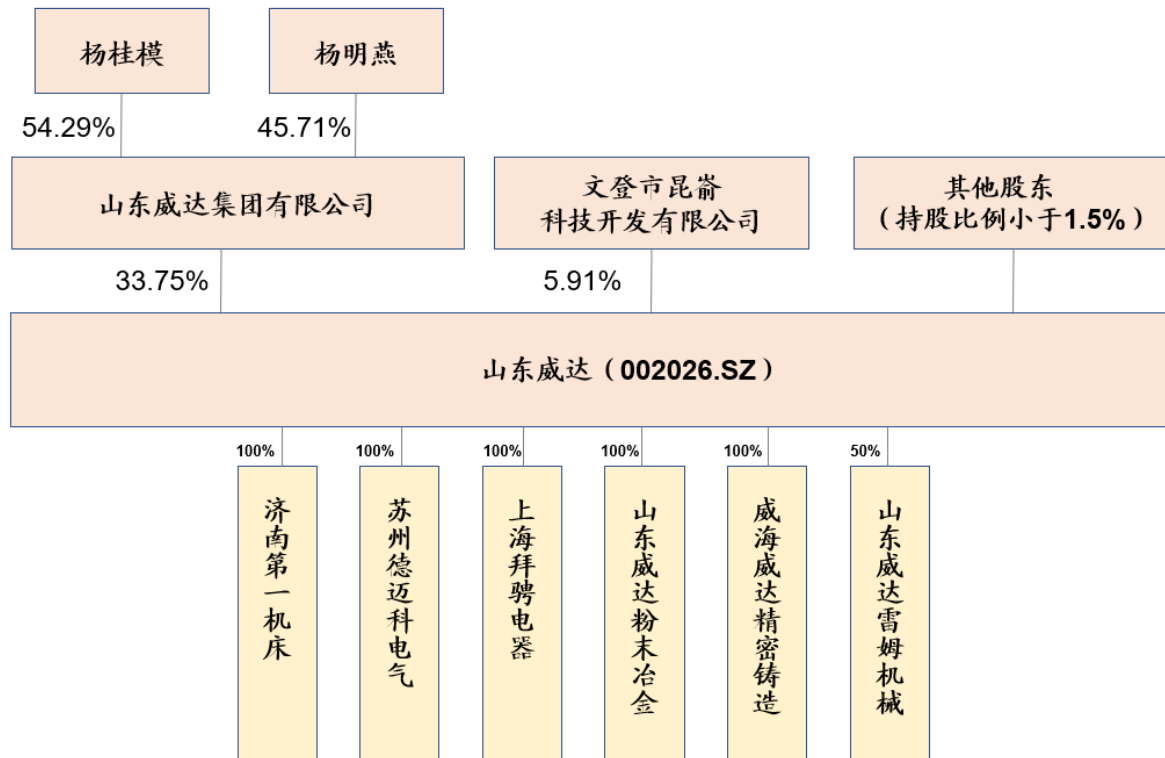
**电动工具零部件+自动化+换电设备。**公司现有业务结构为电动工具配件+高端智能装备+新能源业务+其他家用电器汽车业务，其中，收入与利润主要贡献者为电动工具业务板块。电动工具根据使用特点不同，可分为工业级、专业级、DIY 家用级，我国电动工具整机与零部件出口率居全球首位，达到约 80% 以上。

**近三年业绩波动较大。**2020 年公司实现营业收入 21.65 亿元，同比增长 37.5%；实现归母净利润 2.54 亿元（上年同期亏损）。2019 年亏损主要由于德迈科商誉计提。

### 1.2 公司股权结构合理

**公司股权结构合理。**公司第一大股东为山东威达集团有限公司，持股比例 33.75%；实际控制人为杨佳模，其持有山东威达集团有限公司 54.29% 股份。公司董事长杨明燕持有公司股份 15.43%。

**公司子公司分布清晰。**公司全资子公司包括济南一机、德迈科、拜骋、威达粉末冶金、精密铸造等；同时，持有山东威达雷姆机械 50% 股份。2020 年，济南一机实现营业收入 1.06 亿元，亏损 6,029 万元，预计 2021 年亏损幅度将大幅收窄，目前订单情况良好；苏州德迈科实现营业收入 2.43 亿元，净利润 124 万元，随着自动化行业的底部复苏，2021 年经营情况向好；上海拜骋实现营业收入 9.35 亿元，净利润 1.67 亿元，自收购以来上海拜骋取得优异的与母公司协同整合效应，收入规模高速增长，随着定增推进后产能的扩大，上海拜骋规模有望跃上新台阶；威达粉末冶金实现营业收入 1 亿元，净利润 1,221 万元。

**图3: 山东威达股权结构图**


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

### 1.3 公司发布非公开发行 A 股股票预案拟扩产能

拟非公开发行股份扩充产能。公司于 2020 年 12 月发布 2020 年非公开发行 A 股股票预案, 拟募集资金 2 亿元用于“扩增智能新能源储能电源自动化组装车间”以及“新能源储能电源研发中心”项目。本次非公开发行拟募集资金总额不超过 20,096.36 万元。

**表1: 公司非公开发行股票所用项目**

项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金投入金额 (万元)
扩增智能新能源电源 自动化组装车间	18,996.87	18,996.87
新能源储能电源研发中心	1,099.49	1,099.49
合计	20,096.36	20,096.36

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

**扩产新能源锂电池包业务。**公司致力于进一步拓展主业产品范围, 成为全球领先的电动工具行业服务商。公司目前已形成年产新能源锂电池包 940 万套的生产能力, 应用领域包括电动工具、儿童电动汽车、电动滑板车、园林工具、儿童用品等。此次产能扩建, 将帮助公司在提升现有电动工具中高端客户(比如博世、牧田、百得、TTI 等)业务基础上, 突破产能瓶颈, 优化产品线, 享受电动工具、园林工具、电

动自行车、电动滑板车、儿童玩具等行业发展机遇。

#### 1.4 股权激励方案落地

股权激励方案彰显管理层扩张信心。为进一步完善公司法人治理结构，建立健全长效激励机制，吸引、留住核心人才，充分调动核心员工积极性与创造性，提升团队凝聚力，公司于 2020 年年末发布第二期股权激励计划。

- ◆ **拟授予股份数量：**本次股权激励拟授予激励对象限制性股票 2,622 万股，占公司总股本约 6.35%。
- ◆ **拟授予对象：**包括董事、中高级管理人员、核心技术（业务）人员约 350 人。
- ◆ **拟授予价格：**首次授予激励对象限制性股票授予价格为 10.61 元/股。
- ◆ **授予条件：**本次股权激励计划为 2021 年~2023 年，业绩考核目标为，以 2019 年净利润为基数，2021 年~2023 年公司净利润同比增速分别不低于 20%、35%、85%。

图4：激励对象名单以及拟授出权益分配

序号	姓名	职务	获授股票期权数量（万份）	占拟授予股票期权总量的比例	占公司 2020 年 12 月 31 日股本总额的比例
1	杨桂军	副董事长	50.00	1.86%	0.12%
2	刘友财	董事、总经理	50.00	1.86%	0.12%
3	李铁松	董事、副总经理	40.00	1.49%	0.09%
4	姜庆明	董事	40.00	1.49%	0.09%
5	宋战友	副总经理	50.00	1.86%	0.12%
6	种 永	财务负责人	35.00	1.30%	0.08%
7	张红江	董事会秘书、副总经理	35.00	1.30%	0.08%
8	中层管理人员、核心技术人员、业务人员，以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工（343 人）		2,388.00	88.84%	5.64%
<b>合计</b>	—		<b>2,688.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.35%</b>

资料来源：公司公告，申港证券研究所

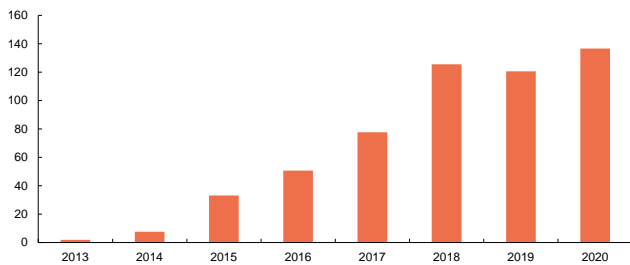


## 2. 涉足新能源汽车换电业务

### 2.1 换电与充电之争

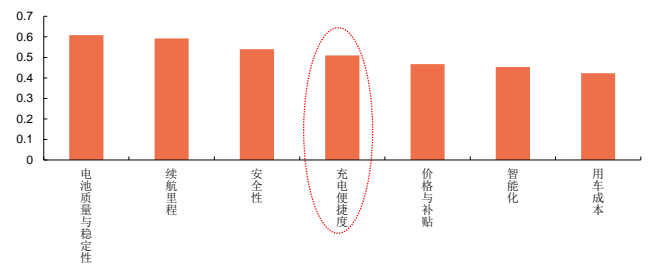
**新能源汽车加电方案。**新能源汽车能源补给方式主要为充电模式以及换电模式，其中，目前充电模式为能源补给主流，换电模式虽也发展多年，从市场接受度、产业链协同性、应用占比来看尚处于起步阶段。新能源汽车换电模式指以换电站为载体，通过对动力电池集中存储、充电，在换电站内对新能源汽车进行电池更换服务。换电站具备电池充电、电池更换功能，站内包括供电系统、充电系统、电池更换系统、监控系统、电池检测与维护管理系统等部分。

