

首次覆盖  
投资评级 优于大市

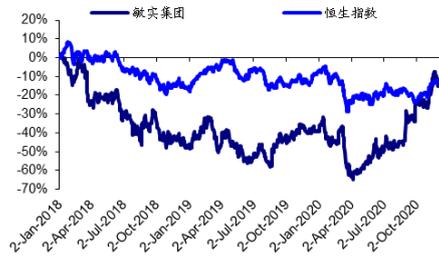
# 乘电动化、轻量化之风，电池盒业务扬帆起航

## 股票数据

12月15日收盘价(港元)	37.50
52周股价波动(港元)	15.38-41.55
总股本(百万股)	1158
总市值(百万港元)	43425

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.5	24.8	59.6
相对涨幅(%)	0.7	20.4	21.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师:周旭辉

Email:zxh12382@htsec.com

证书:S0850518090001

分析师:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

证书:S0850520080002

## 投资要点:

- 敏实集团: 领先汽车零部件供应商。**敏实集团主要从事设计、生产、销售汽车装饰条、汽车装饰件、车身结构件、行李架及电池盒等汽车零部件。20H1公司主营收入、归母净利润分别为48.5、3.7亿元,同比分别减少20.9%、58.6%,主因受新冠疫情影响。公司位列19年全球汽车零部件供应商百强榜第86名,20年11月30日收盘后纳入MSCI成分股。
- 电池盒: 逐渐进入放量阶段。**电池盒是新能源汽车动力电池的承载件,安装于车体下部,主要用于保护动力电池在外界碰撞和挤压时不受损害,对电池模块的安全和防护起到关键作用。公司采用铝挤出工艺生产电池盒,优势有1)与钢电池盒相较,铝电池盒满足轻量化需求,且高温耐腐蚀,导热性、导电性较优;2)与铝压铸工艺相较,铝挤出工艺能够灵活设计电池盒结构,满足各类能量大小的电池包需求,且能够减轻电池盒重量。敏实目前电池盒在售订单量充沛,随着产能逐步释放,单车配套金额将改善,我们预计公司21-22年电池盒收入分别为7.8、19.5亿元,25年为69.9亿元。
- 传统业务: 研发夯实竞争优势, 实现长足发展。**公司传统业务覆盖了金属及饰条、塑件、铝件等产品,通过产品研发和创新等,不断拓宽产品品类。20H1公司研发费用率为5.2%,同比提升0.3pct,公司保持对底盘结构一体化系统的生产技术、材料工艺和表面处理的研究开发,并明确了高分子材料的发展方向。公司基本毗邻客户工厂布局产能,以便提供高效、准时的交货,目前生产基地主要位于中国、美国、墨西哥、泰国和德国,基本辐射了全球主要汽车消费市场。此外公司覆盖大多数主机厂客户,多元化客户结构,能够分散对单一客户的依赖度。20H1公司获得美系高端电动车品牌铝饰条订单,我们预计21H1开始量产,订单完全释放,22年主营收入或增厚约2亿元。
- 雷达罩、发光标牌: 联袂海拉, 增强合力。**在智能化驱动下,毫米波雷达作为实现自动驾驶所需的主要传感器之一,应用将更加广泛。雷达罩是发射和接收毫米波的介质,其材料需要考虑对毫米波的吸收和反射特性。汽车公司大多选择将前置毫米波雷达置于中间车标内,实现外形美观,而传统车标的金属镀铬层对毫米波会产生屏蔽阻隔效应,集成雷达的车标(发光标牌)需求应运而生。20年6月敏实集团与全球毫米波雷达前五大供应商——德国海纳签署合同成立合资公司,双方各持股50%,将在技术、订单、成本等方面实现互补。
- 盈利预测与估值。**我们预测公司20-21年归母净利润为13.3/18.7亿元,同比-21.2%/40.2%,给予公司21年23-26倍PE,对应合理价值区间为37.07-41.90元/股,按照1港元=0.84元人民币折算,对应合理价值区间为43.91-49.64港元/股,给予“优于大市”评级。

