

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022年05月20日

市场数据

目前股价	26.91
总市值（亿元）	56.46
流通市值（亿元）	14.12
总股本（万股）	20,981
流通股本（万股）	5,246
12个月最高/最低	26.91/13.47

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

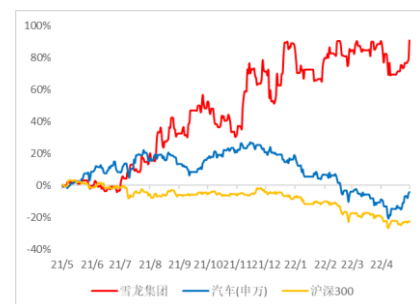
☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欢 S1070120050021

☎ 021-31829851

✉ liuhuan@cgws.com

股价表现


数据来源：IFIND

相关报告

<<业绩符合预期，受益国五升国六，升级产品快速放量>> 2021-04-30

<<20Q4 利润同比环比均大幅超预期增长，得益于国五升国六和商用车高景气度>>

2021-01-21

<<受益商用车国五升国六，冷却风扇产品升级、量价齐升>> 2020-12-31

离合器风扇渗透率提升，公司中长期业绩弹性十足

——雪龙集团（603949）公司专题报告

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	488	473	450	524	630
(+/-%)	33.5%	-3.0%	-4.8%	16.3%	20.3%
归母净利润（百万元）	146	128	116	155	184
(+/-%)	46.3%	-12.2%	-9.5%	33.9%	18.2%
摊薄 EPS（元/股）	0.76	0.61	0.55	0.74	0.88
PE	35.4	44.1	48.6	36.3	30.7

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 公司是国内商用车冷却风扇总成的龙头企业，受益于国五升国六的节能减排需求，离合器风扇总成占比不断提升。公司专注于从事内燃机冷却风扇总成、离合器风扇总成及汽车轻量化塑料件的研发、生产和销售。公司主要产品冷却风扇销售占比长期保持在 70% 以上，离合器风扇的收入占比呈逐年递增的趋势，从 2017 年的 38.68% 提升至 2021 年的 53.99%。**具体来看离合器风扇总成的销量及构成情况：**2017-2021 年，公司离合器风扇总成销量从 42.5 万套增长至 76.5 万套，年化复合增长率为 12.47%，其中价值量最高的电控硅油离合器风扇增速表现更为亮眼，从 2017 年的 2 万套增长至 2021 年的 14.1 万套，年化复合增长率达 47.50%。
- 公司盈利能力长期高于行业平均水平。公司自主开发改性塑料配方，通过自制改性塑料来取代以往进口材料成品的方式，大幅降低原材料采购成本，这是公司毛利率较高的最核心原因。另外公司在生产方面深耕产业链纵向一体，打通材料改性、模具制造、冲压、锻打、注塑、吹塑及机加工等全生产流程，大幅降低外采成本。21 年之前公司毛利率长期维持在 50% 以上，净利率维持在 25% 以上，即使在商用车行业承压的 2021 年，公司盈利能力有所下降，公司盈利能力仍显著高于 SW 汽车零部件的平均水平。
- 高价值量的离合器风扇渗透率提升，有望推动公司中长期业绩提升。随着排放标准逐渐趋严，发动机燃烧、尾气净化等减排重要手段的提升空间越来越小，这将使得相关厂商研究其他相对次要的节能减排技术，例如冷却风扇升级为离合器风扇可以降低能耗，变相实现减排的要求。预计在中重卡上，电控硅油离合器风扇逐步替代硅油离合器风扇，在轻卡上，硅油离合器风扇将逐步替代直连风扇。离合器风扇的价格显著高于直连风扇，高价值的离合器风扇渗透率提升，有望推动公司中长期业绩提升。

- **投资建议和盈利预测：**公司是我国柴油发动机冷却风扇自主龙头，国五升国六推动公司离合器风扇快速增长，且单车配套价值量显著提升，为公司中长期发展提供业绩弹性。

预计公司 2022-2024 年营收分别为 4.50、5.24、6.30 亿元，增速分别为 -4.8%、16.3%、20.3%，归母净利润分别为 1.16、1.55、1.84 亿元，增速分别为 -9.5%、33.9%、18.2%，对应当前市值，PE 分别为 48.6、36.3、30.7，维持“买入”评级。

- **风险提示：**离合器风扇总成渗透率提升不及预期、商用车销量不及预期、公司新建产能投放不及预期、客户开拓不及预期、原材料价格上涨影响公司盈利能力

目录

1. 国五升国六推动风扇升级换代，高价值量离合器风扇总成销售占比不断提升	5
2. 掌握核心技术，打造产业链纵向一体，公司盈利能力高于行业平均水平	6
2.1 自主开发塑料改性配方，降低原材料采购成本	6
2.2 产业链一体降低生产成本	6
2.3 公司盈利能力高于行业平均水平	7
3. 高价值量的离合器风扇渗透率提升，有望推动公司中长期业绩提升	8
3.1 国五升国六推动离合器风扇渗透率的提升	8
3.2 商用车销量下滑及成本大幅上涨导致公司短期业绩下滑	9
3.3 中长期看，离合器风扇渗透率提升带动公司单车配套价值量显著提升，有望贡献较大业绩弹性	11
4. 投资建议	12
5. 风险提示	12
附：盈利预测表	13

