

股票投资评级

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.72
总股本/流通股本(亿股)	4.65 / 4.65
总市值/流通市值(亿元)	41 / 41
52 周内最高/最低价	9.27 / 5.68
资产负债率(%)	54.7%
市盈率	27.11
第一大股东	万丰锦源控股集团有限公司
持股比例(%)	21.9%

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com

派斯林(600215)

风起于青萍之末，北美焊装巨头启航

● 投资要点

北美汽车焊装线领先企业，中长期业绩有望提速。公司前身是长春经开，2018 年万丰锦源入主，2021 年收购美国派斯林公司，原有房地产业务剥离，正式更名为“派斯林”。公司收购派斯林后核心团队基本保留，汽车和自动化领域专家云集。公司主业聚焦汽车焊装自动化生产线，客户包括汽车领域国际知名整车厂和零部件一级供应商，以及非汽车行业仓储物流客户等。公司在美国底特律、长春、上海、成都、墨西哥等地设有制造基地和研发中心，拥有底特律大区最大的机加工中心。2023 年以来业绩增速明显恢复，一方面受益北美大额订单持续涌入，另一方面受益疫情后人员调动便利，增加全球范围研发设计和生产的多方协同，有效提高经营效率和盈利水平。

公司核心受益于北美制造业回流，订单有望保持高增。美加墨政策支持催化，新能源汽车产业有望迎来高增。2022 年 8 月美国 IRA《《削减通货膨胀法案》》出台，有望推动美国传统主机厂加速转型投产。加拿大计划在 2035 年之前停止销售新的内燃机汽车。墨西哥是汽车投资热土，建厂投资计划接踵而至，特斯拉/宝马/通用等众多车企已公布在墨西哥的投资计划。现阶段北美新能源车渗透率整体不足 7%，新能源车投资有望进入高速增长阶段。公司受益北美制造业回流趋势，一方面作为北美本土老牌自动化集成商有充足的项目经验，市场地位位列北美前三，对标国际巨头库卡和柯马，二是卡位新产能投建核心区位，墨西哥建有大型生产基地，充分受益北美电动化建厂浪潮，去年以来接单增长显著。

工业自动化延展空间广阔，人形机器人打开想象空间。公司在非汽车领域已有项目积累，公司近年来切入仓储物流领域，与国际知名仓储物流业客户达成战略合作，2022 年获得超 3 亿订单。中长期来看，公司有望像非汽车领域泛制造业延伸拓展，制造业根据不同应用场景需要定制化的工业自动化系统集成，实现工业生产流程的自动化，实现焊接、装配、搬运、分拣等工艺或功能，以代替人工提高效率和产品一致性、降低成本、确保安全。制造业升级背景下工业自动化集成市场有望加速扩容，我们测算 2022-2024 年全球工业自动化系统集成市场规模分别有望达到 585/630/690 亿美元。此外，AI 大模型取得较快进展，有望加速汽车领域智能化和人形机器人产业化落地，以特斯拉为代表的智能汽车厂商有望引领产业加速发展，终端应用空间广阔，技术领先的自动化集成厂商有望显著受益这一轮 AI 带来的时代红利。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 19.95/29.97/40.45 亿元，同比增速分别为 78.39%/50.21%/34.96%；2023-2025 年归母净利润

润分别为 2.11/3.48/4.90 亿元，同比增速分别为 48.03%/64.74%/41.01%。考虑到公司作为北美自动化焊装线领先企业，受益北美电动化趋势，拓展非汽车领域长期成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；政策变动风险等

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1119	1995	2997	4045
增长率(%)	-21.31	78.39	50.21	34.96
EBITDA（百万元）	54.84	301.95	462.54	632.98
归属母公司净利润（百万元）	142.54	211.01	347.62	490.20
增长率(%)	8.43	48.03	64.74	41.01
EPS（元/股）	0.31	0.45	0.75	1.05
市盈率（P/E）	28.45	19.22	11.67	8.27
市净率（P/B）	2.50	2.24	1.92	1.60
EV/EBITDA	65.46	15.68	10.20	7.16

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 派斯林：北美汽车焊装线领先企业，中长期业绩有望提速.....	5
1.1 公司主营工业自动化系统集成业务，深耕北美市场.....	5
1.2 自动化系统集成业务主要集中在汽车领域，国内外布局研发和制造基地.....	5
1.3 疫情后有效发挥国内外团队协同优势，业绩边际转好.....	7
2 自动化系统集成业务核心受益于北美制造业回流	10
2.1 北美制造业回流，新能源车渗透率有望快速提升	10
2.2 美加墨政策支持催化，新能源汽车产业有望迎来高增.....	11
2.3 派斯林：北美汽车焊装线领先企业，大额订单充裕.....	15
3 积极拓展非汽车领域，工业自动化延展空间广阔	17
3.1 公司拓展智能仓储物流行业，具备大型项目经验	17
3.2 制造业产业升级驱动，工业自动化延展空间广阔	18
3.3 2025 年全球工业自动化系统集成市场规模有望达到 690 亿美元	19
4 盈利预测与估值.....	24
5 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 派斯林发展历程.....	5
图表 2: 派斯林业务覆盖范围.....	6
图表 3: 公司业务布局.....	7
图表 4: 派斯林主要客户.....	7
图表 5: 派斯林营收情况.....	8
图表 6: 派斯林盈利能力情况.....	8
图表 7: 工业自动化业务收入贡献 2022H1 近九成收入.....	8
图表 8: 北美地区贡献了 2022 年派斯林 86% 的营收.....	8
图表 9: 派斯林期间费用情况.....	9
图表 10: 吴锦华为公司实际控制人.....	9
图表 11: 2022 年新能源汽车销量首次突破 1000 万辆.....	10
图表 12: 2013-2022 年全球新能源汽车渗透率持续攀升.....	10
图表 13: 2020-2022 年北美三国新能源汽车销量及渗透率.....	10
图表 14: 美国新能源汽车市场可选车型较少.....	11
图表 15: 利好政策持续落地.....	11
图表 16: 《通胀削减法案》主要补贴政策内容情况.....	12
图表 18: 政策支持加拿大新能源汽车发展.....	14
图表 19: 墨西哥是汽车投资的热土.....	15
图表 20: 汽车制造工艺流程.....	15
图表 21: 汽车制造所需自动化焊装生产线.....	16
图表 22: 智能仓储物流系统由仓储系统、搬运系统、分拣系统、软件系统四部分组成.....	17
图表 23: 公司仓储物流业务内容.....	18
图表 24: 工业自动化系统集成位于工业机器人产业链下游.....	19
图表 25: 2025 年全球工业机器人的安装量有望达到 69 万台.....	19
图表 26: 2021 年北美地区工业机器人安装规模占比.....	20
图表 27: 2021 年工业机器人在汽车领域的安装占比.....	20
图表 28: 2024 年全球工业机器人市场规模有望达到 230 亿美元.....	20
图表 29: 自动化系统集成市场规模测算表.....	21
图表 30: 2022 年新能源汽车销量首次突破 1000 万辆.....	21
图表 31: 2013-2022 年全球新能源汽车渗透率持续攀升.....	21
图表 32: 涉及工业自动化系统集成业务的国际知名企业.....	22
图表 33: 涉及工业自动化系统集成业务的国内上市公司.....	23
图表 34: 可比公司估值表.....	24

1 派斯林：北美汽车焊装线领先企业，中长期业绩有望提速

1.1 公司主营工业自动化系统集成业务，深耕北美市场

派斯林数字科技股份有限公司（原名长春经开（集团）股份有限公司）创建于1993年3月，1999年9月在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600215）。2018年万丰锦源成为公司控股股东；2021年公司收购美国派斯林公司，公司证券简称正式更名为“派斯林”，长春智能产业园也于当年启用。公司是自动化解决方案的领先供应商，为全球主机厂、一级供应商以及非汽车客户提供智能制造集成方案。

图表1：派斯林发展历程



资料来源：派斯林公司官网，中邮证券研究所

核心管理团队均是汽车行业和自动化行业领域的专家型或专业型人才，拥有丰富的从业经验和国际化视野，为公司全球化业务布局打下坚实的基础。

1.2 自动化系统集成业务主要集中在汽车领域，国内外布局研发和制造基地

公司主要从事工业自动化系统集成产品的设计、研发、生产、装配、销售和服务等，相关产品和解决方案广泛应用于汽车制造、工程机械、仓储物流、数字工厂等领域。公司可为客户提供智能运维、工程设计、方案定制等系统解决方案，及产品制造生产线、仓储物流产线等智造产品。