- 风险提示。**汽车行业景气度下行,电池盒业务拓展不达预期,行业竞争加剧。

## 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12614	13252	12057	14743	16402
(+/-) YoY (%)	10.1%	5.1%	-9.0%	22.3%	11.3%
净利润(百万元)	1661	1690	1331	1866	2035
(+/-) YoY (%)	-18.0%	1.8%	-21.2%	40.2%	9.0%
全面摊薄EPS(元)	1.44	1.46	1.15	1.61	1.76
毛利率(%)	32.0%	31.2%	28.6%	30.3%	30.2%
净资产收益率(%)	12.6%	11.8%	8.5%	10.7%	10.5%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 敏实集团：领先汽车零部件供应商.....	6
2. 电池盒：剑指全球最大供应商，产能、订单逐步释放.....	8
2.1 汽车电动化是必然趋势.....	8
2.2 乘轻量化之风，铝电池盒市场规模可期.....	11
2.3 铝电池盒业务业绩静待花开.....	14
3. 传统业务：聚焦多元化、研发，经营良性发展.....	16
3.1 汽车行业进入低增速时代.....	16
3.2 多元化发展+研发，业绩稳健运营.....	18
4. 雷达罩、发光标牌：强强联合，或现马太效应.....	20
4.1 汽车智能化，雷达罩、发光标牌需求提高.....	20
4.2 联袂海拉，实现互补.....	21
5. 财务分析：强盈利能力，获现能力稳定.....	21
5.1 盈利能力优异.....	21
2.1 获现能力稳定，支撑研发+产能扩张.....	22
6. 盈利预测与估值.....	22
7. 风险提示.....	23
财务报表分析和预测.....	24

## 图目录

图 1	敏实集团发展历史.....	6
图 2	敏实集团主营收入及同比增速.....	6
图 3	敏实集团归母净利润及同比增速.....	6
图 4	敏实集团毛利率、净利率及期间费用率.....	7
图 5	20H1 敏实集团主营收入（按产品品类）.....	7
图 6	敏实集团主营收入（按区域，百万元）.....	7
图 7	敏实集团股权结构.....	8
图 8	全球新能源汽车年度销量及同比增速.....	9
图 9	20 年 1-9 月全球新能源汽车单月销量及同比增速.....	9
图 10	各区域新能源汽车销量情况.....	9
图 11	各品牌全球新能源汽车销量情况（千辆）.....	10
图 12	各品牌中国新能源汽车销量情况（千辆）.....	11
图 13	各品牌欧洲新能源汽车销量情况（千辆）.....	11
图 14	主流电动车型续航里程（公里）.....	11
图 15	主流电动车型快/慢充时间.....	11
图 16	中国乘用车单车用铝量逐年递增.....	12
图 17	各主要国家单车用铝量（kg/辆）.....	12
图 18	敏实集团铝产品.....	13
图 19	敏实集团铝产品订单情况.....	14
图 20	全球新能源汽车电池盒市场规模及其增速.....	14
图 21	敏实集团电池盒产品线.....	15
图 22	敏实集团塞尔维亚工厂及客户分布.....	16
图 23	大众集团产能布局规划.....	16
图 24	公司电池盒贡献营收测算.....	16
图 25	中国汽车累计销量及增速.....	17
图 26	中国汽车 20 年单月销量及同比增速.....	17
图 27	19 年全球主要国家千人汽车保有量.....	17
图 28	中国乘用车分客户系销售情况.....	18
图 29	中国豪华车销量占比.....	18
图 30	中国汽车各年销量/产量增速.....	18

图 31	中国零部件企业主营业务收入、利润总额及同比增速 .....	18
图 32	敏实集团创新产品.....	19
图 33	敏实集团金属类产品.....	19
图 34	敏实集团饰条类产品.....	19
图 35	敏实集团塑件类传统产品.....	19
图 36	敏实集团中国工厂布局 .....	19
图 37	敏实集团全球产能布局 .....	19
图 38	敏实集团客户情况梳理 .....	20
图 39	敏实集团设计中心.....	20
图 40	敏实集团研发费用占比 .....	20
图 41	各类传感器对比 .....	21
图 42	集成雷达的车标主要工序.....	21
图 43	敏实与同业公司毛利率 .....	22
图 44	敏实与同业公司净利率 .....	22
图 45	敏实经营性净现金流、经营性净现金流/收入.....	22
图 46	敏实资本开支金额、资本开支/（折旧+摊销） .....	22