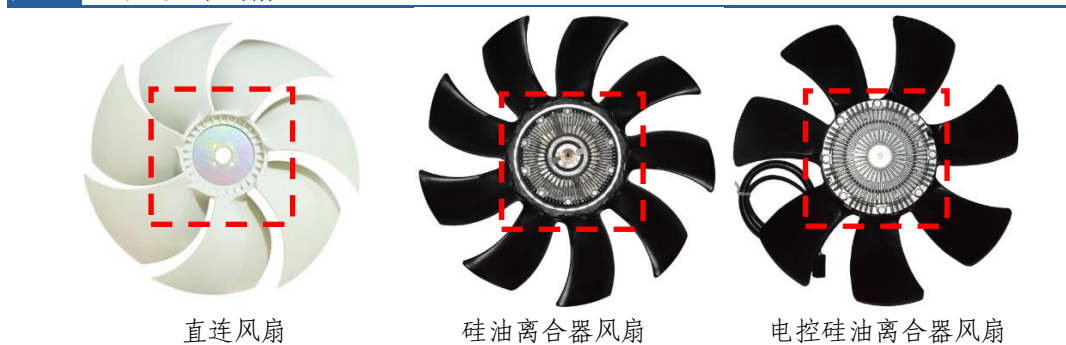
图表目录

图 1: 公司主要的风扇产品	5
图 2: 公司收入构成	5
图 3: 公司毛利润构成	5
图 4: 离合器风扇总成销量及同比增速	6
图 5: 电控硅油离合器风扇总成销量及增速	6
图 6: 公司毛利率 VS 申万汽车零部件毛利率	7
图 7: 公司净利率 VS 申万汽车零部件净利率	7
图 8: 公司三类产品毛利率	7
图 9: 商用车销量及增速	9
图 10: 重卡销量及增速	9
图 11: 2010 年至今钢材价格指数	10
图 12: 2012 年至今 PA 基料价格指数	10
图 13: 公司收入及增长情况	11
图 14: 公司归母净利润及增长情况	11
表 1: 公司改性材料外购和自制对公司风扇产品毛利率的影响	6
表 2: 国五柴油标准与国六标准的对比	8
表 3: 国六标准实施时间表	8
表 4: 三种风扇总成优劣势对比	9
表 5: 公司主要产品单价 (元/套)	11
表 6: 公司 IPO 募投产能	12

1. 国五升国六推动风扇升级换代，高价值量离合器风扇总成销售占比不断提升

公司是国内商用车冷却风扇总成的龙头企业。公司专注于从事内燃机冷却风扇总成、离合器风扇总成及汽车轻量化塑料件的研发、生产和销售，历经 20 余年的发展，目前产品覆盖三大系列 5000 多个品种，广泛应用于商用车、工程机械、农业机械等领域。2021 年公司获评国家制造业单项冠军示范企业、国家专精特新“小巨人”企业。

