

2018年07月13日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

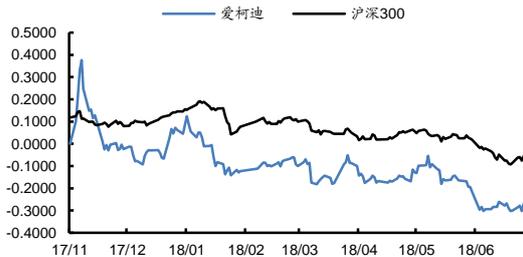
研究所

证券分析师：周绍倩 S0350516070001
021-60338122 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人：王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

专注铝合金精密压铸小件，盈利能力出众

——爱柯迪（600933）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|-------|-------|
| 爱柯迪 | -12.0 | -20.1 | -26.9 |
| 沪深300 | -8.1 | -10.1 | -5.6 |

市场数据 2018-07-12

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 11.39 |
| 52周价格区间（元） | 10.61 - 22.21 |
| 总市值（百万） | 9629.56 |
| 流通市值（百万） | 1574.55 |
| 总股本（万股） | 84544.00 |
| 流通股（万股） | 13824.00 |
| 日均成交额（百万） | 125.62 |
| 近一月换手（%） | 48.67 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 深耕汽车铝合金压铸细分领域** 公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。公司定位于汽车制造业二级供应商，产品直接供给一级供应商，主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商：包括法雷奥、博世、格特拉克（2016年被麦格纳收购）、克诺尔、麦格纳、电产、博格华纳、大陆、马勒、耐世特、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚等。公司与一级供应商共同成长，战略合作关系不断巩固，业务遍布全球各大成熟市场。
- 专注小件生产，盈利能力出众** 公司专注汽车铝合金小型压铸件，通过一体化产业链的布局，再叠加高效的精益管理和优质的客户资源，整体盈利水平在行业内处于高位。**1) 小件产品附加值高：**公司主要产品均为依据客户特定的技术参数设计并生产的非标产品，以中小件产品居多。一般来说，汽车铝合金精密压铸件产品的规格越小，要求的加工精度越高，加工难度、耗用的人工及加工费用越高，单位产品的附加值越大。**2) 产业链一体化：**公司产业链较长，涵盖方面包括最初的材料入库到最后的加工出库。主要生产工序有模具设计开发、集中熔炼、产品压铸、切边加工、热处理、精密机械加工、表面处理、局部组装等汽车零部件制造的整个环节，一体化产业链特征较为明显，第三方成本大大缩减。**3) 高效的精益生产管理：**由于公司主要生产小件，因此对精益生产管理的要求较高，建立了涵盖技术研发、产品开发、采购、制造、销售、仓储、物流、人事以及财务等各环节的综合管理体系，实行精益化管理模式。**4) 客户结构优良：**公司前五大客户均是国际知名汽车零部件一级供应商，其中法雷奥、博世、麦格纳等都是全球汽车零部件排名前五的企业，客户结构相对较为优良。此外，公司外销比例较大，近年来国外业务比例维持在60%，其配套客户也是国际主流一级供应商，产品定价相对国内会适当提高，因此毛利率会相对高一点。
- 募投项目缓解产能压力，海内外生产基地建设贴近客户** **1) 产能不足成为近几年来制约公司发展的瓶颈，募投项目充分保障未来业务发展：**2014-2017年，公司主要产品的平均产销率为98.62%，平均产能利用率为90.79%，产能偏紧。2017年11月上市后，公司将扣除发行费用后的实际募集资金13.93亿元用于汽车精密压铸加工件改扩建项目（新增6500万件汽车铝合金精密压铸件产能）、汽车雨

