

公司研究/更新报告

2020年07月28日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 9.11
合理价格区间(元): 10.35~10.80

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

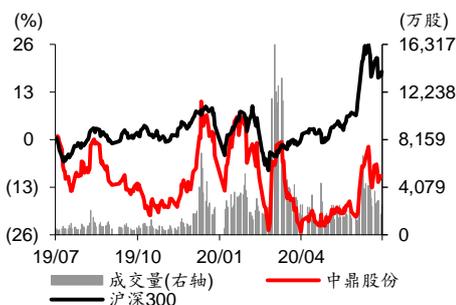
王涛 执业证书编号: S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

相关研究

- 1《中鼎股份(000887 SZ,增持): 毛利率承压, 中报业绩低于预期》2019.09
- 2《中鼎股份(000887,增持): 年报低于预期, 新能源业务增速高》2019.04
- 3《中鼎股份(000887,增持): 多元业务均衡发展, 深度受益国产替代》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

短期压力不改长期发展前景

中鼎股份(000887)

非轮胎橡胶制品龙头, 成功的外延式发展的典范

公司 2008 年以来, 围绕产业链相关产品, 进行了多次外延式的并购, 形成了密封系统、冷却系统、降噪减振底盘系统、空气悬挂及电机系统四大业务协同发展的格局, 是成功的外延式发展典范。公司客户涵盖海内外知名汽车制造企业, 2019 年海外业务收入占比 67%。我们认为随着零部件国产化替代进程推进以及新能源汽车行业发展, 公司有望实现稳健的收入和净利润增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45/0.56/0.62 元 (2020-2021 年 EPS 前值: 0.90/1.06 元), 维持“增持”评级。

海外并购实现业务扩张, 市场地位领先

2008 年以来, 公司陆续并购了美国 AB、Cooper、ACUSHNET、德国 KACO、WEGU、AMK 和 TFH 等企业, 公司业务也从原来的密封类产品, 拓展至冷却、减振降噪、空气悬挂等新的领域。布局全球的同时, 公司也主导了其部分海外公司在中国的产能和产品落地, 将全球领先的技术和中国具有优势的生产成本相结合。经过十余年的发展, 公司成长为市场地位领先的公司, 根据美国《橡胶与塑料新闻》网排名, 公司 2018 年销售额位于全球非轮胎橡胶制造企业第 13 名。

积极布局新能源车行业, 获得知名车企的订单

根据公司公告, 2017 年至今公司获得多个知名下游客户的订单, 包括特斯拉、北京奔驰、通用汽车、宁德时代、上汽集团、沃尔沃、蔚来汽车、吉利汽车等。订单涵盖产品除了传统的减震和密封类产品, 还包括新能源车电池包减振类产品, 新能源车电池冷却系统相关产品。除此之外, 公司在轻量化和空气悬架等方面也有产品布局, 我们认为新产品的拓展和新项目的执行有望对公司未来的收入和利润增长构成支撑。

受疫情冲击, 公司收入和净利润或面临短期压力

受新冠疫情冲击, 公司 1Q20 收入同比-5.5%, 归母净利润同比-47.1%。公司盈利能力也有所下滑, 1Q20 毛利率 24.5% (1Q19: 28.2%), 净利率 6.4% (1Q19: 11.9%)。因为公司海外业务占比较高, 且海外受疫情冲击比国内更加严重, 我们预计公司 2020 年的收入和净利润都将面临一定的压力。我们预计公司 2020 年收入 101.2 亿, 同比-13.5%, 归母净利润 5.5 亿, 同比-9.2%。

维持“增持”评级

考虑到海外疫情影响的不确定性, 我们基于 2020 年 23-24xPE (可比公司 2020 年 Wind 一致预期 27.05x PE), 给予公司目标价 10.35~10.80 元 (前次: 10.92~11.70 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 汽车需求低于预期; 海外疫情冲击比预期严重; 新项目投产进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,221
流通 A 股 (百万股)	1,218
52 周内股价区间 (元)	7.40-10.92
总市值 (百万元)	11,122
总资产 (百万元)	18,467
每股净资产 (元)	7.33

