

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

富奥股份(000030)

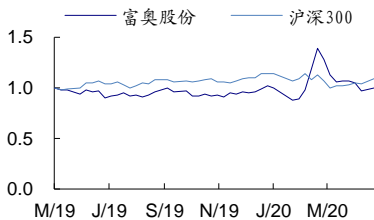
增持

2019 年报暨 2020 一季报点评

(首次覆盖)

2020 年 05 月 14 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,811/1,808
总市值/流通(百万元)	9,053/8,799
上证综指/深圳成指	2,898/11,075
12 个月最高/最低(元)	7.38/4.14

相关研究报告:

- 《富奥股份-000030-2017 年三季报点评: 一汽大众产业链核心标的, 业绩符合预期》——2017-10-27
- 《富奥股份-000030-2017 年中报点评: 中报受益于重卡行情, 长期看一汽大众产能扩充》——2017-08-29
- 《富奥股份-000030-2017 年一季报点评: 下游客户销量驱动, 2017 年全年业绩乐观》——2017-04-28
- 《富奥股份-000030-2016 年三季报点评: 重卡产业链+一汽大众产业链双目标的, 业绩符合预期》——2016-10-31
- 《富奥股份-000030-2016 年半年报点评: 短期受益重卡复苏, 长期看一汽大众发力》——2016-09-13

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001
联系人: 周俊宏
E-MAIL: zhoujunhong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩逆势求进, “轻量化+电动化+智能化”打开新增长空间

● 业绩逆势求进, 表现持续优于行业

公司凭借核心客户(一汽集团)支撑和新兴业务/新客户贡献增量, 在 2015-2019 年汽车销量复合增长 1.19% 背景下, 超越行业实现 23.5% 的营收复合增速。受益于绑定的一汽大众 2019Q4/2020Q1 销量分别 +18%/-26%、一汽解放分别 -4%/-1%, 公司彰显良好抗压性, 2019 年实现营收 100.64 亿, 同比 +28.2%; 归母净利润 8.91 亿, 同比 +1.1%。其中 2019Q4 营收、归母净利润、扣非归母净利润分别同比 +48.3%、+24.2%、+43.0%。2020Q1 在疫情冲击逆势中(汽车销量同比 -42%), 实现营收 20.86 亿, 同比 -11.1%; 归母净利 1.19 亿, 同比 -41.6%。

● 绑定一汽集团, 深耕 6 大优势业务保障业绩

业绩保障来源于两部分——一汽集团强劲订单(预计贡献近 70% 营收)及旗下众多参股公司。一汽大众(乘用车市占率第一, 营收占比超 30%)、一汽解放(重卡市占率第一)内部配套支撑公司稳健发展, 并与伟世通、采埃孚、法雷奥等全球零部件巨头推进合资合作, 2019 年、2020Q1 联营/合营投资收益分别占据净利润的 66%、75%。6 大业务板块围绕底盘、空调、汽车电子及新能源产品布局, 2019 年订单全面开花, 135 个订单(包括南北大众油泵、水泵、串联泵, 北汽越野 BJ80 冷却系统, 吉利 GK-1 滑柱、南北大众 MEB 电动水泵、上海大众奥迪 A7L 散热器等订单)预计生命周期收入达 125 亿元。

● 全面布局“轻量化、电动化、智能化”三大新兴领域

未来战略以底盘系统、热系统、电驱动系统为主体, 推进现有产品的转型升级, 核心产品涵盖电池壳体、逆变器、热管理(热泵空调、电动水泵、电动压缩机、散热器模块)等, 以毛利率更高的新能源汽车零部件增厚利润。近两年业绩有望受益于大众 MEB 平台放量——2017 年布局的逆变器产品在 2020 年量产, 电动水泵、热管理产品已进其配套体系, 轻量化及智能座舱产品有望延伸配套。