## 表目录

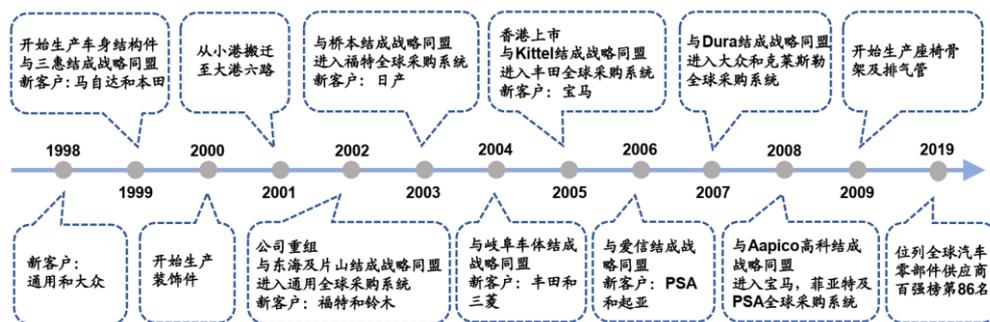
---

表 1	中国新能源汽车政策一览表.....	10
表 2	各种轻量化材料与钢铁性能对比.....	12
表 3	公司收入拆分（百万元）.....	23
表 4	相对估值比较.....	23

## 1. 敏实集团：领先汽车零部件供应商

敏实集团是国内领先的乘用车零部件供应商，主要从事设计、生产、销售汽车装饰条、汽车装饰件、车身结构件、行李架及电池盒等汽车零部件。20H1 公司完成了产品线组织转型，塑件、铝件、金属及饰条、电池盒四大产品线正式开始运作，有助于提升组织运营效率。根据 2019 年 6 月 24 日 Automobile News 统计，敏实集团位列 19 年全球汽车零部件供应商百强榜第 86 名，20 年 11 月 30 日收盘后纳入 MSCI 成分股。

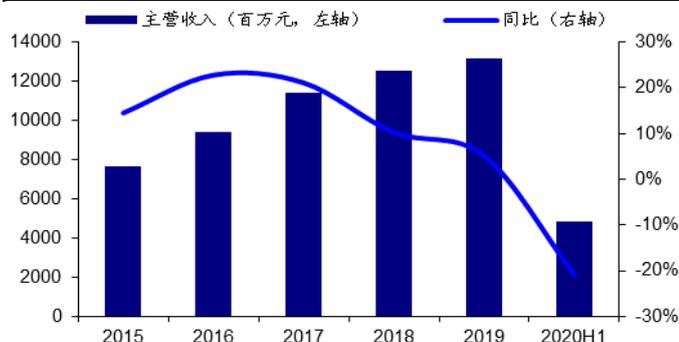
图1 敏实集团发展历史



资料来源：敏实集团官网，美国汽车新闻，海通证券研究所

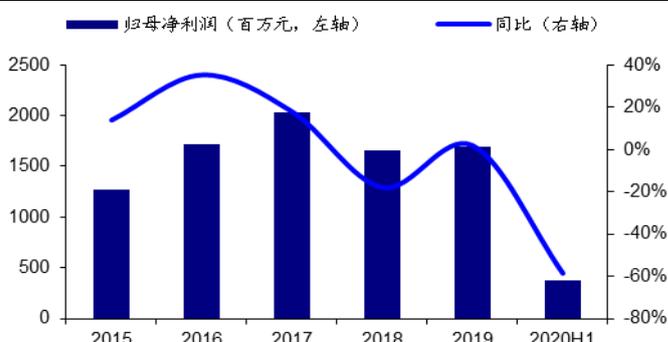
20H1 公司主营收入为 48.5 亿元，同比减少 20.9%，归母净利润为 3.7 亿元，同比减少 58.6%，毛利率为 26.6%，同比降低 5.9pct，归母净利率为 7.6%，同比降低 7.0pct。主营收入同比减少，主因新冠疫情重创全球汽车产业链，国内外主机厂客户均因此暂时停产或缩减订单。毛利率同比降低，系疫情期间工厂订单减少，但折旧、摊销等固定费用照常计提，净利率同比降幅大于毛利率降幅，主因期间费用率提升 2.8pct 至 20.5%。