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

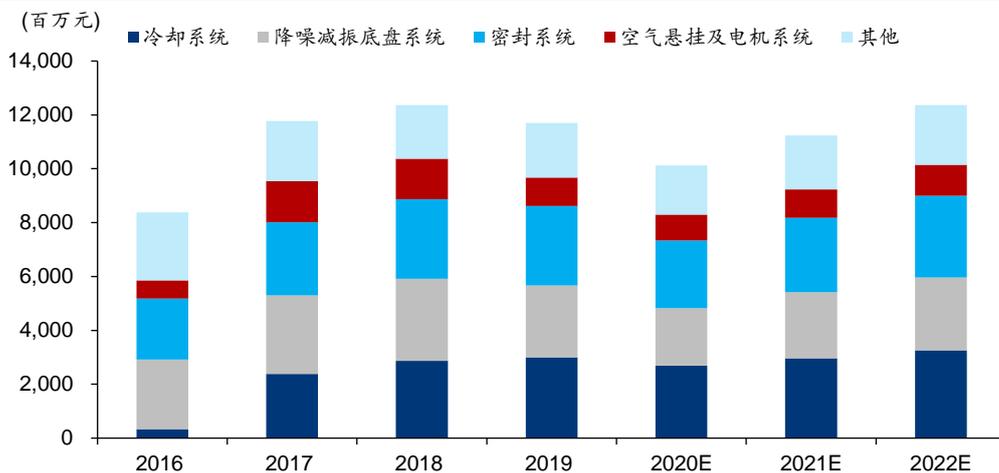
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	12,368	11,706	10,121	11,240	12,364
+/-%	5.08	(5.35)	(13.54)	11.06	10.00
归属母公司净利润 (百万元)	1,116	601.99	546.79	680.86	752.51
+/-%	(0.98)	(46.08)	(9.17)	24.52	10.52
EPS (元, 最新摊薄)	0.91	0.49	0.45	0.56	0.62
PE (倍)	10.08	18.70	20.59	16.53	14.96

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

成长中的非轮胎橡胶制品龙头

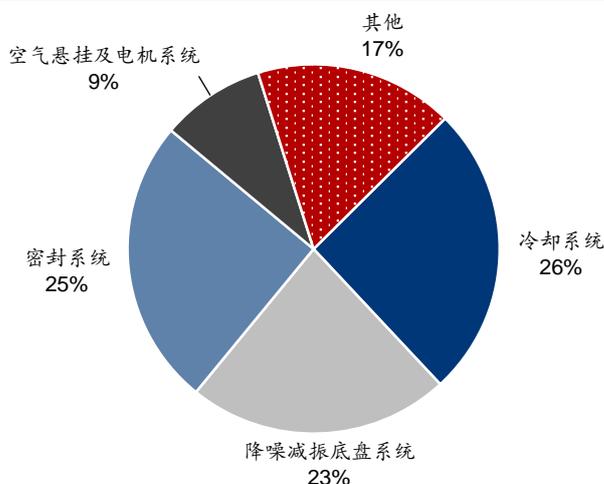
公司成立于1998年，其前身是安徽省宁国密封件厂，2008年至今，公司通过多次外延式拓展，形成了密封系统、冷却系统、降噪减振底盘系统、空气悬挂及电机系统四大业务协同发展的格局。公司市场地位领先，根据美国《橡胶与塑料新闻》网排名，公司2018年销售额位于全球非轮胎橡胶制造企业第13名。2019年，冷却系统业务收入占公司总收入26%，降噪减振底盘系统收入占公司总收入23%，密封系统收入占公司总收入25%。

图表1：我们预计公司2020年收入仍将承压



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表2：公司业务分部相对均衡（2019年）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表3：2008年以来公司围绕主业进行了一系列并购

并购时间	公司	收购价格	股权	主营业务	主要客户
2008.06	AB	450 万美元	100%	汽车减振橡胶	通用、Tenneco、德尔福、TRW
2009.06	MRP&BRP	850 万美元	100%	汽车、电器等行业用橡胶、塑料进气管件、减振器橡胶组件	通用、福特、日产、卡特彼勒
2011.07	COOPER	800 万美元	100%	汽车、工程机械、轴承等行业用高端油封制品	Timken、NSK、SFK、宝马、丰田
2012.12	ACUSHNET	7125 万美元	100%	航空航天、石油、天然气、工程机械、汽车用高端密封件	波音、卡特彼勒、迪尔、通用
2014.04	KACO	8000 万美元	80%	汽车及机械工程行业高精度密封件	大众、保时捷、奥迪、宝马、布加迪等
2015.04	WEGU	6.3 亿人民币	100%	工业橡胶/硅胶减振降噪方案及汽车轻量化产品	大众、宝马、奔驰、奥迪等
2015.10	FM SEALING	1 欧元	100%	发动机、变速箱、蓄电池组提供密封技术和解决方案	奥迪、宝马、菲亚特、福特等
2016.06	AMK	1.3 亿欧元	100%	电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统	宝马、奔驰、沃尔沃、特斯拉等
2017.02	TFH	1.7 亿欧元	100%	发动机/电池冷却系统胶管件	奔驰、宝马、沃尔沃、欧宝、福特等