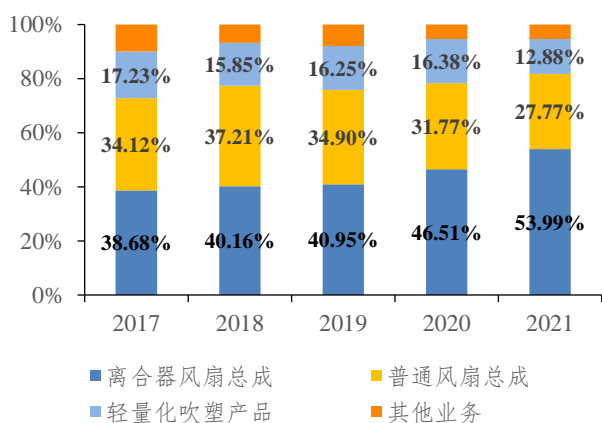
图 1: 公司主要的风扇产品



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

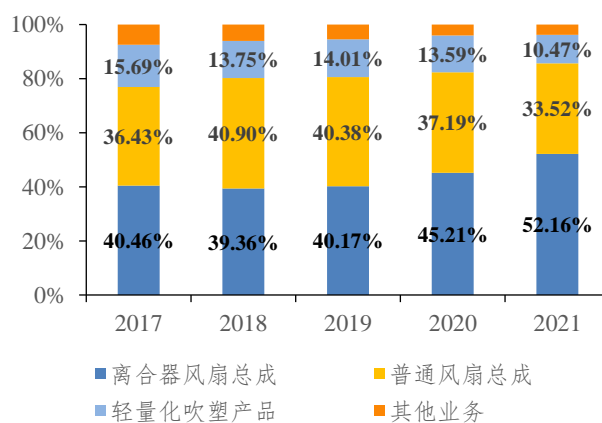
受益于国五升国六的节能减排需求，离合器风扇总成占比不断提升。2017 年以来公司发动机冷却风扇产品占公司营收比重基本在 70% 以上，离合器风扇的收入占比呈逐年递增的趋势，从 2017 年的 38.68% 提升至 2021 年的 53.99%。特别是在 2020、2021 年，离合器风扇的收入占比提升较为明显，在这两年份离合器风扇总成的收入占比同比分别提升 6.56pct、7.48pct。从毛利润构成来看，离合器风扇总成的毛利润占比也表现出了与收入占比类似的趋势，从 2017 年的 40.46% 提升至 2021 年的 52.16%。

图 2: 公司收入构成



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

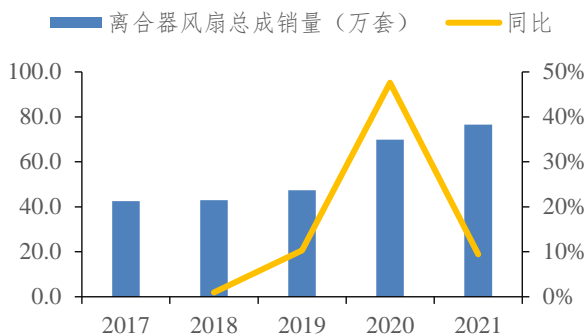
图 3: 公司毛利润构成



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

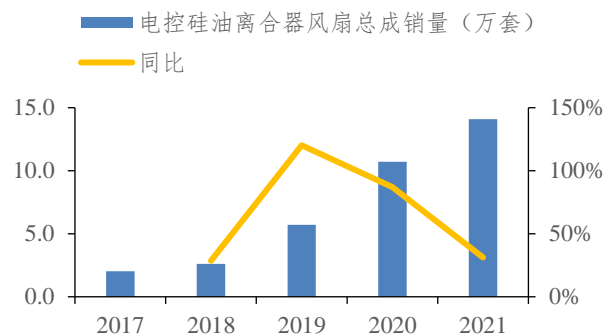
具体来看离合器风扇总成的销量及构成情况: 2017-2021 年, 公司离合器风扇总成销量从 42.5 万套增长至 76.5 万套, 年化复合增长率为 12.47%, 其中价值量最高的电控硅油离合器风扇增速表现更为亮眼, 从 2017 年的 2 万套增长至 2021 年的 14.1 万套, 年化复合增长率达 47.50%。高价值量的离合器风扇销量的提升有利于公司的营收表现。

图 4: 离合器风扇总成销量及同比增速



资料来源: 招股说明书、年报、长城证券研究院

图 5: 电控硅油离合器风扇总成销量及增速



资料来源: 招股说明书、年报、长城证券研究院

2. 掌握核心技术，打造产业链纵向一体，公司盈利能力高于行业平均水平

2.1 自主开发塑料改性配方，降低原材料采购成本

公司自主开发改性塑料配方，通过自制改性塑料来取代以往进口材料成品的方式，大幅降低原材料采购成本，这是公司毛利率较高的最核心原因。

汽车冷却风扇采用注塑成型，一般采用 PA、PP 基料等，在产品的成本中占据较大比例。公司早期风扇塑料主要采购杜邦、巴斯夫等国际化工巨头的进口塑料材料成品，2009 年公司自主研发出材料改性技术，只需要通过外采塑料基料进行改性即可，从而大幅降低了公司的采购成本，显著提升了公司毛利率。

根据公司招股说明书的测算，如果公司采购巴斯夫 A3EG6 型号材料用于生产，则公司 PA 风扇总成毛利率将下降 25.6 个百分点。

表 1: 公司改性材料外购和自制对公司风扇产品毛利率的影响

项目		2018 年
公司自制改性材料	PA 基料采购单价 (不含税)	16.06 元/KG
	改性 PA 内部结转单位成本	13.69 元/KG
巴斯夫 A3EG6	改性 PA 采购单价 (不含税)	29.71 元/KG
公司自制 1KG PA 改性塑料贡献的毛利		29.71-13.69=16.02 元/KG
公司 PA 类风扇平均单位耗用改性 PA 塑料量		1.92KG/套
公司生产一套 PA 类风扇改性环节的毛利贡献		16.02*1.92=30.8 元/套
2018 年 PA 类风扇均价 (不含税)		120.31 元/套
公司对 PA 基料进行改性对风扇总体毛利率的贡献		30.8/120.31=25.6%