刮系统零部件建设项目（新增 4000 万件汽车雨刮系统铝合金精密压铸件产能）、精密金属加工件建设项目（新增 2000 万件汽车类铝合金精密压铸件和 500 万件工业类金属精密加工件的机加工产能）以及技术研发中心建设项目。**2) 为了增强产品竞争力，进一步拓展新能源汽车零部件市场：**公司拟将部分募集资金调整用于“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”。该项目总投资额为 35,890 万元，拟使用募集资金投资额为 27,089 万元，不足部分以公司自有资金投入。项目建设期为 24 个月，新增 1200 万件适用于新能源汽车及汽车轻量化铝合金精密压铸件产能，项目建成正常运行并完全达产后预计可实现销售收入 30,000 万元。**3) 此外，公司持续深化“生产贴近客户”的生产基地布局：**海外基地方面，墨西哥生产基地 IKD FAEZA 于 2017 年实现销售收入近 1400 万美元，同比增长约 260%，基本实现盈亏平衡。现阶段贸易战对于公司产品几乎没有影响，即使后阶段中美贸易进入全面对抗的局面，公司也可以将出口美国的部分产品转移到墨西哥工厂，整体来看墨西哥生产基地可进可退，是全球化下贴近客户的战略布局；国内基地方面，2017 年公司启动在国内的南昌、柳州生产基地，分别用于辐射中部地区及华南、西南地区。我们认为，通过“生产贴近客户”，可以进一步满足客户对供应商战略布局的要求，深化与客户的战略合作关系，从而扩大国内市场的销售规模以及提升市场份额。

- **盈利预测和投资评级：**预估公司 2018/2019/2020 年每股收益分别为 0.63/0.72/0.82 元，对应的 PE 分别为 18/16/14 倍，首次覆盖给予增持评级。
- **风险提示：**募投项目产能释放不及预期；客户拓展进度不及预期；海内外生产基地建设不及预期；原材料成本上涨的风险；汇兑损益对业绩的不确定性影响；中美贸易战的不确定性影响。

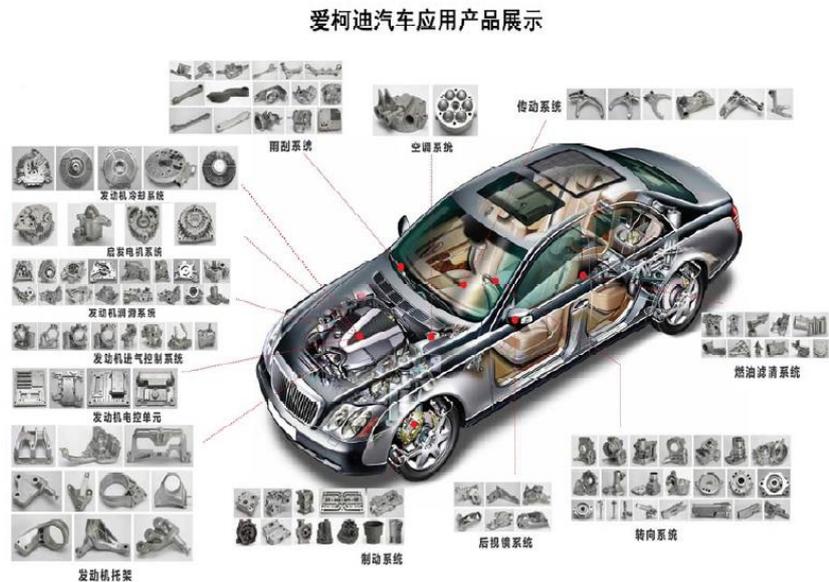
| 预测指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 2175 | 2479 | 2853 | 3287 |
| 增长率(%) | 20% | 14% | 15% | 15% |
| 净利润（百万元） | 466 | 535 | 610 | 696 |
| 增长率(%) | -4% | 15% | 14% | 14% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.55 | 0.63 | 0.72 | 0.82 |
| ROE(%) | 12.98% | 13.65% | 14.16% | 14.66% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、深耕汽车铝合金压铸细分领域

公司成立于 2003 年，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，其主要产品是通过压铸和精密机加工工艺生产的铝制汽车零部件。主要产品包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。公司定位于汽车制造业二级供应商，产品直接供给一级供应商，主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商：包括法雷奥、博世、格特拉克（2016 年被麦格纳收购）、克诺尔、麦格纳、电产、博格华纳、大陆、马勒、耐世特、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚等。公司与一级供应商共同成长，战略合作关系不断巩固，业务遍布全球各大成熟市场。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表 1：公司产品受到主要客户充分认可