● 风险提示: 配套车型销量不及预期及新业务拓展不及预期风险。

● 投资建议: 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.51/0.59/0.67 元, 对应 PE 分别 9.6/8.3/7.4 倍, 首次覆盖, 给予增持评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7853	10,064	11,004	12,789	14,219
(+/-%)	9.2%	28.2%	9.3%	16.2%	11.2%
净利润(百万元)	882	891	927	1071	1205
(+/-%)	11.2%	1.1%	4.0%	15.6%	12.5%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.49	0.51	0.59	0.67
EBIT Margin	4.8%	5.2%	3.0%	3.4%	3.6%
净资产收益率(ROE)	17.0%	13.4%	12.5%	12.9%	13.0%
市盈率(PE)	9.9	9.9	9.6	8.3	7.4
EV/EBITDA	21.1	17.4	26.3	21.7	18.5
市净率(PB)	1.39	1.33	1.19	1.07	0.95

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

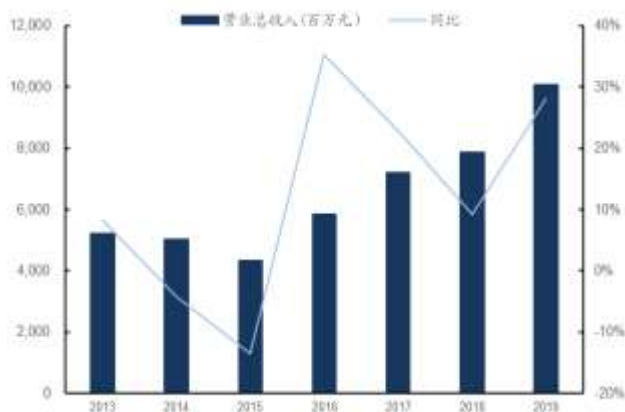
全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

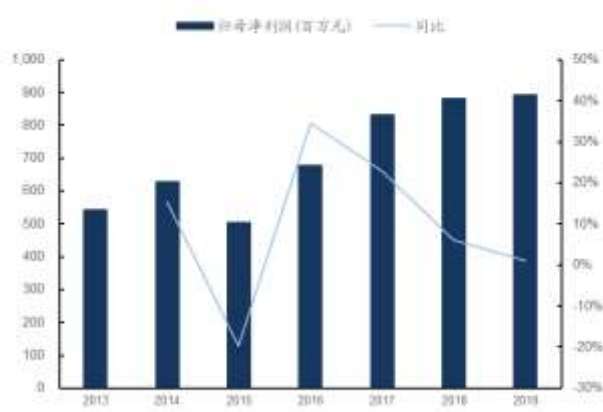
业绩逆势求进，表现持续优于行业。公司凭借核心客户（一汽集团）支撑和新兴业务/新客户贡献增量，在 2015-2019 年汽车销量复合增长 1.19% 背景下，超越行业实现 23.5% 的营收复合增速。受益于绑定的一汽大众 2019Q4/2020Q1 销量分别+18%/ -26%、一汽解放分别-4%/-1%，公司彰显良好抗压性，2019 年持续突破，全年实现营收 100.64 亿，同比+28.2%；归母净利润 8.91 亿，同比+1.1%。其中 2019Q4 营收、归母净利润、扣非归母净利润分别同比+48.3%、+24.2%、+43.0%。2020Q1 在疫情冲击逆势中（汽车销量同比-42%），实现营收 20.86 亿，同比-11.1%；归母净利 1.19 亿，同比-41.6%（扣非-42.8%）。