图2 敏实集团主营收入及同比增速

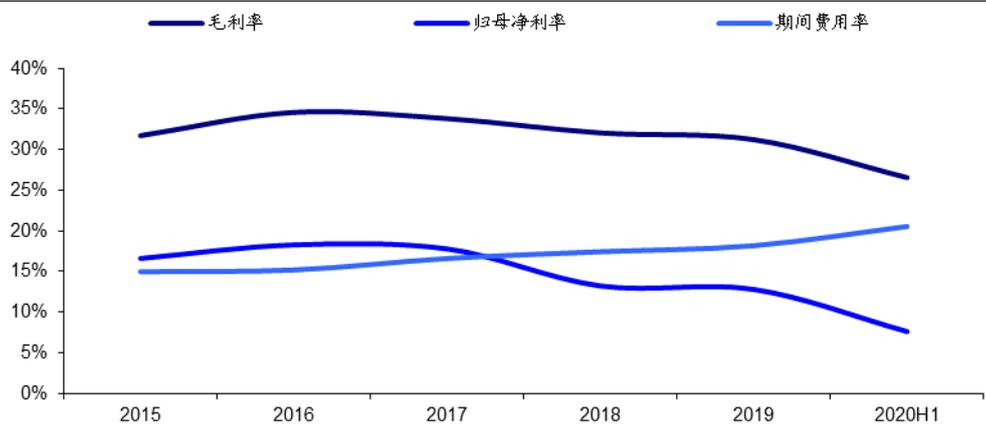


资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 敏实集团归母净利润及同比增速

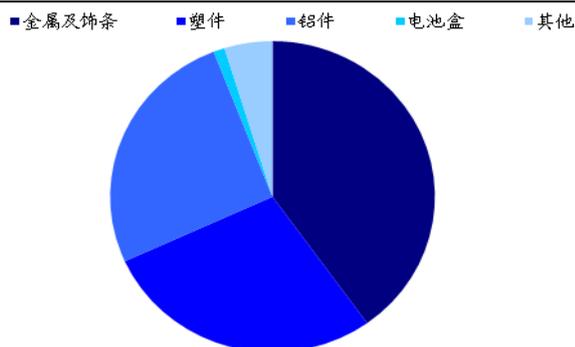


资料来源：Wind，海通证券研究所

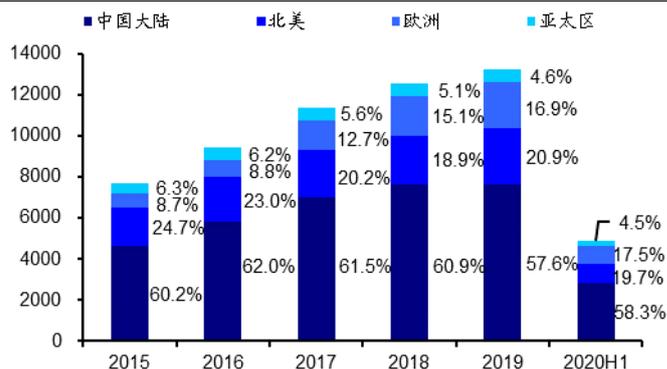
**图4 敏实集团毛利率、净利率及期间费用率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

按品类分, 金属及饰条是主要收入来源, 20H1 收入占比为 42.6%, 塑件收入占比次之为 29.9%, 铝件、电池盒收入分别为 13.4 亿元和 5771.7 万元, 占比分别为 27.5%、1.2%, 我们认为依托电动车销售快速增长, 电气化、轻量化是未来主流趋势, 铝件、电池盒业务或将表现亮眼。按地区分, 中国是公司主要收入来源, 15-19 年收入占比均过半, 20H1 中国收入占比为 58.3%。