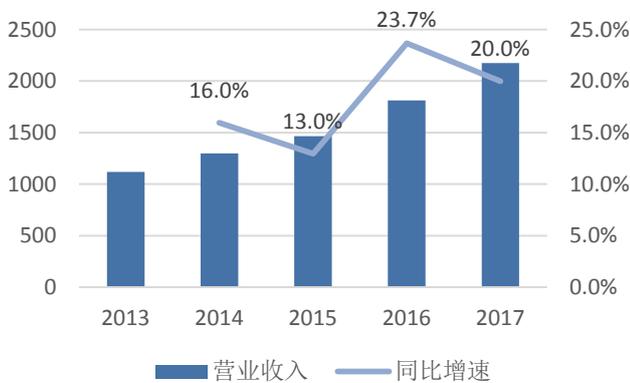
| 年份 | 客户 | 奖项 |
|------|-------------|-----------------|
| 2016 | 上海汽车变速器有限公司 | 2016 年度优秀开发供应商奖 |
| | 格特拉克 | 2016 年度优质供应商奖 |
| | 法雷奥 | 2016 年度全球供应商奖 |
| | 耐世特 | 2016 年度最佳客户服务奖 |
| 2015 | 格特拉克 | 2015 年度新产品开发贡献奖 |
| | 法雷奥 | 2015 年度供应商质量改进奖 |
| | 大陆 | 2015 年度优质供应商奖 |
| | 舍弗勒 | 2015 年度优质供应商奖 |
| | 埃贝赫 | 2015 年优选供应商 |
| 2014 | 博格华纳 | 2015 年度最佳合作奖 |
| | 博世 | 2014 年度优选供应商奖 |

| | |
|------|----------------|
| 博格华纳 | 2014 年度创新奖 |
| 耐世特 | 2014 年度卓越客户服务奖 |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

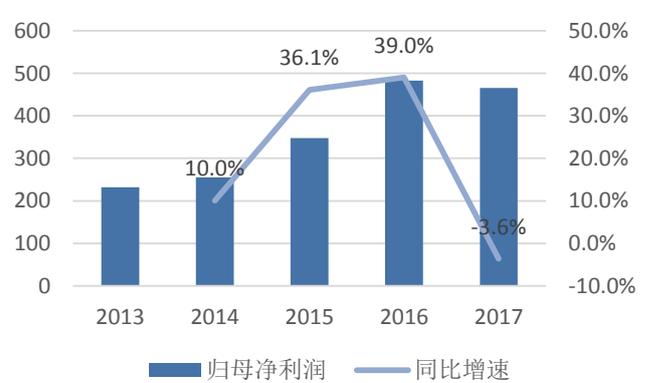
公司收入及利润稳定增长，短期受汇兑损益扰动，长期成长趋势不变。2013 年至 2017 年，公司营收复合增速为 18.1%，归母净利润复合增速为 19.0%，整体保持稳健的增长。2017 年业绩有所下滑，同比下降 3.6%，主要是因为汇率波动，从而导致汇兑损益及公允价值变动损失；剔除相关因素，公司实际利润总额增速大约为 9%。近年来国内业务增速快于海外业务，国内方面主要是配套国际主流一级供应商的合资企业，此外也在积极配套自主品牌相关产品，如上汽变速箱等。长期来看，公司紧跟国际客户布局发展，结合行业最新趋势不断开发具有竞争力的产品，与一级供应商共同成长。

图 2：公司历史营收及增速（百万元/%）



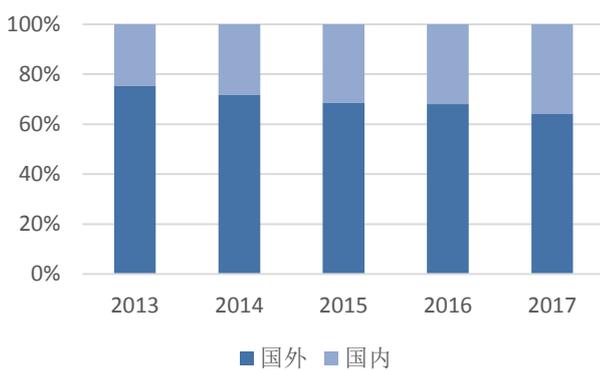
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：公司历史归母净利润及增速（百万元/%）