图 1：公司营业收入及增速



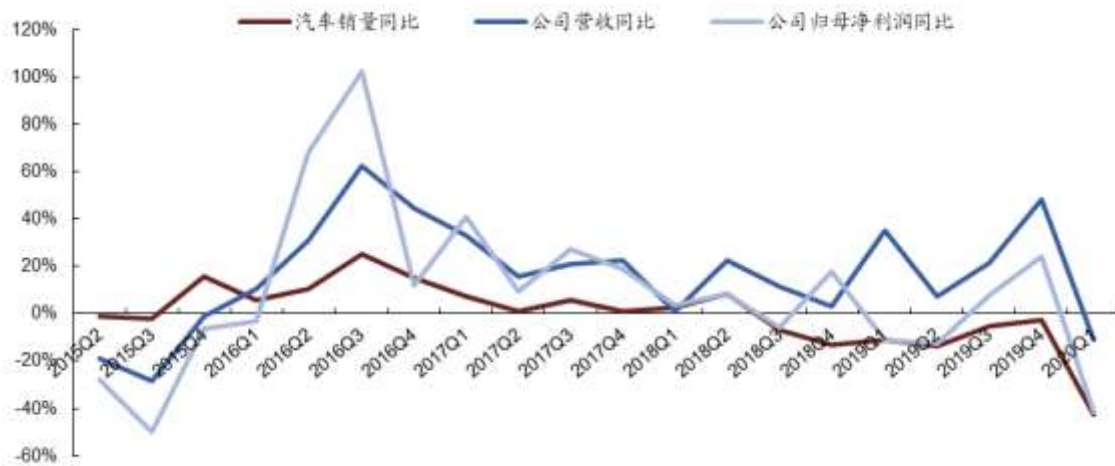
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

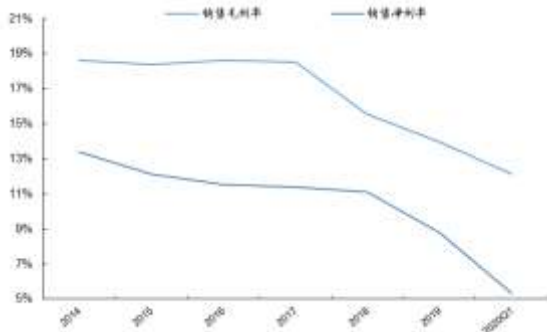
图 3：公司表现持续优于行业



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

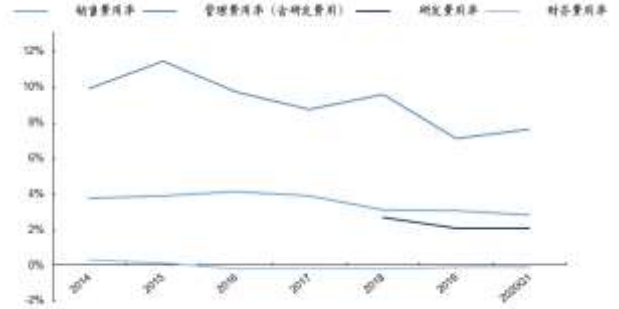
2019 全年公司毛利率 13.98%，同比+1.55pct；2020Q1 公司毛利率 12.16%，同比-0.96%。主要系产品结构中低毛利率的底盘系统占比进一步提升所致（底盘系统占比由 2018 年的 41.6% 上升至 2019 年的 50.2%，毛利率由 2018 年的 10.9% 下降至 8.23%）。公司费用端因管控得当而平稳，受益于规模效应，2019 全年期间费用率为 10.15%，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 3.1%/5.0%/2.1%/-0.1%，同比分别 -0.03pct/-1.84pct/-0.60pct/+0.12pct。2020Q1 费用率同比+0.53pct 至 10.40%。

图 4: 公司近年毛利率、净利率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司近年费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

深度绑定一汽集团，与全球汽零巨头合作。富奥股份系一汽系优质汽零企业，2007 年引入吉林省国资及民营资本，成为汽零混合所有制第一股。截至 2020Q1，一汽集团/吉林省天亿投资/宁波华翔/吉林省国资委前 4 股东分别持股 24.4%/18.3%/14.0%/10.3%，并持续推进管理层持股（截至 2019 年，总经理/四位副总经理分别持股 140 万股/240 万股），绑定员工利益，建立长效激励机制。业绩保障来源于两部分，即一汽集团订单及旗下众多参股公司（全资企业 15 家、合资企业 20 家）。

