

## 公司报告

招商證券(香港)有限公司  
证券研究部焦一丁 赵安博  
+86 755 8290 8475 +86 755 8385 2939  
jiaoyd@cmschina.com.cn zhaoab@cmschina.com.cn

## 最新变动

下调目标价及评级

## ▼ 卖出

前次评级	中性
股价	37.9港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	21.1港元 (-44.3%)
前次目标价	22.8港元

## 股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3898 HK	38.2	47.9	28.2
恒生指数	2.9	5.9	(2.8)

## 行业: 机械设备

恒生指数	27,692
国企指数	10,900

## 重要数据

52周股价区间(港元)	19.18-37.7
港股市值(百万港元)	43,551
日均成交量(百万股)	4.29
每股净资产(港元)	19.48
主要股东	
中国中车	53.19%
总股数(百万股)	1,175
自由流通量	46.81%

资料来源: 彭博

## 相关报告

1. 中车时代电气 (3898 HK) - 上半年受疫情影响明显, 全年收入目标不变 (2020/8/27)
2. 中车时代电气 (3898 HK) - 复兴号 250 公里动车招标落地, 年内车辆招标预计难有惊喜 (2020/6/29)
3. 中车时代电气 (3898 HK) - 一季度收入同比下降 25%, 预计二季度出现温和反弹 (2020/4/27)
4. 中车时代电气 (3898 HK) - 业绩符合预期, 但公司预计 2020 年铁路业务收入下滑 (2020/3/29)

## 中车时代电气 (3898 HK)

## 近期市场情绪带动股价提升, 但基本面没有改变

■公司整体科创板上市于 2020 年 12 月 30 日获受理, 预计融资 77.7 亿元人民币, 发行股本占摊薄后总股本的 17%

■IGBT 项目按计划于 2020 年底实现试生产, 虽然目前电动车产业链景气度高, 但公司 IGBT 项目的长期盈利表现将存较大不确定性

■上市和电动车板块景气度上升并未改变公司长期盈利能力, 市场情绪过于乐观, 我们下调公司评级至卖出

## 上市计划符合预期, 但长期摊薄不容忽视

公司的科创板上市计划于 2020 年 12 月 30 日获受理, 根据中国通号 (3969 HK) 的经验, 大概率可以在二季度完成。公司拟融资 77.7 亿元人民币, 并带来 17% 的盈利摊薄。拟募集资金用途中轨交相关、流动资金补充和其他新产业相关的额度分别为 39.7 亿/20 亿/18 亿元人民币, 其他新产业相关中新能源汽车电驱系统研发投入占 5 亿元人民币。我们认为, 融资有助于公司在轨交领域保持其技术领先的地位。但我们同时认为, 由于公司轨交收入占比长期超过总收入的 85%, 而轨交市场格局非常稳定, 短期内很难看到增加研发投入所带来的收入和利润提升。公司股价在 2020 年下半年涨幅过大, 与业务极为接近的中国中车 (1766 HK) 明显背离, 但与中国通号上市前半年的走势极为相似 (中国通号上市后 6 个月股价下跌了 43%)。我们认为公司上市利好出尽后市场会开始关注公司长期盈利和摊薄的情况。

## IGBT 新产线如期试生产, 但盈利前路漫漫

公司的新车规 IGBT 产线设计产能 240 万套, 公司配套封装线 120 万套, 2020 年末开始试生产, IGBT 产线的达产需要 3-5 年。我们认为虽然电动车销售增速明显提升, 但公司 IGBT 业务盈利仍面对很多困难: 1) 公司工业级 IGBT 产线目前产能利用率 80%, 在工业级 IGBT 市场竞争更小且公司产品 50% 自供的情况下, 该产线并不盈利; 2) 虽然公司在硅基 (Si) 功率半导体领域技术领先, 但 Si 产品差异有限, 公司或难以依靠技术优势获得市场或提升毛利率; 新一代碳化硅 (SiC) 功率半导体已配置高端车型, 其在性能上碾压 Si 产品, 而公司在 SiC 产线上目前没有规划; 3) 长期供应充足, 虽然未来两年中国电动车销售增长都在 50 万台以上, 但我们了解到仅核心厂商的产能增速远大于电动车销售增长。