图表2：派斯林业务覆盖范围

主要产品	具体内容
车身加工焊装自动化生产线	主要包含汽车发动机舱、侧围、地板及车顶顶盖等焊装分总成线及最后合装主焊生产线。公司根据不同厂商、不同车型在焊接工艺、技术标准、经济指标等方面的差异化要求，对车身加工焊装自动化产线进行全模块化设计，并为客户提供系统整体解决方案，以达到夹具、工装、机器人系统等装备部件的自主柔性切换。
新能源汽车焊装自动化生产线	公司在新能源汽车制造领域进行了前瞻性布局，主要为客户提供新能源汽车白车身、动力电池、底盘等关键零部件总成的自动化焊接生产线，并掌握高强度钢、轻量化车身如铝镁合金、镀锌板等金属材料的焊接工艺。公司为特斯拉及瑞维安完成了其首条电动汽车产线的设计及建造，并与福特、通用、丰田等战略客户在新能源汽车焊装制造方面积极开展合作，在北美新能源汽车装备市场具备较强的先发优势。
结构件焊装自动化生产线	主要用于汽车车架、发动机架、传动轴与排气系统等底盘部件的焊装。公司对汽车底盘、车架类焊接工艺下的形变特征进行了大量数据统计并已基本掌握其形变规律，通过对结构件焊接形变结果的有效预测以有效降低焊接形变。此外，基于焊接变形反馈控制技术，公司通过多机协调机器人系统来平衡和弥补焊接变形，进一步保障结构件焊接作业的精准、稳定。
智能仓储自动化生产线	公司基于在汽车制造领域的技术和项目经验积累，向非汽车行业进行技术和项目转化，采用一流的集成化物流理念设计，通过先进的控制、总线、通讯和信息技术应用，为零售、仓储、物流等客户等提供自动化立体仓库、智能物料搬运系统、智能传送分拣系统、智能仓储管理系统等。
数字化运营系统及服务	公司通过开发基于云计算、大数据、人工智能等新技术的焊接专家判断系统，开发基于MES、数字孪生、虚拟调试等技术为客户提供数字化运营专家系统，帮助客户实现数字化转型，为客户实现工业4.0和黑灯工厂提供全套的解决方案和技术规划。公司致力为不同规模的客户提高生产效率及生产柔性、简化生产流程、改善产品质量，助其走向互联、协作的未来工厂。
房地产及物业管理业务	公司房地产业务主要在长春经开区及周边区域具有刚需及改善性住房需求的个体为主，目前公司积极推动现有库存产品销售，无新增开发面积。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司在美国底特律、长春、上海、成都、墨西哥等地设有制造基地和研发中心，拥有底特律大区最大的机加工中心，为包括美国、中国、加拿大、墨西哥、欧洲在内全球客户提供产品及服务。

图表3：公司业务布局



资料来源：派斯林公司官网，中邮证券研究所

主要客户：公司主要为全球主机厂、一级供应商以及非汽车客户提供智能制造集成方案。

- **汽车行业：**公司主要服务于国际知名汽车整车厂商和汽车零部件一级供应商，包括通用汽车、福特汽车、本田汽车、丰田汽车、特斯拉、瑞维安、麦格纳、蒙塔萨、塔奥、玛汀瑞亚等。
- **非汽车行业：**公司服务于国际知名零售企业，为客户提供高效、智能、柔性、定制化的仓储自动化解决方案。

图表4：派斯林主要客户



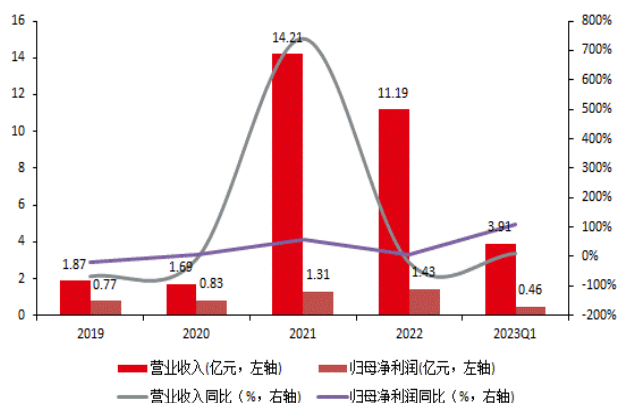
资料来源：派斯林公司官网，中邮证券研究所

1.3 疫情后有效发挥国内外团队协同优势，业绩边际转好

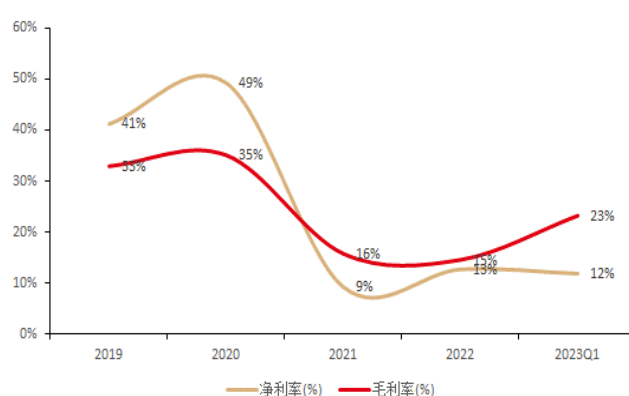
2022 年公司营收 11.19 亿元，同比下降 21%；归母净利润 1.43 亿元，同比增长 8%，主要系 2022 年工业自动化系统集成业务受下游主机厂投资需求延后、国际物流受阻等宏观环境影响，项目进度延后；房地产市场不景气，导致收入下降。2023 年一季度公司营收 3.91 亿元，同比增长 10%，归母净利润 0.46 亿元，同比增长 109%，主要系公司工业自动化系统集成业务

增长。2022 年公司毛利率为 15%，较 2021 年下降 1pct，净利率由 2021 年的 9% 上升至 13%。2023 年一季度公司毛利率 23%，较 2022 年一季度提高 10pct，主要系公司国际协同优势显现，效率提升。

图表5：派斯林营收情况



图表6：派斯林盈利能力情况

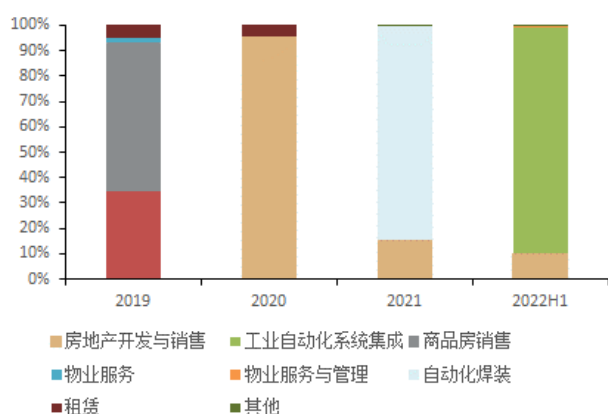


资料来源：东方财富 Choice，中邮证券研究所

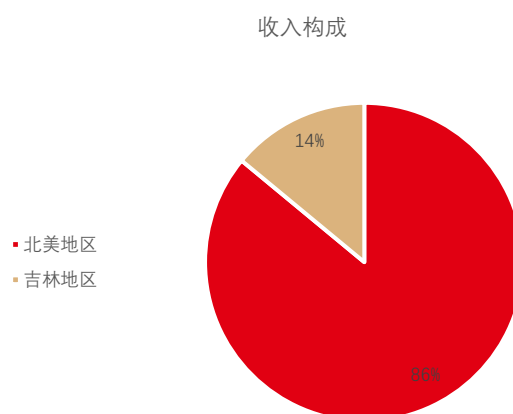
资料来源：东方财富 Choice，中邮证券研究所

公司 2021 年 9 月全资收购了美国万丰 100% 股权，收购完成后，公司主营业务由原来房地产开发和物业管理业务转变为以工业自动化系统集成业务为主，房地产开发和物业管理服务为辅的行业布局。2021 年工业自动化系统集成业务收入 119,246 万元，占公司全部营业收入 83.89%，房地产开发实现营业收入 21,855 万元，占公司全年收入 15.34%，物业管理服务收入 1,001 万元，占公司全年收入 0.7%。2022 年公司业务进一步集中，工业自动化系统集成业务占比达到 89%。从公司收入的地区分布来看，公司在 2021 年并购完成之前，营业收入 100% 来自于国内吉林地区，完成并购后，北美市场贡献公司 2022 年 86% 的收入，是公司最重要的市场。