资料来源: 招股说明书、长城证券研究院

2.2 产业链一体降低生产成本

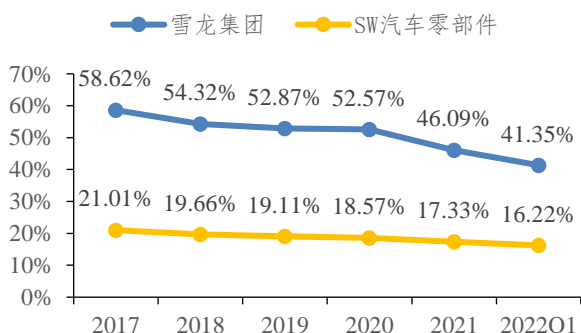
公司在生产方面深耕产业链纵向一体，打通材料改性、模具制造、冲压、锻打、注塑、吹塑及机加工等全生产流程，大幅降低外采成本。另外，公司的全流程生产从源头上提高了产品质量和产品性能，充分发挥各工艺流程的协同效应，提升公司盈利能力。

- ① 在模具开发方面，公司可独立完成大多数产品的模具开发、设计与制造各个环节，且自主研发的模具具有寿命长、成本低、精密度高、稳定性强、制品成型速度快、制品不良率低等特点。公司自主独立进行模具的开发和制造，累计开发模具 2200 多套，显著降低公司外购模具的成本，提升公司利润空间。
- ② 在其他机加工方面，以公司离合器风扇总成为例，离合器主要部件壳体、前盖、主动板由公司外购毛坯件自行精加工所成，主动轴通过外购圆钢自行锻打而成。公司全流程生产从源头上提高了产品质量也大幅降低了外采成本。

2.3 公司盈利能力高于行业平均水平

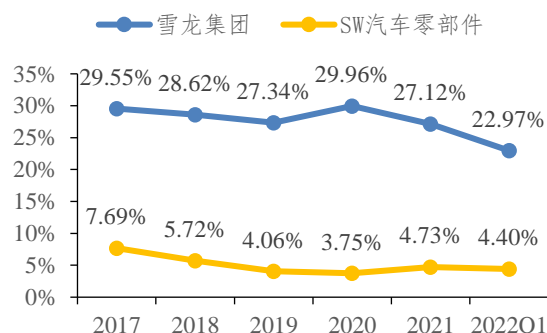
在上述两大因素的共同作用下，2013 年至今公司盈利能力始终保持在较高水平，即使在 2021 年以来面对行业下滑，原材料上涨等不利因素下，公司盈利能力有所下滑，但 2021 年公司毛利率仍达到 46.09%，净利率为 27.12%，仍显著高于 SW 汽车零部件的平均水平。

图 6: 公司毛利率 VS 申万汽车零部件毛利率



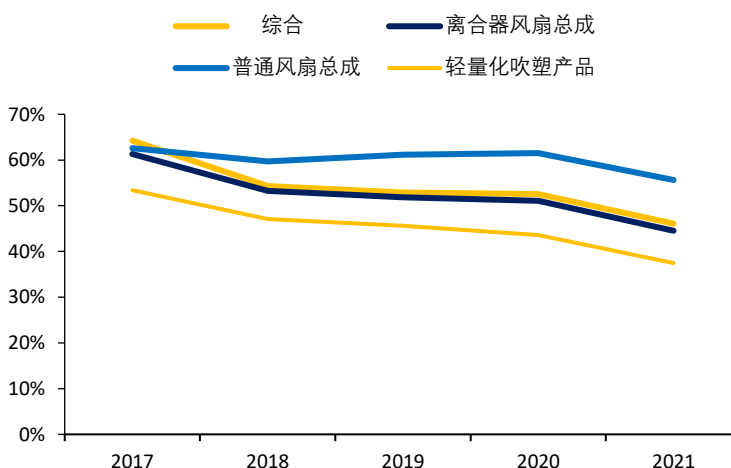
资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 7: 公司净利率 VS 申万汽车零部件净利率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 8: 公司三类产品毛利率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

3. 高价值量的离合器风扇渗透率提升，有望推动公司中长期业绩提升

3.1 国五升国六推动离合器风扇渗透率的提升

近年来我国政府加大节能减排力度，相继颁布了道路车辆国五升级国六，非道路移动机械国三升级国四的方案。随着排放标准逐渐趋严，发动机燃烧、尾气净化等减排重要手段的提升空间越来越小，这将使得相关厂商研究其他相对次要的节能减排技术，例如冷却风扇升级为离合器风扇可以降低能耗，变相实现减排的要求。

表 2: 国五柴油标准与国六标准的对比

阶段	CO 一氧化碳 (mg/km)	THC 碳氢化 合物总量 (mg/km)	NMHC 非甲 烷烃(mg/km)	NOx 氮氧化 合物(mg/km)	N2O 一氧化 二氮(mg/km)	PM 细微颗粒 物(mg/km)	PN 颗粒物(个 /km)
国五	500	—	—	180	—	4.5	6 × 10 ¹¹
国六 a	700	100	68	60	20	4.5	6 × 10 ¹¹
国六 b	500	50	35	35	20	3	6 × 10 ¹¹
国六 a/国五	↑ 40%	新增	新增	↓ 66.67%	新增	无变化	无变化
国六 b/国五	无变化	新增	新增	↓ 80.56%	新增	↓ 33.33%	无变化