## 计入上市影响, 但盈利能力没有明显改变, 下调评级至卖出

我们认为科创板上市和电动车板块升温明显提振了公司股价, 但公司基本面没有超预期的改变, 上市还将带来直接摊薄。我们下调公司 2021/22 年预测每股盈利 13.2%/9.6%, 主要反映融资后带来的摊薄和利息收入增加。我们认为公司长期盈利能力没有改变, 维持 9.0 倍 2021 年预测市盈率, 结合汇率影响, 下调目标价 7.4% 至 21.1 港元, 下调公司评级至卖出。

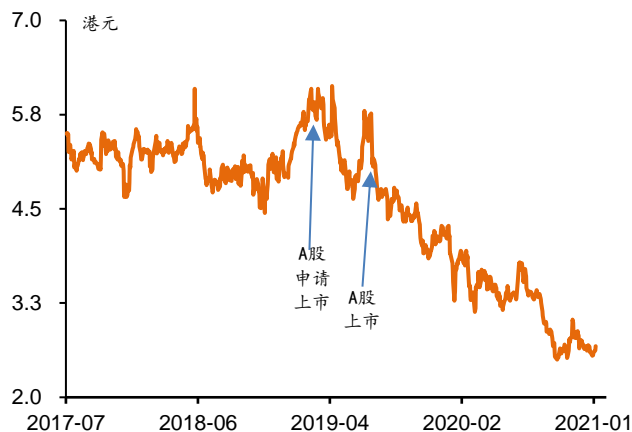
## 盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	15,658	16,304	16,127	17,111	18,313
同比增长	3.4%	4.1%	(1.1%)	6.1%	7.0%
净利润	2,612	2,659	2,417	2,756	2,911
同比增长	3.5%	1.8%	(9.1%)	14.0%	5.6%
每股盈利 (元)	2.22	2.26	2.06	1.95	2.06
每股股息 (元)	0.45	0.45	0.41	0.47	0.49
市盈率 (x)	14.2	14.0	15.4	16.2	15.4
市净率 (x)	1.8	1.7	1.5	1.1	1.0
ROE	13%	12%	10%	8%	8%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测, 采用 2021 年 1 月 6 日收盘价

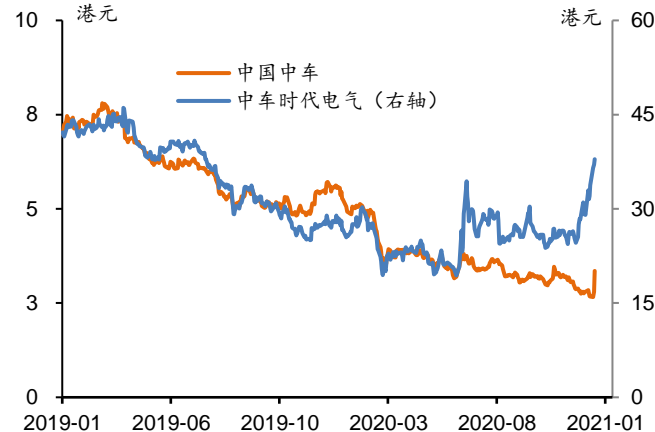
## 重点图表

图1: 中国通号H股在科创板上市前后表现



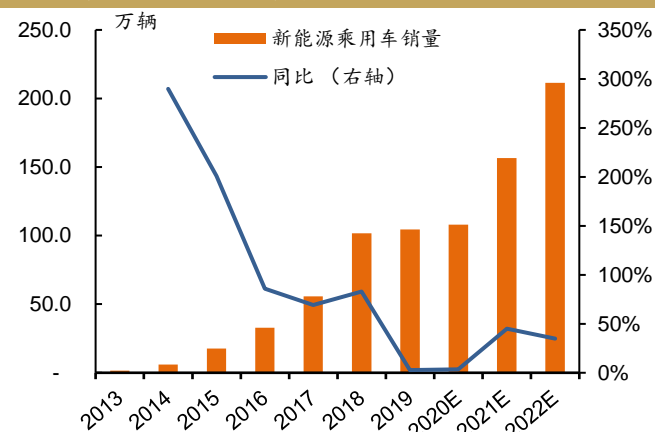
资料来源: 公司资料, Wind, 招商证券(香港)