图表7：工业自动化业务收入贡献 2022H1 近九成收入



图表8：北美地区贡献了 2022 年派斯林 86% 的营收

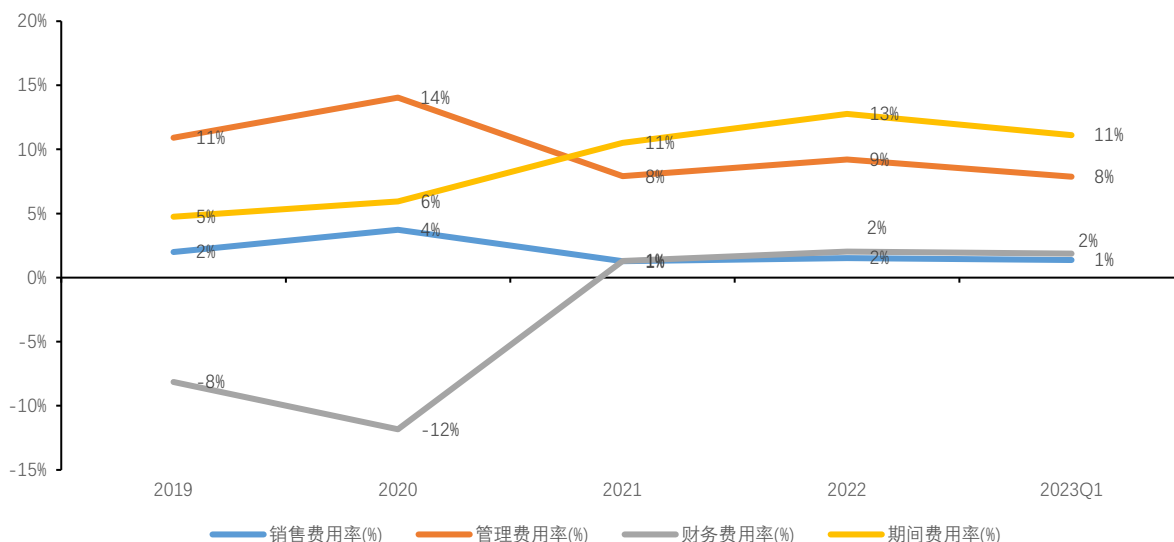


资料来源：东方财富 Choice，中邮证券研究所

资料来源：东方财富 Choice，中邮证券研究所

2022 年受疫情影响公司期间费用率略有上涨。2022 年公司期间费用率从 2021 年的 11% 提升至 13%。拆分来看，公司管理费用率由 8% 提升至 9%；公司销售费用率从 1% 提升至 2%；公司财务费用率从 1% 上升至 2%。

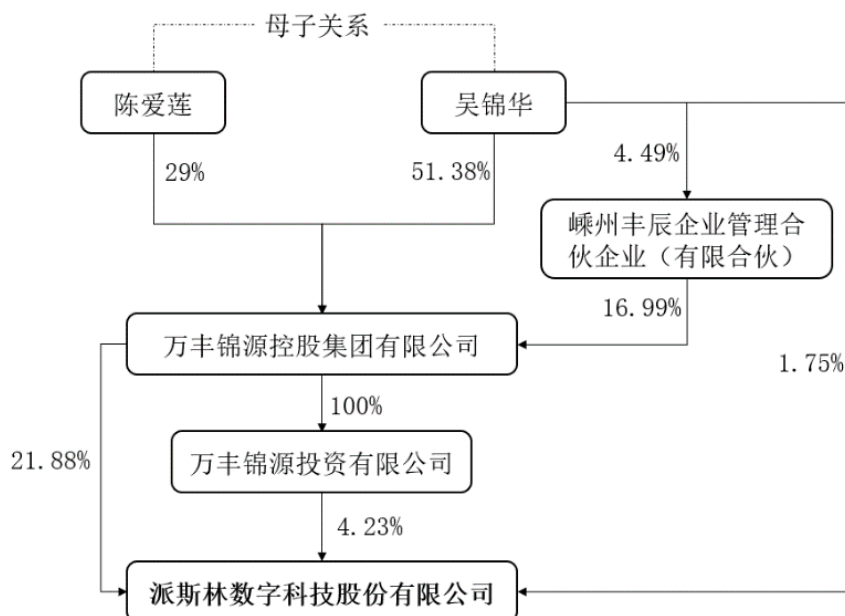
图表9：派斯林期间费用情况



资料来源：东方财富 Choice，中邮证券研究所

公司股权结构较为集中，陈爱莲、吴锦华为实际控制人，万丰锦源、锦源投资、吴锦华合计持股 27.86%，为上市公司控股股东及其一致行动人。

图表10：吴锦华为公司实际控制人



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 自动化系统集成业务核心受益于北美制造业回流

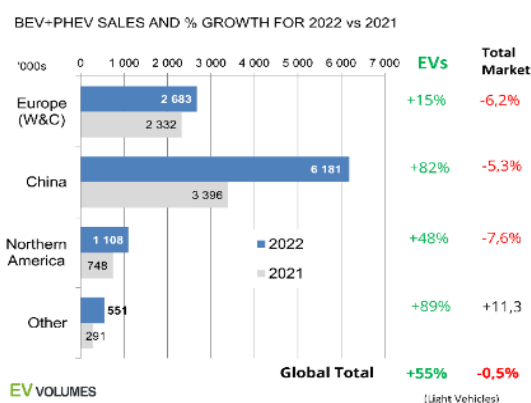
2.1 北美制造业回流，新能源车渗透率有望快速提升

2022 年北美新能源汽车销量 110.8 万辆，同比增长 48%，占全球新能源汽车销量的 11%，是新能源汽车销售的第三大市场，但市场开发程度仍处于较低水平。

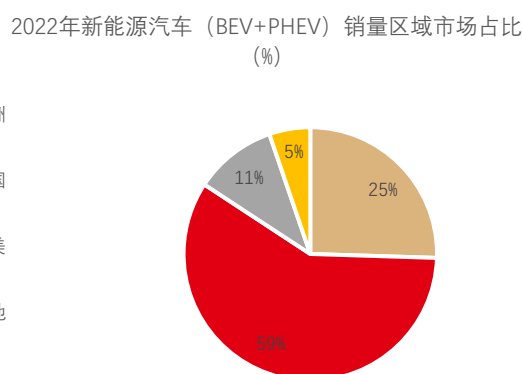
销量方面：2020-2022 年美国新能源汽车的销量分别为 33.2/67.2/99.6 万辆，其中 2022 年新能源汽车销量较 2021 年同比增长 48%；2020-2022 年加拿大新能源汽车销量分别为 2.4/4.4/7.2 万辆，其中 2022 年较 2021 年同比增长 64%；2020-2022 年墨西哥新能源汽车的销量分别为 0.1/0.1/0.4 万辆，其中 2022 年较 2021 年同比增长 300%。

渗透率方面：2020-2022 年美国新能源汽车的渗透率分别为 2.3%/4.4%/7.2%，2022 年渗透率较 2021 年增加 2.7pct；2020-2022 年加拿大新能源汽车的渗透率分别为 1.5%/2.6%/4.7%，2022 年渗透率较 2021 年增加 2.1pct；2020-2022 年墨西哥新能源汽车的渗透率分别为 0.1%/0.1%/0.4%。