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

冷却系统业务：收购 TFH，业务快速发展

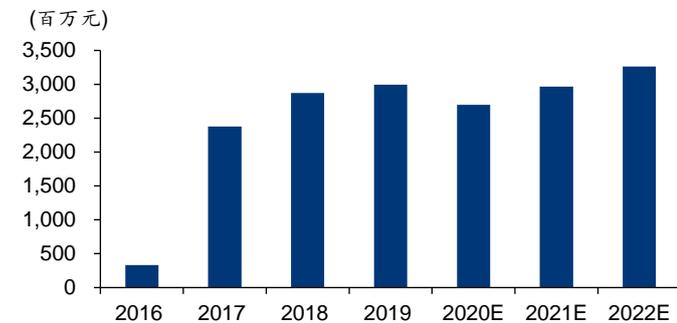
公司旗下全资子公司中鼎交管是国内自主品牌冷却系统领域领先企业，2017年公司收购德国 TFH 是发动机和新能源车电池冷却系统的供应商，在相关细分领域全球排名前三，拥有自动一体成型胶管生产技术，是奔驰、宝马，沃尔沃，福特等公司的供应商。公司近几年获得了包括宁德时代和吉利汽车等企业的电池包和新能源汽车热管理产品订单，我们认为未来随着新能源汽车行业的发展，公司在新能源汽车热管理产品方面有望获得进一步发展。

图表4：冷却业务主要产品



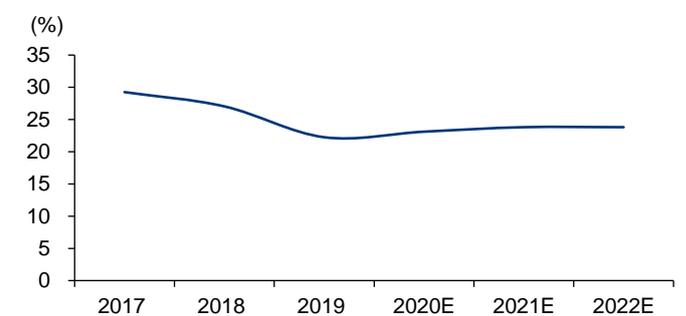
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表5：冷却系统业务收入未来三年有望维持稳中有增



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表6：冷却系统业务毛利率维持相对平稳



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表7：公司冷却类产品已获订单情况

公告日期	客户名称	业务分类	配套项目
2017/12/25	车和家	冷却类产品	M01 新能源冷却管路以及电池热管理系统产品
2018/04/10	宁德时代	冷却&减振类产品	新能源汽车电池包内冷却系统和减振系统产品
2020/07/07	吉利汽车	冷却类产品	GHS2.0 平台汽车热管理系统总成产品

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

减振系统业务：明后年收入有望逐渐恢复

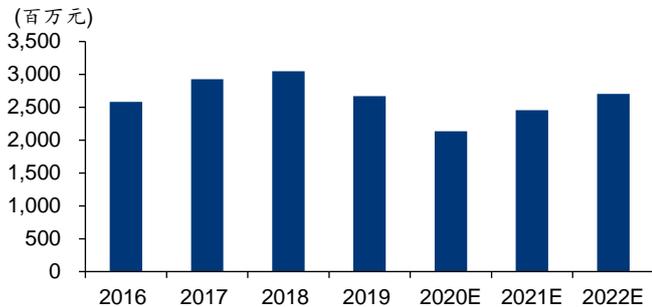
公司深耕汽车减振系统产品，在衬套类、顶端链接板类、发动机悬置类产品上拥有多项专利。公司收购 WEGU 之后，核心产品硅胶动力吸振技术为汽车领域提供了快捷高效的振动噪音解决方案，在橡胶减振降噪领域走在全球前列，目前公司正在发展减振底盘系统总成技术，锻铝控制臂总成项目已经获得突破性进展并取得北京奔驰的定点通知书。公司近几年承接了较多的新能源车电池包减振项目，未来随着新能源车行业的发展，我们认为该业务将是减振系统业务的增长驱动力之一。

图表8：减振业务主要产品



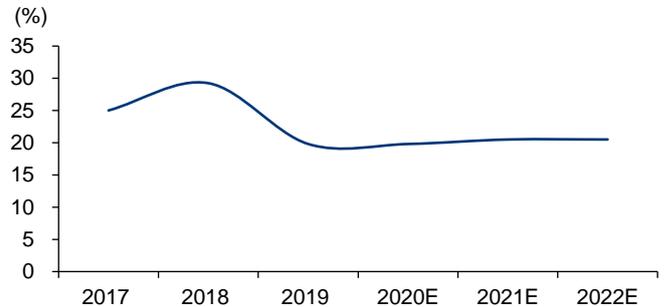
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表9：减振类业务收入有望维持相对稳定