图2: 中国中车与时代电气股价表现对比



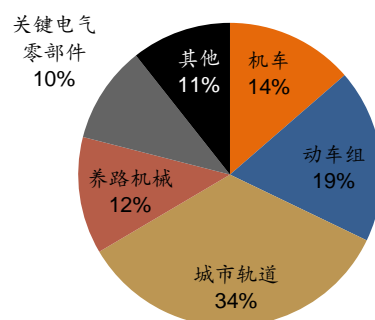
资料来源: Wind, 招商证券(香港)

图3: 中国新能源乘用车年度销量及预测



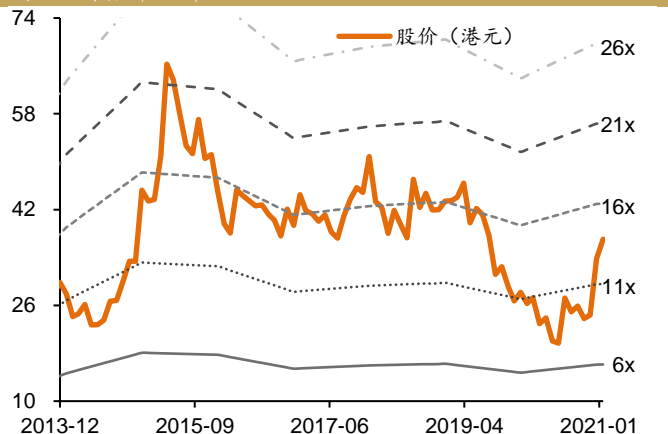
资料来源: 乘联会, 招商证券(香港)预测

图4: 2020年公司收入结构预测



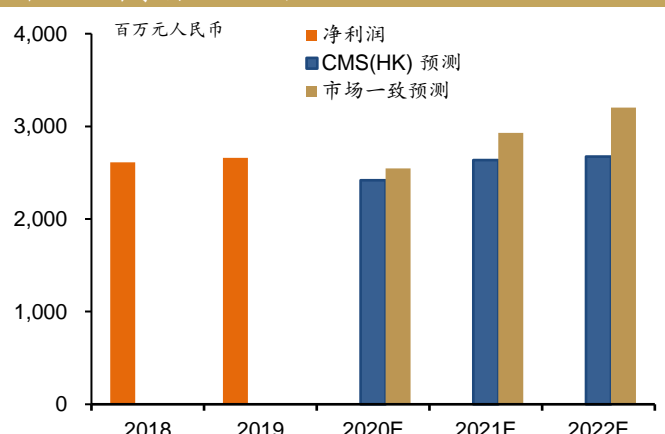
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图6: 公司净利润及预测



资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)预测

## 车规IGBT，进度符合预期，但对盈利保持审慎

近期电动车板块受到较大关注，我们认为时代电气股价提升的一个因素。公司车规 IGBT 新线在 2020 年如期试生产。我们认为车规 IGBT 虽然长期需求很大，但行业内部预计分化明显，盈利能力并无保障，时代电气面临 3 大挑战：

**第一：**公司工业级 IGBT 产线目前产能利用率 80%，在工业级 IGBT 市场竞争更小且公司 50%产品自供的情况下，该产线并不盈利。公司的新产线总投资 30 亿元人民币，预计 2021 年投完绝大部分。对应产能为 240 万套 IGBT 模组和 120 万套封装线。由于 IGBT 的产线达产需要 3-5 年，前期的产量会相对较少，对应巨大的固定资产折旧，新产线可能在前期数年拖累公司盈利。公司目前的订单主要为意向性订单，实际销售需要与合作车企的实际销售挂钩，公司目前披露的合作车企包括一汽、广汽和东风。我们认为公司大概率走性价比路线，这可能进一步拖累公司车规 IGBT 的毛利率表现。

目前公司对 2021 年车规 IGBT 的收入和毛利率情况没有指引。我们预计其 2021 年车规 IGBT 收入在 1 亿元人民币以下，收入占比或不足 0.5%。

