

旭升股份（603305）：新能源汽车轻量化龙头，与伟大企业共同成长

2020年04月12日

推荐/维持

旭升股份

公司报告

报告摘要：

汽车轻量化大势所趋，市场空间巨大。随着全球汽车排放及油耗测试标准由 NEDC 法向更严格的 WLTP 法变更、排放要求的趋严，车企更难满足排放要求。轻量化可以有效降低汽车排放和油耗；在新能源汽车领域，为了解决里程问题，铝合金零件得到广泛使用。全球新能源汽车龙头特斯拉 Model S 车型大量使用铝合金零部件，95% 的结构件使用了铝合金材料。其他车企如宝马、比亚迪等均在车型中大量使用铝合金材料。旭升股份专注于新能源汽车轻量化领域主导产品包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。

特斯拉核心供应商，有望伴随伟大企业共同成长。公司于 2013 年通过特斯拉供应商认证，签订十年合作合同成为特斯拉一级供应商，2014 年参与 Model S 车型配件研发，2015-2016 年开始批量供货 Model S/X 和 Model 3 车型配件，产品包括变速箱箱体、悬挂、电池组外壳等。2019 年特斯拉作为公司第一大客户，营收占比约 53%，2020 年 Q1 特斯拉实现销量 10.27 万辆同比增长 33%，主要得益于上海超级工厂产能释放，我们认为特斯拉未来将领跑新能源汽车行业，公司将与伟大企业共同成长。

产能有序扩张，客户结构进一步优化。公司产能利用率和产销率保持 82% 以上，拟募资 12 亿元投建“新能源汽车精密铸锻件项目（二期）”和“汽车轻量化零部件制造项目”，达产后可形成 685 万件/年毛坯件生产和 720 万件/年加工产能。同时继续开拓市场，2019 年度公司对 POLARIS 销售增长迅猛，占公司营业收入比例提升至 6.98%。同时新拓展 Space-X、ZF、法雷奥-西门子、长城汽车、宝马等多个客户。

给予“推荐”评级：我们预计，公司将于 2020-2022 年实现归母净利润 2.62、3.41、4.51 亿元，对应当前股本下 EPS0.63、0.82、1.09 元，对应 2020.04.10 收盘价的 P/E 分别为 60.79、46.67、35.34 倍。给予“推荐”评级。

风险提示：受疫情影响汽车销量不及预期，客户拓展情况不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,095.5	1,097.20	1,526.03	2,087.38	2,926.84
增长率（%）	48.27%	0.15%	39.08%	36.78%	40.22%
归母净利润（百万元）	293.72	206.59	262.17	341.46	451.01
增长率（%）	32.23%	-29.66%	26.90%	30.24%	32.08%
净资产收益率（%）	20.32%	13.31%	10.43%	12.72%	15.50%
每股收益（元）	0.73	0.52	0.63	0.82	1.09
P/E	52.64	74.52	60.79	46.67	35.34
P/B	10.65	9.92	6.34	5.94	5.48

资料来源：Wind，公司财报、东兴证券研究所

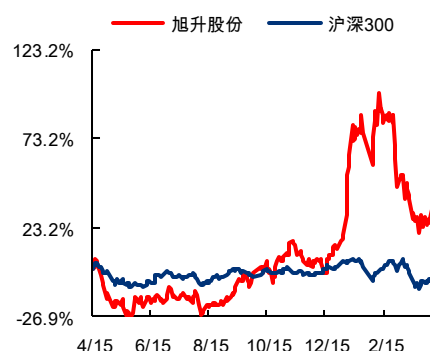
公司简介：

公司主要从事热成型压铸和锻造的精密铝合金汽车零部件和工业铝合金零件的研发、生产、销售。产品主要应用于新能源汽车和传统汽车行业及其他机械制造行业。拥有特斯拉等一系列优质客户。

交易数据

52 周股价区间（元）	38.43-31.28
总市值（亿元）	159.37
流通市值（亿元）	29.73
总股本/流通 A 股（万股）	41470/7737
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	9.25