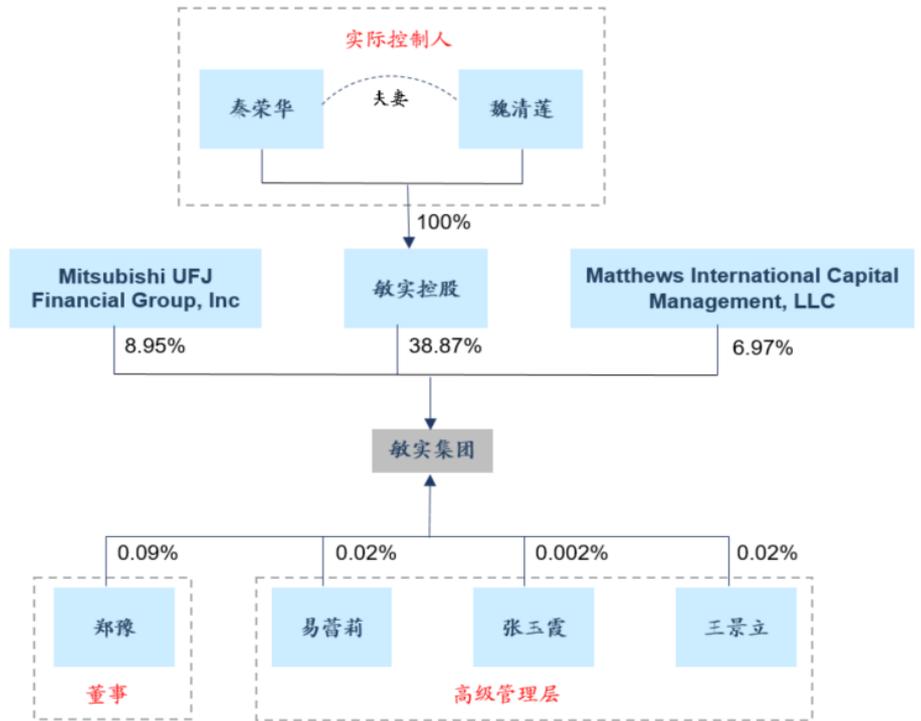
**图5 20H1 敏实集团主营收入 (按产品品类)**


资料来源: 敏实集团 20 年中报, 海通证券研究所

**图6 敏实集团主营收入 (按区域, 百万元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**股权结构集中稳运营, 股权激励调动员工积极性。**敏实集团股权结构较为集中, 实际控制人为秦荣华, 持股比例为 38.87%, 在行业内有超过 30 年的管理经验, Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc 持有 8.95% 股权。管理层持股, 与公司深度绑定, 有助于维持汽车零部件业务稳健发展, 截止 2019.12.31, COO 刘艳春持有 30 万股购股权, 拥有丰富的质量体系、工厂研发及运营管理的经验, CTO 王景立持有 19 万股股权和 85 万股购股权, 拥有汽车、IT 及制造业超过 30 年的经验。20 年 7 月敏实集团公布股份奖励计划, 用于肯定合资格参与者作出的贡献, 并提供奖励, 同时进一步发展吸纳适当人员。

**图7 敏实集团股权结构**


资料来源：敏实集团 20 年中报，19 年年报，Wind，海通证券研究所

## 2. 电池盒：剑指全球最大供应商，产能、订单逐步释放

### 2.1 汽车电动化是必然趋势

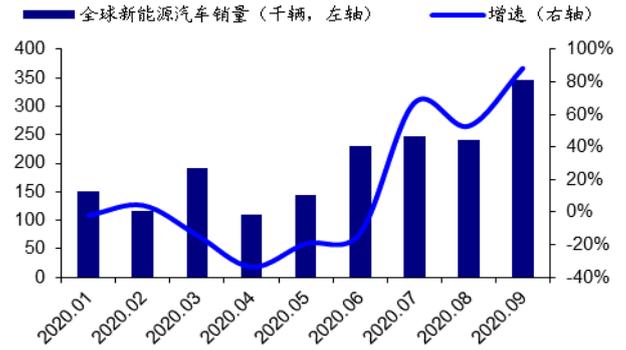
**近年全球新能源汽车销量维持高位增长，渗透率稳步提升。**12-19 年全球新能源汽车销量 CAGR 为 48.8%，渗透率从 0.2% 逐步提升至 3.8%。我们认为近八年全球新能源汽车蓬勃发展，主因行业进入成长期，技术逐步成熟，叠加各国重视程度提升，出台各项政策刺激新能源汽车消费，造车新势力逐步出现，促进新能源汽车销量快速增长。

根据艾媒网引援 EV Sales 数据，20 年全球新能源汽车预计销量为 240.8 万辆，同比增加 9.0%，21 年销量预计同比增加 10.8% 至 266.7 万辆。根据国务院印发的《新能源汽车产业发展规划》，至 25 年中国新能源新车销量达到汽车新车销售总量的 20% 左右，前瞻产业研究院预计 25 年中国汽车销量为 3261 万辆，若能实现国务院规划，我们测算 25 年新能源汽车销量为 652 万辆左右，19-25 年 CAGR 预计为 32.5%，新能源汽车成为风口。