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表10：减振系统业务毛利率维持相对平稳



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表11：公司减振类产品已获订单情况

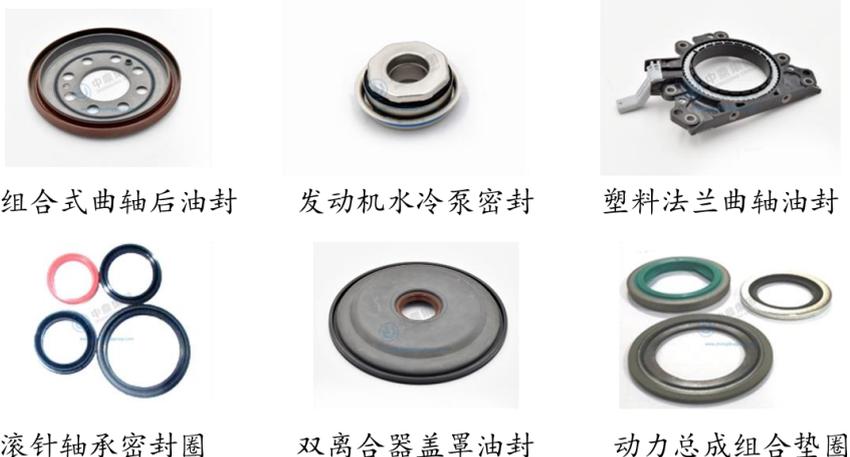
公告日期	客户名称	业务分类	配套项目
2017/11/03	沃尔沃	减振类产品	沃尔沃 V331 项目减振类产品
2017/11/24	上汽集团	减振类产品	上汽集团 EX21 电动车悬置类总成产品
2018/02/09	雷诺-日产	减振类产品	eGT BBG project 新能源汽车项目整车悬置及减振产品
2018/02/27	宁德时代	减振类产品	EL255 项目新能源汽车电池包减振类产品
2018/03/09	东风日产	减振类产品	322EV&331EV 新能源项目电机悬置总成
2018/03/30	宁德时代	减振类产品	A75&A26 项目新能源汽车电池包减振类产品
2018/04/10	宁德时代	冷却&减振类产品	新能源汽车电池包内冷却系统和减振系统产品
2018/05/16	吉利汽车	减振类产品	PMA 纯电动平台衬套类产品
2018/06/12	吉利汽车	减振类产品	CMA1.5 平台衬套类产品
2018/11/02	一汽大众	减振类产品	MEB 纯电动平台减振底盘系统产品
2019/08/15	北京奔驰	减振类产品	北京奔驰 MRA2 平台锻铝后轴控制臂连杆产品
2020/01/09	通用汽车	减振类产品	全平台减振类产品

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

密封系统业务：技术领先，业务稳步发展

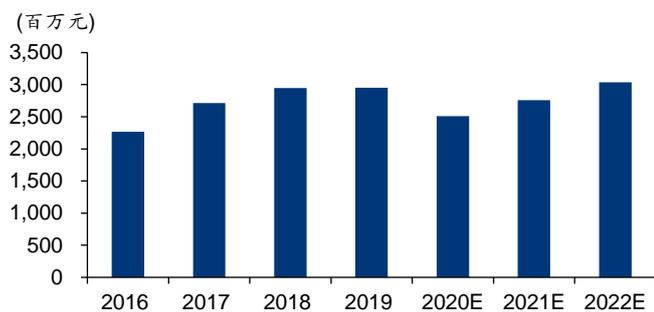
通过海外并购 COOPER、ACUSHNET 和 KACO，公司拥有了国际前三的密封系统技术。以 KACO 为例，KACO 为大众等客户开发了第三代信号轮、传感器、PTFE 唇片为一体的组合式塑料法兰油封，具有高密封性能，精确记录轴的转速、角度和位置，并利用这些记录信息来控制发动机。KACO 公司积极推进新能源布局，已经开发配套成功高性能新能源汽车密封。同时，公司目前已经开发批产新能源汽车电池模组密封系统。

图表12：密封业务主要产品



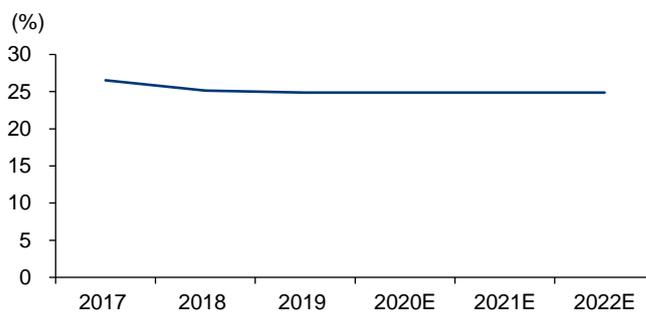
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表13：密封类业务收入有望维持稳中有增



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表14：密封系统业务毛利率维持相对平稳



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表15：公司密封类产品已获订单情况

公告日期	客户名称	业务分类	配套项目
2018/02/12	蔚来汽车	密封类产品	ES8 电桥密封总成
2018/05/22	沃尔沃	密封类产品	P319 纯电动平台电池模组密封条产品
2018/05/22	捷豹路虎	密封类产品	L551 纯电动平台电池模组密封条产品
2018/05/23	特斯拉	密封类产品	新能源车电池冷却系统密封类产品