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554033

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

目 录

1. 专注于新能源汽车轻量化的零部件供应商	3
2. 汽车轻量化发展趋势明显，车用铝制品需求日渐增加	4
3. 行业格局较为分散	6
4. 客户结构优势显著，积极布局新能源汽车产业链	7
5. 产能有序扩张，供应能力进一步增强	8
6. 盈利与估值	10
7. 风险提示	10

插图目录

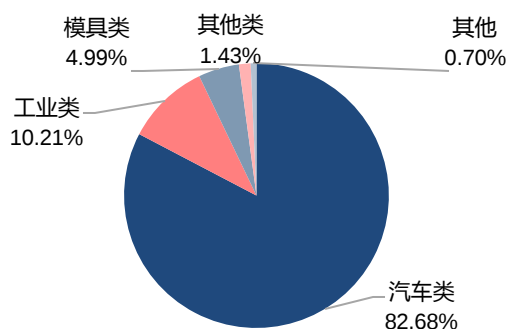
图 1：2019 年公司营收结构	3
图 2：公司历年营业总收入和归母净利润统计	3
图 3：欧盟轿车油耗目标值	5
图 4：国内 BEV 电耗与 PHEV 油耗目标值	5
图 5：全球汽车用铝合金压铸件销量统计	5
图 6：北美地区每辆车平均用铝量	5
图 7：2019 年公司客户结构（以营业收入计）	7
图 8：公司产能利用率情况统计（单位：万小时）	9
图 9：公司汽车类零部件产销量统计	9

表格目录

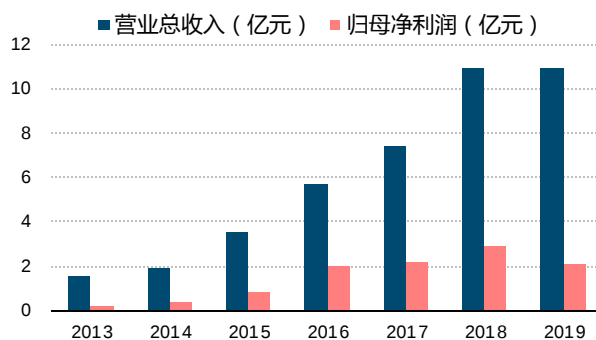
表 1：公司主要产品及图示	3
表 2：铝合金部件有效减轻汽车重量与油耗	4
表 3：铝锻件零部件在不同车型上的渗透率	6
表 4：新能源车企在相关车型上使用铝合金零件	6
表 5：公司在国内新能源汽车产业链的客户拓展情况	8
表 6：公司在欧洲的客户拓展情况	8
表 7：公司新能源汽车精密铸锻件项目产能情况（一期为旧产能，二期为拟投建的新产能）	9
表 8：公司拟新建的汽车轻量化零部件制造项目	10

1. 专注于新能源汽车轻量化的零部件供应商

旭升股份是一家以铝合金零部件压铸成型、锻造为主要业务的企业，产品主要应用于汽车、工业等领域。公司主要致力于新能源汽车和汽车轻量化领域，主导产品包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。公司主要收入来自汽车领域，2019 年公司营收 10.97 亿元，汽车类业务占比达到 82.68%。

图1：2019 年公司营收结构


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图2：公司历年营业总收入和归母净利润统计


资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司主要的产品主要包括新能源汽车与传统汽车铝制零部件、工业注塑机铝制配件、模具等产品，如图 1 所示。

表1：公司主要产品及图示

产品类别	主要产品分类	典型产品名称	示意图
汽车类	新能源汽车传动系统	变速箱箱体	
	新能源汽车悬挂系统	电动机固定架	
	新能源汽车电气系统	电子元件保护外壳	
	新能源汽车电池系统	电池组模块	
	新能源汽车液压系统	油泵组件	
	传统汽车扭力转向系统	扭力转换器导轮	
	传统汽车汽车外饰	车门支架	
工业类	清洗机配件	高压清洗机泵头	