图表11：2022 年新能源汽车销量首次突破 1000 万辆



图表12：2013-2022 年全球新能源汽车渗透率持续攀升



资料来源：EVvolumes，中邮证券研究所

资料来源：EVvolumes，中邮证券研究所

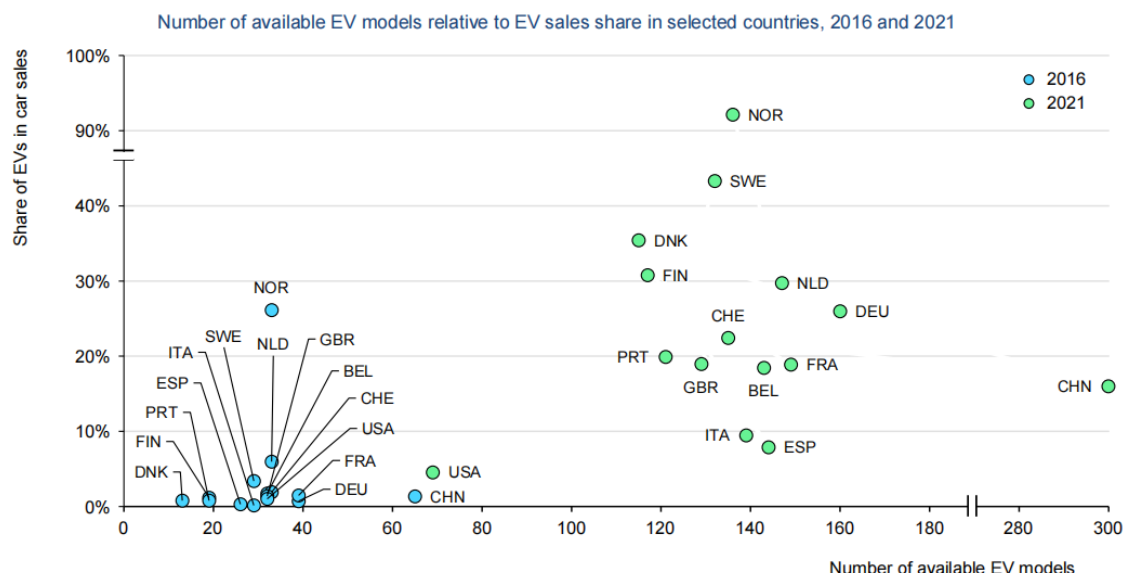
图表13：2020-2022 年北美三国新能源汽车销量及渗透率

北美新能源销量（万辆）		2020	2021	2022
美国		33.2	67.2	99.6
YOY (%)			102%	48%
加拿大		2.4	4.4	7.2
YOY (%)			83%	64%
墨西哥		0.1	0.1	0.4
YOY (%)			0	300%
新能源汽车渗透率（%）		2020	2021	2022
美国		2.3%	4.4%	7.2%
加拿大		1.5%	2.6%	4.7%
墨西哥		0.1%	0.1%	0.4%

资料来源：Marklines，中邮证券研究所

从电动汽车车型数量来看，2016 年各国电动汽车车型数量较少，经过新能源汽车的快速发展，到 2021 年主要国家电动汽车车型数量集中分布在 120-160 种。但美国等北美国家的新能源汽车的车型数量大约在 70 种，远远落后于其他主要国家，从可选车型角度来看，北美国家新能源汽车发展潜力巨大。

图表14：美国新能源汽车市场可选车型较少



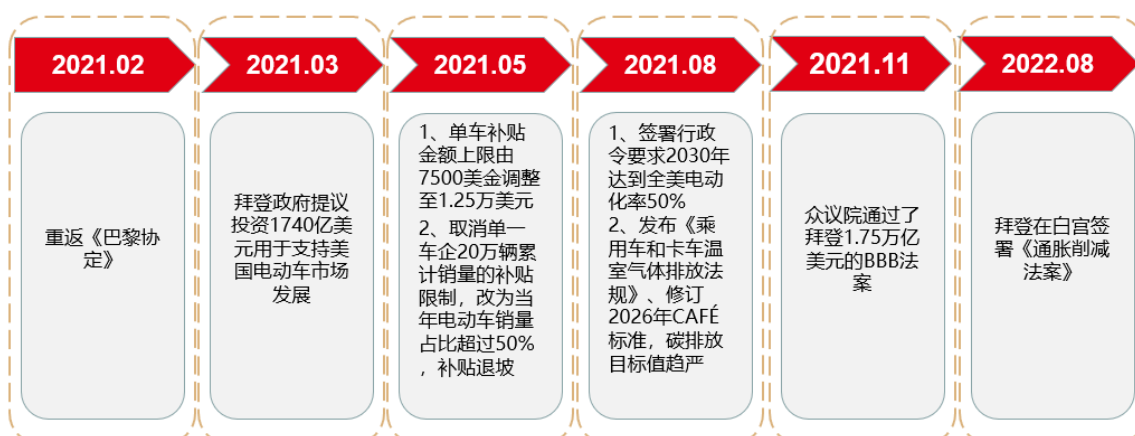
资料来源：IEA，中邮证券研究所

2.2 美加墨政策支持催化，新能源汽车产业有望迎来高增

（一）美国市场：IRA 法案出台，助力美国新能源汽车产业释放空间

美国进入大规模新能源汽车补贴阶段：目前新能源汽车销售处在向上爬坡期，IRA（《削减通货膨胀法案》）出台有望推动需求、提升新能源车企产能及促进传统车企加速转型，2023 年开始美国电动车市场将迎来快速发展。

图表15：利好政策持续落地



资料来源：公开资料，中邮证券研究所

《通胀削减法案》为新能源汽车提供的税收减免额度相比 BBB 略有下降，但与原材料、生产本地化相关的阶梯型补贴政策不变，并为商用车单独制定补贴方案。IRA 规定购买满足要求的新能源汽车最高可获得 7500 美元税收抵扣，与《紧急经济稳定法案》相同，但获得全额补贴需满足整车在北美组装、一定比例的关键矿物来自美国及签订自贸协定的地区等条件，同时每家车企 20 万辆补贴名额上限取消，直接帮助特斯拉、通用、雪佛兰三家车企的 8 款新能源车型重获补贴资格。二手新能源汽车可在生命周期中享受一次额度为售价 30% 的税收抵扣，上限 4000 美元；电池容量大于 15kWh 的商用车可享受成本价 30% 的补贴。

此外，IRA 在修改补贴政策的同时添加了本地化门槛，促使电动车上下游产能向北美地区转移。获取税额抵扣需满足特定车型外，还需要在生产环节使用一定比例的本地化原材料，并做到本地化装配。IRA 的原材料本地化要求分为两类：(1) 金属 (Critical Minerals) 包括铝、锑、重晶石、铍、铈、铈、铬七种矿物质：车厂获得新能源车辆税额抵扣资格之前，需保证其动力电池中使用的上述 7 种金属有部分来自于美国或与美国签订自贸协定 (FTA) 的国家/地区，具体要求由 2023 年的 40% 逐渐提升至 2027 年的 80%；(2) 电池材料 (Battery Components) 包括动力电池相关零部件：要求于北美地区生产的动力电池材料价值占电池总价值比例于 2023 年达到 50%，并于 2029 年之前达到 100% (完全本地化生产)。此外，使用中、俄、伊朗、朝鲜企业生产的电池材料/金属将失去补贴资格。

图表16：《通胀削减法案》主要补贴政策内容情况

重要变动	车型	内容
补贴政策改动	新车	7500 美元税收抵扣维持不变
		每家汽车企业 20 万辆补贴上限取消，补贴车型范围变动
		插混、氢燃料汽车纳入补贴范围
	二手车	纳入补贴行列，额度为售价的 30%，上限 4000 美元
	商用车	化石燃料商用车补贴成本 15%，新能源商用车补贴成本 30%
补贴条件限制	新车	原材料：一定比例关键矿物在美国或与美国签订自贸协定的国家/地区提取、加工、回收
		汽车组装：整车在北美地区组装
		车辆价格：轿车售价不超过 5.5 万美元，卡车、货车、SUV 售价不超过 8 万美元
		个人收入：购买者总收入不超过 15 万美元，联合申报不超过 30 万美元
	二手车	抵免次数：二手车在生命周期中仅享受一次补贴
		转让年限：二手车必须从经销商处购买，且新车购买 3 年内转手不享受补贴
		车辆价格：不超过 2.5 万美元
		个人收入：以个人身份购车（非企业）；收入不超过 7.5 万美元，联合申报不超过 15 万美元
	商用车	抵税额度：重量 < 6.35 吨的车辆免税额度为 7500 美元；重量大于 6.35 吨的车辆免税额度为 4 万美元
		技术指标：由电动机驱动，电池容量最低为 15kWh（小型商用车最低为 7kWh），且具备外部充电功能
		个人收入：无限制

资料来源：《通胀削减法案》(2022)，中邮证券研究所

利好政策推动电动化转型，吸引众多车企到美投资建厂。根据美国汽车研究智库机构 AtlasPublicPolicy 的统计数据描述，美国已经宣布的与电动汽车有关的工厂项目投资总额已经超过了 1280 亿美元。单是在 2022 年，就有超过 730 亿美元的建厂计划出炉，这个数字大约是 2021 年的三倍多。