**第二：**虽然公司在硅基（Si）功率半导体（IGBT）领域技术领先，硅基 IGBT 技术实际上已经非常成熟，第六代技术的出现时间是 2003 年，代际间的性能差距又相对较小。我们认为时代电气的尴尬之处在于规模和研发力量比不过欧美行业龙头，而规模和产业链融合又很难和比亚迪（1211 HK）竞争，所以很难将目前的技术优势转化为市场占有率和毛利空间。

同时，新一代碳化硅（SiC）功率半导体其实在 2000 年也已经出现，目前已在配置高端车型（特斯拉（TSLA US）Model 3 高端版和比亚迪汉）。根据行业数据，一般电动车驱动逆变器使用的 IGBT 成本在 4,000 至 10,000 元人民币左右，而 SiC 的功率半导体成本在其 2-8 倍左右；但同时其可以降低能量损耗，对应提升电动车续航 10%左右。根据公开信息，特斯拉 Model 3 高端版使用的是 SiC 功率半导体，而普通版使用的是硅基 IGBT，其对应的价格和电池效率均与行业数据方向一致。

我们认为随着 SiC 应用的普及，其成本有望快速下降，最快可能在 2-3 年后对硅基 IGBT 的需求造成明显冲击。目前时代电气拥有 SiC 技术，但没有批量生产，也没有产能增加的计划。而根据公开信息，比亚迪已经有 SiC 产能投资计划。由于比亚迪可以通过整车抢占市场和盈利，即使其 SiC 产能亏钱，目前也有充足启动 SiC 项目的意愿，而时代电气在硅基 IGBT 上的技术优势可能在 SiC 时代消失。

图7：各代IGBT主要参数对比

带别	技术特点	芯片面积	饱和压降	$T_R/\mu s$	功率损耗	出现时间
第一代	平面穿透性 (P.PT)	100	3	0.5	100	1988
第二代	改进的平面穿透性 (P.PPT)	56	2.8	0.3	74	1990
第三代	沟槽性 (Trench)	40	2	0.25	51	1992
第四代	透明集电区非穿透性 (NPT)	31	1.5	0.25	39	1997
第五代	电厂截止性 (FS)	27	1.3	0.19	33	2001
第六代	沟槽型电厂截止性 (FS-Trench)	24	1	0.15	29	2003

资料来源：公开资料，招商证券（香港）整理

图8：Model 3配置及售价对比

	整车质量	电池容量	续航里程	续航/电池容量	售价
Performance 高性能版	1,836 千克	75 kwh	605 公里	8.1	33.9 万元人民币
标准续航升级版	1,745 千克	60 kwh	468 公里	7.8	24.9 万元人民币

资料来源：特斯拉官网，招商证券（香港）

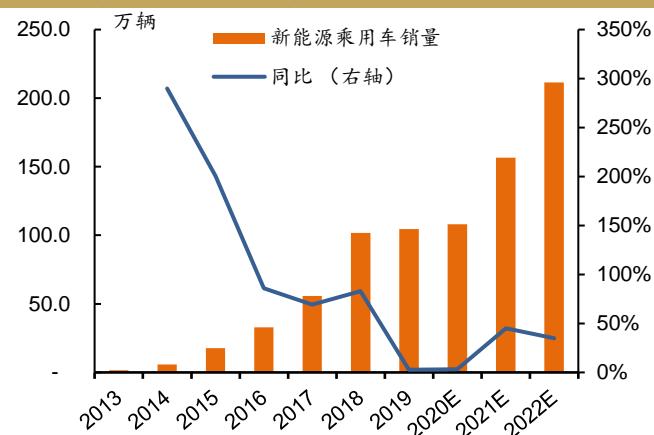
图9: Si和SiC功率半导体优缺点比较

Si 功率半导体	SiC 功率半导体
<b>优点</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>工艺成熟 = 造价便宜</li> <li>久经考验 = 稳定性高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SiC 更高的禁带宽度 (3 倍于 Si) + 更高的电子饱和速度 (2 倍于 Si) = 模组更小 + 更低的导通损耗 + 更低的开关损耗 + 更快的开关速度</li> <li>SiC 更高的导热效率 (3 倍于 Si) + 更高的耐热性 = 更小 + 更小的降温需求</li> <li>根据目前技术, 整体节能 10%左右</li> </ul>
<b>缺点</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>性能提升空间有限</li> <li>性能上限明显低于 SiC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>产业链尚未成熟 = 价格约为 IGBT 的 2-8 倍</li> <li>电磁干扰 (EMI) 强</li> <li>需要防浪涌电路</li> </ul>