产品类别	主要产品分类	典型产品名称	示意图
	电机配件	电机外壳	
	注塑机配件	注塑机集水器	
	灯具配件	灯具外壳	
模具类	模具	变速箱壳体模具	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 汽车轻量化发展趋势明显，车用铝制品需求日渐增加

在控制其他变量的情况下，汽车耗油量和排放水平与汽车重量正相关，汽车轻量化可以减少单位行驶距离内的油耗，有助于汽车节能减排。据东兴汽车研究团队测算，使用铝合金替代底盘4个转向节可以减重6.4kg，降低油耗0.33L/100km，使用铝合金车身替代钢材，可以减重75kg，降低油耗0.38L/100km。同时从全生命周期的角度考虑，还会有使用成本上的收益。如表2所示。

表2：铝合金部件有效减轻汽车重量与油耗

	底盘（转向节）		车身（结构件）	
	铸铁	铝合金	钢材	铝合金
单个零部件重量（kg）	4	2.4	300	225
单车用量（个）	4	4	1	1
原料单价（元/kg）	10	25	15	50
单车零部件价格（元）	160	240	4500	11250
单车成本上升（元）	-	80	-	6750
单车减重（kg）	-	6.4	-	75
簧下质量等效减重（kg）	-	64	-	750
油耗降低（L/100km）	-	0.33	-	0.38
单车生命周期燃油费用降低折现*（元）	-	2663	-	3120
生命周期边际投入产出（生命周期燃油费用降低/零部件成本上升）	-	33.3	-	0.5

*测算数据来自东兴证券汽车研究团队2018年6月25日研究报告《轻盈伴“铝”：铝合金底盘零部件主打汽车轻量化下半场》，汽车平均寿命取10年15万公里，油价取6.5元/L，折现率取10%

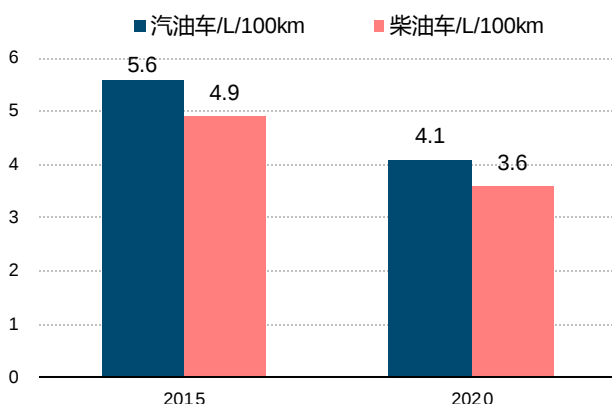
资料来源：东兴证券研究所

随着全球汽车排放测试标准从NEDC（New European Driving Cycle，一种汽车排放测试标准，欧洲和我国工信部都使用这一标准）转向WLTP（World Light Vehicle Test Procedure，新的汽车排放测试标准），

尤其欧洲地区最新交通减排法规要求新注册轿车 CO₂ 排放标准从 130g/km 下降至 95g/km, 对应汽油油耗从 5.6L/100km 降至 4.1L/100km, 对应柴油油耗从 4.9L/100km 降至 3.6L/100km, 欧洲和其他国家车企或将更加重视轻量化, 汽车轻量化发展有望得到进一步推进。