(1) 公司牢据一汽集团发展体系，来自一汽大众（乘用车市占率第一）、一汽解放（重卡市占率第一）等整车厂的内部配套支撑公司稳健发展，预计**一汽系贡献近 70% 的营收**。客户群体涵盖国内外主流整车厂并拓展日系客户，对国内商用车整车厂几近全面覆盖。核心客户一汽大众（营收占比 30%）2020 年 4 月以 16.6 万辆、同比+10%的销量成绩继续领跑乘用车市，在其 2020 年 142.5 万辆的销量目标下，公司盈利水平将显著受益。

表 1: 核心客户均为一汽系

2019 年			2018 年			2017 年		
客户	销售金额(亿元)	占比	客户	销售金额(亿元)	占比	客户	销售金额(亿元)	占比
一汽-大众汽车	30.1	30.0%	一汽解放汽车	19.56	24.9%	一汽解放汽车	21.49	29.9%
一汽解放汽车	22.0	21.9%	一汽-大众汽车	16.58	21.1%	一汽-大众汽车	8.12	11.3%
一汽轿车	9.6	9.5%	一汽轿车	7.15	9.1%	大众一汽平台零部件	7.91	11.0%
一汽解放青岛	5.2	5.2%	大众一汽平台零部件	6.44	8.2%	一汽轿车	6.28	8.7%
中国第一汽车	4.2	4.2%	一汽解放青岛	3.48	4.4%	一汽解放青岛	3.67	5.1%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

(2) 与全球零部件巨头积极推进合资合作。公司目前已与伟世通、采埃孚、法雷奥、电装等国际零部件巨头合作，进一步涉足汽车空调、涡轮增压等多个领域，并在海外订单项目、海外建厂、海外客户拓展及客户关系深化均取得了积极成果。2019 年、2020Q1 联营/合营投资收益分别贡献 66%、75%的净利润占比（5.82 亿元/8.83 亿元、0.83 亿元/1.11 亿元）。

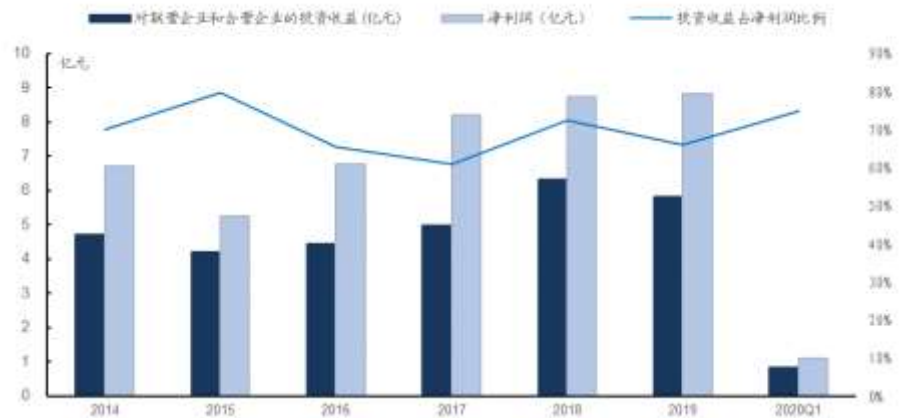
表 2: 与全球零部件巨头积极推进合资合作（单位：百万元）

参控公司	关系	直接持股比例	投资额	营业收入	净利润
采埃孚富奥底盘技术(长春)有限公司	合营	49%	233.5	1,423.8	200.3
长春富奥石川岛增压器有限公司	联营	35%	131.7	3,907.6	263.5
天合富奥汽车安全系统(长春)有限公司	合营	40%	307.4	7,586.2	390.9
一汽光洋转向装置有限公司	子公司	51%	192.0		
一汽东机工减振器有限公司	子公司	51%	101.5		
一汽-法雷奥汽车空调有限公司	子公司	51%	109.1		