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

空气悬挂及电机系统业务：处于发展期的新业务

公司 2016 年通过并购 AMK 公司增加了汽车空气悬挂系统和电机电控系统产品能力，标志着公司进入汽车电子领域。AMK 是空气悬挂系统、电机电控系统的供应商，在空气悬挂系统领域处于领先地位，是奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃等车企的供应商。2018 年 7 月，公司成立安徽安美科，作为 AMK 在国内的子公司，近几年一直在中国市场做技术与市场推介，2019 年其上海研发中心已经完成团队建设，国内已经开始售后市场配套。

图表16：空气悬挂及电机系统业务主要产品



书柜式控制器



伺服驱动器



同步伺服电机



异步伺服电机



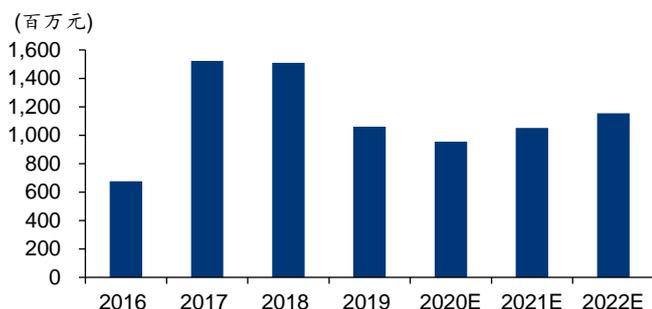
直驱电机空心轴



一体化电机

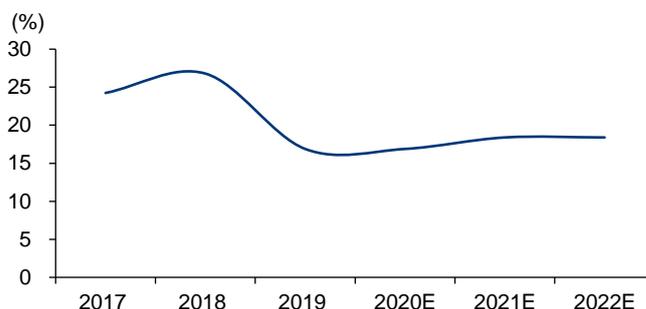
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表17：空气悬挂及电机系统业务收入有望企稳回升



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表18：空气悬挂及电机系统业务毛利率有望企稳



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表19：公司空气悬挂和电机系统类产品已获订单情况

公告日期	客户名称	业务分类	配套项目
2018/03/26	捷豹路虎	悬挂类产品	捷豹路虎 MLA 平台空气悬挂系统产品

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

受海外疫情影响，收入和利润或短期承压

公司海外业务占比较高且逐步提升，2019年海外业务收入占公司总收入比重达到67%。我们认为尽管中国经济已经从疫情冲击中逐渐恢复，但海外疫情影响尚在持续，海外市场面临需求下滑的压力，对公司的收入和利润构成短期的冲击。

公司1Q20收入同比下滑6%至25.1亿元，归母净利润同比下滑47%至1.6亿元。根据公司公告，1H20公司归母净利润同比下滑76%-69%至1.1-1.4亿元，2Q20公司或录得经营亏损。

冷却系统业务：冷却系统业务的经营主体主要由中鼎胶管和德国TFH公司构成，该业务2017年收入大幅增长的原因是来自于收购德国TFH公司之后的并表。2019年该业务收入同比增长4%，毛利率22.2%。考虑到TFH的主要业务集中在海外，受海外疫情影响，我们预计冷却系业务收入2020年同比下滑10%，随着疫情影响消退，我们预计2021-2022年收入同比均增长10%。毛利率而言，我们认为随着新能源汽车热管理产品的收入贡献提升，冷却系统业务的毛利率水平有望逐步修复，我们预计2020-2022年该业务毛利率为23.1%/23.8%/23.8%。

降噪减振系统业务：降噪减振系统业务的经营主体主要由中鼎减振、德国WEGU和美国AB等公司构成，该业务过去几年该业务整体经营略有波动，受2019年全球车市需求下滑的影响，2019年该业务收入同比下滑12%，毛利率19.8%。考虑到该业务的经营主体也集中在海外，我们认为海外疫情将对该业务构成冲击，预计2020年收入将同比下滑20%，随着疫情影响消退，我们预计2021-2022年收入同比将分别增长15%/10%。毛利率而言，我们预计2020年毛利率将企稳，持平于2019年的水平，随着新项目的投产，2021-2022年毛利率有望修复至20.5%。

密封系统业务：密封系统业务的经营主体包括中鼎密封、美国Cooper、ACUSHNET、德国KACO等公司构成，该业务过去几年增长较为平稳，2019年收入同比持平，毛利率24.9%。考虑到该业务的经营部分分布在海外，受海外疫情影响，我们预计该业务2020年收入同比下滑15%。随着疫情影响消退，我们预计2021-2022年收入同比均增长10%。毛利率而言，我们预计该业务的毛利率将维持平稳。