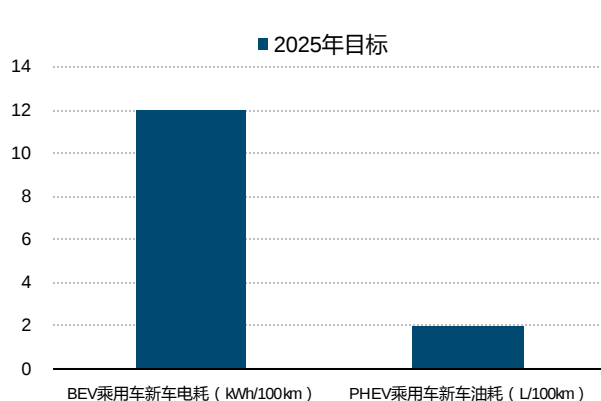
轻量化有助于降低新能源汽车的耗电量。驱动更轻的车所需动力更小, 单位行驶距离耗电量更少。我国工信部于 2019 年 12 月 3 日对《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》(征求意见稿) 公开征求意见, 文件提出: “开展高性能铝镁合金、纤维增强符合材料等车辆轻量化关键材料产业化应用, 到 2025 年纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0kWh/100km, 插电式混合动力 (含增程式) 乘用车新车平均油耗降至 2.0L/100km。” 新的电耗和油耗目标将驱动新能源车企使用更多轻量化材料与零部件。

图3: 欧盟轿车油耗目标值



资料来源: 欧盟委员会, 东兴证券研究所

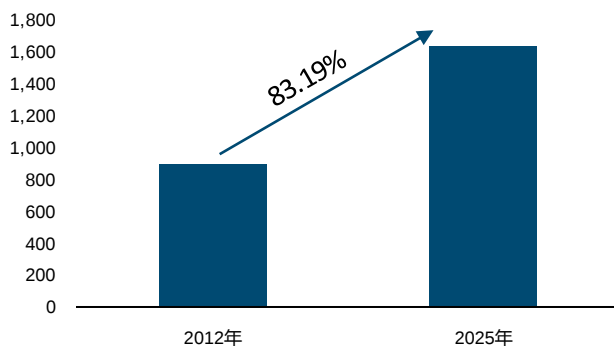
图4: 国内 BEV 电耗与 PHEV 油耗目标值



资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

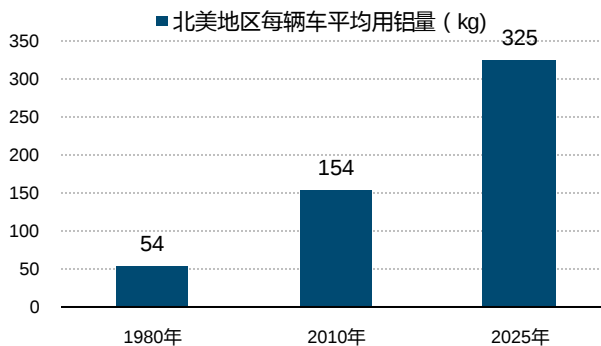
铝制零部件在汽车上的应用日益增加。文灿股份 2019 年 6 月 5 日发布的《公开发行可转换公司债券募集说明书》, 引用北美压铸协会 (NADCA) 的预测, 2025 年全球汽车用铝合金压铸件销量将达到 1,635.20 万吨, 较 2012 年增长 83.19%; 同时引用 DuckerWorldwide 的预测, 1980 年北美地区每辆车平均用铝量为 54kg, 到 2010 年增长到 154kg, 预计到 2025 年每辆车的平均用铝量将会达到接近 325kg。

图5: 全球汽车用铝合金压铸件销量统计



资料来源: 文灿股份公司公告, 北美压铸协会 (NADCA), 东兴证券研究所

图6: 北美地区每辆车平均用铝量



资料来源: 文灿股份公司公告, DuckerWorldwide, 东兴证券研究所

据旭升股份 2019 年 6 月 12 日公告介绍, 欧、美、日系车型已在底盘部分零件上大量使用了铝合金零件, 底盘悬挂系统铝锻件数量呈快速增长的趋势; 同时, 中高端车型铝锻件应用比例较高, 车型价位

越高，其悬挂系统使用的铝合金零部件数量就越多。奥迪 A4、A6、Q5、宝马 5 系、7 系和路虎揽胜等车型已推出了全铝悬架。

上述公告引用东兴证券研究报告《轻盈伴“铝”：铝合金底盘零部件主打汽车轻量化下半场》称，2017 年豪华车型铝锻件控制臂和转向节的渗透率约为 48%和 93%，普通品牌车型铝锻件控制臂和转向节的渗透率约为 2.7%和 21%，近年已有较多车型正逐渐切换为铝合金部件。铝制零部件在普通车型中的渗透率中仍有提升空间。