资料来源: 公开资料、招商证券(香港)整理

**第三:** 从供需的角度讲, 虽然未来两年中国电动车销售增长都在 50 万台以上, 我们了解到仅有核心厂商的产能增速远大于电动车销售增长。比亚迪的新产能预计配置 50 万辆电动车, 时代电气的产能预计高于比亚迪。而国内不乏其他正在扩展的 IGBT 生厂商。海外龙头的扩产规模更是巨大, 仅英飞凌每年的固定资产投资计划就达 20 亿欧元。所以我们认为 IGBT 长期的供需是稳定的, 甚至有可能过剩。

图10: 中国新能源乘用车年度销量及预测



资料来源: 乘联会、招商证券(香港)预测

图11: 各代IGBT主要参数对比

中国电动车市场占有率	车厂	Si 功率半导体	SiC 功率半导体	投资计划
英飞凌 (IFX DF) 50% - 60%	特斯拉等造车新势力	6 代	量产	~20 亿欧元
比亚迪 (1211 HK) 15% (其中 70-80%自用)	比亚迪	5 代	小批量量产 (自用)	10 亿元人民币 25W 片 8 寸晶圆
时代电气 (3898 HK) 0%	东风、广汽、一汽	6 代	有能力无产品	30 亿元人民币 25W 片 8 寸晶圆

资料来源: 公开资料、招商证券(香港)整理



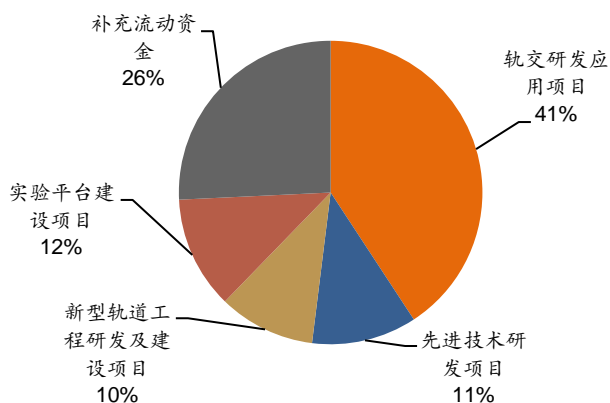
### 上市计划符合预期，但长期摊薄不容忽视

公司上市计划已于 2020 年下半年被市场知晓，此次科创板上市获受理符合预期。根据中国通号的经验，公司大概率可以在二季度中旬完成上市。

公司计划发行股本占摊薄后总股本的 17%，融资 77.69 亿元人民币，对应估值超过目前港股市值 2.7 倍以上。

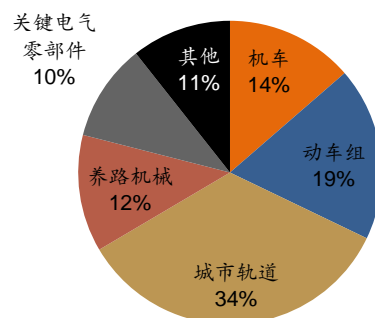
公司融资用途仍是轨道交通相关领域，其中电动车直接相关的投资为 5 亿元人民币。公司 85% 的收入来自于轨道交通板块，且 70% 以上的收入与中国中车直接相关。但由于中国中车在轨交市场占有率接近 100%，且公司在中国中车内部市场占有率稳定；我们认为虽然增加轨道交通相关投资可以使公司在行业中保持技术领先，但短期内难以直接转变为收入和盈利增长。