图5：我国历年新能源汽车销量



资料来源：Wind，申港证券研究所

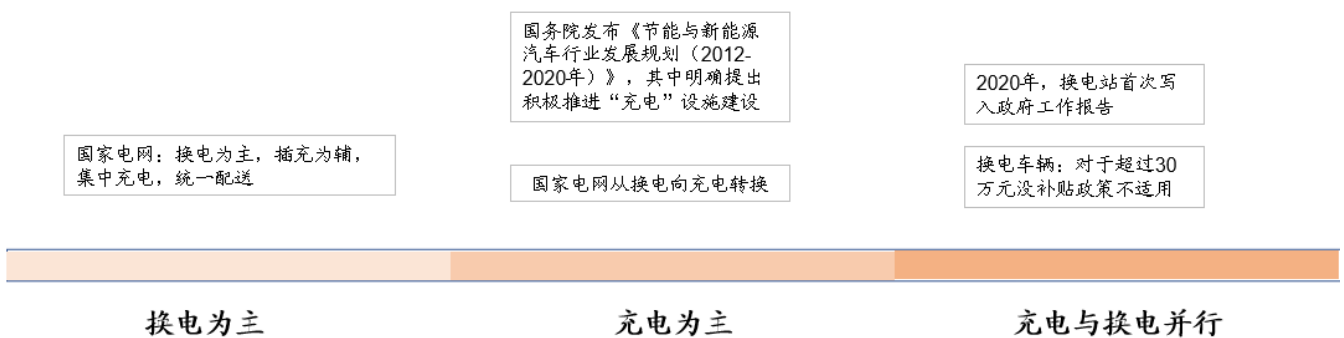
图6：消费者对于新能源汽车关注因素



资料来源：Wind，申港证券研究所

新能源汽车中纯电占比具有绝对优势，能源补给便利度值得重视。2020年，我国新能源汽车销量创历史新高，全年累计实现销售136.7万辆，同比增长10.9%，其中，纯电动汽车销量111.5万辆，占比81.6%。消费者对于新能源汽车的电池质量与稳定性、续航里程、安全性、充电便捷度最为关注

图7：我国新能源汽车能源补给模式发展历程



资料来源：新闻整理，申港证券研究所

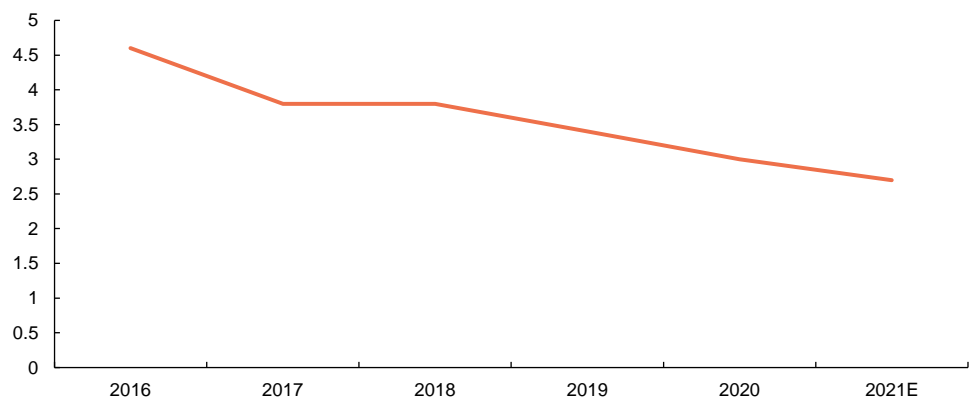
我国新能源汽车能源补给模式历经数轮变化。虽然国内新能源汽车车桩比逐年改善，充电模式下充电效率的制约以及基础设施供给端的缺口等问题决定了其无法成为市场上唯一的加电方案，换电模式凭借其自身性能上较多的优势，作为换电模式的补充，正被愈发受到重视。另一方面，从发展历程来看，国内对于充换电路线的选择经历了以下主要阶段。

- ◆ **第一阶段 (2011 年~2012 年): 换电为主, 充电为辅。**2008 年前后部分企业开始尝试换电模式。2011 年, 国家电网定调国内电动车行业的商业模式为“换电为主、插充为辅、集中充电、统一配送”, 在此之前, 国家电网尚未明确“换电”与“充电”优先级。另一方面, 南方电网以“充电”模式为主。
- ◆ **第二阶段 (2012 年~2019 年): 充电为主, 换电为辅。**2012 年, 国务院发布《节能与新能源汽车行业发展规划 (2012 年~2020 年)》, 明确积极推进“充电”设施建设。
- ◆ **第三阶段 (2019 年~至今): 充电与换电并行发展。**市场再度关注“换电”模式, 进入充电与换电并行发展阶段。2020 年, “换电站”首次写入政府工作报告, 在新基建内容中, 将“建设充电桩”扩展为“增加充电桩”“换电站”等设施。2021 年, “换电站”再次出现在政府工作报告中。

## 2.2 充电模式制约因素探讨

充电模式与换电模式之争, 核心在于效率与经济性的平衡。对于纯电新能源汽车而言, 充换电技术路线的选择, 需要同时考量充换电基础设施体系、建设运营与管理、产业链协同配套等, 虽目前充电模式更为主流, 长周期维度来看技术路线的选择仍处于探索阶段。充换电技术自身的性能特性决定了其互为对方的优劣势, 比如换电模式优势在于高效快捷, 而充电模式具备更好的经济性。

图8: 国内新能源汽车车桩比变化图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**充电模式的主要制约因素。**充电目前仍然为**主流能源补给方式**, 短期内较难发生改变, 但其自身存在的制约因素给换电模式提供了生存空间。

- ◆ **充电效率:**分为快充与慢充, 虽然快充可满足电池短时间内迅速实现 80%左右电量, 但脉冲式电流对于设备的散热保护等提出较高要求, 长期快充将影响电池的理论寿命。
- ◆ **车桩比:**近年国内充电设施建设发展迅速, 预计至 2021 年车桩比将提升至 2.7:1, 但供给缺口短期仍无法完全消除。
- ◆ **电池维护:**充电模式不利于车主后期对于电池包进行升级与维护, 电池损耗较大



增加运维支出。

表2：换电模式与充电模式对比

特点对比	换电模式	充电模式
补电时长	平均耗时 3-10 分钟	慢充 4-10 小时，快充 0.5-1 小时
人员值守	24 小时有人值守	绝大多数无人值守
电池寿命	集中养护，有利于电池减慢衰减	长期快充会加剧电池损耗
用户体验	和燃油车类似	充电时间较长
电网响应	可根据电网侧需求，在统一管理框架下进行电池充电的优化调度，大幅提升绿色能源利用率	充电随机性较大，对电网运行和调度有不利影响
场地要求	需要布局合理的作业场地	需要布局合理，车位租金成本较高
产品标准	电池端、车辆端的相关规格、尺寸等需要实现标准化、序列化，需要国家层面统一协调和推动	需要实现充电设施信息和支付的互联互通
能源供给	光伏、风电等方式多样化，匹配分布式能源发展趋势	电力容量需求高，能源供给方式较为固定
地域影响	对地域气候条件要求更低	气温较低情况下，容易影响充电效率
梯次利用	预留电池回收渠道，容易实现统筹管理	无
运营成本	需要较多的管理人员，有专人值守，电池冗余配置	无人值守，基础设施为重资产

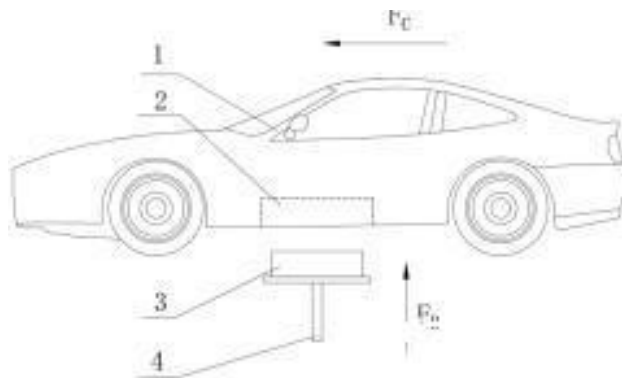
资料来源：新闻整理，申港证券研究所

## 2.3 换电模式的不同形式

**换电实现形式之一。**根据换电时接触与导方式的不同，可以将换电形式分为对插式换电、端面式换电。垂直对插式换电与端面式换电自动化程度较高被广泛使用。

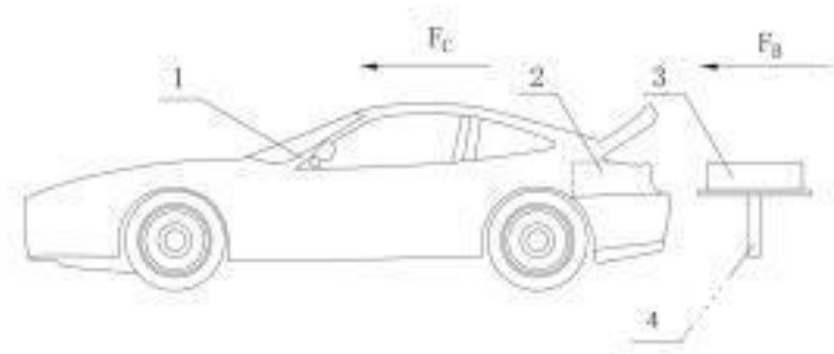
- ◆ **对插式换电：**车身与电池的插件导向孔、导向轴对插进行导向与定位，从而实现电池与车辆的连接。换电时根据车身运行方向与电池进行方向关系的不同，对插式换电可进一步分为垂直对插式换电、平行对插式换电。
- ◆ **端面式换电：**端面式换电实现过程与对插式换电类似，电池安装于底盘，但换电是由插件接触面定位，非导向的轴孔。