资料来源：环境保护部、搜狐网、长城证券研究院

—表示无此项要求

表 3: 国六标准实施时间表

时间	车型	阶段	范围
2019.7.1	轻型车	国六	部分省市提前实施
2019.7.1	燃气重型车	国六 a	全国
2020.7.1	所有轻型车	国六 a	全国
2020.7.1	城市重型车	国六 a	全国
2021.7.1	全部重型车	国六 a	全国
2021.1.1	燃气重型车	国六 b	全国
2023.7.1	全部车辆	国六 b	全国

资料来源：环境保护部、搜狐网、长城证券研究院

我们在第一份深度报告中分析了：直连风扇的冷却效果较差，容易出现冷却不足或过度冷却的问题，存在浪费发动机功率的情况，影响发动机的油耗和排放、以及影响风扇的噪音和寿命等。安装了离合器的冷却风扇可以根据实际冷却需要，启动和调速冷却风扇，降低对发动机功率的消耗，降低油耗和排放，提升风扇寿命等，其中意义最大的一点在于降低发动机的油耗，契合国五升级国六节能减排的要求。

根据招股说明书披露：跟普通风扇总成相比，硅油离合器风扇总成产品可以降低发动机油耗 2-6%，电控硅油离合器风扇总成又比硅油离合器风扇总成可降低发动机油耗 1-2%。预计在中重卡上，电控硅油离合器风扇逐步替代硅油离合器风扇，在轻卡上，硅油离合器风扇将逐步替代直连风扇。

表 4: 三种风扇总成优劣对比

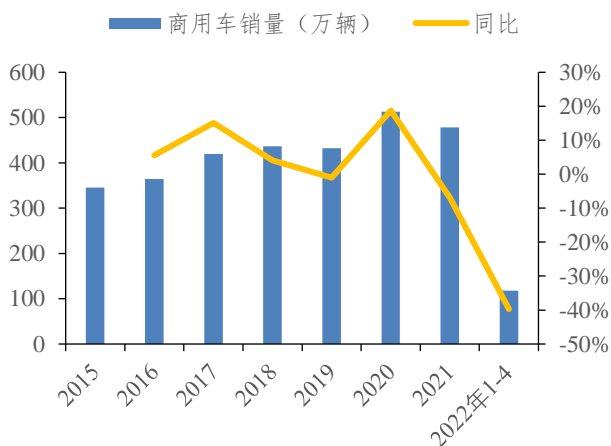
性能项目	直连风扇	硅油离合器风扇	电控硅油离合器风扇
调速	风扇组件和发动机转速以定传动比转动	二级或三级调速	无级调速
油耗	占用一定的发动机功率	相较于直连风扇节油率可达 2-6%	相较于硅油离合器风扇节油率 1-2%
风扇寿命	长时间转动、影响风扇寿命	减少风扇转动时间, 延长风扇寿命	减少风扇转动时间, 延长风扇寿命
控制精度	不精准	控制精度较高	控制精度最高
结构	简单	复杂	最复杂

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究院

3.2 商用车销量下滑及成本大幅上涨导致公司短期业绩下滑

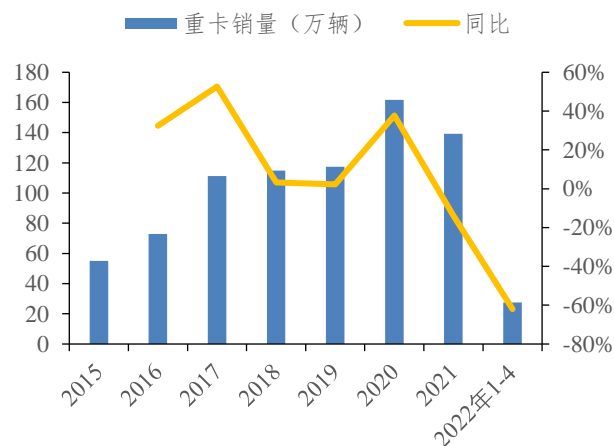
2021 年多重因素影响汽车产销, 商用车在多年景气后出现下滑。2021 年是国六赛道的首战之年, 受疫情持续反复影响经济、国六排放法规切换、国内车用 ECU 芯片严重短缺等多重影响, 商用车出现一定下滑。根据中汽协的数据, 2021 年商用车销量 478 万辆, 同比下降 6.85%; 作为商用车的主要车型的重型货车销量 139 万辆, 同比下降 13.80%。今年前四月份, 在俄乌冲突、疫情反复的严重影响下, 商用车出现明显下滑(去年上半年销售基数过高也是一大因素), 2022 年 1-4 月, 商用车销售 196 万辆, 同比下降 39.71%。