图12：本次募集资金用途



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图13：2021年收入结构预测



资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

图14：募集资金用途（万元人民币）

序号	项目名称	拟使用募集资金金额
1	轨道交通牵引网络技术及系统研发应用项目	209,550
2	轨道交通智慧路局和智慧城轨关键技术与系统研发应用项目	107,083
3	新产业先进技术研发应用项目	86,927
3.1	新能源汽车电驱系统研发应用项目	50,371
3.2	新型传感器研发应用项目	14,796
3.3	工业传动装置研发应用项目	11,760
3.4	深海智能装备研发应用项目	10,000
4	新型轨道工程机械研发及制造平台建设项目	80,000
4.1	新型轨道工程机械制造平台建设项目	50,000
4.2	新型轨道工程机械装备研发应用项目	30,000
5	创新实验平台建设工程项目	93,100
6	补充流动资金	200,000
合计		776,660

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

公司近期股价出现明显提升，且与实际业务重合的中国中车股价走势在 2020 年中后开始背离。我们认为这很大程度上和公司上市计划有关。对比中国通号，其股价也在上市前半年明显提升，但在上市获受理后达到高点，并在之后出现明显回落。我们认为时代电气和中国通号的相似之处在于：1）两者均没有明显的资金需求（时代电气 2020 年三季度末在手现金超过 30 亿元人民币）；2）增加研发投入后很难看到短期收益；3）科创板上市后将带来明显的收益摊薄。

我们根据公司科创板上市融资和摊薄的情况对公司每股收益进行了调整。我们认为科创板上市预计在 2021 年上半年完成。研发投入提升和固定资产投资将在 2021 年开始较之前预测增加；而收入贡献将在 2022 年有所体现，但由于铁

路板块收入规模相对固定，我们认为 3-5 年内能看到的融资带动收入规模增长的幅度非常有限。同时，公司现金及利息收入将明显增加，2021 年利息收入调整较小主要由于融资资金预计下半年才会到账。综上所述，我们下调公司 2021/22 年盈利预测 13.2%/9.6%。

图 15: 盈利预测调整

百万元人民币	更新假设			原始假设			变化		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,127	17,111	18,313	16,127	17,111	17,789	0.0%	0.0%	2.9%
营业成本	(9,935)	(10,671)	(11,509)	(9,935)	(10,671)	(11,168)	0.0%	0.0%	3.0%
毛利	6,192	6,440	6,805	6,192	6,440	6,621	0.0%	0.0%	2.8%
营业税金附加	(149)	(158)	(169)	(149)	(158)	(164)	0.0%	0.0%	2.9%
销售费用	(1,109)	(1,177)	(1,259)	(1,109)	(1,177)	(1,223)	0.0%	0.0%	2.9%
管理费用 (包括研发费用)	(2,509)	(2,751)	(3,044)	(2,509)	(2,662)	(2,768)	0.0%	3.3%	10.0%
其他收益	256	702	896	256	481	501	0.0%	45.9%	78.9%
利润总额	2,681	3,057	3,229	2,681	2,924	2,966	0.0%	4.5%	8.8%
所得税	(251)	(287)	(303)	(251)	(274)	(278)	0.0%	4.5%	8.8%
归母净利润	2,417	2,756	2,911	2,417	2,637	2,675	0.0%	4.5%	8.8%
摊薄欧 EPS	2.1	1.9	2.1	2.1	2.2	2.3	0.0%	(13.2%)	(9.6%)

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测。\*管理费用中包含研发费用

我们维持公司之前的目标价乘数，随汇率变动及 2021 年摊薄后每股盈利变化，下调公司目标价 7.4%至 21.1 港元，我们认为市场对公司上市和 IGBT 业务预期过高，下调公司评级至卖出。