图9：垂直对插式换电示意图



资料来源：网络资料，申港证券研究所

图10：平行对插式换电示意图



资料来源：网络资料，申港证券研究所

**换电实现形式之二。**根据技术路线的不同，可分为电池包整体式换电、电池包分箱式换电、移动换电车换电。

表3：不同换电实现形式对比

换电方式	优点	缺点	代表企业
垂直对插式换电	通常安装在车辆底盘，电池隐蔽性好，安全性较高	需要导正，换电机构需要3个方向的自由度，换电机构相对复杂，成本较高	蔚来、特斯拉
平行对插式换电	电池以框架形式固定，电池安装稳固，电气连接可靠	电池的防护性依赖整车底盘的防护，密封性不易保证。需手动进行对正，操作工艺流程难以形成规范，换电时间较长	众泰、力帆
端面式换电	没有导向的轴孔，换电时行程较短，接合区域紧密，相应地车辆预留的换电位置和电池安装空间更小。	主要靠电池和车身上插件的接合面接合进行对正，插件本身制造精度较高，插件较复杂，成本较高	北汽新能源

资料来源：新闻整理，申港证券研究所

## 2.4 换电模式全面迎来政策利好

关于车电分离的优势，工信部部长辛国斌曾总结为以下几点。工信部部长辛国斌曾总结换电模式中车电分离的优势：

- ◆ 大大降低消费者购车成本；
- ◆ 增加消费者出行的便捷度；
- ◆ 由电池运营公司对电池集中进行监测、养护与管理，有利于延长动力电池寿命，提升电池自身的安全性；
- ◆ 利用峰谷电价的差别降低充电成本；
- ◆ 根据每天行驶历程考虑当天租多少电；
- ◆ 催生出一些新的服务业态；
- ◆ 解决老旧小区充电桩建设难问题。

自 2020 年以来，换电行业集中迎来政策红利。2020 年“换电站”首次写入政府工作报告，行业政策加持站上风口。

- ◆ **2020 年 4 月**：财政部、工信部、科技部、发改委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴的通知》，提出继续发展换电新型商业模式，换电模式车辆补贴不受价格限制。
- ◆ **2020 年 8 月**：由北汽新能源、蔚来汽车、中国汽车技术研究中心等单位牵头起草的 GB/T《电动汽车换电安全要求》通过审查，将成为首个换电国标。
- ◆ **2020 年 11 月**：国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》，提出加强充换电基础设施建设，鼓励新能源汽车换电模式应用。
- ◆ **2021 年 5 月**：发改委发布《关于公开征求对<关于进一步提升充换电基础设施服务保障能力的实施意见(征求意见稿)>意见的公告》，将符合条件的充换电设施以及配套电网建设与改造投资纳入新基建专项债券和中国清洁发展机制基金支持范围。
- ◆ **2021 年 5 月**：《电动汽车换电安全要求》国家标准发布，其为我国汽车行业换电领域首个基础通用国家标准，明确了换电车辆一般安全要求、整车安全要求、系统部件安全要求，并给出相应试验检测方法。《要求》将于 2021 年 11 月 1 日正式实施。
- ◆ **2021 年 5 月**：2021 年下半年起全国范围内开展新能源汽车换电模式应用试点，由工信部与国家能源局联合组织开展。鼓励在公交、出租、城市物流配送、港口、矿山等公共领域率先试点，在私人领域推动商业化运营等七大方面。

地方性刺激政策不断，行业站上风口。包括上海、天津、北京、海南、湖南等在内的多省市加码换电政策。

- ◆ **上海**：2021 年 2 月发布《上海市加快新能源汽车产业发展实施计划(2021-2025)》，完善换电设施报建管理制度，对符合条件的换电站运营给予补贴。“十四五”期间实现充电桩、换电站、加氢站建设全麻敏开花。2021 年 3 月，上汽集团发布首款荣威 Ei5 出租车换电车型，开启上海换电出租车应用试点，鼓励出租车换电模式发展。同期，上海首家新能源汽车多品牌多车型共享换电站启用，日换电频次达到 1000 次，支持北汽、广汽 Aion、一汽红旗、上汽荣威、长安等品牌，主要面向出租车与网约车。2021 年 4 月，蔚来上海首座第二代换电站于滴水湖上线。
- ◆ **北京**：根据《北京市加快新型基础设施建设行动方案(2020-2022 年)》，北京未来三年将再建设不少于 5 万个充电桩和 100 座换电站。
- ◆ **海南**：拟出台《海南省支持电动汽车换电站建设的指导意见》，对于专门用于服务的重型车辆、巡游出租车、网约车、公交车、城际客车、旅游班线等换电模式重点应用领域，并于 2021 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日建设的换电站，拟一次性给予项目设备投资额 15% 的建设补贴；对服务私家车的换电站，按照暂行管理办法执行。按照属地管理原则，补贴费用由省、市(县)各承担 50%。

## 2.5 换电产业链玩家纷纷入局，行业百花齐放

换电行业从发展前景相对不被看好到目前充电与换电并行发展，严格来说，目前换电行业仍然处于初级探索阶段。现阶段，采用换电模式的主力军为出租车/网约车等运营车辆所对应的 **To B** 市场。运营车辆应用换电模式主要在于其具有以下优势：

- ◆ 运营车辆车型统一，便于集体规划与提效；
- ◆ 经济性角度看，运营车辆时间成本较高，换电模式对于双班运营的车辆而言是最为理想的加电模式之一。另一方面，蔚来为目前推行 **To C** 市场换电模式的主要玩家。

图11：换电行业格局现状与未来发展趋势

<p><b>车辆类型</b></p>	<p><b>运营车辆为主，私家车辆较少</b></p> <p>除蔚来汽车大面积推广换电模式，多数涉足换电模式的企业均以运营车辆为主，现阶段的换电模式更多为解决运营车辆痛点</p>	<p>主要主机厂未来三年将不断推出换电车型产品，更多个人车辆换电模式将进入市场试水</p>
<p><b>玩家类型</b></p>	<p><b>主机厂及配套商、三方平台公司为主</b></p> <p>目前换电模式行业玩家以主机厂为自有客户，主机厂配套企业为相关运营车辆，以及第三方平台公司这几类专业换电运营企业为主</p>	<p>充电桩生产/运营企业、电池生产/梯次利用企业、经销商、城市运营商等多类型玩家进入</p>
<p><b>商业模式</b></p>	<p><b>2B细分可持续运营、2C盈利待创新</b></p> <p>2B模式对公交、出租、物流等行业的运营可持续，2C换电成本持续下降至大功率快充相当，围绕C端业务的盈利模式亟待创新突破</p>	<p>通过换电技术升级，梯次利用价值挖掘等方面技术和商业模式的不断创新和落地，换电盈利能力有望进一步提升</p>

资料来源：罗兰贝格，申港证券研究所

行业玩家纷纷入局。换电运营商参与方主要包括主机厂/配套商、第三方平台公司等，未来随着模式的多样化，充电领域、电池制造领域、城市运营领域等多领域玩家有望入局。

表4：国内部分车企换电业务布局情况

车企	合作企业	布局方向
蔚来	宁德时代、国家电网等	C 端市场
长安新能源	宁德时代、奥动、铁塔等	B 端市场
北汽	奥动等	B 端市场
哪吒	宁德时代、华鼎国联等	C 端市场

资料来源：新闻整理，申港证券研究所

越来越多玩家入局“换电模式”，探索车电分离、换电站建设、电池银行等不同产业创新模式。2020年12月，中国交通换电产业技术创新联盟成立大会暨第一届理事会于苏州召开。“换电联盟”由国网电动汽车服务有限公司、国网智慧能源交通技术创新中心（苏州）有限公司联合国内的整车企业、动力电池企业、电网公司、换电相关企业及产业资本共同发起成立，推动电动交通换电规范化、标准化、规模化发展。

**表5：部分国内车企换电业务布局梳理**

车企	换电业务布局简述
蔚来	To C 换电市场先行者。发布电池租用服务 (BaaS)，可提供车电分离、电池租用、可充可换可升级的全面服务。宣布由宁德时代、湖北科技、国泰君安和蔚来共同发起投资的武汉蔚能电池资产公司于 2020 年 8 月 18 日注册成立，注册资金为 8 亿元。
北汽新能源	2010 年，北汽新能源开始对换电技术的预研，2012 年正式立项开发换电技术。北汽新能源的第一款换电工程样车采用了 Better place 的相关技术。2016 年，北汽新能源在中国庞大的电动网约车市场找到了换电技术的落地场景，开始将换电版纯电动汽车投向 B 端市场，开启商业化运营的尝试并持续至今。
吉利科技	旗下的枫叶汽车推出了旗下首款换电的新能源车型枫叶 80V，由此拉开了吉利布局换电模式的新序幕。2020 年在计划重庆建设完成 35 座换电站，到 2023 年重庆计划落成 200 余座换电站。截至目前，吉利科技集团已在全国签约的换电站超过 1000 座。推出逸动 EV 换电版车型。
上汽荣威	最新一批的《道路机动车辆生产企业及产品公告》新产品中，荣威汽车的三款换电式车型进入公告。上汽荣威换电版车型首先投放于 B 端市场，预计 2021 年年底上海全市换电出租车的数量将超过 3000 辆。上汽荣威与奥动新能源计划至 2025 年在上海投建 200-300 座换电站，形成规模化的换电服务网络。
长安汽车	与宁德时代、奥动、国网、铁塔等换电联盟伙伴打造的长安新能源首座智慧换电示范站正式对外开放并投入示范运营，动力电池换装 1 次仅用时 30 秒。长安新能源换电站具有兼容 7 大主机厂换电服务的能力。未来 5 年长安新能源与换电联盟伙伴将在重庆市累计建成换电站 100 座。
爱驰汽车	首座换电站及爱驰 U5 换电车型投入试运营。截至目前，已收获 600 辆换电 U5 车型订单，首批车辆将投入共享出行市场。与蓝谷智慧能源达成合作，未来 3 年将投放车辆不少于 20,000 辆换电车型，实现在 17 个城市建成至少 200 座换电站的目标。
小鹏汽车	相继在广州、嘉兴、深圳等地成立新公司，业务范围均包含汽车换电。将推出哪吒 U Pro 换电版。
力帆科技	被吉利并购，重启造车业务，首款换电新车型 80V，已在重庆蔡家生产基地完成量产下线。60S 和 80X，分别针对网约车、出租车和公务用车市场。