富奥翰昂汽车热系统(长春)有限公司	子公司	55%	124.9		
东风富奥泵业有限公司	子公司	70%	35.0		
富奥威泰克汽车底盘系统有限公司	子公司	70%	362.0		
富奥汽车零部件销售(长春)有限公司	子公司	100%	10.0		
富奥辽宁汽车弹簧有限公司	子公司	100%	99.0		
富奥法雷奥西门子电动汽车零部件(常熟)有限公司	子公司	51%	126.3		
富奥美国有限责任公司	子公司	100%	8.9		
鑫安汽车保险股份有限公司	联营	18%	202.8	506.5	110.1
蒂森克虏伯富奥汽车转向柱(长春)有限公司	联营	40%	283.3	1,461.9	78.6
蒂森克虏伯富奥辽阳弹簧有限公司	联营	40%		815.9	17.4
大众一汽平台零部件有限公司	合营	40%	452.1	10,777.8	156.8
天津富奥电装空调有限公司	合营	40%	286.1	2,927.6	193.9
成都富奥科技有限公司	子公司	100%	1.0		
富奥鑫创新能源电池有限公司	子公司	51%			

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：联营/合营投资收益贡献大部分利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

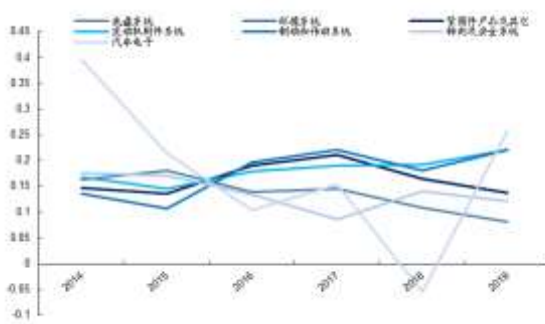
公司以底盘、空调、汽车电子及新能源为主导核心产品，分为 6 大优势业务版图——底盘系统（2019 年营收占比 50.2%）、环境系统（15.5%）、紧固件及发动机附件系统（25.3%）、制动和传动系统（8.5%）、转向及安全系统（3.3%）、汽车电子（0.4%）。多领域具绝对优势——如传动轴产品质量及寿命为国内最高水平、是国内唯一实现技术标准的钢板弹簧企业、逆变器电动空调、电动压缩机等受大众 MEB 平台认可、泵类产品具全球竞标能力、底盘产品得到德国大众高度评价并积极布局智能驾驶领域。公司基于优势产品向高端市场拓展，拿下奥迪（A6、Q5）及红旗（H9、H7、HS7、HS5）等高端乘用车的独家或第一供应商，2019 年订单全面开花，全年获 135 个订单（包括南北大众油泵、水泵、串联泵，北汽越野 BJ80 冷却系统，吉利 GK-1 滑柱、南北大众 MEB 新能源车电动水泵、上海大众奥迪 A7L 散热器等订单），预计生命周期收入达 125 亿元。我们认为，在传统业务领域，公司凭借深耕多年的 6 大业务板块，深度配套一汽系车型，并积极储备新项目、开拓新客户，奠定业绩保障。

图 7: 公司各产品营收情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司各产品毛利率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

未来战略即以底盘系统、热系统、电驱动系统为主体,全面布局“轻量化、电动化、智能化”三大新兴领域,推进现有产品的转型升级,核心产品涵盖电池壳体、逆变器、热管理(热泵空调、电动水泵、电动压缩机、散热器模块)等,以毛利率更高的新能源汽车零部件增厚利润。公司近两年业绩有望受益于大众 MEB 平台放量(上汽大众的安亭工厂、一汽大众的佛山工厂将在 2020 年相继投产,规划年产能 30 万辆/年),2017 年布局的逆变器产品在 2020 年量产,电动水泵、热管理产品已进其配套体系,轻量化及智能座舱产品有望延伸配套。

(1) 轻量化领域: 公司看好“以铝替钢”的轻量化趋势,布局新能源铝合金电池壳体,成立富奥鑫创新能源电池控股子公司,独家供应是红旗、奔腾电动车平台的电池下箱体,加速铝合金副车架、合金传动轴等产品开发储备工作。