图 9: 商用车销量及增速



资料来源: 中汽协, 长城证券研究院

图 10: 重卡销量及增速



资料来源: 中汽协, 长城证券研究院

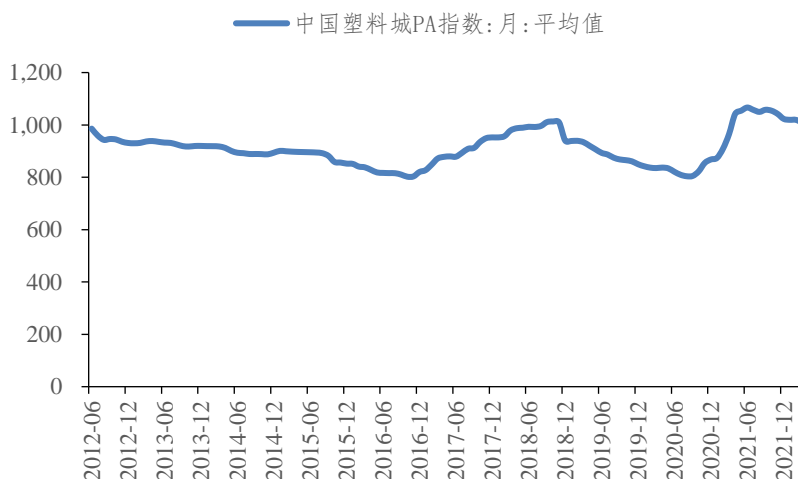
同时疫情持续影响全球供应链, 导致钢, 塑料基料(以 PA 基料为例)等原材料价格出现明显上涨。汽车行业成本传导滞后, 且无法完全向下游消费端传导, 导致短期成本压力主要集中在生产端, 给公司的盈利能力造成较大影响。

图 11: 2010 年至今钢材价格指数



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

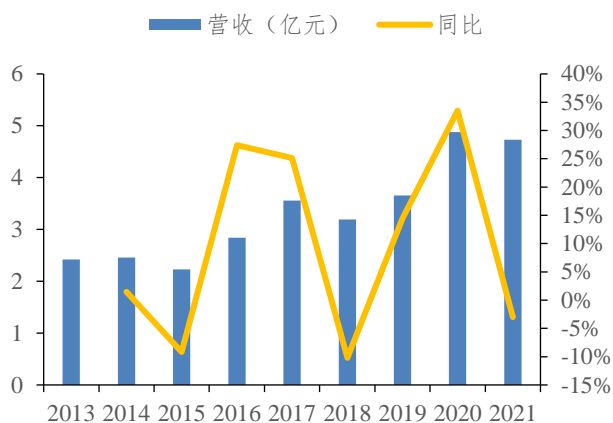
图 12: 2012 年至今 PA 基料价格指数



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

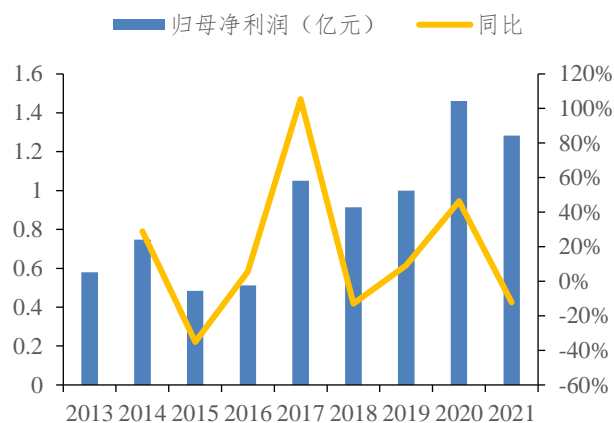
2013 年以来, 公司业绩保持较为平稳的增长。2021 年在行业销量下滑, 原材料价格上涨的背景下, 公司业绩出现下滑。2021 公司营收 4.73 亿元, 同比下降 3.03%, 小于商用车下滑幅度, 离合器风扇渗透率的提升在一定程度上对冲了销量的下滑, 但是在原材料价格上涨, 且短期无法有效向下游传导的情况下, 公司的归母净利润降幅大于营收。

图 13: 公司收入及增长情况



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 14: 公司归母净利润及增长情况



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

3.3 中长期看，离合器风扇渗透率提升带动公司单车配套价值量显著提升，有望贡献较大业绩弹性

从公司披露的产品售价看，电控硅油离合器风扇售价约 1000 元/套，硅油离合器风扇售价在 200-300 元/套，预计电控硅油离合器风扇销售均价相对于硅油离合器风扇提升一倍以上，而直连风扇售价在 50-80 元/套，硅油离合器风扇销售均价较直连风扇提升幅度在 4 倍左右。