图表17：利好政策持续落地

主机厂	建厂计划
大众	1、投资 8 亿美金扩建其美国田纳西州 Chattanooga 工厂 2、计划投资逾 10 亿美元，在美国本土创建新品牌 ScoutSUV 和电动皮卡
现代	2023 年上半年开建佐治亚州电动汽车工厂
通用	1、奥瑞恩（Orion）装配厂投资 40 亿美元向电动卡车生产过渡。 2、俄亥俄州的托莱多（Toledo）工厂投资 7.6 亿美元。
福特	1、密歇根州投资 20 亿美元，提升荣格电动汽车中心产能。 2、俄亥俄州组装工厂投资 15 亿美元，在 2025 年左右开始组装电动商用车。
日产	斥资 5 亿美元，对美国密西西比州坎顿汽车组装工厂进行改造，以生产纯电动汽车
本田	计划对位于美国俄亥俄州的 3 座工厂合计投资 7 亿美元

资料来源：各车企官网，中邮证券研究所

（二）加拿大：汽车碳减排既得利益者，电动化转型迫在眉睫

加拿大已经宣布计划在 2035 年之前停止销售新的内燃机汽车，以便此后在该国销售的所有汽车中 100%都是电动汽车。加拿大是减少汽车碳排放既得利益者，2021 年加拿大环境与气候变化部发布《气候变化中的加拿大：国家问题报告》表明，加拿大已经感受到全球变暖的影响，远远超过世界上大多数其他国家。根据加拿大环境和气候变化机构的一份报告，加拿大正在以全球两倍的速度变暖。这将增加森林火灾的强度，影响下雨的频率和下雪的程度，以及其他不必要的影响。

加拿大政府为电动汽车充电站提供 4 亿美元的新资金，目的是为加拿大的网络增加 5 万个电动汽车充电站。加拿大基础设施银行正在为电动汽车充电和相关基础设施补充 5 亿美元的额外投资。另有 6 亿美元被投资于智能可再生能源和电气化路径计划，以确保电动车充电网本身也由可再生能源驱动。

加拿大政府还提供 17 亿美元，进一步扩大其零排放汽车激励计划（iZEV），该计划旨在提供补贴，使普通加拿大公民更容易购买电动汽车。根据加拿大电动自治组织的数据，2021 年，在加拿大销售的新车中只有 5%是电动汽车。为了帮助实现 2035 年所有电动汽车的目标，加拿大政府制定销售目标，电动汽车在 2026 年占新销售汽车的 20%，到 2030 年至少占 60%，在 2035 年达到 100%的目标。

图表18：政策支持加拿大新能源汽车发展

国家	政策
加拿大	发布汽车全电化计划，到 2026 年，电动汽车要占销售的乘用车的五分之一。 2035 年，实现销售乘用车 100%电动化。按其零碳排汽车补贴政策，购买售价低于 4.5 万美元的电动车型可享受 5000 美元的补贴。
加拿大	加拿大联邦政府宣布了零碳排汽车补贴政策，即售价低于 45000 美元的电动车型可享受 5000 美元的补贴。除了对电动汽车的直接激励，相关预算还包括其他举措，如投资充电基础设施。

资料来源：汽车商业评论，中邮证券研究所

（三）墨西哥市场：汽车投资的热土，建厂投资计划接踵而至

汽车业是墨西哥国民经济的支柱产业，汽车汽配占墨西哥制造业 GDP18%左右。目前，墨西哥已经成为奥迪、北汽、宝马、FCA 集团、福特、通用、本田、起亚、马自达、三菱、日产、丰田和大众等老牌汽车制造商云集之地。强大的汽车产业集群，有力地支撑起了 OEM 厂商在墨西哥的可持续发展。

墨西哥发展汽车制造业的独特优势：

- 1) 节省人力成本及运输成本。墨西哥人工成本比美国低。相较于拉美其他国家，工作效率较高。相比于中国出口，物流也有较大节省空间。
- 2) 贸易优惠政策。2020 年签署《美墨加贸易协定》。另外，墨西哥与多国签署自由贸易协定。
- 3) 产业集群。墨西哥是全球第七大汽车生产地，包括 30 多个主机厂，1100 多个 Tier1 以及数千家 Tier2、Tier3。
- 4) 丰富的锂资源。根据美国地质调查局调查估计，墨西哥以 170 万吨资源储量排名第十。

众多车企及供应商密集公布了在墨西哥的投资计划，主要聚焦电动汽车及其零部件领域。

- 特斯拉宣布在新莱昂州建设一座超级工厂，用于生产下一代的电动汽车。
- 宝马宣布将投资 8 亿欧元（约 8.66 亿美元），在墨西哥圣路易斯波托西州建设工厂，以生产高压电池和纯电动汽车。
- 通用汽车在去年宣布将投资 10 亿美元扩建墨西哥拉莫斯阿里斯佩工厂，将于 2023 年开始生产电动车。
- Stellantis 计划投资数十亿美元在墨西哥生产电动汽车。
- 宁德时代计划投资 50 亿美元，在墨西哥建立一座电池制造厂，以此为特斯拉和福特汽车供货。

图表19：墨西哥是汽车投资的热土

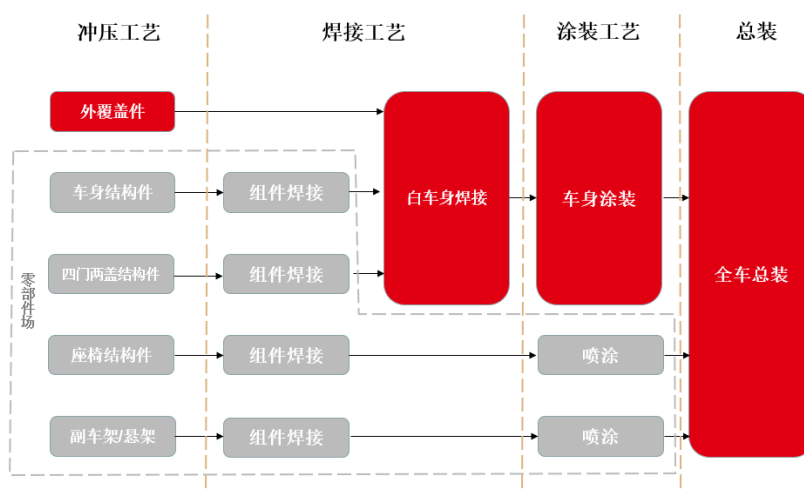


资料来源：Tetakawi，中邮证券研究所

2.3 派斯林：北美汽车焊装线领先企业，大额订单充裕

汽车制造工艺主要分为冲压、焊接、涂装、总装四大工艺环节。整车厂完成外覆盖件冲压、整车焊装及喷涂，其余环节由零部件厂生产。外覆盖件涉及到整车造型而由整车厂生产。除外覆盖件外，整车厂通常将其他所有白车身、座椅、悬架结构件的冲压环节和组件焊接环节交由零部件供应商生产。整车厂将零部件厂生产的白车身组件，再与厂内自产的外覆盖件一起焊装为白车身，而后喷涂、总装，完成整车制造流程。

图表20：汽车制造工艺流程



资料来源：中邮证券研究所

焊装工艺是四大工艺中的重要环节之一，主要由焊接机器人组成的自动化产线完成。

图表21：汽车制造所需自动化焊装生产线

汽车焊装线	用途	示意图
白车身智能化焊装主线	焊装主线将汽车下车体总成、侧围内/外板、顶盖总成、通风罩总成等部件拼合并焊接成白车身。	
发动机舱总成智能自动化生产线	将左/右纵梁总成、前地板、前纵梁总成、汽车大灯安装支架等部件的拼合及焊接。	
前/后地板总成智能自动化生产线	将前地板分总成进行拼合，通过总成拼接、总成补焊、螺柱焊等焊接成前地板总成；将车架后段分总成、梁架总成等部件拼合并焊接成后地板总成。	
侧围内/外板智能自动化焊装线	将汽车侧围部件进行拼合，并通过焊接成一体。通常侧围部件左右对称，相应设备也左右对称布置。	
机器人智能化焊接工作站	对汽车及工程机械小型部件进行拼合并焊接。	

资料来源：迈赫股份招股说明书，中邮证券研究所

新能源汽车多采用弧焊相关技术，公司在弧焊领域技术水平北美领先。凭借在工业自动化系统集成领域 80 多年的经验积累和技术沉淀，公司在北美市场细分焊接技术领域，与 KUKA、柯马等知名国际汽车自动化巨头位于第一梯队，特别是在弧焊的焊接变形控制上，公司具有在北美市场领先的技术优势，市场份额位居前列；同时公司在新能源汽车白车身焊接领域亦具备较强的竞争优势，公司承担了特斯拉与瑞维安首条生产线的设计与生产，在北美新能源汽车装备市场形成了较强的先发优势。公司凭借多年来积累的工艺技术优势，在系统设计、机械设计、控制设计、机器人模拟仿真等关键生产环节，具备丰富的项目经验和技術积累，服务过包括通用、本田、特斯拉、瑞维安、麦格纳、蒙塔萨、塔奥、玛汀瑞亚等多家国际知名汽车整车厂商和汽车零部件一级供应商，获得了客户的高度认可。公司领先的技术工艺及经验优势使公司成为北美市场中为数不多的可以提供大型、复杂工艺和技术要求的汽车工业自动化解方案供应商。