(2) 电动化领域: 分为电驱动、热管理两大发展方线,其中电驱动方向思路为整合底盘零部件资源开发电动底盘,成立富奥电动系统分公司,新增逆变器产品,深化驱动电机布局,是红旗、奔腾的主力电动车平台的逆变器独家供应商,电驱动相关研发随德国大众项目有序推进。而在热管理方向,公司成立热事业部以布局热泵空调系统,完成红旗 H5 三温区空调开发,且在电动水泵(进入大众 MEB 平台)、电动压缩机及散热器模块等核心热管理零部件均有布局。

(3) 智能化领域: 与德赛西威、一汽股权成立富赛汽车电子合资公司(出资 1.04 亿元,持股 40%),并拟在 2021 年设立合资公司 JV2,补齐公司智能化产品短板(2019 年汽车电子业务营收占比仅 0.4%),预计合作模式为——德赛西威提供智能驾驶驾驶舱,以及感知层(车载摄像头、毫米波雷达)及决策层(算法、域控制器)相关产品,富奥股份依托底盘优势在执行层(转向及制动等)提供支持,实现快速扩展智能网联化产品。

表 3: 轻量化、电动化、智能化”三大新兴领域布局情况

领域	相关布局	相关产品
轻量化	“以铝替钢”的轻量化趋势,成立富奥鑫创新能源电池控股子公司	铝合金电池壳体、铝合金副车架、合金传动轴
电动化	为电驱动、热管理两大发展方线,其中电驱动方向思路为整合底盘零部件资源开发电动底盘,成立富奥电动系统分公司;成立热事业部	逆变器、热泵空调系统,电动水泵、散热器模块
智能化	与德赛西威、一汽股权成立富赛汽车电子合资公司(出资 1.04 亿元,持股 40%)	驾驶驾驶舱、转向及制动相关产品

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司系一汽系优质汽零企业,一汽大众(乘用车市占率第一)、一汽解放(重卡市占率第一)内部配套支撑公司稳健发展。全面布局的“轻量化、电动化、智能化”三大新兴领域推进现有产品的转型升级、打开新成长空间,近两年业绩有望受益于配套大众 MEB 平台的相关产品放量,预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.51/0.59/0.67 元,对应 PE 分别 9.6/8.3/7.4 倍,首次覆盖,给予增持评级。

表 4: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
601799	星宇股份	买入	112.40	310	2.21	2.86	3.38	4.29	44.88	34.68	33.25	26.20
601689	拓普集团	增持	24.18	255	1.04	0.48	0.58	0.68	21.52	46.63	41.69	35.56
002920	德赛西威	增持	48.30	266	0.75	0.52	0.83	1.2	48.07	69.33	58.19	40.25
002126	银轮股份	无评级	10.03	79	0.44	0.43	0.49	0.61	18.41	18.84	20.47	16.44
603786	科博达	增持	58.72	235	1.34	1.19	1.3	1.67	38.69	43.56	45.17	35.16
2050	三花智控	增持	22.68	627	0.61	0.51	0.48	0.6	32.56	38.43	47.25	37.80
平均					1.07	1.00	1.18	1.51	34.02	41.91	41.00	31.90
00030	富奥股份	增持	5.00	91	0.49	0.49	0.51	0.59	7.62	9.67	9.77	8.45

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

盈利预测

公司业务包含底盘系统、环境系统、紧固件产品、发动机附件系统、制动和传动系统、转向及安全系统及汽车电子几个大类。其中占比最大的底盘系统在 2019 年高速增长后实现稳健发展, 环境系统受益于热管理产品上量, 紧固件及发动机产品与一汽集团深度绑定, 制动/传动/转向业务向电子化布局增量明显, 汽车电子业务在低基数下实现高速增长。预期 2020-2022 年营收分别+9.3%/+16.2%/+11.2%。