此次国五升国六，为了降低油耗从而降低污染物排放，重卡将大比例使用电控风扇，轻卡将大比例使用硅油风扇，那么风扇升级将带来公司单车配套价值量大幅提升。预计离合器风扇渗透率的提升有望提供较大业绩弹性

表 5: 公司主要产品单价 (元/套)

产品名称	2019H1	2018	2017	2016
直连风扇总成	88.07	80.56	87.68	79.43
YOY	9.32%	-8.12%	10.38%	-
硅油离合器风扇总成	234.94	257.03	301.28	315.81
YOY	-8.59%	-14.69%	-4.60%	5.61%
电控硅油离合器风扇总成	1058.95	1049.20	1077.28	1095.55
YOY	0.93%	-2.61%	-1.67%	4.54%

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究院

IPO 募资加码高端电控硅油离合器。2019 年公司具备年产 145 万套普通直连风扇总成、41.58 万套离合器风扇总成、240 万件汽车轻量化吹塑系列产品的产能。2020 年公司 IPO 后募集资金主要用于新增 15 万套电控硅油离合器风扇总成以及 250 万套轻量化吹塑产品两个产能的扩建。

电控硅油离合器风扇集成系统 15 万套项目建设期 2 年，第 2 年可达产 50%，满产时收入 1.58 亿，净利润 5503 万。

表 6: 公司 IPO 募投产能

项目	产能	投资金额	项目建设期	项目投产规划	项目效益
电控硅油离合器风扇集成系统	15 万套	2.87 亿元	2 年	第 2 年开始生产产品, 当年达产率 50%, 第三年 80%, 第四年满产	满产时收入 1.58 亿, 净利润 5503 万
汽车轻量化吹塑系列产品	250 万套	4500 万元	2 年	建设当年开始生产产品, 当年达产 20%, 第二年 80%, 第三年满产	满产时收入 5000 万, 净利润 814 万

资料来源: 招股说明书、长城证券研究院

4. 投资建议

公司是国内商用车冷却风扇总成的龙头企业, 受益于国五升国六的节能减排需求, 离合器风扇总成占比不断提升。公司专注于从事内燃机冷却风扇总成、离合器风扇总成及汽车轻量化塑料件的研发、生产和销售。公司主要产品冷却风扇销售占比长期保持在 70% 以上, 离合器风扇的收入占比呈逐年递增的趋势, 从 2017 年的 38.68% 提升至 2021 年的 53.99%。具体来看离合器风扇总成的销量及构成情况: 2017-2021 年, 公司离合器风扇总成销量从 42.5 万套增长至 76.5 万套, 年化复合增长率为 12.47%, 其中价值量最高的电控硅油离合器风扇增速表现更为亮眼, 从 2017 年的 2 万套增长至 2021 年的 14.1 万套, 年化复合增长率达 47.50%。

公司盈利能力长期高于行业平均水平。公司自主开发改性塑料配方, 通过自制改性塑料来取代以往进口材料成品的方式, 大幅降低原材料采购成本, 这是公司毛利率较高的最核心原因。另外公司在生产方面深耕产业链纵向一体, 打通材料改性、模具制造、冲压、锻打、注塑、吹塑及机加工等全生产流程, 大幅降低外采成本。21 年之前公司毛利率长期维持在 50% 以上, 净利率维持在 25% 以上, 即使在商用车行业承压的 2021 年, 公司盈利能力有所下降, 公司盈利能力仍显著高于 SW 汽车零部件的平均水平。

高价值量的离合器风扇渗透率提升, 有望推动公司中长期业绩提升。随着排放标准逐渐趋严, 发动机燃烧、尾气净化等减排重要手段的提升空间越来越小, 这将使得相关厂商研究其他相对次要的节能减排技术, 例如冷却风扇升级为离合器风扇可以降低能耗, 变相实现减排的要求。预计在中重卡上, 电控硅油离合器风扇逐步替代硅油离合器风扇, 在轻卡上, 硅油离合器风扇将逐步替代直连风扇。离合器风扇的价格显著高于直连风扇, 高价值量的离合器风扇渗透率提升, 有望推动公司中长期业绩提升。

投资建议和盈利预测: 公司是我国柴油发动机冷却风扇自主龙头, 国五升国六推动公司离合器风扇快速增长, 且单车配套价值量显著提升, 为公司中长期发展提供业绩弹性。

预计公司 2022-2024 年营收分别为 4.50、5.24、6.30 亿元, 增速分别为 -4.8%、16.3%、20.3%, 归母净利润分别为 1.16、1.55、1.84 亿元, 增速分别为 -9.5%、33.9%、18.2%, 对应当前市值, PE 分别为 48.6、36.3、30.7, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