表3：铝锻件零部件在不同车型上的渗透率

车型	铝锻件控制臂渗透率	铝锻件转向节的渗透率
豪华车型	48%	93%
普通车型	2.7%	21%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新能源车企也大力展开轻量化设计，铝合金零件得到广泛使用。全球新能源汽车龙头特斯拉 Model S 车型大量使用铝合金零部件，95%的结构件使用了铝合金材料。其他车企如宝马、比亚迪等车企均在自己相关车型中大量使用铝合金材料，如表 4 所示。

表4：新能源车企在相关车型上使用铝合金零件

企业	车型	轻量化设计
特斯拉（TESLA）	Model S	全铝设计，95%结构采用铝合金材料
宝马	I 系列	铝制底盘（碳纤维车身）
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、电机壳体、电池组外壳
江淮汽车	iEV5	铝合金动力总成箱体
北汽汽车	E150II	铝合金动力总成箱体、电机壳体
长安汽车	逸动电动版	安全横梁、控制臂
上海蔚来	ES8	车身、底盘

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 行业格局较为分散

文灿股份在 2019 年 6 月 5 日发布的《公开发行可转换公司债券募集说明书》“行业的竞争状况”章节介绍道：“从全球范围而言，压铸行业是充分竞争的行业。发达国家的压铸企业数量较少，但是单个企业的规模较大、专业化程度较高，在资金、技术、客户资源等方面具有较强优势。国际上具有代表性的汽车压铸件生产企业主要有日本 RYOBI 株式会社、瑞士 DGS 公司等。发达国家的企业由于在装备和技术水平上的领先优势，一般以生产汽车、航空等高质量和高附加值的压铸件为主，在技术与生产规模上领先于国内大多数汽车压铸件生产企业。”

“目前国内压铸行业的集中度较低，我国现有压铸企业暨压铸相关企业余约有 12,600 多家，其中生产压铸件的企业约占 70%以上，企业主要分布在广东、江苏、浙江、重庆、山东等地，规模大、专业化的企业大部分集中在珠江三角洲和长江三角洲地区，且大型压铸企业占比仅为 10%左右。”

可以看到，目前压铸行业竞争格局较为分散。当前国内较为知名的以压铸件为主营业务的企业有文灿股份、爱柯迪、鸿图科技、旭升股份、广东派生智能、重庆渝江压铸等，海外知名企业有日本 RYOBI 株式会社、阿雷斯提 (Ahresty Corporation)、皮尔博格 (PIERBURG)、乔治费歇尔 (Georg Fischer Ltd.)、DGS 压铸系统股份公司 (DGSDruckguss Systeme AG)、汉特曼 (Albert Handtmann Holding GmbH & Co. KG) 等。