空气悬挂及电机系统业务：空气悬挂及电机系统业务的经营主体主要为德国AMK。该业务2017年收入大幅增长主要来自AMK的并表。过去两年该业务收入持续面临压力，2019年收入同比下滑30%，毛利率16.9%。考虑到该业务目前主要集中在海外，受海外疫情影响，我们预计2020年该业务收入将同比下滑10%。随着疫情影响消退，我们预计2021-2022年收入同比均增长10%。毛利率而言，我们预计2020年毛利率将企稳，持平于2019年的水平，随着需求回暖和新项目投产，2020-2021年毛利率有望修复至18.4%。

整体而言，我们预计公司2020-2022年营业收入分别为101.2/112.4/123.6亿元，同比-13.5%/+11.1%/+10.0%。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.5/6.8/7.5亿元，同比-9.2%/24.5%/10.5%。

图表20: 核心盈利指标及假设

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷却系统业务					
营业收入	2,873	2,995	2,695	2,965	3,261
同比增速	20.8%	4.2%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	27.0%	22.2%	23.1%	23.8%	23.8%
降噪减振系统业务					
营业收入	3,047	2,670	2,136	2,456	2,702
同比增速	4.2%	-12.4%	-20.0%	15.0%	10.0%
毛利率	29.2%	19.8%	19.8%	20.5%	20.5%
密封系统业务					
营业收入	2,947	2,951	2,509	2,759	3,035
同比增速	8.6%	0.1%	-15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	25.1%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
空气悬挂及电机系统业务					
营业收入	1,508	1,061	955	1,050	1,155
同比增速	-1.0%	-29.7%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	26.8%	16.9%	16.9%	18.4%	18.4%

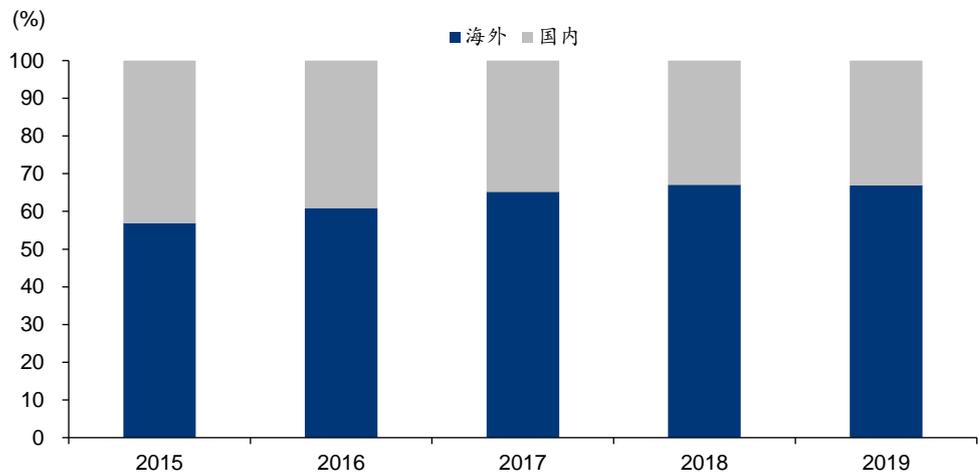
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表21: 费用率及假设

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
管理费用率	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
财务费用率	0.1%	1.1%	0.8%	0.5%	0.4%

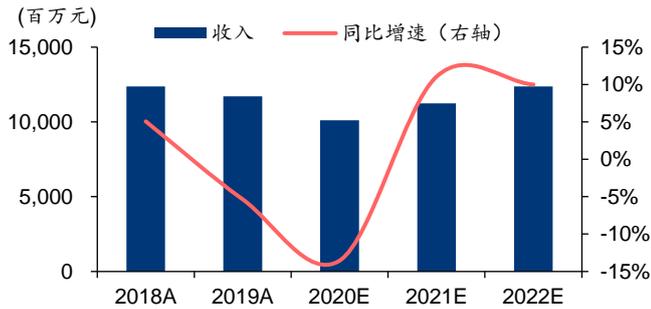
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表22: 公司海外收入占比超过一半



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表23: 2020年公司收入或下滑



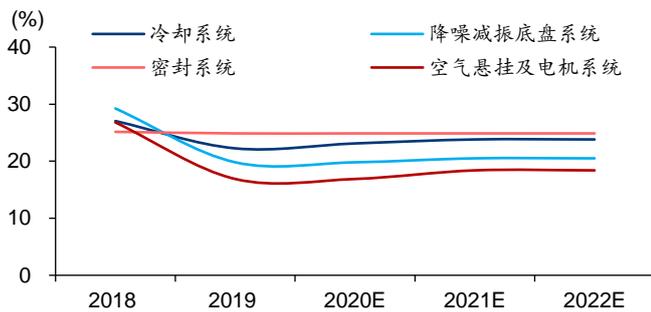
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表24: 2020年公司归母净利润或下滑