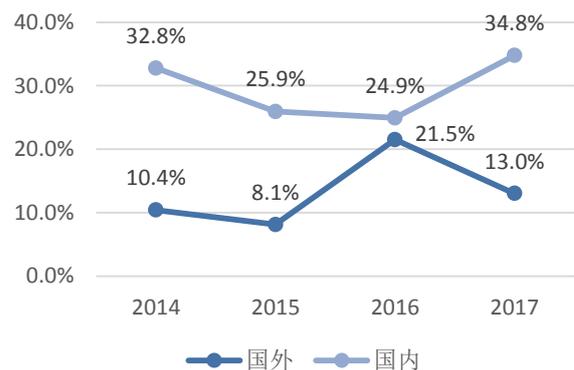
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：公司海内外业务占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：公司海内外业务增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

2、专注小件生产，盈利能力出众

公司专注汽车铝合金小型压铸件，通过一体化产业链的布局，再叠加高效的精益管理和优质的客户资源，整体盈利水平在行业内处于高位。

图 6: 公司与行业可比公司毛利率

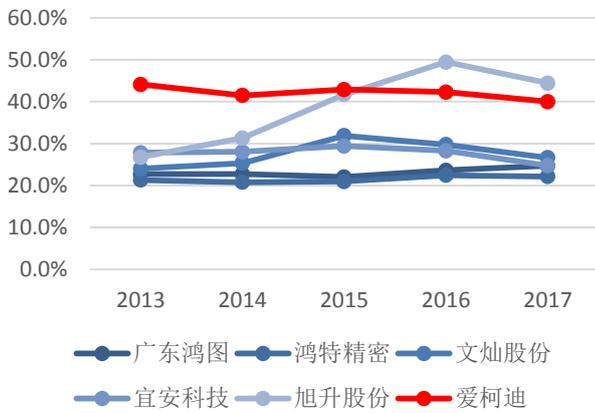
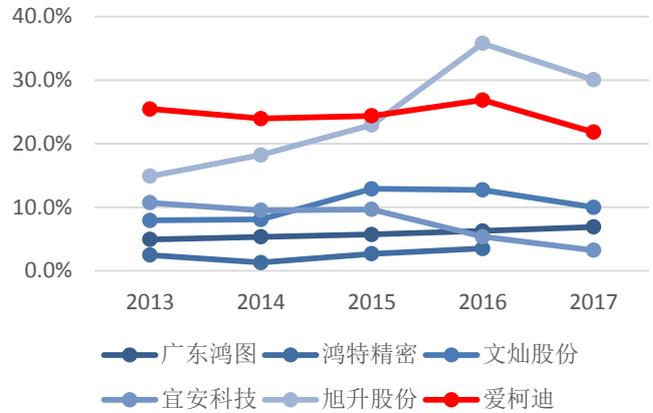


图 7: 公司与行业可比公司净利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 鸿特科技 2017 年毛利率数据剔除了互联网金融业务的影响)

资料来源: Wind, 国海证券研究所

1) 小件产品附加值高: 公司主要产品均为依据客户特定的技术参数设计并生产的非标产品，以中小件产品居多，具有多品种、小批量、多批次的特点。一般来说，汽车铝合金精密压铸件产品的规格越小，要求的加工精度越高，加工难度、耗用的人工及加工费用越高，单位产品的附加值越大。公司 400 克以下产品的销售收入占汽车类收入的比例为 65%以上，其每吨产品的平均销售价格在 6.9 万元左右，400 克以上产品占比为 35%以下，其每吨产品的平均销售价格在 4.2 万元左右。相较于生产大件居多的同行，公司的产品单价显著高于竞争对手，小件附加值高的优势充分显示。