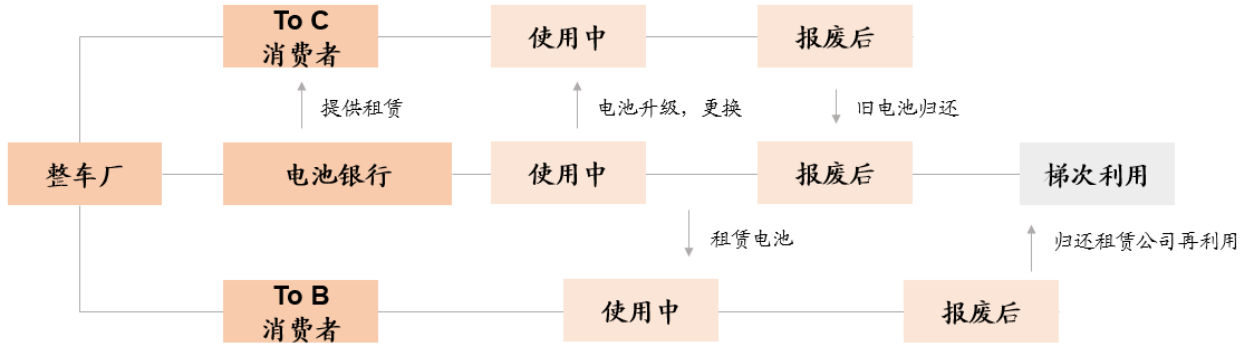
资料来源：新闻整理，申港证券研究所

## 2.6 换电行业发展萌芽期与新能源汽车行业发展加速期

**车电分离为换电模式重要体现形式。**自换电模式首次被写入政府工作报告，其也成为作为国家层面推动的新能源汽车加电模式，行业积极探索车电分离、换电站建设、电池银行等产业创新模式。“车电分离”是实现锂离子动力电池梯次利用的商业运营模式基础，有利于大幅提升电池利用率以及降低用户购车成本，本质上依托于换电模式。车电分离包括技术与产权的分离，实现“电池租用，买车租电池”。车电分离优势体现在：

- ◆ 降低新车购车费用，提升车辆保值率；
- ◆ 解决电池升级痛点，回收利用价值最大化。

图12: 车电分离模式



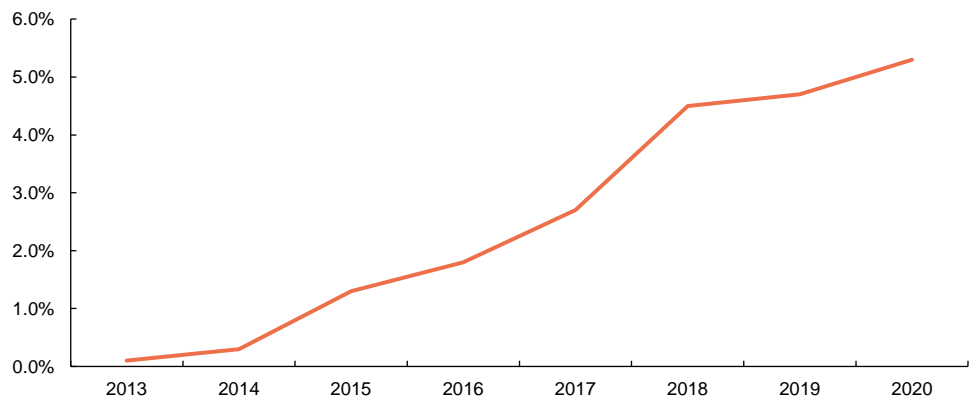
资料来源: 申港证券研究所

国内新能源汽车渗透率快速提升, 行业历经萌芽初期、迅速成长期、市场调整期, 需求逐步由“政策导向”转向“市场导向”, 市场成熟度日益剧增。

2020年, 我国国内市场新能源汽车实现销售量136.6万辆, 同比增长7.5%。回顾国内新能源汽车行业发展历程:

- ◆ 2013年之前: 萌芽期, 行业年销量低于2万辆, 市场尚处于导入期;
- ◆ 2018年之前: 高速发展期, 2014年~2018年行业录得连续6年飞速发展, 年复合增速高达102.3%;
- ◆ 2019年: 市场逐步向“需求推动”转型, 补贴退坡背景下2019年行业首次录得负增长, 经历调整期;
- ◆ 2020年以来: 2020年以来, 市场进一步成熟, 行业长期成长空间日渐明朗。

图13: 我国新能源汽车渗透率 (%)

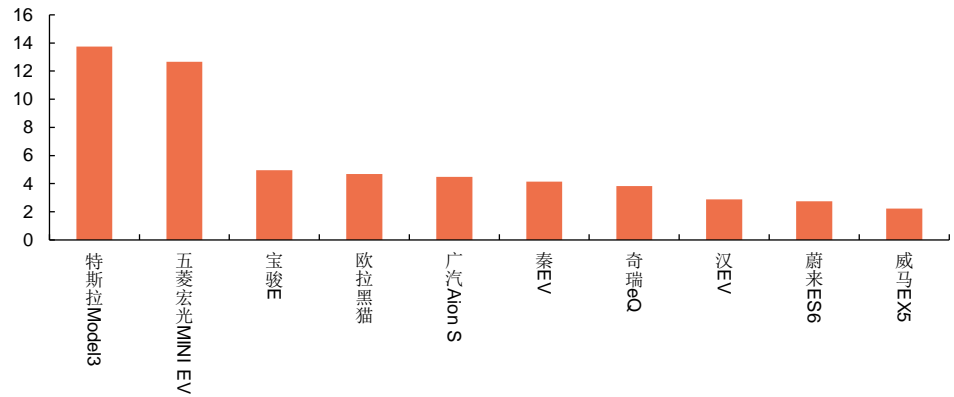


资料来源: Wind, 申港证券研究所



2020年,我国新能源汽车渗透率提升至5.3%,根据《中国2035新能源汽车发展规划》,至2025年国内新能源汽车渗透率目标为20%。

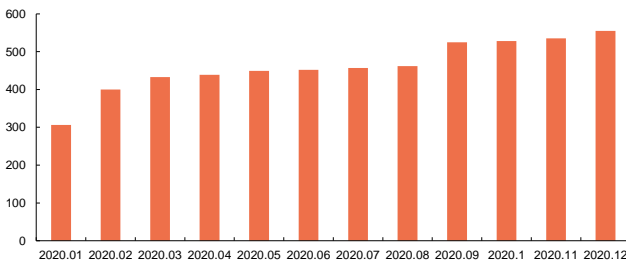
图14: 2020年我国新能源汽车销售结构(万辆)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

新能源电动汽车换电站建设如火如荼。截止至2020年年末,我国拥有新能源汽车换电站555座,相较于上一年新增约250座,同比增长82%。从保有量结构来看,奥动新能源、蔚来、杭州伯坦占比分别为52%、31%、17%。