**后疫情时代全球新能源汽车销量增速修复，20 年 9 月同比实现 88.4% 的高增长。**根据 INSIDE EVs 引援 EV Sales 数据，20 年 1-9 月全球新能源汽车累计销量为 178.4 万辆，同比增加 11.0%。分单月来看，20 年 3 月起受疫情期间，各国工厂暂时停止生产，线下门店陆续关闭，全球新能源汽车单月销量同比大幅减少。随着疫情管控良好，5 月起全球新能源汽车单月销量同比增速持续改善，单 7 月单月同比增速转正。20 年 9 月全球新能源汽车销量为 34.6 万量，同比增加 88.4%，增速创今年新高，系去年同期基数较低，叠加进入“金九银十”，汽车消费回暖。

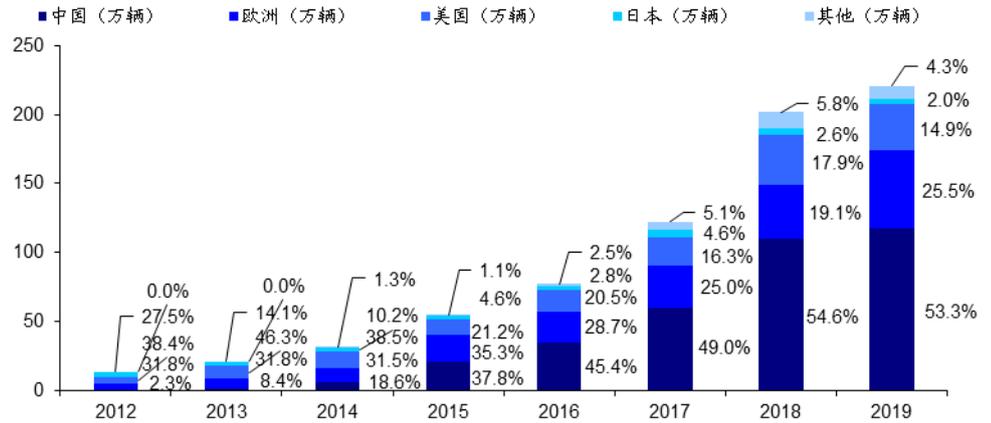
**图8 全球新能源汽车年度销量及同比增速**


资料来源：EV Sales, INSIDE EVs, 中国报告大厅, Clean Technica, 艾媒网, 海通证券研究所

**图9 20年1-9月全球新能源汽车单月销量及同比增速**


资料来源：EV Sales, INSIDE EVs, 海通证券研究所

**中国和欧洲是新能源汽车的主要消费区域。** 分区域来看，全球新能源汽车市场中，中国和欧洲销量占据前二地位，19年两国销量占比分别为53.3%、25.5%，20年1月欧盟执行了较为严格的碳排放法规，并通过补贴、税收优惠等政策刺激新能源车消费，1-9月销量占比为43.3%，超过了中国的39.0%。20年10月国家频出政策，国务院常务会议通过了《新能源汽车产业发展规划》，中国汽车工程学会正式发布了《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》，将推动新能源汽车产业快速发展，我们预计中国和欧洲将继续占据新能源汽车主要市场份额。

**图10 各区域新能源汽车销量情况**


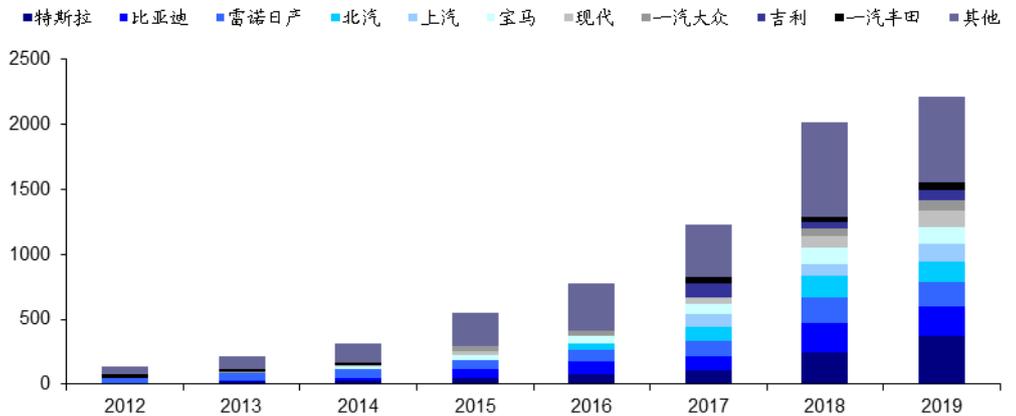
资料来源：EV Sales, INSIDE EVs, Clean Technica, 中国产业信息网, Euromonitor, 中国汽车工业协会, 乘用车协会, 海通证券研究所