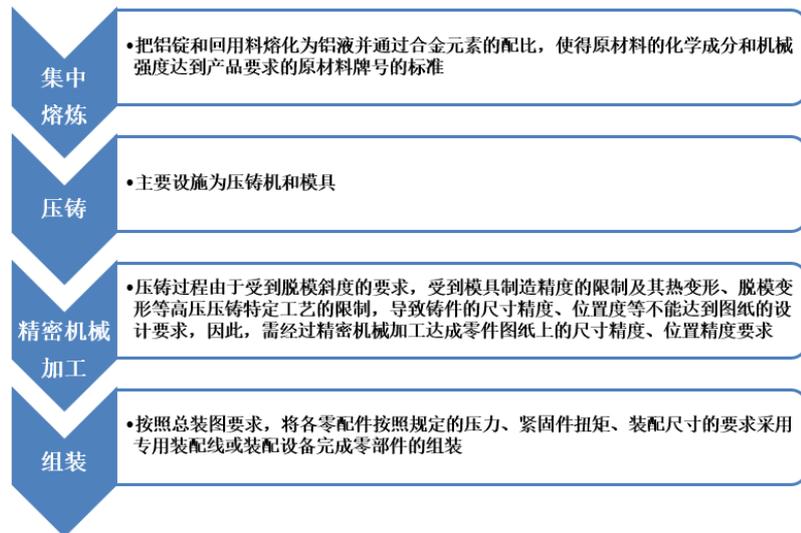
表 2: 公司产品单价高于同行

| | 项目 | 2016 年度 | | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|-------|-----------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | | 收入 | 成本 | 收入 | 成本 | 收入 | 成本 |
| 广东鸿图 | 销售量 (万吨) | 6.41 | | 5.70 | | 5.89 | |
| | 金额 (亿元) | 25.65 | 19.57 | 21.25 | 16.59 | 21.32 | 16.54 |
| | 单价 (万元/吨) | 4.00 | 3.05 | 3.73 | 2.91 | 3.62 | 2.81 |
| 鸿特精密 | 销售量 (万吨) | 3.33 | | 3.28 | | 2.78 | |
| | 金额 (亿元) | 13.86 | 10.97 | 13.90 | 11.19 | 11.88 | 9.59 |
| | 单价 (万元/吨) | 4.17 | 3.30 | 4.24 | 3.41 | 4.28 | 3.46 |
| 文灿股份 | 销售量 (万吨) | - | | 2.18 | | 1.72 | |
| | 金额 (亿元) | - | - | 10.05 | 7.04 | 8.24 | 6.24 |
| | 单价 (万元/吨) | - | - | 4.60 | 3.22 | 4.78 | 3.62 |
| 合计/平均 | 销售量 (万吨) | 9.74 | | 11.17 | | 10.39 | |
| | 金额 (亿元) | 39.51 | 30.54 | 45.20 | 34.82 | 41.44 | 32.38 |
| | 单价 (万元/吨) | 4.06 | 3.14 | 4.05 | 3.12 | 3.99 | 3.12 |
| 爱柯迪 | 销售量 (万吨) | 2.95 | | 2.43 | | 2.28 | |
| | 金额 (亿元) | 17.11 | 10.02 | 13.91 | 8.00 | 12.28 | 7.19 |
| | 单价 (万元/吨) | 5.81 | 3.40 | 5.72 | 3.29 | 5.38 | 3.15 |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

2) 产业链一体化：公司产业链较长，涵盖方面包括最初的材料入库到最后的加工出库。主要生产工序有模具设计开发、集中熔炼、产品压铸、切边加工、热处理、精密机械加工、表面处理、局部组装等汽车零部件制造的整个环节，一体化产业链特征较为明显，第三方成本大大缩减。

图 8：公司产品主要生产环节



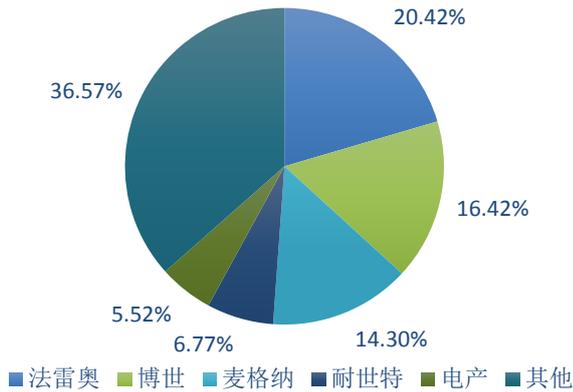
资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

3) 高效的精益生产管理：由于公司主要生产小件，因此对精益生产管理的要求较高，公司的竞争优势也体现在高效的管理能力上。公司具备全面出色的系统化管理能力，采用扁平化的组织架构，将信息管理系统有机地融入到日常经营管理的各个环节当中，建立了涵盖技术研发、产品开发、采购、制造、销售、仓储、物流、人事以及财务等各环节的综合管理体系，实行精益化管理模式。通过生产过程数字化整合打造一个可供实时看板管理的“数字工厂”，推行生产现场在管理上的透明化，推动原材料采购、质量追溯、成本节约、按时交期等各项管理指标的持续提升，更好地满足客户需求，推动公司长期发展。