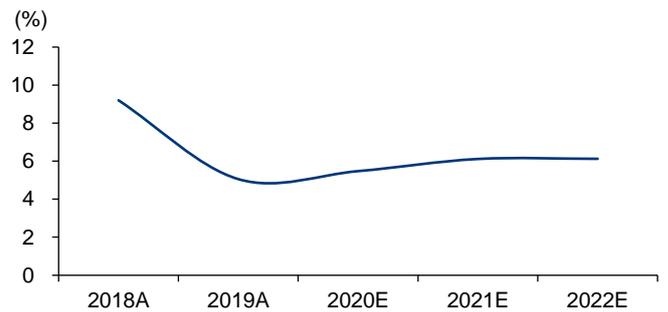
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表25: 2020-2022年公司毛利率有望企稳



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表26: 2020-2022年公司净利率有望企稳回升



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表27: 可比公司估值表 (截止至2020年7月28日)

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PB (倍)
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
002126 CH	银轮股份	104	0.45	0.57	29.18	22.93	2.57
600741 CH	华域汽车	669	1.85	2.15	11.49	9.88	1.26
601689 CH	拓普集团	350	0.59	0.78	56.17	42.79	4.44
	平均	375			27.05	21.34	2.37

资料来源: Wind 一致预期, PE 和 PB 均值为市值加权平均值, 华泰证券研究所

考虑到海外疫情发展的不确定性, 我们基于2020年23-24xPE (可比公司2020年WIND一致预期27.05x PE), 给予公司目标价10.35~10.80元 (前次: 10.92~11.70元), 维持“增持”评级。

图表28: 报告提及公司信息

公司名称	股票代码	华泰评级	目标价
AB	非上市	无	无
Cooper	非上市	无	无
ACUSHNET	非上市	无	无
KACO	非上市	无	无
WEGU	非上市	无	无
AMK	非上市	无	无
TFH	非上市	无	无
沃尔沃	非上市	无	无
北京奔驰	非上市	无	无
TRW	非上市	无	无
SFK	非上市	无	无
通用汽车	GM US	无	无
特斯拉	TSLA US	无	无
蔚来汽车	NIO US	无	无
宝马集团	BMW DE	无	无
戴姆勒	DAI DE	无	无
大众集团	VOW DE	无	无
丰田汽车	TM US	无	无
福特汽车	F US	无	无
塔塔汽车	TTM US	无	无
卡特彼勒	CAT US	无	无
波音	BOE US	无	无
德尔福	DLPH US	无	无
Timken	TKR US	无	无
Tenneco	TEN US	无	无
日产汽车	7201 JP	无	无
NSK	6471 JP	无	无
宁德时代	300750 CH	增持	148.09~158.13 元
上汽集团	600104 CH	买入	24.64~26.40 元
吉利汽车	0175 HK	持有	11.00 港币
银轮股份	002126 CH	买入	14.19~14.62 元
华域汽车	600741 CH	增持	22.40~24.00 元
拓普集团	601689 CH	买入	23.18~23.79 元

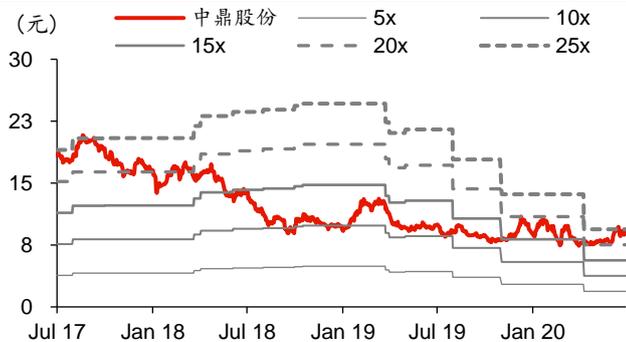
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