**表 1 中国新能源汽车政策一览表**

时间	文件	内容
10 年 10 月 18 日	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	新能源汽车被定为七大战略性新兴产业之一。着力突破动力电池、驱动电机和电子控制领域关键核心技术，推进插电式混合动力汽车、纯电动汽车推广应用和产业化。同时，开展燃料电池汽车相关前沿技术研发，大力推进高能效、低排放节能汽车发展。
13 年 9 月 13 日	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	报经国务院批准同意，13-15 年继续开展新能源汽车推广应用工作，对消费者购买新能源汽车给予补贴，对示范城市充电设施建设给予财政奖励。
15 年 4 月 22 日	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	公布 16-20 年新能源汽车推广应用补助政策。
15 年 10 月 9 日	《电动汽车充电基础设施发展指南 (2015-2020 年)》	提出总体目标，到 20 年，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。
16 年 1 月 11 日	《关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》	公布 16-20 年中央财政将继续安排资金对充电基础设施建设、运营给予奖补
16 年 3 月 1 日	《关于促进绿色消费的指导意见》	加大新能源汽车推广力度，加快电动汽车充电基础设施建设。
20 年 10 月 9 日	《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》	从四个方面作部署：1) 加大关键技术攻关，鼓励车用操作系统、动力电池等开发创新。2) 加强充换电、加氢等基础设施建设，加快形成快充为主的高速公路和城乡公共充电网络。3) 鼓励加强新能源汽车领域国际合作。4) 加大对公共服务领域使用新能源汽车的政策支持。21 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆，新能源汽车比例不低于 80%。
20 年 10 月 27 日	《节能与新能源汽车技术路线图 (2.0 版)》	提出面向 35 年的六大总体目标：1) 汽车产业碳排放总量先于国家碳排放承诺于 28 年左右提前达到峰值，到 35 年排放总量较峰值下降 20% 以上；2) 新能源汽车逐渐成为主流产品，汽车产业实现电动化转型；3) 智能网联汽车产业生态持续优化，产品大规模应用；4) 关键核心技术自主化水平显著提升，形成协同高效、安全可控的产业链；5) 建立汽车智慧出行体系，形成汽车、交通-能源-城市深度融合生态；6) 技术创新体系基本成熟，原始创新水平具备全球引领能力。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网站，中华人民共和国财政部网站，中华人民共和国国家发展和改革委员会，中华人民共和国工业和信息化部，海通证券研究所

**全球：特斯拉销量占比第一。**分品牌来看，全球新能源汽车市场中，特斯拉销量占比遥遥领先，19 年销量占比为 16.6%，较第二名比亚迪 (10.4%) 高出 6.3pct。

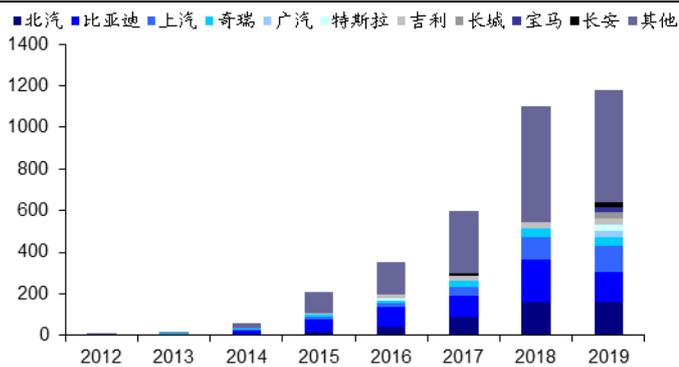
**图 11 各品牌全球新能源汽车销量情况 (千辆)**


资料来源：EV Sales, INSIDE EVs, 海通证券研究所

**中国：北汽销量占比最高。**中国新能源汽车市场中，北汽销量占比最高 (19 年：13.4%)，比亚迪次之，19 年销量占比为 12.6%。我们认为随着电池技术等日渐成熟，造车新势力进入市场，或将占据一定地位，20 年 1-9 月蔚来、理想、小鹏累计销量占比分别为 3.8%、2.6%、2.0%。