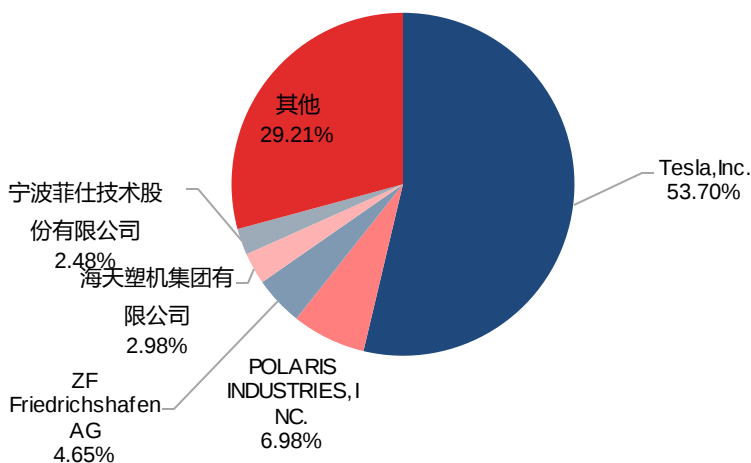
4. 客户结构优势显著，积极布局新能源汽车产业链

公司汽车业务以新能源汽车产业居多，特斯拉是公司第一大客户。

据公司 2019 年年报披露，公司客户涉及北美、欧洲、亚太三大地区，北美地区主要客户有 Tesla、POLARIS，另新拓展 Space-X、Harley、LUCID、Zoox 等客户，目前处于项目合作的不同阶段；欧洲地区目前合作的客户包括 ZF、法雷奥-西门子、马瑞利、埃贝赫、伟创力等，2019 年公司取得了 ZF 多个定点项目；亚太区域，2019 年公司对长城汽车、宁德时代、精进电动、蔚来汽车等客户的部分定点产品逐步实现量产，并取得了宝马、广汽等客户多个定点项目。

其中，公司与特斯拉的业务合作基础深厚，从 2014 年起与 Tesla 全面合作，从供应个别零部件起步，全面发展到供应传动系统、悬挂系统、电池系统等核心系统零部件，并进一步将零件组装为油泵等总成部件，2019 年特斯拉的业务往来营收 5.89 亿元，在公司全年营收中的占比达到 53.69%。随着特斯拉 Model 3 和 Model Y 等车型的国产，公司产品需求有望增长。

图7：2019 年公司客户结构（以营业收入计）



资料来源：公司 2019 年年报，东兴证券研究所

公司积极拓展其他新能源汽车产业客户。据公司公告，在国内市场，公司已经为部分车企新能源车型量产零部件，在欧洲市场则和宝马、奥迪、保时捷、采埃孚、奔驰等客户达成合作意向或签订价格协议、定点函，部分客户产品已量产。公司与特斯拉之外的客户的具体合作进展情况如表 5 和表 6 所示。

表5：公司在国内新能源汽车产业链的客户拓展情况

序号	客户名称	产品类别	是否已完成供应商评审体系	进展阶段
1	长城汽车	新能源减速器壳体	是	已量产
		新能源差速器零部件	是	已量产
		新能源变速箱壳体	是	已签订价格协议，已定点
		新能源控制器壳体	是	已签订价格协议，已定点
2	江淮汽车	新能源变速箱壳体	是	已量产
3	宁德时代	电池包箱体	是	已量产
4	精进电动	电机零部件	是	已量产
5	杭维柯	新能源变速箱箱体	是	已量产
6	纳铁福	传动零部件	是	通过评审，未定点
7	浙江零跑	新能源电机减速器箱体	是	已量产
8	蔚来汽车	新能源电机零部件	是	已量产

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

全球汽车电动化趋势不可阻挡，新能源汽车是全球主要国家和地区汽车销量中的重要增量部分，公司有望借助在特斯拉的供应中形成的良好口碑，获得更多新能源车企的订单，延续在新能源汽车行业的先发优势。

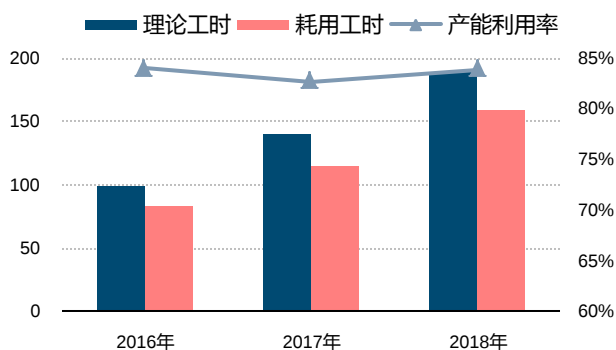
表6：公司在欧洲的客户拓展情况

序号	客户名称	产品类别	供货方式	进展阶段
1	宝马	新能源壳体类零部件	直接供应，已通过供应商评审	已签订价格协议，已定点
		铝锻汽车安全件	通过一级供应商	意向性合作
2	奥迪	铝锻汽车安全件、变速箱箱体	通过一级供应商	意向性合作
3	保时捷	铝锻汽车安全件、电机箱体	通过一级供应商	已签订价格协议，已定点
4	采埃孚	铝锻汽车安全件	直接供应，已通过供应商评审	已量产
5	奔驰	电机箱体	通过一级供应商	已签订价格协议，已定点