在机械精密加工环节，公司积极采用柔性制造技术，将多面的加工工序集中在单台设备上完成，减少一个产品的机台占用数，并对工装的更换采用快速精定位装置，以最快的时间完成生产产品的切换，使公司的设备资源的利用率得以大大提高。公司高效的精益生产管理能力和客户对公司多品种、非标准化、多批次的生产要求，对于整体盈利能力的提升帮助极大。

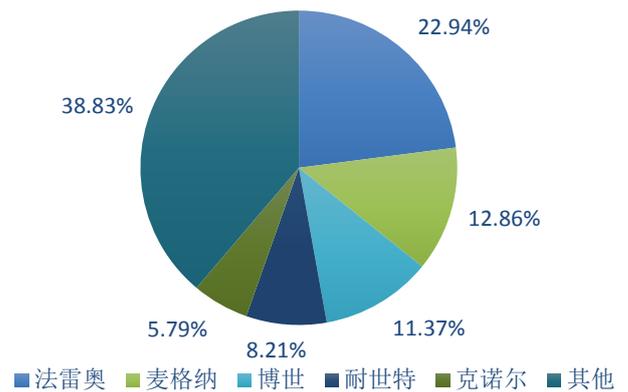
4) 客户结构优良：公司前五大客户均是国际知名汽车零部件一级供应商，其中法雷奥、博世、麦格纳等都是全球汽车零部件排名前五的企业，客户结构相对较为优良。此外，公司外销比例较大，近年来国外业务比例维持在 60%，其配套客户也是国际主流一级供应商，产品定价相对国内会适当提高，因此毛利率会相对高一点。优质的客户结构对长期盈利空间也是一个有力的支撑，未来随着合作深度的不断推进，客户优势仍将保持。

图 9：2017 年 1-6 月主要客户业务占比



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

图 10：2016 年主要客户业务占比



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

3、募投项目缓解产能压力，海内外生产基地建设贴近客户

公司业务随着全球汽车及零部件市场的发展而快速增长，产品订单量相对比较饱满，在基本保持生产设备满负荷生产的情况下，仍然无法完全满足客户订单的要求。一方面公司通过主动放弃一些附加值相对较低的产品来保证核心客户和高附加值产品的生产，另一方面通过加大固定资产投资规模，来提升公司的生产能力。产能不足成为近几年来制约公司发展的瓶颈，2014-2017 年，公司主要产品的平均产销率为 98.62%，平均产能利用率为 90.79%。

表 3：公司压铸设备产能利用率

| 主要设备 | 项目 | 2017 年 H1 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 压铸设备产能利用率 | 理论运行时间(天) | 20,851.88 | 36,815.63 | 32,505.00 | 28,338.75 |
| | 实际运行时间(天) | 18,331.51 | 33,596.84 | 29,311.39 | 26,581.28 |
| | 产能利用率 | 87.91% | 91.26% | 90.18% | 93.80% |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

公司于 2017 年 11 月上市，扣除发行费用后实际募集资金净额为人民币 13.93 亿元，主要用于汽车精密压铸加工件改扩建项目（新增 6500 万件汽车铝合金精密铸件产能）、汽车雨刮系统零部件建设项目（新增 4000 万件汽车雨刮系统铝合金精密铸件产能）、精密金属加工件建设项目（新增 2000 万件汽车类铝合金精密铸件和 500 万件工业类金属精密加工件的机加工产能）以及技术研发中心建设项目。

为了增强产品竞争力，进一步拓展新能源汽车零部件市场，公司拟将部分募集资金调整用于“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”。该项目总投资额为 35,890 万元，拟使用募集资金投资额为 27,089 万元，不足部分以公司自有资金投入。项目建设期为 24 个月，新增 1200 万件适用于新能源汽车及汽车轻量化