3 积极拓展非汽车领域，工业自动化延展空间广阔

3.1 公司拓展智能仓储物流行业，具备大型项目经验

智能仓储物流是采用信息交互为主线，深度融合互联网与物流产业。集成智能化、信息化、人工智能等，使用诸如条形码、RFID、传感器、GPS 全球定位系统等先进的物联网技术，进行信息集成、物流全过程优化和资源优化，自动化运转物品运输、仓储、配送、包装、装卸等环节，实现物品的高效率管理。

图表22：智能仓储物流系统由仓储系统、搬运系统、分拣系统、软件系统四部分组成



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

智能仓储物流的特点：

- (1) 智能物流充分利用垂直空间，空间利用率高；
- (2) 采用动态存储，货物在仓库可以按需自动存取；
- (3) 以机器替代人力，劳动力成本节约 80%；
- (4) 存储量大，远高于普通仓库，节约了 70%以上的土地，土地利用效率大幅提升；
- (5) 可视化程度高，通过实时录入系统，提高工作的准确度；
- (6) 传统仓储物流受黑暗、温度、有毒等特殊环境影响很大，但智慧仓储物流适应大多数的环境，环检要求影响小。

多因素推动行业发展，下游应用场景丰富。在全球疫情反复、成本上升、土地受限、经济转型升级等背景下，制造业企业开始以仓储物流为切入点实现降本增效。智能仓储物流系统通过加强智能化装卸搬运、分拣包装、加工配送等，可有效提升物流业标准化、信息化、智能化、集约化，目前已广泛应用于电商、医药、零售等诸多行业。

龙头企业竞相布局，市场空间广阔。亚马逊以 7.75 亿美元收购机器人公司 Kiva，已在其物流中心部署超过 52 万个机器人设备，沃尔玛将在其所有 42 个区域配送中心配置 Symbolic 仓库机器人+持有对方 5880 万股。根据 LogisticsIQ 市场报告，预计到 2027 年全球仓储自动化市场将达到 410 亿美元，潜在市场空间巨大。公司采用先进的集成化仓储物流设计理念，为客户提供自动化立体仓库、智能物料搬运、智能输送分拣、智能管理系统等产品及服务。

图表23：公司仓储物流业务内容

业务	用途	图示
自动化立体仓库	由货架、巷道式堆垛起重机、入（出）库工作台和自动运进（出）及操作控制系统组成	
智能物料搬运	多样化的智能搬运解决方案，实现高存储、高效率、高柔性和高性价比	
智能输送分拣	利用先进控件和软件指导的全面型和循环输送分拣系统，优化仓库作业并提高供应链可视化程度	
智能管理系统	系统支持货物从生产下线到物流到货、入库、存储、拣货、符合、出库、盘点、移库、库位管理等全过程的物流仓储作业需求	

资料来源：公开资料，中邮证券研究所

公司与国际知名仓储物流业客户达成战略合作，2022 年获得仓储自动化项目订单超 3 亿元。公司以在汽车制造市场积累的工艺技术经验和行业口碑为依托，公司不断拓展仓储物流业市场，推动相关技术应用向非汽车产业渗透，进一步实现产业布局与客户结构的优化升级。

3.2 制造业产业升级驱动，工业自动化延展空间广阔

工业自动化系统集成是根据工业生产的不同应用场景和需求，对工业生产设备和部件如工业机器人、控制器、传感器等进行针对性地开发和集成，达到工业生产流程的自动化，主要用于实现焊接、装配、搬运、分拣等工艺或功能，以代替人工提高效率和产品一致性、降低成本、确保安全等。

从产业链来看，工业机器人系统集成处于工业机器人产业链的中游，系统集成商从上游采购工业机器人本体等设备，根据下游终端客户的具体要求，进行合理的方案设计、生产安装及调试，最后交付给最终用户一套完整的机器人集成应用系统产品。其下游应用领域较为广泛，

主要包括汽车制造、仓储物流、工业机械、3C 电子、航空航天、军工、食品饮料、医药等，具有综合技术水平、项目经验、自主创新能力要求高等特点，是智能制造产业的重要组成部分。

图表24：工业自动化系统集成位于工业机器人产业链下游

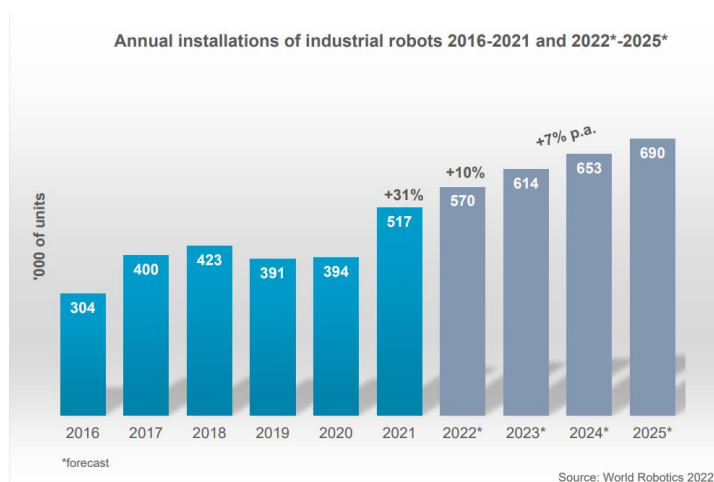


资料来源：瑞松科技招股说明书，中邮证券研究所

3.3 2025 年全球工业自动化系统集成市场规模有望达到 690 亿美元

工业机器人产业作为智能制造行业的重要组成部分，在智能制造行业高速增长趋势的推动下，工业机器人产业也呈现了良好的发展态势。根据《2021 年世界机器人工业机器人报告》数据显示，全球工厂中运行的工业机器人达到创纪录的 300 万台，增长了 10%。2021 年工业机器人全球出货量为 517000 台，较 2020 年增长 31%。IFR 预计，到 2025 年全球工业机器人的出货量将达到 690000 台，较 2021 年提高 173000 台，2021-2025 年 CAGR 为 7%。

图表25：2025 年全球工业机器人的安装量有望达到 69 万台

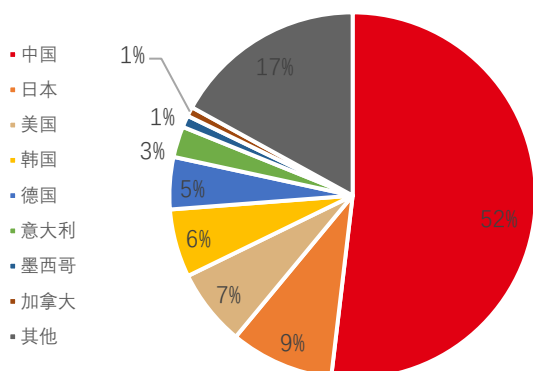


资料来源：IFR（国际机器人联盟），中邮证券研究所

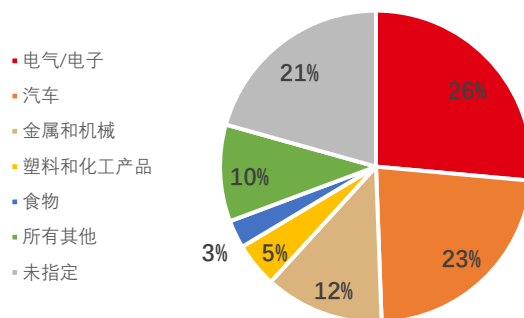
从 2021 年工业机器人的安装规模的地区分布来看，中国工业机器人的安装数量达到全球工业机器人总安装数量一半以上，占比为 52%；其次是日本的 9%；北美洲三个国家工业机器人安装数量占全球总安装数量的 9%，美国、加拿大、墨西哥的占比分别为 7%、1%和 1%。

从 2021 年安装的工业机器人应用领域来看，电子电器是工业机器人最主要的应用领域，该领域工业机器人的安装量占比为 26%；汽车制造领域工业机器人的安装数量占比仅次于电子电器领域，占比为 23%。