表 5: 公司业务拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
底盘系统									
收入	1,364.5	1,309.8	2,526.7	3,062.4	3,266.9	5,049.2	5453.1	6489.2	7138.2
YOY		-4.0%	92.9%	21.2%	6.7%	54.6%	8.0%	19.0%	10.0%
成本	1,141.6	1,071.8	2,175.9	2,618.2	2,910.5	4,633.7	5016.9	5892.2	6495.7
毛利	222.8	238.0	350.8	444.2	356.4	415.6	436.3	597.0	642.4
毛利率	16.3%	18.2%	13.9%	14.5%	10.9%	8.2%	8.0%	9.2%	9.0%
环境系统									
收入	1,222.0	870.3	796.6	887.8	1,348.8	1,557.6	1682.2	1968.2	2322.5
YOY		-28.8%	-8.5%	11.4%	51.9%	15.5%	8.0%	17.0%	18.0%
成本	1,042.8	752.5	644.8	700.2	1,126.0	1,344.4	1480.3	1673.0	1997.3
毛利	179.3	117.8	151.8	187.6	222.8	213.2	201.9	295.2	325.1
毛利率	14.7%	13.5%	19.1%	21.1%	16.5%	13.7%	12.0%	15.0%	14.0%
紧固件产品及其它									
收入	670.8	713.6	935.2	1,230.8	1,288.8	1,522.0	1674.2	1757.9	1845.8
YOY		6.4%	31.1%	31.6%	4.7%	18.1%	10.0%	5.0%	5.0%
成本	517.9	481.2	600.8	901.2	993.0	1,166.5	1289.1	1388.7	1402.8
毛利	152.8	232.4	334.4	329.6	295.7	355.5	385.1	369.2	443.0
毛利率	22.8%	32.6%	35.8%	26.8%	23.0%	23.4%	23.0%	21.0%	24.0%
发动机附件系统									
收入	391.4	525.4	791.3	1,025.8	1,020.5	1,031.4	1186.1	1304.7	1435.2
YOY		34.2%	50.6%	29.6%	-0.5%	1.1%	15.0%	10.0%	10.0%
成本	325.7	449.2	648.9	829.7	823.7	802.6	1079.4	1184.7	1298.8
毛利	65.7	76.3	142.4	196.2	196.8	228.8	106.8	120.0	136.3
毛利率	16.8%	14.5%	18.0%	19.1%	19.3%	22.2%	9.0%	9.2%	9.5%
制动和传动系统									
收入	486.4	510.7	565.4	737.7	721.8	851.3	919.4	1011.3	1112.5
YOY		5.0%	10.7%	30.5%	-2.2%	17.9%	8.0%	10.0%	10.0%
成本	420.3	455.6	454.2	574.1	591.1	663.0	735.5	849.5	912.2
毛利	66.1	55.1	111.2	163.6	130.7	188.3	183.9	161.8	200.3
毛利率	13.6%	10.8%	19.7%	22.2%	18.1%	22.1%	20.0%	16.0%	18.0%
转向及安全系统									
收入	651.6	507.8	434.9	379.6	356.5	334.3	384.4	422.9	465.2
YOY		-22.1%	-14.4%	-12.7%	-6.1%	-6.2%	15.0%	10.0%	10.0%
成本	536.6	420.7	376.4	346.6	306.1	293.6	338.3	358.6	386.1

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

毛利	115.0	87.0	58.6	32.9	50.4	40.7	46.1	64.3	79.1
毛利率	17.7%	17.1%	13.5%	8.7%	14.2%	12.2%	12.0%	15.2%	17.0%
汽车电子									
收入	18.7	24.2	12.4	12.3	18.4	42.1	59.0	88.4	123.8
YOY		29.4%	-48.8%	-0.8%	49.6%	128.8%	40.0%	50.0%	40.0%
成本	11.3	19.0	11.1	10.4	19.1	31.2	44.8	70.7	96.5
毛利	7.4	5.2	1.3	1.9	-0.7	10.9	14.2	17.7	27.2
毛利率	39.6%	21.5%	10.5%	15.4%	n.a	25.9%	24.0%	20.0%	22.0%
其他业务									
收入	268.9								
成本	135.5								
毛利	133.4								
毛利率(%)	49.61								
内部抵销									
收入	-64.3	-130.4	-205.7	-143.0	-169.0	-324.1	-354.0	-254.0	-224.0
成本	-55.5	-115.5	-145.1	-118.9		-278.0	-267.0	-210.0	-154.0
毛利	-8.8	-14.9	-60.6	-24.2	-32.5	-46.1	-87.0	-44.0	-70.0
营业总收入	5,010.0	4,331.4	5,856.8	7,193.4	7,852.7	10,063.8	11,004.4	12,788.7	14,219.0
增速		-13.5%	35.2%	22.8%	9.2%	28.2%	9.3%	16.2%	11.2%
毛利率	18.6%	18.4%	18.6%	18.5%	13.8%	14.0%	11.7%	12.4%	12.5%