化铝合金精密压铸件产能,项目建成正常运行并完全达产后预计可实现销售收入30,000万元。

通过募投项目,一方面公司解决了目前产能偏紧的现状,为中长期的业务发展提供了保障;另一方面,布局新能源汽车零部件也符合目前汽车行业发展的方向,近年来公司新能源汽车铝合金精密压铸件产品订单量有所提升,公司陆续与上海汽车变速器有限公司、博世、大陆等客户先期设计和同步开发新能源汽车雨刮、传动等系统零部件产品,此次布局可以满足客户的新增需求,紧跟国际一级供应商脚步,持续开拓新产品。

表 4: 公司变更部分募投项目后的投资计划及进度 (截至 2018 年 5 月 31 日)

| 项目名称 | 实施单位 | 项目总投资 (万元) | 募集资金投资 额(万元) | 募集资金累计 投入(万元) | 主要建设内容 |
|--------------------|----------------|---------------|-----------------|------------------|---|
| 汽车精密压铸加工件改扩建项目 | 爱柯迪股份有限公司 | 100,869.00 | 79,975.92 | 34,759.45 | 新增 6500 万件汽车铝合金精密压铸件产能 |
| 汽车雨刮系统零部件建设项目 | 宁波爱柯迪精密部件有限公司 | 30,548.00 | 15,000.00 | 8,274.78 | 新增 4000 万件汽车雨刮系统铝合金精密压铸件产能 |
| 精密金属加工件建设项目 | 宁波优耐特精密零部件有限公司 | 18,393.00 | 10,000.00 | 4,821.26 | 新增 2000 万件汽车类铝合金精密压铸件和 500 万件工业类金属精密加工件的机加工产能 |
| 技术研发中心建设项目 | 爱柯迪股份有限公司 | 7,247.00 | 7,247.00 | 3,573.68 | 加大对研发场地、研发设备、配套专业软件等方面的投入 |
| 新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目 | 爱柯迪股份有限公司 | - | 27,089.00 | - | 新增 1200 万件适用于新能源汽车及汽车轻量化铝合金精密压铸件产能 |
| 合计 | - | 157,057.00 | 139,311.92 | 51,429.17 | - |

资料来源:公司公告,国海证券研究所

此外,公司持续深化“生产贴近客户”的生产基地布局。**1) 海外基地方面**,墨西哥生产基地 IKD FAEZA 于 2017 年实现销售收入近 1400 万美元,同比增长约 260%,基本实现盈亏平衡。现阶段贸易战对于公司产品几乎没有影响,即使后阶段中美贸易进入全面对抗的局面,公司也可以将出口美国的部分产品转移到墨西哥工厂,整体来看墨西哥生产基地可进可退,是全球化下贴近客户的战略布局;**2) 国内基地方面**,2017 年公司启动在国内的南昌、柳州生产基地,分别用于辐射中部地区及华南、西南地区。我们认为,通过“生产贴近客户”,可以进一步满足客户对供应商战略布局的要求,深化与客户的战略合作关系,从而扩大国内市场的销售规模以及提升市场份额。

4、盈利预测与评级

预估公司 2018/2019/2020 年每股收益分别为 0.63/0.72/0.82 元，对应的 PE 分别为 18/16/14 倍，首次覆盖给予增持评级。

表 5: 盈利预测指标

| 预测指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 2175 | 2479 | 2853 | 3287 |
| 增长率 (%) | 20% | 14% | 15% | 15% |
| 净利润 (百万元) | 466 | 535 | 610 | 696 |
| 增长率 (%) | -4% | 15% | 14% | 14% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.55 | 0.63 | 0.72 | 0.82 |
| ROE (%) | 12.98% | 13.65% | 14.16% | 14.66% |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 募投项目产能释放不及预期;
- 2) 客户拓展进度不及预期;
- 3) 海内外生产基地建设不及预期;
- 4) 原材料成本上涨的风险;
- 5) 汇兑损益对业绩的不确定性影响;
- 6) 中美贸易战的不确定性影响;