图15: 我国新能源汽车换电站变化趋势(座)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

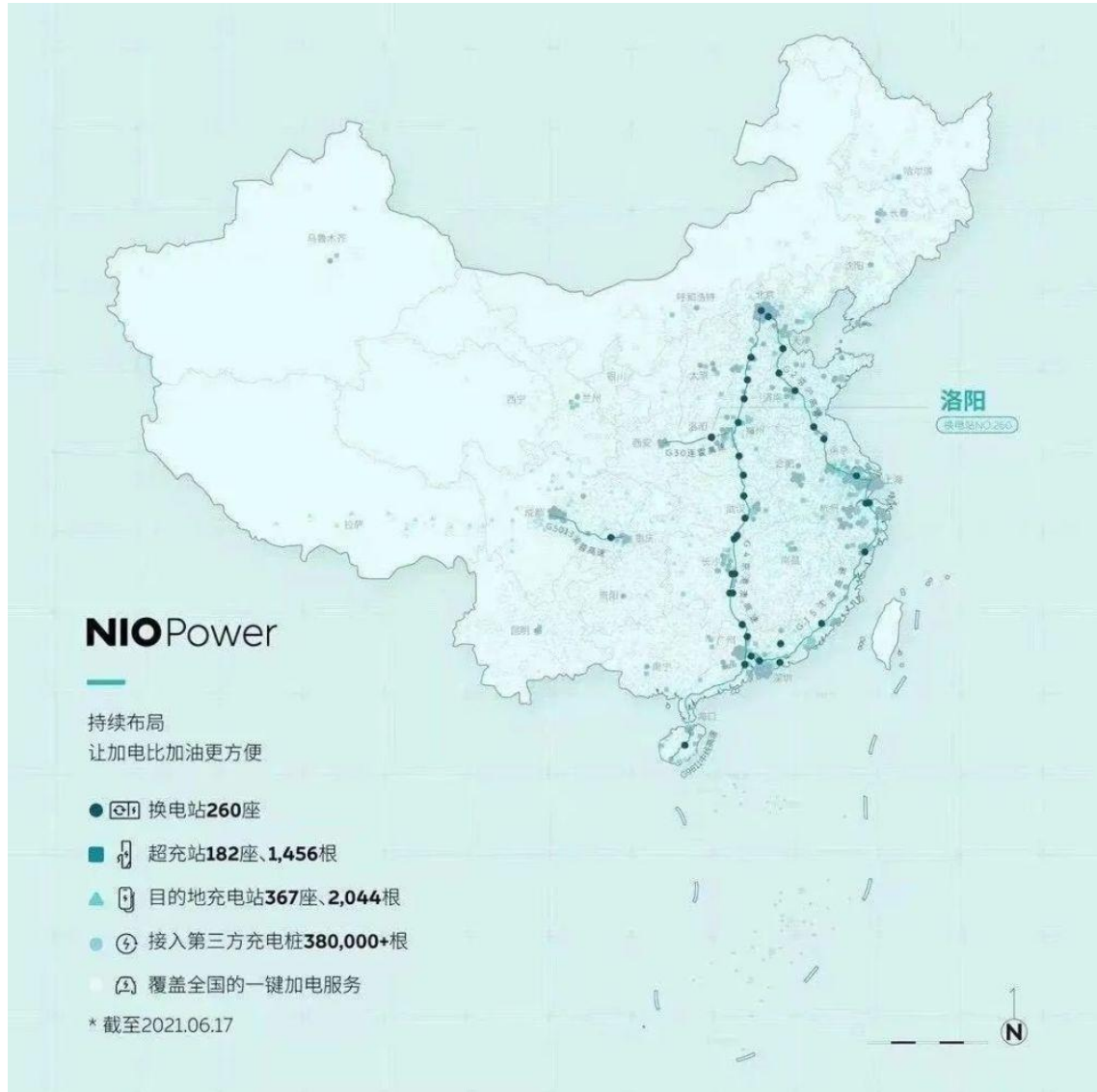
图16: 2020年我国换电站构成



资料来源: Wind, 申港证券研究所

蔚来激进规划换电站建设。2021年4月15日,全国首座蔚来第二代换电站“北京中石化朝英站”正式建成;6月中旬,蔚来第50座第二代换电站于苏州吴中区伟基科技园正式落成。至2025年,中石化充换电站将达到5,000座,中石化与蔚来将携手共建充换电基础设施,同时在新材料及智能电动汽车、电池租用服务(BaaS)、车辆采购和休闲消费场景建设等方面展开全方位合作,发挥各自优势,共同打造全球能源行业与汽车行业的创新合作模式。至2025年,蔚来计划全球部署超过4,000座换电站,其中,预计2021年年底将超过700座,2022年至2025年每年新增换电站预计超过600座。同时,蔚来计划至2025年在中国市场以外累计部署换电站数量约1,000座。

图17: 蔚来换电业务布局



资料来源: 蔚来, 申港证券研究所

## 2.7 换电站市场模型测算

我们就 2025 年国内换电站设备市场空间作出测算。

**换电站保有量:** 至 2020 年, 我国已建成换电站数量增至 555 座, 当年新增 249 座。基于新能源汽车需求增长趋势, 预计至 2025 年, 国内换电站保有量将突破 1.3 万座。

**换电设备需求空间:** 根据我们的测算, 在不考虑更新替换需求的假设前提下, 2021 年国内换电站设备价值量在 10 亿元量级上下, 行业尚处于萌芽起步阶段。预计至 2025 年, 国内当年新增换电设备需求将达到 60 亿元, 考虑到各主要玩家激进的扩产计划, 实际建设量预计将大幅超出模型测算。

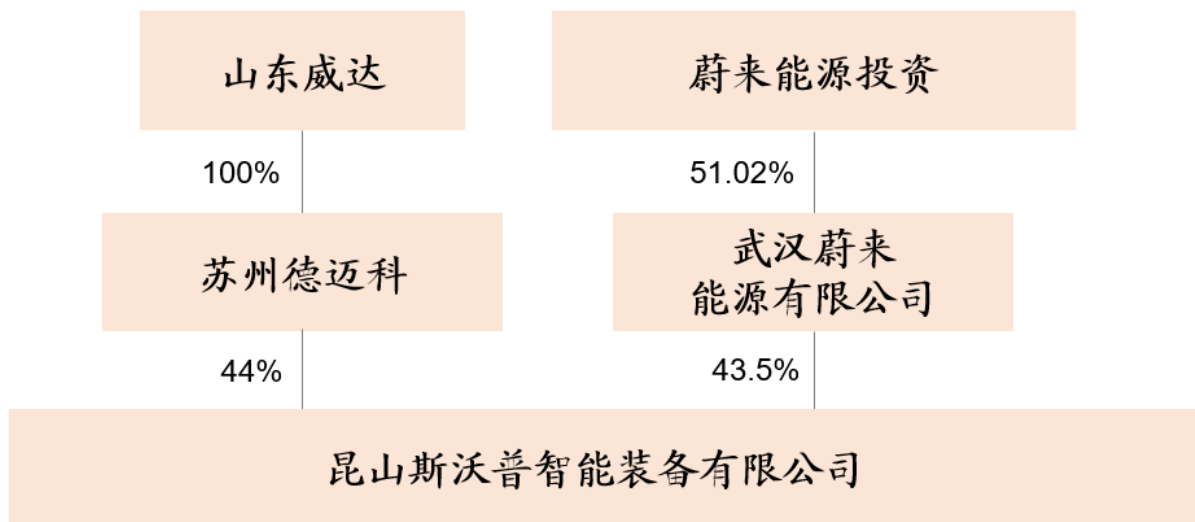
**表6：我国换电站设备空间测算**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
我国新能源汽车销量 (万辆)	121	137	220	284	348	473	603
同比增速 (%)		12.52%	61.05%	29.09%	22.54%	35.92%	27.48%
国内换电站保有量 (座)	306	555	1,105	2,127	3,865	7,175	13,202
同比增速 (%)		81.37%	99.10%	92.49%	81.71%	85.64%	84.00%
国内换电站新增量 (座)		249	550	1,022	1,738	3,310	6,027
单座换电站设备价值量 (万元)	200	180	160	150	140	120	100
换电设备需求 (亿元)		4.48	8.80	15.33	24.33	39.72	60.27
同比增速 (%)			96.34%	74.20%	58.72%	63.24%	51.74%

资料来源：申港证券研究所

## 2.8 斯沃普与蔚来深度合作

**斯沃普与蔚来深度合作。**苏州德迈科成立于2012年，2016年成为山东威达100%控股全资子公司，德迈科持有斯沃普44%股份；武汉蔚来持有43.5%股份。

**图18：斯沃普股权结构图**


资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ 斯沃普由德迈科与蔚来能源共同投资设立，拥有雄厚的技术力量，在电动汽车快速自动换电站的系统规划、机械设计、电气控制等领域拥有多项发明与实用新型专利。
- ◆ 斯沃普以电动汽车快速自动换电站智能装备为核心产品，致力于为电动汽车厂家与运营方提供快速自动换电系统的设计研发、生产制造、工程安装、运维保养等一体化方案与服务。

- ◆ 2017 年 12 月首座换电站落地上海；2020 年成都、西安、宁波等 14 个城市建设 18 座换电站；2021 年预计新建 300 座以上换电站。

2021 年 1 月，蔚来发布了其第二代换电站。4 月 15 日，蔚来首座第二代换电站投入运营。第二代换电站采用 SAP (Self-Adaptive Platform) 自适应柔性换电平台，为全球首个量产车站云融合 AVP 解决方案的车企。整个换电过程下降至 6 分钟左右。

图19：蔚来第二代换电站（一）



资料来源：蔚来，申港证券研究所

图20：蔚来第二代换电站（二）



资料来源：蔚来，申港证券研究所

表7：蔚来第一代换电站与第二代换电站比较

产品	第一代换电站	第二代换电站
电容量	320KVA	1250KVA
电池数量	5 块	13 块
服务能力	120 次	312 次
用户体验	用户需要下车等待	用户无需下车等待
体验模式	专属代客换电服务体验	车内自助智能 一键换电体验

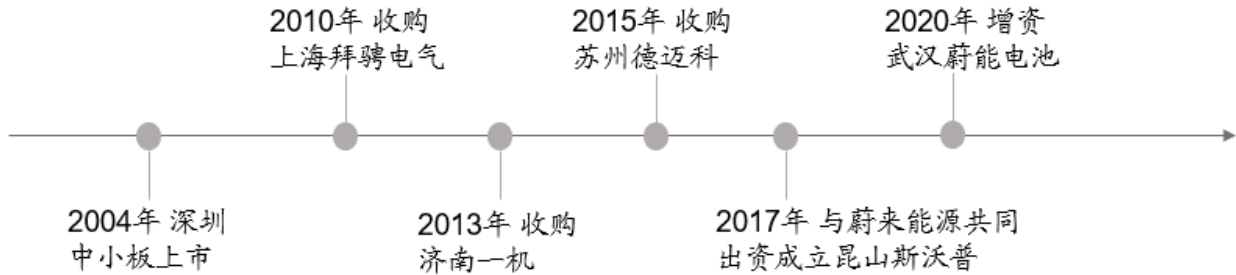
资料来源：蔚来，申港证券研究所

### 3. 深耕电动工具配件主业

#### 3.1 公司电动工具配件业务持续成长

山东威达集团成立于 1976 年，中国为全球电动手工具制造最主要的制造基地，公司持续夯实电动工具配件业务隐形冠军行业地位，生产基地及业务包括威海总部、粉末冶金、精密铸造、威海分公司、上海拜骋等。