图表26：2021 年北美地区工业机器人安装规模占比



图表27：2021 年工业机器人在汽车领域的安装占比

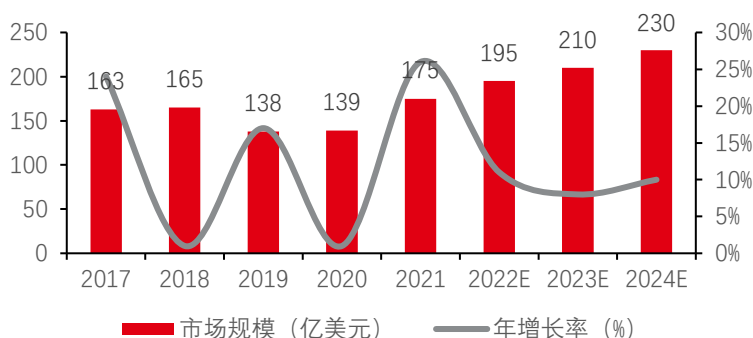


资料来源：IFR，中邮证券研究所

资料来源：IFR，中邮证券研究所

根据 IFR 统计数据显示，2021 年全球工业机器人市场强劲反弹，市场规模为 175 亿美元，超过 2018 年达到的历史最值 165 亿美元。预计 2022 年，工业机器人的市场进一步增长，有望达到 195 亿美元。随着市场需求的持续释放以及工业机器人的进一步普及，工业机器人市场规模将持续增加，2024 年将有望达到 230 亿美元。

图表28：2024 年全球工业机器人市场规模有望达到 230 亿美元



资料来源：IFR，《中国机器人产业发展报告（2022 年）》，中邮证券研究所

工业自动化系统集成市场规模通常为工业机器人本体的 3 倍左右。根据 IFR 对工业机器人本体市场规模的测算，2022-2024 年全球工业自动化系统集成市场规模分别有望达到 585/630/690 亿美元。

图表29：自动化系统集成市场规模测算表

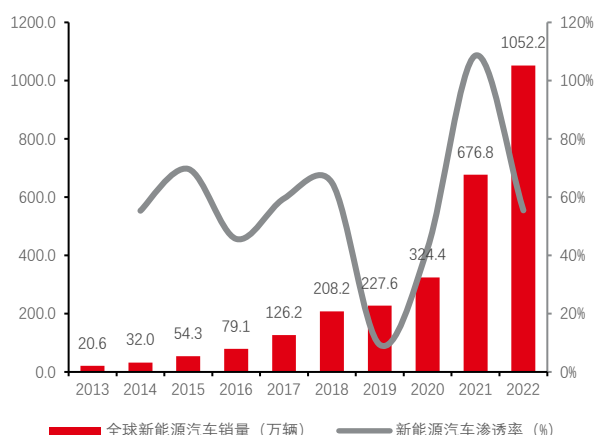
	2022E	2023E	2024E
全球工业机器人本体市场规模（亿美元）	195	210	230
系统集成市场规模/机器人本体市场规模	3	3	3
自动化系统集成市场规模（亿美元）	585	630	690

资料来源：IFR，《中国机器人产业发展报告（2022年）》，中邮证券研究所

汽车制造业是工业自动化系统集成最大的应用领域之一，汽车制造向新能源的转型是汽车工业自动化系统集成市场的核心驱动因素。随着“碳中和”的理念逐步深入人心，全球汽车新能源产业的发展将是大势所趋。根据彭博新能源财经预测，到2040年，全球新能源汽车销量预计超过7,300万辆。一方面，众多传统汽车厂商如福特、大众、比亚迪等纷纷发布了新能源转型战略，并不断发布新能源车型，另一方面新能源造车新势力如特斯拉、“蔚、小、理”等主机厂产品销量不断突破，华为、小米等厂商亦纷纷加入造车大军，对传统汽车制造厂商造成不小的竞争压力、倒逼其向新能源汽车转型。根据中国汽车工业协会数据，2022年国内新能源汽车销量为688.7万辆，同比增长93%，新能源乘用车占全球市场份额超50%，连续8年位居全球第一。汽车制造向新能源的转型，将促使主机厂生产线固定资产投资的提升，汽车行业工业自动化系统集成市场增长可期。

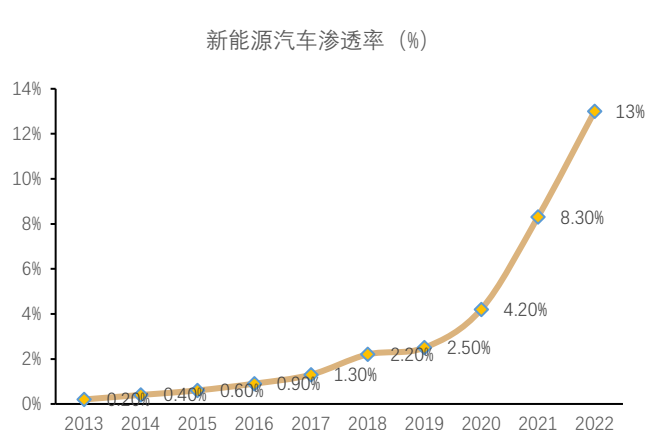
车型更新换代和老旧制造装备技术升级是汽车行业工业自动化系统集成市场的重要驱动因素。随着年轻一代的消费者成为主力军，“外观时尚、驾乘舒适、性能可靠、智能安全”等消费观念的变化正在引导汽车消费的主流。国内外汽车制造厂商为适应目前消费者的需求，采取加速新技术的开发和应用、缩短开发周期、提高产品性能等措施来保持竞争力，使得汽车产品更新换代持续提速，呈现出“一年小改、三年大改、五年退市”的产品周期规律。车型的更新换代，对汽车制造装备系统的“智能化、柔性化”提出了更高的要求，同时拉动了汽车生产制造装备系统的适应性改造市场。此外，老旧的制造装备系统面临“环保、节能、智能化、柔性化”等的技术升级或更新，同样会带来汽车智能装备系统的技改需求市场。

图表30：2022年新能源汽车销量首次突破1000万辆



资料来源：EVolumes，中邮证券研究所

图表31：2013-2022年全球新能源汽车渗透率持续攀升



资料来源：EVolumes，中邮证券研究所

根据自身技术特点、市场环境以及业务发展规划的不同，行业内各参与者所专注的专业领域、产品特点和服务重心也相对有所侧重，并且智能装备行业的产品具有非标准定制化的特点，因此，行业内各企业主营业务架构也都各不相同。

图表32：涉及工业自动化系统集成业务的国际知名企业

公司名称	公司介绍
柯马 (COMAU)	柯马是全球工业自动化领域的领导者。完整的产品组合包括：为传统和电动汽车研究的连接、装配和机械加工解决方案，机器人生产系统，完整的机器人系列（包括协作和可穿戴机器人解决方案），其具有多种型号和多种有效负载配置，自动驾驶物流工具和资源优化服务，并配备实时监控功能。我们的服务还延伸至适用于多种工业领域的项目管理和咨询、物联网服务以及维护和培训。所提供的解决方案可满足汽车生产、重工业、铁路、可再生能源以及广泛的一般工业领域的需求。
库卡 (KUKA)	KUKA 是一家国际知名的自动化集团公司，营业额高达 33 亿欧元，拥有约 14,000 名员工。公司总部位于德国奥格斯堡。作为智能自动化全球解决方案供应商之一，KUKA 为客户提供一站式解决方案：包括机器人、工作单元、全自动系统和网络，服务于汽车、电子、金属、塑料、消费品、电子商务及零售和医疗保健等市场领域。
JR	JRAutomation 提供智能自动化制造和配送技术解决方案。JRAutomation 在全球拥有超过 1,700,000 平方英尺（近 111,500 平方米）的自动化和工程空间。在 2019 年被 Hitachi, Ltd. 收购，在 2021 年将五个部门品牌——JRAutomation、EsysAutomation、Setpoint、FSATechnologies 和 PSBTechnologies——合并为一家全球水准的自动化提供商，提供比任何其他公司更多的创新解决方案和专业领域。ITAR 认证设施、RIA 认证机器人集成商、授权 FANUC 系统集成商、授权 ABB 机器人集成商、安川卓越合作伙伴、Qmed 合格供应商
德国杜尔 (DURR)	德国杜尔 (DURR) 是集设计、制作、安装、调试为一体的世界领先的汽车智能制造装备设计公司之一，进入中国市场已有十多年，其全资子公司杜尔涂装系统工程（上海）有限公司主要从事汽车涂装生产线的规划设计服务。
日本大气社 (TaikishaLtd.)	日本大气社 (TaikishaLtd.) 主要业务为涂装设备的设计、制造、安装、施工及售后服务。五洲大气社主要负责在中国的汽车涂装业务。
日本大福株式会社 (DAIFUKU)	日本大福株式会社 (DAIFUKU) 是全球最大的汽车生产流水线、液晶、半导体制造输送搬运设备供应商之一，专注于物流领域，其输送、保管、拣选和分拣等设备系统的技术全球领先，占据了全球汽车生产自动化市场重要的市场份额。