汽车需求低于预期; 海外疫情冲击比预期严重; 新项目投产进度低于预期。

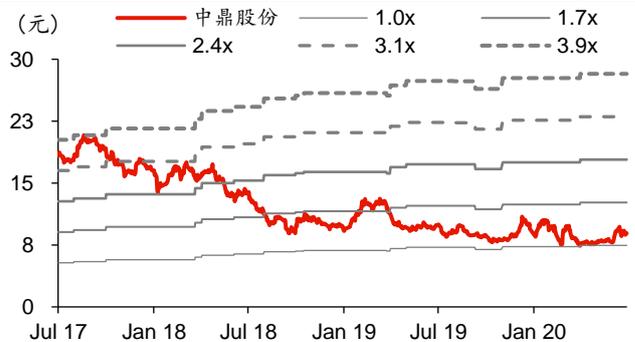
PE/PB - Bands

图表29: 中鼎股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 中鼎股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,037	9,295	9,044	10,688	10,481
现金	1,700	3,007	4,957	5,204	5,609
应收账款	2,947	2,967	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	172.87	149.44	126.06	181.64	155.87
预付账款	80.53	108.64	43.60	131.53	57.73
存货	2,082	2,323	1,302	2,805	1,654
其他流动资产	1,055	740.67	2,616	2,366	3,004
非流动资产	8,037	8,831	9,193	9,822	10,359
长期投资	268.73	280.72	312.51	330.94	355.76
固定投资	3,318	4,026	4,499	4,975	5,451
无形资产	564.45	679.15	719.62	753.47	780.37
其他非流动资产	3,886	3,845	3,662	3,762	3,771
资产总计	16,074	18,125	18,238	20,510	20,839
流动负债	3,385	4,220	3,899	5,533	5,130
短期借款	690.75	835.20	876.96	920.81	966.85
应付账款	1,591	1,818	975.02	2,196	1,244
其他流动负债	1,103	1,567	2,047	2,416	2,919
非流动负债	4,272	4,950	5,073	5,268	5,518
长期借款	3,710	4,330	4,456	4,631	4,871
其他非流动负债	561.58	619.42	617.20	636.96	646.67
负债合计	7,657	9,170	8,972	10,801	10,648
少数股东权益	135.87	58.34	65.86	72.39	77.09
股本	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
资本公积	2,292	2,332	2,332	2,332	2,332
留存公积	4,738	5,112	5,500	5,981	6,511
归属母公司股东权益	8,282	8,897	9,200	9,637	10,115
负债和股东权益	16,074	18,125	18,238	20,510	20,839

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	973.02	1,643	2,496	1,190	1,265
净利润	1,138	591.86	554.31	687.39	757.21
折旧摊销	532.32	590.21	539.99	647.97	766.92
财务费用	17.93	124.08	77.39	52.00	51.80
投资损失	(73.27)	(29.73)	(44.25)	(39.41)	(41.02)
营运资金变动	(760.38)	343.57	1,367	(122.35)	(248.95)
其他经营现金	118.50	23.02	1.76	(35.86)	(21.11)
投资活动现金	(604.00)	(1,204)	(860.37)	(1,203)	(1,243)
资本支出	1,286	1,302	983.20	1,189	1,299
长期投资	(90.72)	(80.37)	(31.79)	(18.43)	(24.82)
其他投资现金	772.25	178.43	154.62	4.69	81.57
筹资活动现金	(347.16)	890.61	314.62	259.97	382.70
短期借款	180.62	144.45	41.76	43.85	46.04
长期借款	188.94	619.91	125.82	175.41	239.88
普通股增加	(13.62)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(157.90)	40.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(545.20)	85.79	147.04	40.71	96.78
现金净增加额	48.10	1,339	1,951	246.87	404.81

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,368	11,706	10,121	11,240	12,364
营业成本	8,985	8,740	7,576	8,366	9,203
营业税金及附加	73.20	83.41	67.07	72.03	80.61
营业费用	641.54	626.07	535.85	597.11	656.08
管理费用	902.55	863.76	744.06	827.33	909.69
财务费用	17.93	124.08	77.39	52.00	51.80
资产减值损失	(64.62)	(76.04)	(100.00)	(80.00)	(80.00)
公允价值变动收益	(1.84)	19.70	12.52	14.91	14.12
投资净收益	73.27	29.73	44.25	39.41	41.02
营业利润	1,281	757.16	676.97	845.29	932.59
营业外收入	93.64	26.02	26.02	26.02	26.02
营业外支出	10.74	27.11	27.11	27.11	27.11
利润总额	1,364	756.07	675.87	844.19	931.49
所得税	225.82	164.20	121.56	156.81	174.27
净利润	1,138	591.86	554.31	687.39	757.21
少数股东损益	21.47	(10.13)	7.52	6.53	4.70
归属母公司净利润	1,116	601.99	546.79	680.86	752.51
EBITDA	2,132	1,592	1,293	1,544	1,750
EPS (元, 基本)	0.91	0.49	0.45	0.56	0.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.08	(5.35)	(13.54)	11.06	10.00
营业利润	(5.53)	(40.88)	(10.59)	24.86	10.33
归属母公司净利润	(0.98)	(46.08)	(9.17)	24.52	10.52
获利能力 (%)					
毛利率	27.35	25.34	25.14	25.57	25.57
净利率	9.20	5.06	5.48	6.12	6.12
ROE	13.52	6.61	5.98	7.08	7.43
ROIC	12.27	6.82	5.85	6.49	6.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.63	50.59	49.19	52.66	51.09
净负债比率 (%)	38.19	36.27	20.84	23.03	24.89
流动比率	2.37	2.20	2.32	1.93	2.04
速动比率	1.59	1.48	1.83	1.29	1.60
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.68	0.56	0.58	0.60
应收账款周转率	3.76	3.59	4.00	6.00	6.00
应付账款周转率	4.95	4.51	4.73	4.62	4.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.49	0.45	0.56	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.35	2.04	0.97	1.04
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.12	7.37	7.73	8.12
估值比率					
PE (倍)	10.08	18.70	20.59	16.53	14.96
PB (倍)	1.36	1.29	1.25	1.19	1.14
EV_EBITDA (倍)	6.84	9.12	10.22	8.76	7.90

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林志轩、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司