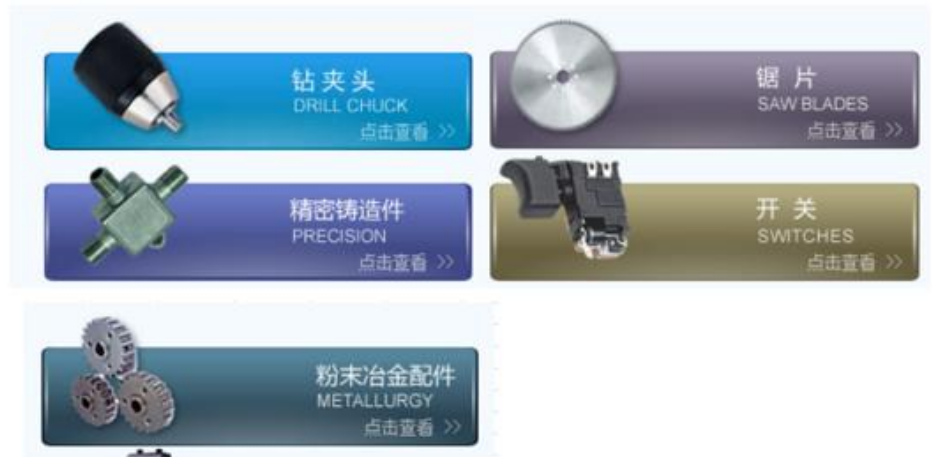
图21：公司业务发展时间轴



资料来源：公司公告，申港证券研究所

山东威达核心竞争力产品为电动工具钻夹头，在不断加强核心业务优势地位过程中，基于现有优质头部客户资源，逐步拓展至电动工具其他配件，包括但不限于精密铸造、粉末冶金、电动开关、电池包、锯片等。

图22：公司电动工具业务图例

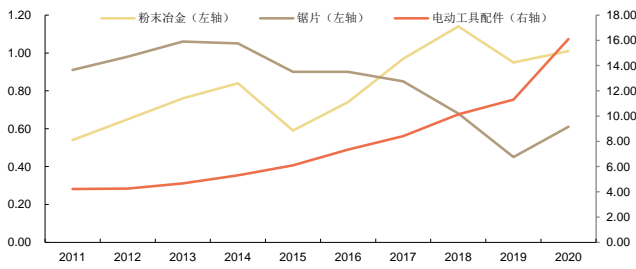


资料来源：公司公告，申港证券研究所

山东威达围绕电动工具配件业务构成中，最先由钻夹头及其配件切入。2005 年~2008 年期间，公司继续深耕电动工具行业，提升单台电动工具配套价值量，相继延伸至粉末冶金、精密铸造业务。2010 年，公司通过收购上海拜骋电气将电动工具配件业务进一步拓展至电动开关以及锂电池包，协同效应进一步加强。

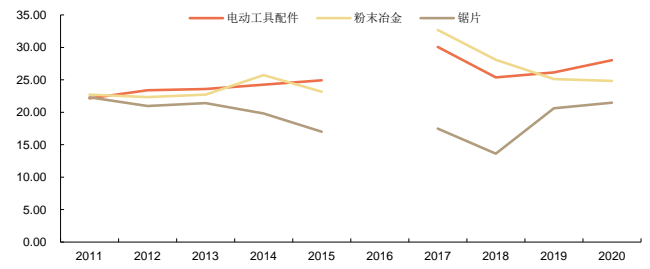


图23: 公司电动工具业务收入规模 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

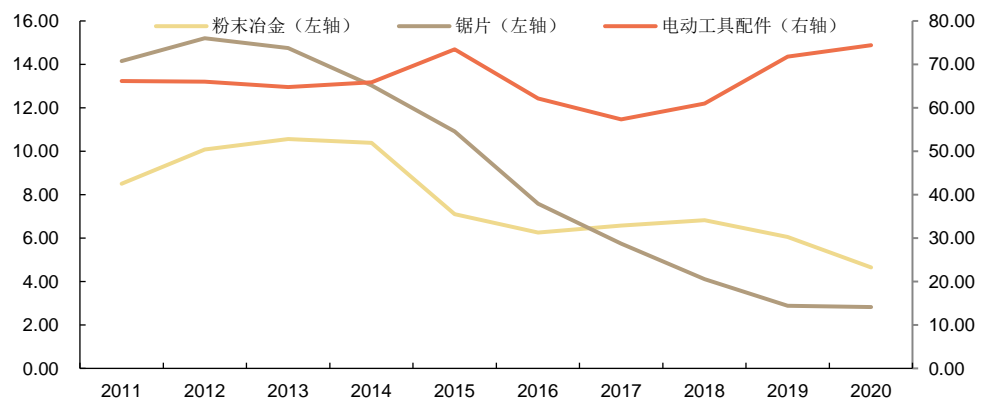
图24: 公司电动工具业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **电动工具零部件之钻夹头:** 公司为国内电动工具配件多元化部件供应商, 其中最早涉足的钻夹头产品出货量连续 20 多年位居全球第一, 全球市占率 45% 左右, 年产能 6,600 万件。公司坚持“电动工具配件业务为主体, 高端智能装备+新能源为两翼”战略, 坚持围绕电动工具配件深耕拓展。
- ◆ **电动工具零部件之精密铸造:** 主要生产精密碳素钢、低合金钢、不锈钢、耐热钢、耐磨铸钢等各类材质铸件, 主要应用领域为电动工具、气动工具、手动工具、汽车零部件等。目前公司具备精密铸造件年产能 2,500 万件。
- ◆ **电动工具零部件之粉末冶金:** 拥有年产能 1.2 万吨, 除电动工具, 现进一步拓展至家电、汽车部件等行业。
- ◆ **电动工具零部件之电动开关、锂电池包、充电器等:** 公司于 2010 年收购上海拜聘, 收购以来整合效果优异, 与母公司原有业务共享客户、渠道资源, 协同效应极强。近年, 拜聘电动工具开关、电池包业务实现高速增长, 在原有电动工具行业基础上进入小米生态链企业、东成、美的等, 面向 To C 消费端。公司目前拥有电动工具、电池片年产量 3,000 万只以上, 市占率逐步提升。

图25: 公司电动工具业务收入占比 (%)

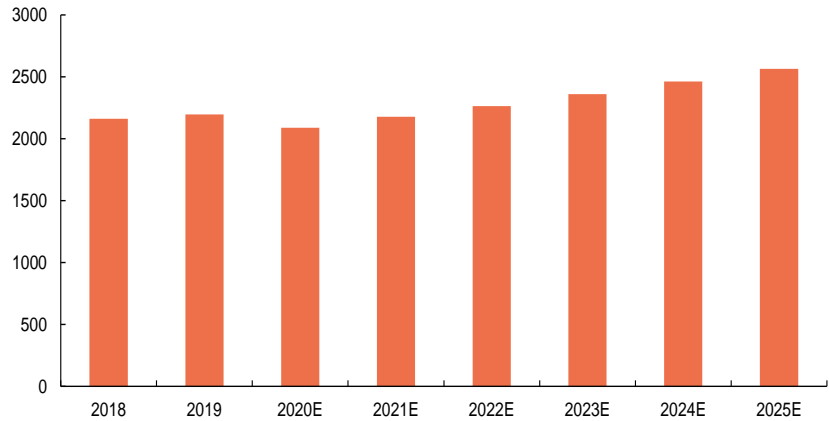


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

### 3.2 核心优势之一：深度绑定龙头客户

公司深度绑定行业核心大客户。山东威达集团积极实施全球化战略，拥有电动工具全球最高端客户群，包括史丹利百得、创科、博世、牧田、麦太保等，业务横跨欧洲、北美地区，其作为全球最主要的电动工具消费市场，占比约 50%~70%。

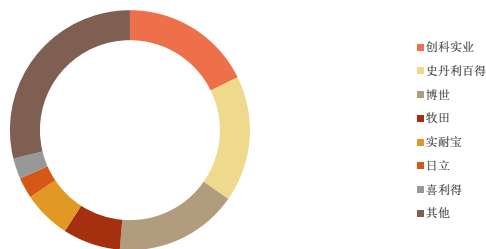
图26：全球电动工具市场规模（亿元）



资料来源：Grandview Research，申港证券研究所

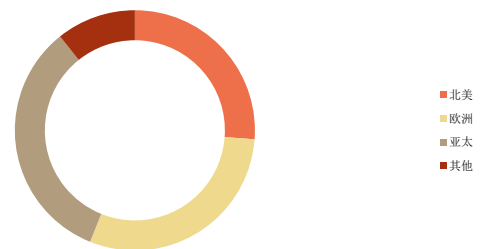
- ◆ **坚守零部件，拓展配套价值量：**公司发挥自身在产业链协作中的比较优势，坚守电动工具零部件业务并不断拓展配套价值量，与客户粘性极强。
- ◆ **受益头部客户稳健增长：**根据 Grandview Research 的统计数据，2019 年全球电动工具市场规模 323 亿美元，预计至 2027 年增长至 409 亿美元，年复合增速 4.2%，受益于锂电池技术突破、一机多用、智能化能力提升、人均收入提高等。
- ◆ **产品结构持续升级：**定位中高端，重点突破高档钻夹头、电锤等新产品；加大轴、齿轮等新业务开发力度。