资料来源：迈赫股份招股说明书，中邮证券研究所

图表33：涉及工业自动化系统集成业务的国内上市公司

国内公司	公司介绍
华昌达（300278）	公司是智能型自动化装备系统供应商，其主营业务包括总装自动化生产线、焊装自动化生产线、涂装自动化生产线等领域的研发、设计、生产和销售；该公司于2014年并购上海德梅柯汽车装备有限公司，其定位是工业机器人系统集成领域，主要产品是汽车焊装生产线用工业机器人成套装备及焊装生产线整线。
三丰智能（300276）	公司通过发行股份及支付现金收购上海鑫燕隆汽车装备制造有限公司全部股权，上海鑫燕隆汽车装备制造有限公司成立于2011年5月，是汽车智能焊装生产线系统整体解决方案提供商，其主要产品包括地板智能焊装生产线、侧围智能焊装生产线、门盖智能焊装生产线以及车身智能主焊线等。
新时达（002527）	公司收购上海晓奥享荣汽车工业装备有限公司后，进入了汽车智能装备市场。上海晓奥享荣汽车工业装备有限公司主要从事工业机器人系统集成业务，长期致力于汽车智能化柔性焊接生产线的设计、研发、生产和销售。
科大智能（300222）	公司收购上海冠致工业自动化有限公司后，进入了汽车智能装备市场。上海冠致工业自动化有限公司主要从事工业智能化柔性生产线业务，其主要产品包括智能焊装生产线、机器人工作站等，是国内为数不多的能够提供全方位、智能化和定制化柔性生产线综合解决方案的企业之一。
哈工智能（000584）	公司通过对天津福臻工业装备有限公司的收购，进入了汽车智能装备市场。天津福臻工业装备有限公司成立于1998年4月，是专业从事汽车车身智能化柔性生产线的综合服务商，该公司一直致力于为汽车厂商提供智能型自动化装备系统的设计、制造、系统集成以及升级改造等服务。
平原智能（830849）	公司是智能自动化生产线系统的集成供应商，主要从事智能自动化生产线系统的研发、设计、生产、销售、安装调试等。公司产品可广泛应用于汽车、工程机械、轨道交通、家电、物流仓储等行业。
江苏北人（688218）	该公司的主营业务为提供工业机器人自动化、智能化的系统集成整体解决方案，主要涉及柔性自动化、智能化的工作站和生产线的研发、设计、生产、装配及销售。
瑞松科技（688090）	公司专注于机器人系统集成与智能制造领域的研发、设计、制造、应用、销售和服务，致力于为客户提供成套智能化、柔性化制造系统解决方案。
派斯林（600215）	公司围绕智能制造产业，主要从事工业自动化系统集成产品的规划、设计、制造、安装、调试、售后支持和咨询为一体的整体解决方案和服务。公司在智能制造领域拥有80多年经验积累和技术沉淀，已成为全球领先的工业自动化系统服务商。通过综合运用成熟领先的自动化系统集成、自适应运动控制、机器视觉引导定位与检测传感、机器人仿真离线应用等技术，提升硬件作业设备与软件信息系统之间的协作联动，将彼此独立的应用功能进行有机结合、融合优化与系统集成，实现工业生产过程的数字化、自动化、智能化。公司产品目前主要应用于汽车自动化焊装生产线，智能仓储自动化生产线，数字工厂解决方案和服务等。

资料来源：迈赫股份招股说明书，中邮证券研究所

4 盈利预测与估值

公司为北美汽车焊装线领先企业，一方面受益北美大额订单持续涌入，另一方面受益疫情后人员调动便利，经营效率和盈利水平有效提升，预计 2023-2025 年营收分别为 19.95/29.97/40.45 亿元，同比增速分别为 78.39%/50.21%/34.96%；2023-2025 年归母净利润分别为 2.11/3.48/4.90 亿元，同比增速分别为 48.03%/64.74%/41.01%。选取汽车行业自动化产线相关企业三丰智能、豪森股份、瑞鹄模具、巨一科技作为可比公司，公司估值偏低，给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值（亿）	收盘价	EPS				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300276.SZ	三丰智能	52.12	3.72	0.07	0.06	0.09	0.14	53.14	67.27	41.24	27.56
688529.SH	豪森股份	32.19	25.15	0.55	1.29	1.72	2.17	45.73	19.51	14.63	11.58
002997.SZ	瑞鹄模具	58.84	32.04	0.63	1.19	1.77	2.42	50.86	26.87	18.08	13.26
688162.SH	巨一科技	56.27	40.96	1.24	1.81	2.78	3.48	33.03	22.68	14.74	11.77
平均值									37.88	24.65	17.47
600215.SH	派斯林	40.55	8.72	0.31	0.45	0.75	1.05	28.45	19.22	11.67	8.27

资料来源：Wind，中邮证券研究所

注：三丰智能、豪森股份、瑞鹄模具、巨一科技预测数据取自wind一致预期，截止日期 2023.7.21

5 风险提示

市场竞争加剧风险；政策变动风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1119	1995	2997	4045	营业收入	-21.3%	78.4%	50.2%	35.0%
营业成本	955	1554	2320	3115	营业利润	37.4%	50.2%	64.7%	41.0%
税金及附加	13	16	24	32	归属于母公司净利润	8.4%	48.0%	64.7%	41.0%
销售费用	17	30	45	61	获利能力				
管理费用	100	180	270	364	毛利率	14.6%	22.1%	22.6%	23.0%
研发费用	3	4	6	8	净利率	12.7%	10.6%	11.6%	12.1%
财务费用	23	1	-2	-2	ROE	8.8%	11.7%	16.5%	19.4%
资产减值损失	-4	-10	-12	-15	ROIC	0.9%	7.3%	10.8%	13.5%
营业利润	165	248	409	577	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	54.7%	57.0%	58.1%	58.1%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.04	1.16	1.25	1.35
利润总额	166	248	409	577	营运能力				
所得税	23	37	61	87	应收账款周转率	4.67	6.94	8.40	8.41
净利润	143	211	348	490	存货周转率	1.15	1.87	2.08	2.12
归母净利润	143	211	348	490	总资产周转率	0.32	0.51	0.65	0.73
每股收益(元)	0.31	0.45	0.75	1.05	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.31	0.45	0.75	1.05
货币资金	43	407	421	606	每股净资产	3.49	3.89	4.54	5.44
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	272	303	411	551	PE	28.45	19.22	11.67	8.27
预付款项	24	33	53	70	PB	2.50	2.24	1.92	1.60
存货	941	1199	1686	2126	现金流量表				
流动资产合计	1726	2421	3277	4301	净利润	143	211	348	490
固定资产	356	341	324	305	折旧和摊销	29	52	55	58
在建工程	3	5	7	8	营运资本变动	106	-30	-328	-283
无形资产	37	28	18	7	其他	-168	-34	-73	-108
非流动资产合计	1860	1785	1760	1732	经营活动现金流净额	109	199	2	157
资产总计	3586	4206	5037	6033	资本开支	-43	-30	-30	-30
短期借款	0	0	0	0	其他	173	101	90	129
应付票据及应付账款	245	331	507	695	投资活动现金流净额	129	71	60	99
其他流动负债	1409	1759	2112	2500	股权融资	0	5	0	0
流动负债合计	1654	2090	2620	3195	债务融资	-191	122	0	0
其他	308	307	307	307	其他	-52	-31	-48	-71
非流动负债合计	308	307	307	307	筹资活动现金流净额	-244	96	-48	-71
负债合计	1962	2397	2927	3502	现金及现金等价物净增加额	-14	364	14	185
股本	465	465	465	465					
资本公积金	331	336	336	336					
未分配利润	702	856	1105	1452					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	126	151	204	277					
所有者权益合计	1624	1809	2110	2530					
负债和所有者权益总计	3586	4206	5037	6033					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048