图 16: 同业比较

公司	代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		P/B (x)		P/E (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 20E-22E (%)		净负债 比率 (%)
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	EPS	EBITDA	2020E
大型基建																			
中国中铁	390 HK	买入	3.7	7.8	110.2	19,318	5.2	5.0	0.3	0.3	2.8	2.7	0.1	0.1	11.4	10.7	5.3	5.0	56.1
中国铁建	1186 HK	买入	4.7	12.1	158.5	15,854	4.3	4.0	0.2	0.2	2.3	2.1	0.1	0.1	8.1	8.0	7.5	8.9	1.4
中国交建	1800 HK	中性	3.7	审视中	n.a.	15,566	7.8	7.4	0.2	0.1	2.5	2.3	1.5	1.3	6.7	7.0	10.1	5.5	87.8
行业平均							5.8	5.4	0.2	0.2	2.5	2.3	0.6	0.5	8.7	8.6	7.6	6.5	48.4
中型基建																			
中建国际	3311 HK	买入	4.7	9.8	107.2	3,080	5.1	4.3	0.4	0.4	4.0	3.2	0.3	0.2	10.9	12.2	18.3	14.4	11.7
行业平均							5.1	4.3	0.4	0.4	4.0	3.2	0.3	0.2	10.9	12.2	18.3	14.4	11.7
铁路设备																			
中国通号	3969 HK	买入	2.8	4.4	55.3	8,749	10.0	9.1	0.6	0.6	6.2	5.7	n.a.	n.a.	10.0	10.3	9.2	9.9	净现金
时代电气	3898 HK	卖出	37.9	21.1	-44.3	5,746	13.4	11.5	1.5	1.1	15.4	16.2	n.a.	n.a.	10.1	8.1	0.0	10.8	净现金
行业平均							11.7	10.3	1.1	0.8	10.8	11.0	n.a.	n.a.	10.0	9.2	4.6	10.4	n.a.
工程机械																			
中联重科	1157 HK	买入	10.0	审视中	n.a.	12,663	12.3	10.7	1.4	1.1	9.2	9.5	0.1	0.1	14.7	13.6	4.3	13.2	19.6
中国龙工	3339 HK	中性	2.6	2.5	-3.8	1,435	4.7	5.4	0.9	0.9	5.7	6.3	0.3	0.3	16.6	13.9	-4.6	-7.2	净现金
行业平均							8.5	8.1	1.2	1.0	7.4	7.9	0.2	0.2	15.6	13.8	-0.1	3.0	19.6

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测, 基于2021年1月6日收盘价

## 财务预测表

## 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>23,583</b>	<b>26,775</b>	<b>25,655</b>	<b>35,848</b>	<b>38,318</b>
货币资金	4,394	4,302	3,343	12,663	14,065
应收账款及票据	9,994	10,140	10,030	10,642	11,390
预付款项及其他应收款	523	432	427	453	485
存货	3,114	3,768	3,727	3,955	4,232
其他流动资产	5,557	8,132	8,128	8,135	8,146
<b>非流动资产</b>	<b>5,452</b>	<b>6,211</b>	<b>7,892</b>	<b>8,030</b>	<b>8,304</b>
固定资产	2,742	2,983	4,528	4,548	4,677
在建工程	275	92	140	141	145
商誉及无形资产	1,151	1,163	1,371	1,411	1,455
长期股权投资	464	527	527	527	527
其他非流动资产	820	1,446	1,325	1,404	1,500
<b>资产总计</b>	<b>29,035</b>	<b>32,986</b>	<b>33,546</b>	<b>43,878</b>	<b>46,622</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,724</b>	<b>9,382</b>	<b>8,064</b>	<b>8,309</b>	<b>8,642</b>
短期借款	168	168	168	168	168
应付账款及票据	5,535	6,674	5,576	5,773	6,038
合同负债	649	896	689	731	783
其他应付款	1,062	1,161	982	1,033	1,094
其他流动负债	309	483	648	604	559
<b>非流动负债</b>	<b>1,187</b>	<b>1,407</b>	<b>1,385</b>	<b>1,417</b>	<b>1,452</b>
长期借款	232	231	254	280	309
长期应付款	42	17	43	45	49
预计负债	374	450	450	450	450
其他非流动负债	540	710	638	641	645
<b>负债合计</b>	<b>8,911</b>	<b>10,789</b>	<b>9,449</b>	<b>9,726</b>	<b>10,095</b>
股本	1,175	1,175	1,176	8,944	8,944
储备	18,649	20,735	22,623	24,896	27,257
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>19,825</b>	<b>21,910</b>	<b>23,799</b>	<b>33,840</b>	<b>36,201</b>
少数股东权益	299	286	298	312	327
<b>股东权益合计</b>	<b>20,124</b>	<b>22,196</b>	<b>24,097</b>	<b>34,152</b>	<b>36,527</b>
负债及股东权益总计	29,035	32,986	33,546	43,878	46,622