图27：全球电动工具行业竞争格局



资料来源：Grandview Research，申港证券研究所

图28：全球主要电动工具市场地域分布

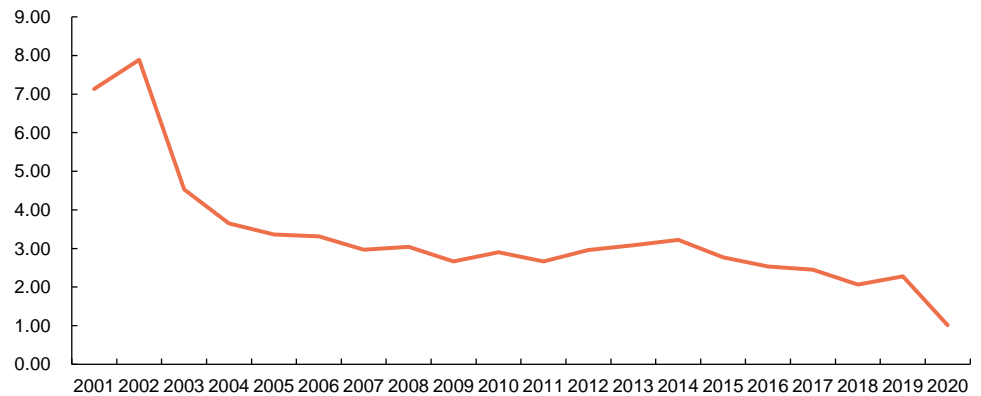


资料来源：Grandview Research，申港证券研究所

### 3.3 核心优势之二：主干与延展

钻夹头为干，其他配件业务枝繁叶茂。公司成立之初以电动工具配套钻夹头为主业。围绕最初主业，公司基于与客户极高的粘性与协同性，不断开拓配套范围，形成以钻夹头为干，多业务枝干茁壮成长之势。电动工具行业头部供应商集中度较高，公司开拓新业务所需边际成本有限。

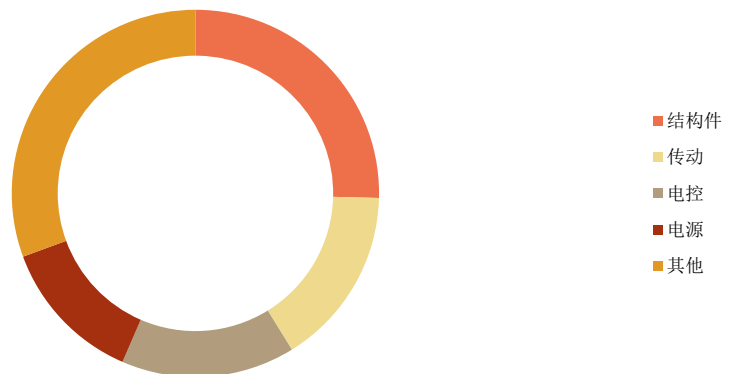
图29：公司历年销售费用率（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ **共用渠道，费用率控制合理：**基于与头部客户现有的销售渠道，公司围绕电动工具配件业务开拓的新产品只需承担极小的销售费用，边际投入小的同时为公司持续提供健康现金流。目前，公司销售费用率控制在2%上下。
- ◆ **已开拓业务进一步深耕：**2020年，公司实现收入总规模21.65亿元，其中围绕电动工具零部件产品占比66.17%，此外还包括粉末冶金、锯片的大部分收入。公司现有零部件业务占单台电动工具价值量约50%。
- ◆ **新业务有序布局：**电动工具成本构成中，尚有约50%价值量的配件产品有待公司进一步开拓，如加大轴、齿轮等产品开发、生产力度等。

图30：电动工具成本构成

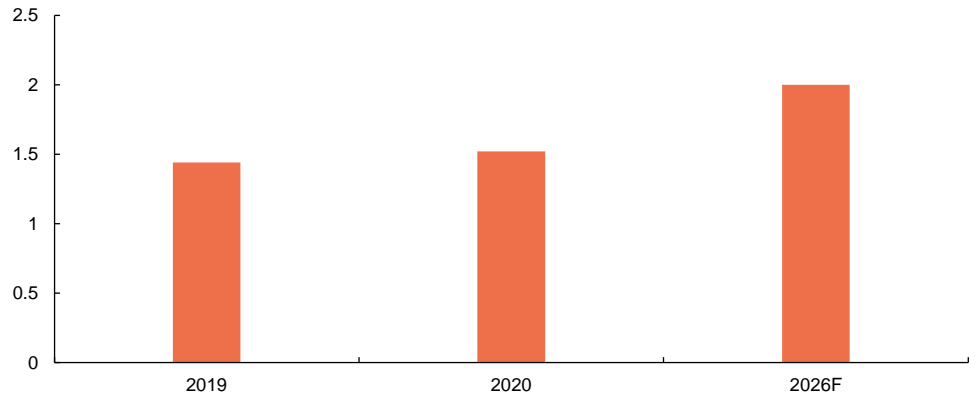


资料来源：公司公告，申港证券研究所

### 3.4 核心优势之三：行业成长属性

**电动工具钻夹头：**全球电动工具行业呈现稳健增长态势，重要配件钻夹头充分受益。公司电动工具钻夹头业务生产与销售有接近 30 年历史，具有成熟加工工艺与特有加工专有技术，为工信部首批制造业夹具类产品单项冠军示范企业。公司钻夹头产品以出口为主，主要分布于欧洲、北美市场，全球市占率 25% 左右。预计至 2026 年，全球钻夹头行业市场容量将攀升至 2 亿只/年，年均增速约 4.6%，驱动力来自家庭对于 DIY 需求的逐年增长。

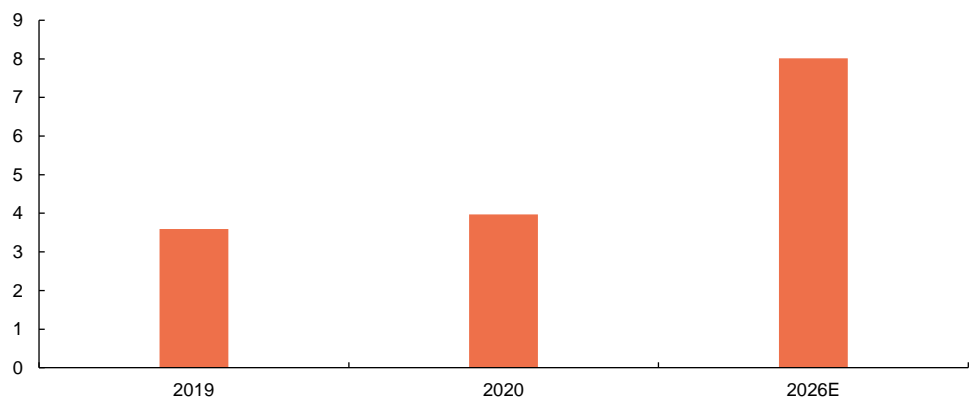
图31：全球电动工具钻夹头市场空间（亿只）



资料来源：Wind，申港证券研究所

**锂电池包：**公司锂电池包及控制管理系统业务实现高速发展。随着日韩电池企业逐步将业务重心转移至动力电池，国内企业将拥有更大电动工具领域锂电池包发展机遇。预计至 2026 年，全球消费级锂电池包市场空间 71 亿美元，年复合增速 7.8%。

图32：全球锂电池包市场空间（亿只）



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

公司业务构成包括电动工具配件、粉末冶金、锯片、自动化设备、机床产品。

- ◆ **电动工具配件：**电动工具业务成长性主要来自两方面。首先，全球电动工具行业自疫情以来需求有所复苏，预计公司原有业务增速有望达到 30%。另一方面，公司在深耕现有业务的基础上，持续拓展新品类，同时产品结构也在不断持续升级。
- ◆ **自动化设备：**2019 年受宏观环境波动影响，公司自动化设备业务同比下降超过 30%。2020 年上半年虽一定程度受到疫情扰动，但行业自底部复苏的迹象开始明朗化，公司订单向好。换电站设备方面，蔚来上调 2021 年及以后换电站建设计划，至 2025 年，蔚来计划全球部署超过 4,000 座换电站，其中，预计 2021 年年底将超过 700 座。
- ◆ **机床产品：**2019 年~2020 年，济南一机承受较大的业绩压力，亏损分别达到 1.17 亿元、6,029 万元。2021 年以来，济南一机新接订单增势喜人，预计今年亏损幅度将大幅收窄，2022 年以后将重新进入盈利区间。

### 4.2 估值

山东威达为行业内电动工具零部件龙头，选取巨星科技、国盛智科、埃斯顿作为可比公司，其中：巨星科技为工具业务可比公司；国盛智科为机床业务可比公司；埃斯顿为自动化业务可比公司。