离合器风扇总成渗透率提升不及预期、商用车销量不及预期、新建产能投放不及预期、客户开拓不及预期、原材料价格上涨影响公司盈利能力

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	487.67	472.91	450.32	523.55	629.62	成长能力					
营业成本	231.31	254.95	247.68	261.77	314.81	营业收入增长	33.5%	-3.0%	-4.8%	16.3%	20.3%
营业费用	30.85	37.12	33.77	39.27	47.22	营业成本增长	34.4%	10.2%	-2.9%	5.7%	20.3%
管理费用	29.01	31.80	31.52	36.65	44.07	营业利润增长	46.9%	-15.0%	-9.9%	33.9%	18.2%
研发费用	19.64	21.96	22.52	26.18	31.48	利润总额增长	46.1%	-13.1%	-9.9%	33.9%	18.2%
财务费用	-1.48	-1.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长	46.3%	-12.2%	-9.5%	33.9%	18.2%
其他收益	4.55	7.29	11.24	12.36	13.60	获利能力					
投资净收益	7.17	10.91	11.88	11.88	11.88	毛利率(%)	52.6%	46.1%	45.0%	50.0%	50.0%
营业利润	174.28	148.07	133.45	178.69	211.22	销售净利率(%)	35.7%	31.3%	29.6%	34.1%	33.5%
营业外收支	-3.78	0.05	0.00	0.00	0.00	ROE(%)	15.2%	12.5%	10.5%	12.7%	13.3%
利润总额	170.50	148.12	133.45	178.69	211.22	ROIC(%)	63.1%	15.4%	13.8%	20.1%	23.8%
所得税	24.38	19.88	17.35	23.23	27.46	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	6.3%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%
净利润	146.11	128.24	116.10	155.46	183.76	管理费用/营业收入	5.9%	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
						研发费用/营业收入	4.0%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
						财务费用/营业收入	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						投资收益/营业利润	4.1%	7.4%	8.9%	6.6%	5.6%
						所得税/利润总额	14.3%	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%
						应收账款周转率	416.1%	447.0%	692.3%	800.0%	782.6%
						存货周转率	722.4%	556.3%	543.1%	1431.4%	1458.7%
						流动资产周转率	88.9%	56.6%	27.4%	20.9%	23.6%
						总资产周转率	61.7%	43.2%	23.6%	19.0%	21.7%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	10.7%	7.8%	58.9%	56.5%	53.7%
						流动比率	975.4%	1623.3%	4398.7%	4197.9%	4081.9%
						速动比率	885.7%	1443.0%	4269.5%	4195.3%	3956.1%
						每股指标 (元)					
						EPS	0.76	0.61	0.55	0.74	0.88
						每股净资产	4.58	4.89	5.28	5.85	6.57
						每股经营现金流	0.21	0.88	0.97	0.80	0.77
						每股经营现金/EPS	0.28	1.45	1.75	1.08	0.88
						估值比率					
						P/E	35.41	44.11	48.63	36.32	30.72
						PEG	16.95	3.46	9.46	17.39	2.41
						P/B	5.87	5.50	5.09	4.60	4.10
						EV/EBITDA	14.96	27.75	33.00	24.75	20.71
						EV/SALES	6.23	9.76	11.79	9.92	8.05
						EV/IC	3.68	5.50	6.88	6.71	6.32
						ROIC/WACC	5.76	2.32	2.08	3.02	3.57
						REP	0.64	2.37	3.31	2.22	1.77

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	823.15	848.83	2437.03	2576.56	2749.08
货币资金	115.77	73.95	1819.10	1940.24	2062.93
应收票据及应收账款合计	165.74	151.30	30.52	128.58	91.51
其他应收款	0.34	0.34	60.00	60.00	60.00
存货	75.73	94.29	71.55	1.60	84.73
非流动资产	253.76	264.63	259.88	245.08	229.09
固定资产	206.36	228.07	230.61	233.97	224.73
资产总计	1076.91	1113.46	2696.91	2821.64	2978.18
流动负债	84.39	52.29	55.40	61.38	67.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	39.49	26.71	19.64	30.78	34.32
非流动负债	31.07	34.42	1532.74	1533.58	1533.16
长期借款	0.00	0.00	1500.00	1500.00	1500.00
负债合计	115.45	86.71	1588.15	1594.96	1600.51
股东权益	961.46	1026.75	1108.76	1226.68	1377.67
股本	209.81	209.81	209.81	209.81	209.81
留存收益	751.65	816.95	898.96	1016.88	1167.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1076.91	1113.46	2696.91	2821.64	2978.18

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	44.76	185.03	203.22	167.55	162.56
其中营运资本减少	-516.37	56.40	71.55	-7.15	-43.00
投资活动现金流	-338.83	-163.62	76.02	-8.87	-7.09
资本支出	-37.44	-10.85	26.02	4.47	9.22
筹资活动现金流	389.25	-63.13	1465.91	-37.54	-32.78
现金净增加额	95.18	-41.72	1745.15	121.15	122.69

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>