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济增速放缓，车市持续低迷风险。
 一汽大众、一汽解放销量不及预期风险。
 下游整车厂压价导致公司盈利能力下降风险。
 新业务拓展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1403	1534	1598	1715	营业收入	10064	11004	12789	14219
应收款项	2004	3980	4905	5142	营业成本	8657	9717	11207	12436
存货净额	936	1045	1236	1538	营业税金及附加	64	74	90	98
其他流动资产	2312	1981	1918	1848	销售费用	311	330	385	434
流动资产合计	6800	8684	9802	10389	管理费用	506	558	671	737
固定资产	2705	3019	3220	3383	财务费用	(9)	12	21	1
无形资产及其他	467	448	430	411	投资收益	582	675	721	770
投资性房地产	546	546	546	546	资产减值及公允价值变动	6	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	2402	2456	2485	2516	其他收入	(184)	0	0	0
资产总计	12921	15153	16483	17244	营业利润	939	974	1121	1269
短期借款及交易性金融负债	264	1119	757	244	营业外净收支	10	13	21	15
应付款项	3656	4127	4823	5015	利润总额	949	987	1142	1284
其他流动负债	622	728	831	908	所得税费用	66	68	80	90
流动负债合计	4541	5974	6411	6167	少数股东损益	(8)	(8)	(9)	(10)
长期借款及应付债券	77	77	77	77	归属于母公司净利润	891	927	1071	1205
其他长期负债	849	894	915	940					
长期负债合计	926	971	992	1017					
负债合计	5467	6945	7403	7184					
少数股东权益	793	788	782	775					
股东权益	6660	7420	8298	9286					
负债和股东权益总计	12921	15153	16483	17244					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	891	927	1071	1205
资产减值准备	(15)	2	1	2
折旧摊销	296	275	313	350
公允价值变动损失	(6)	15	15	15
财务费用	(9)	12	21	1
营运资本变动	(230)	(1127)	(234)	(174)
其它	9	(8)	(8)	(9)
经营活动现金流	945	84	1160	1389
资本开支	(390)	(587)	(512)	(511)
其它投资现金流	(145)	0	0	0
投资活动现金流	(622)	(641)	(541)	(542)
权益性融资	62	0	0	0
负债净变化	77	0	0	0
支付股利、利息	(284)	(167)	(193)	(217)
其它融资现金流	(156)	855	(362)	(513)
融资活动现金流	(509)	688	(555)	(730)
现金净变动	(187)	131	64	117
货币资金的期初余额	1590	1403	1534	1598
货币资金的期末余额	1403	1534	1598	1715
企业自由现金流	164	(1136)	(27)	145
权益自由现金流	85	(292)	(409)	(369)

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.49	0.51	0.59	0.67
每股红利	0.16	0.09	0.11	0.12
每股净资产	3.68	4.10	4.58	5.13
ROIC	10%	5%	6%	7%
ROE	13%	12%	13%	13%
毛利率	14%	12%	12%	13%
EBIT Margin	5%	3%	3%	4%
EBITDA Margin	8%	5%	6%	6%
收入增长	28%	9%	16%	11%
净利润增长率	1%	4%	16%	12%
资产负债率	48%	51%	50%	46%
息率	3.2%	1.9%	2.2%	2.4%
P/E	9.9	9.6	8.3	7.4
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	17.4	26.3	21.7	18.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032