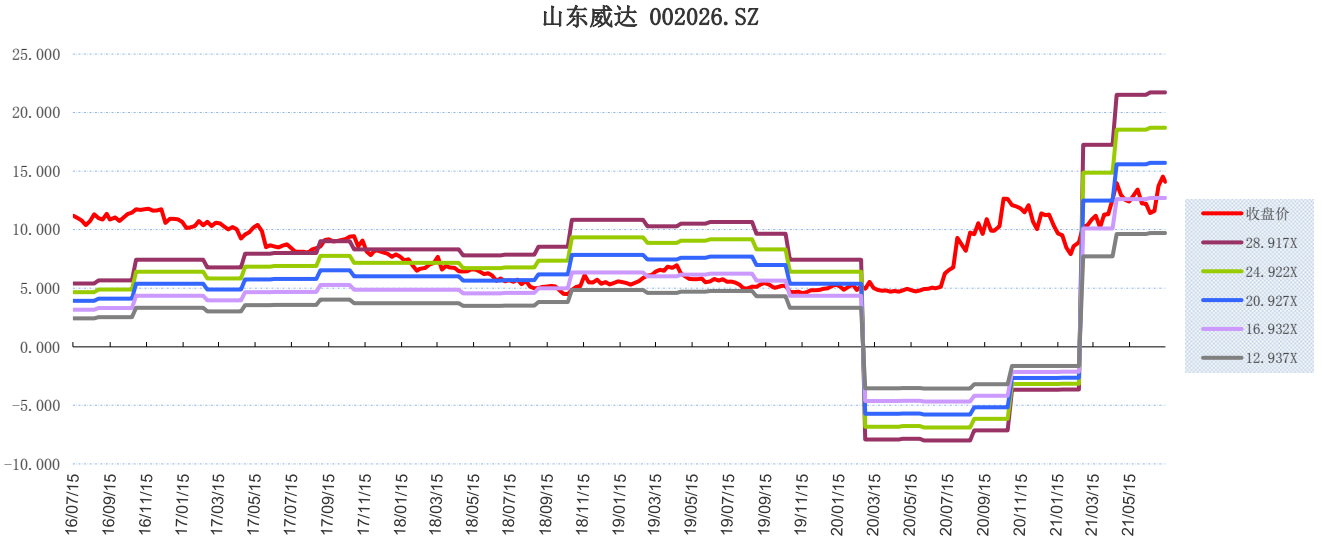
表8：国茂股份可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002444.SZ	巨星科技	32.65	373.33	1.41	1.69	1.97	23.09	19.27	16.54
688558.SH	国盛智科	42.64	56.28	1.29	1.88	2.37	33.11	22.70	17.98
002747.SZ	埃斯顿	41.65	361.94	0.30	0.43	0.60	138.19	96.06	69.34
002026.SZ	山东威达	14.09	59.63	0.87	1.15	1.46	16.27	12.22	9.64

资料来源：公司公告，申港证券研究所

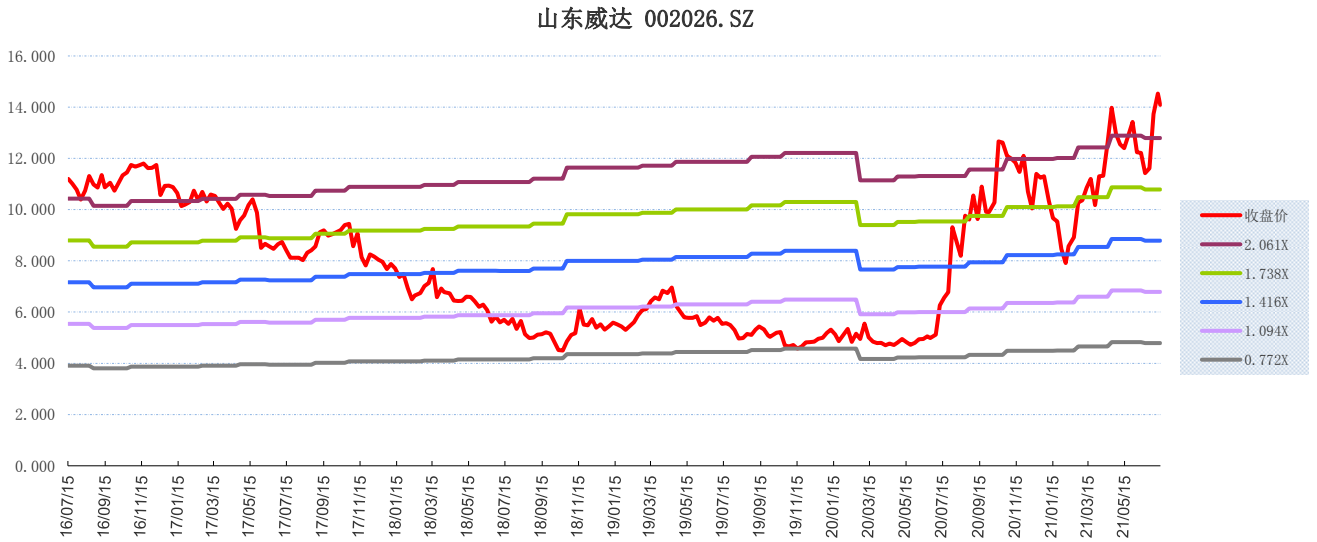
采用 Wind 一致预期，可比公司 2021 年 PE 均值为 64 倍，最高值为 138 倍，最低值为 23 倍，国茂股份为 16 倍。

图33: 山东威达 PE-Band



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图34: 山东威达 PB-Band



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所



表9: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1575	2165	3358	4687	5990	流动资产合计	2007	2321	3845	5650	10212						
营业成本	1186	1625	2565	3577	4466	货币资金	531	924	1283	1791	2289						
营业税金及附加	17	23	37	51	65	应收账款	446	535	920	1541	2133						
营业费用	36	22	37	42	48	其他应收款	18	31	48	67	86						
管理费用	106	112	202	272	335	预付款项	30	68	86	120	150						
研发费用	77	91	120	130	140	存货	501	434	632	980	1223						
财务费用	-19	14	22	84	247	其他流动资产	401	12	436	609	778						
资产减值损失	-292	-15	10	10	10	非流动资产合计	875	905	892	873	849						
公允价值变动收益	3	5	4	5	4	长期股权投资	34	37	37	37	37						
投资净收益	28	33	10	10	10	固定资产	621	617	633	641	646						
营业利润	-80	298	403	560	716	无形资产	107	121	115	110	104						
营业外收入	0	1	1	1	1	商誉	30	30	30	30	30						
营业外支出	1	7	4	6	5	其他非流动资产	10	11	18	26	33						
利润总额	-81	292	400	556	712	资产总计	2881	3226	4738	6523	11061						
所得税	40	37	60	83	107	流动负债合计	506	600	1823	3202	7224						
净利润	-121	255	340	472	605	短期借款	0	0	785	1821	5534						
少数股东损益	-3	1	0	0	0	应付账款	272	348	562	783	978						
归属母公司净利润	-118	254	340	472	605	预收款项	75	0	168	234	299						
EBITDA	66	494	495	721	1044	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	-0.28	0.60	0.80	1.12	1.43	非流动负债合计	44	48	48	48	48						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	549	648	1872	3251	7272						
营业收入增长	-5.23%	37.45%	55.12%	39.56%	27.80%	少数股东权益	4	4	4	4	4						
营业利润增长	-144.86%	-472.90%	35.11%	39.08%	27.77%	实收资本(或股本)	420	423	423	423	423						
归属于母公司净利润增长	-175.91%	-315.79%	33.54%	39.09%	28.11%	资本公积	1249	1274	1274	1274	1274						
获利能力						未分配利润	531	735	1007	1385	1870						
毛利率(%)	24.73%	24.94%	23.63%	23.68%	25.45%	归属母公司股东权益合计	2328	2573	2862	3268	3785						
净利率(%)	-7.67%	11.78%	10.12%	10.08%	10.11%	负债和所有者权益	2881	3226	4738	6523	11061						
总资产净利润(%)	-4.09%	7.89%	7.17%	7.24%	5.47%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	-5.06%	9.89%	11.87%	14.46%	15.99%							2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
偿债能力						经营活动现金流						220	301	-300	-325	-2827	
资产负债率(%)	19%	20%	40%	50%	66%	净利润						-121	255	340	472	605	
流动比率	3.97	3.87	2.11	1.76	1.41	折旧摊销						62	66	70	77	81	
速动比率	2.98	3.14	1.76	1.46	1.24	财务费用						-19	14	22	84	247	
营运能力						应付帐款减少						21	-89	-385	-621	-593	
总资产周转率	0.53	0.71	0.84	0.83	0.68	预收帐款增加						1	-75	168	66	65	
应收账款周转率	3	4	5	4	3	投资活动现金流						13	115	-54	-53	-53	
应付账款周转率	6.08	6.98	7.38	6.97	6.80	公允价值变动收益						3	5	4	5	4	
每股指标(元)						长期股权投资减少						-10	-4	0	0	0	
每股收益(最新摊薄)	-0.28	0.60	0.80	1.12	1.43	投资收益						28	33	10	10	10	
每股净现金流(最新摊薄)	0.48	0.96	0.85	1.20	1.18	筹资活动现金流						-33	-9	712	885	3378	
每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.08	6.76	7.72	8.94	应付债券增加						0	0	0	0	0	
估值比率						长期借款增加						0	0	0	0	0	
P/E	-50.32	23.48	17.55	12.62	9.85	普通股增加						0	3	0	0	0	
P/B	2.54	2.32	2.08	1.82	1.58	资本公积增加						0	24	0	0	0	
EV/EBITDA	81.84	10.20	11.04	8.31	8.82	现金净增加额						200	407	359	508	498	

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师简介

**夏纾雨**，机械行业首席分析师，复旦大学世界经济硕士，4年行业研究经验，曾就职于国联证券研究所。获第二届（2018年度）中国证券分析师“金翼奖”机械设备行业第四名；2018年度东方财富中国最佳分析机械设备行业第一名；2020年度东方财富机械设备行业三甲分析师第二名。

## 研究助理简介

## 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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上