## 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>2,651</b>	<b>2,658</b>	<b>2,429</b>	<b>2,770</b>	<b>2,926</b>
折旧与摊销	419	475	385	526	539
财务费用	8	26	27	29	31
投资收益	(80)	(95)	(161)	(171)	(183)
营运资金变动	901	(1,491)	(1,085)	(609)	(720)
其他	(147)	60	85	63	63
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,759</b>	<b>1,838</b>	<b>1,680</b>	<b>2,607</b>	<b>2,656</b>
资本支出	(671)	(751)	(2,076)	(598)	(731)
其他	(1,679)	(725)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,350)</b>	<b>(1,475)</b>	<b>(2,076)</b>	<b>(598)</b>	<b>(731)</b>
借款增加	224	234	0	0	0
分配股利	(553)	(570)	(529)	(483)	(551)
其他	(122)	(245)	24	7,794	29
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(452)</b>	<b>(507)</b>	<b>(505)</b>	<b>7,311</b>	<b>(522)</b>
汇率变动对现金的影响	2	8	0	0	0
<b>现金流净增加额</b>	<b>959</b>	<b>(137)</b>	<b>(901)</b>	<b>9,320</b>	<b>1,403</b>
期末现金及现金等价物余额	4,381	4,244	3,343	12,663	14,065

## 利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>15,658</b>	<b>16,304</b>	<b>16,127</b>	<b>17,111</b>	<b>18,313</b>
营业成本	(9,790)	(9,966)	(9,935)	(10,671)	(11,509)
<b>毛利</b>	<b>5,868</b>	<b>6,338</b>	<b>6,192</b>	<b>6,440</b>	<b>6,805</b>
营业税金及附加	(131)	(151)	(149)	(158)	(169)
销售费用	(1,153)	(1,121)	(1,109)	(1,177)	(1,259)
管理费用	(2,224)	(2,456)	(2,509)	(2,751)	(3,044)
财务费用	25	(4)	(7)	210	369
投资净收益	80	95	91	91	91
其他收益	378	450	446	473	506
<b>营业利润</b>	<b>2,943</b>	<b>2,901</b>	<b>2,655</b>	<b>3,029</b>	<b>3,198</b>
营业外收入	26	33	33	35	38
营业外支出	(2)	(2)	(7)	(7)	(7)
<b>税前利润</b>	<b>2,967</b>	<b>2,933</b>	<b>2,681</b>	<b>3,057</b>	<b>3,229</b>
所得税	(317)	(275)	(251)	(287)	(303)
<b>净利润</b>	<b>2,651</b>	<b>2,658</b>	<b>2,429</b>	<b>2,770</b>	<b>2,926</b>
少数股东损益	38	(2)	12	14	15
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,612</b>	<b>2,659</b>	<b>2,417</b>	<b>2,756</b>	<b>2,911</b>
每股收益(元)	2.22	2.26	2.06	1.95	2.06

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	3.4%	4.1%	(1.1%)	6.1%	7.0%
毛利润	4.5%	8.0%	(2.3%)	4.0%	5.7%
净利润	3.5%	1.8%	(9.1%)	14.0%	5.6%
获利能力					
毛利率	37.5%	38.9%	38.4%	37.6%	37.2%
净利率	16.7%	16.3%	15.0%	16.1%	15.9%
ROE	13.2%	12.0%	10.1%	8.1%	8.0%
ROA	9.1%	8.1%	7.2%	6.3%	6.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31%	33%	28%	22%	22%
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.05	2.85	3.18	4.31	4.43
速动比率	2.65	2.45	2.72	3.84	3.94
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.56	0.53	0.48	0.44	0.40
存货周转率	2.96	2.90	2.65	2.78	2.81
应收账款周转率	1.48	1.62	1.60	1.66	1.66
应付账款周转率	1.76	1.62	1.61	1.87	1.93
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	2.2	2.3	2.1	1.9	2.1
每股经营现金	3.2	1.6	1.4	2.2	2.3
每股净资产	17.1	18.9	20.5	29.0	31.0
每股股利	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
估值比率					
P/E	14.2	14.0	15.4	16.2	15.4
P/B	1.8	1.7	1.5	1.1	1.0

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测



## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828