附表：爱柯迪盈利预测表

| 证券代码: | 600933.SH | | | | 股价: | 11.39 | 投资评级: | 增持 | | 日期: | 2018-07-12 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标与估值 | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | |
| ROE | 13% | 14% | 14% | 15% | EPS | | 0.55 | 0.63 | 0.72 | 0.82 | |
| 毛利率 | 40% | 41% | 40% | 40% | BVPS | | 4.17 | 4.56 | 5.00 | 5.50 | |
| 期间费率 | 13% | 12% | 12% | 12% | 估值 | | | | | | |
| 销售净利率 | 21% | 22% | 21% | 21% | P/E | | 20.69 | 17.99 | 15.79 | 13.84 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | | 2.73 | 2.50 | 2.28 | 2.07 | |
| 收入增长率 | 20% | 14% | 15% | 15% | P/S | | 4.43 | 3.88 | 3.38 | 2.93 | |
| 利润增长率 | -4% | 15% | 14% | 14% | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 总资产周转率 | 0.49 | 0.51 | 0.54 | 0.56 | 营业收入 | | 2175 | 2479 | 2853 | 3287 | |
| 应收账款周转率 | 3.58 | 3.58 | 3.58 | 3.58 | 营业成本 | | 1305 | 1473 | 1703 | 1971 | |
| 存货周转率 | 3.67 | 3.67 | 3.67 | 3.67 | 营业税金及附加 | | 20 | 23 | 27 | 31 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | | 87 | 99 | 114 | 131 | |
| 资产负债率 | 20% | 19% | 19% | 19% | 管理费用 | | 167 | 190 | 219 | 252 | |
| 流动比 | 5.92 | 6.30 | 6.57 | 6.76 | 财务费用 | | 12 | (12) | (14) | (16) | |
| 速动比 | 5.19 | 5.55 | 5.78 | 5.95 | 其他费用/(-收入) | | (10) | (6) | (6) | (6) | |
| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 营业利润 | | 581 | 699 | 798 | 911 | |
| 现金及现金等价物 | 963 | 1948 | 2284 | 2638 | 营业外净收支 | | 35 | 10 | 10 | 10 | |
| 应收款项 | 607 | 692 | 796 | 917 | 利润总额 | | 617 | 709 | 808 | 921 | |
| 存货净额 | 355 | 408 | 471 | 545 | 所得税费用 | | 142 | 163 | 186 | 212 | |
| 其他流动资产 | 955 | 345 | 396 | 456 | 净利润 | | 474 | 546 | 621 | 709 | |
| 流动资产合计 | 2881 | 3390 | 3946 | 4555 | 少数股东损益 | | 9 | 10 | 12 | 13 | |
| 固定资产 | 1099 | 996 | 903 | 820 | 归属于母公司净利润 | | 466 | 535 | 610 | 696 | |
| 在建工程 | 58 | 61 | 64 | 67 | 现金流量表 (百万元) | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 无形资产及其他 | 211 | 190 | 171 | 154 | 经营活动现金流 | | 621 | 1212 | 595 | 648 | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | | 474 | 546 | 621 | 709 | |
| 资产总计 | 4475 | 4864 | 5311 | 5823 | 少数股东权益 | | 9 | 10 | 12 | 13 | |
| 短期借款 | 13 | 13 | 13 | 13 | 折旧摊销 | | 141 | 131 | 119 | 107 | |
| 应付款项 | 351 | 403 | 466 | 539 | 公允价值变动 | | (9) | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | | 5 | 525 | (157) | (182) | |
| 其他流动负债 | 122 | 122 | 122 | 122 | 投资活动现金流 | | (1388) | 100 | 90 | 80 | |
| 流动负债合计 | 486 | 538 | 601 | 674 | 资本支出 | | (284) | 100 | 90 | 80 | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他长期负债 | 404 | 404 | 404 | 404 | 其他 | | (1104) | 0 | 0 | 0 | |
| 长期负债合计 | 404 | 404 | 404 | 404 | 筹资活动现金流 | | 1752 | (208) | (237) | (271) | |
| 负债合计 | 890 | 942 | 1005 | 1078 | 债务融资 | | 13 | 0 | 0 | 0 | |
| 股本 | 845 | 845 | 845 | 845 | 权益融资 | | 1523 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 3585 | 3923 | 4307 | 4745 | 其它 | | 217 | (208) | (237) | (271) | |
| 负债和股东权益总计 | 4475 | 4864 | 5311 | 5823 | 现金净增加额 | | 985 | 1103 | 447 | 457 | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业四年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。