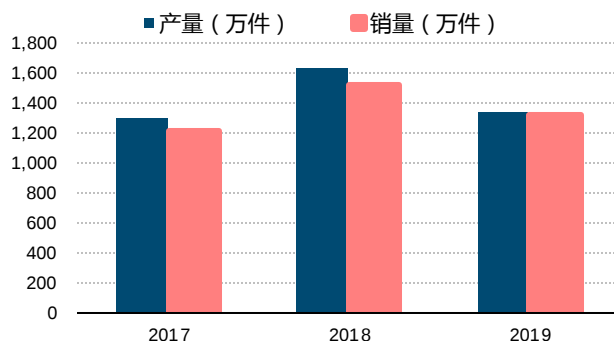
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 产能有序扩张，供应能力进一步增强

公司产能利用率较高，产销情况稳定。据公司公告披露，公司产能利用状况良好，以生产设备的理论工时和实际耗用工时计算，2016-2018 年公司产能利用率分别为 84%、82.71%、83.86%。据公司各年年报披露，2017-2019 年公司汽车类产品销量分别为 1220.13、1526.59、1318.55 万件，产销率分别为 93.70%、92.98%、99.13%，公司产品销售状况良好。如图 8 和图 9 所示。

图8：公司产能利用率情况统计（单位：万小时）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：公司汽车类零部件产销量统计


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司进一步扩大产能，增强供应能力。

虽然 2019 年国内汽车和新能源汽车市场景气度有所下行，但新能源汽车行业发展向好趋势不变，加之欧盟地区 2020 年开始在交通碳排放法规驱动下形成了新能源汽车销量的高速增长，全球新能源汽车产业有望从 2020 年开始进入新一轮的高速增长阶段。公司不断拓展客户群体，已经在欧洲车企、零部件供应商方面取得一定进展，有望为公司汽车铝合金零部件带来一定需求。

公司抓紧机遇，增加产能。公司在 2020 年 2 月 20 日披露的《2019 年非公开发行股票预案（修订稿）》中表明，公司将募资 12 亿元，投资于总投资额分别为 4.84 亿元的新能源汽车精密铸锻件项目（二期）和 8.48 亿元的汽车轻量化零部件制造项目。新能源汽车精密铸锻件项目（二期）达产后可形成 685 万件/年的新能源汽车铝合金精密铸锻毛坯件的产能，汽车轻量化零部件制造项目达产后可形成 720 万件/年的压铸件和铸锻件等毛坯件加工产能。分别如表 7 和表 8 所示。

表7：公司新能源汽车精密铸锻件项目产能情况（一期为旧产能，二期为拟新建的新产能）

序号	产品名称	产能(万件)	单车使用量 (件)	满足整车量 (万辆)
一期	连杆	350	8-12 件	40
	扭臂	40	1-2 件	30
	转向节	60	2	30
	下摆臂	50	2	25
二期	连杆	420	8-12 件	50
	扭臂	95	1-2 件	60
	转向节	80	2	40
	下摆臂	90	2	45

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着公司产能进一步增加，如果新客户拓展顺利，有望获得更多订单。

表8：公司拟新建的汽车轻量化零部件制造项目

序号	产品名称	达产后的年加工能力（万件）
1	压铸件加工	380
1.1	传动系统壳体	150
1.2	悬挂系统壳体	60
1.3	电池系统壳体	170
2	铸锻件加工	340
2.1	连杆	260
2.2	扭臂	40
2.3	转向节	40
合计		720

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 盈利与估值

我们预计，公司将于 2020~2022 年实现归母净利润 2.62、3.41、4.51 亿元，对应当前股本下 EPS 为 0.63、0.82、1.09 元，对应 2020.04.10 收盘价的 P/E 分别为 60.79、46.67、35.34 倍。给予“推荐”评级。

7. 风险提示

受疫情影响汽车销量不及预期，客户拓展情况不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表					单位: 百万元		利润表		单位: 百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1262	883	2125	2578	3229	营业收入	1096	1097	1526	2087	2927
货币资金	696	368	1410	1597	1851	营业成本	661	724	1027	1427	2028
应收账款	249	183	255	349	489	营业税金及附	9	5	6	9	12
其他应收款	15	13	18	25	35	营业费用	13	21	31	42	59
预付款项	7	8	8	8	8	管理费用	41	61	150	205	287
存货	231	298	422	586	833	财务费用	-9	9	12	17	23
其他流动资产	62	12	12	12	12	资产减值损失	5.84	-6.99	-0.58	-3.78	-2.18
非流动资产合	1147	1614	1498	1427	1317	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.45	4.32	3.88	4.10	3.99
固定资产	650	746	1257	1206	1112	营业利润	342	241	305	397	524
无形资产	122	213	192	173	155	营业外收入	0.05	0.48	0.48	0.48	0.48
其他非流动资产	171	19	19	19	19	营业外支出	0.55	1.45	1.16	1.05	1.22
资产总计	2410	2497	3624	4006	4546	利润总额	342	240	304	396	523
流动负债合计	569	496	662	873	1188	所得税	48	33	42	55	72
短期借款	100	0	0	0	0	净利润	294	207	262	341	451
应付账款	192	220	308	427	607	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	40	62	62	62	62	归属母公司净	294	207	262	341	451
一年内到期非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	510	539	463	564	698
非流动负债合	395	449	449	449	449	EPS (元)	0.73	0.52	0.63	0.82	1.09
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	965	944	1111	1322	1637	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	48.27%	0.15%	39.08%	36.78%	40.22%
实收资本 (或股本)	401	401	415	415	415	营业利润增长	32.64%	-29.63%	26.67%	30.14%	32.08%
资本公积	385	385	1263	1263	1263	归母净利润增长	32.23%	-29.66%	26.90%	30.24%	32.08%
未分配利润	523	604	620	640	667	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1445	1553	2513	2683	2909	毛利率 (%)	39.65%	34.01%	32.71%	31.65%	30.72%
负债和所有者	2410	2497	3624	4006	4546	净利率 (%)	26.81%	18.83%	17.18%	16.36%	15.41%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利率	12.19%	8.27%	7.24%	8.52%	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	20.32%	13.31%	10.43%	12.72%	15.50%
经营活动现金	392	486	369	444	535	偿债能力					
净利润	294	207	262	341	451	资产负债率	40%	38%	31%	33%	36%
折旧摊销	177.73	289.15	0.00	131.55	133.35	流动比率	2.22	1.78	3.21	2.95	2.72
财务费用	-9	9	12	17	23	速动比率	1.81	1.18	2.57	2.28	2.02
应付帐款的变化	0	0	-72	-94	-140	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.45	0.50	0.55	0.68
投资活动现金	-715	-296	-26	-72	-34	应收账款周转率	5.24	5.08	6.97	6.92	6.99
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.49	5.33	5.79	5.68	5.66
长期股权投资减少	0	0	-30	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	3	4	4	4	4	每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.52	0.63	0.82	1.09
筹资活动现金	472	-210	698	-184	-247	每股净现金流 (最新摊薄)	0.37	-0.05	2.51	0.45	0.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.61	3.88	6.06	6.47	7.01
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	14	0	0	P/E	52.64	74.52	60.79	46.67	35.34
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	10.65	9.92	6.34	5.94	5.48
现金净增加额	150	-20	1041	188	254	EV/EBITDA	29.00	27.87	31.39	25.41	20.17

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

首席分析师：郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015 “慧眼识券商” 分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼” 中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

李远山，西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

研究助理：张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

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。