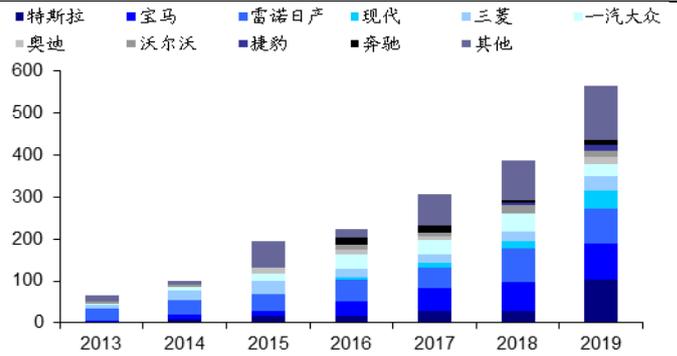
**欧洲：特斯拉销量占比最高。**欧洲新能源汽车市场中，特斯拉、宝马占比位居前二，分别为 18.4%、15.2%。

图12 各品牌中国新能源汽车销量情况(千辆)



资料来源: EV Sales, INSIDE EVs, 中国汽车工业协会, 乘联会, 海通证券研究所

图13 各品牌欧洲新能源汽车销量情况(千辆)



资料来源: EV Sales, INSIDE EVs, e-Hike, EVObsession, 海通证券研究所

## 2.2 乘轻量化之风, 铝电池盒市场规模可期

**全球主要国家纷纷限制汽车碳排放。** 中国: 根据工信部发布的标准, 25年目标是乘用车新车平均燃料消耗量降至百公里4L, 对应二氧化碳排放约为95g/km。20年10月, 《节能与新能源汽车技术路线图(2.0版)》规划25、30、35年乘用车新车油耗分别达到百公里4.6L、3.2L和2.0L。

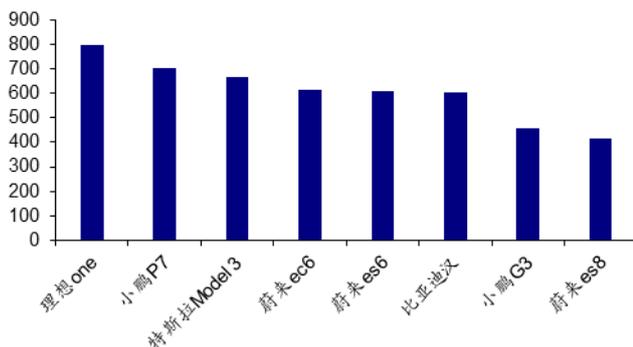
欧盟: 20年1月1日起, 车企新登记轿车中至少95%需达到95g/km的二氧化碳排放控制目标, 21年起所有新登记轿车的二氧化碳平均排放需低于95g/km, 不符合要求的车企将支付罚款, 罚款金额=超标排放增量×95欧元×该车型在欧盟出售的汽车数量。

美国: 根据奥巴马执政期间出台的规定, 到25年美国乘用车二氧化碳排放量降至97g/km, 随后这一目标在特朗普执政期间被放宽至131g/km。

日本: 计划到20年乘用车二氧化碳排放量降低至122g/km。

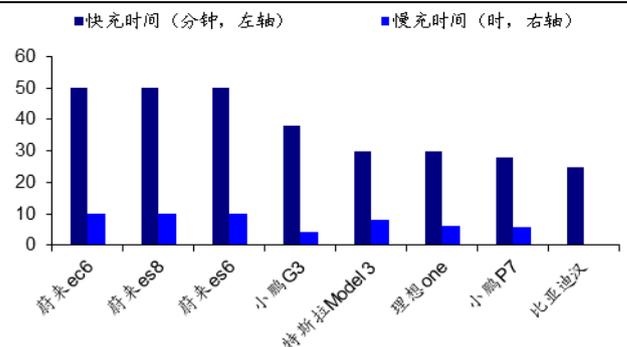
**新能源汽车大多存在里程焦虑问题。** 新能源汽车的续航里程有限, 主流爆款电动车中, 理想one的续航里程最高可达到800公里, 蔚来es8的续航里程最短为415公里。且新能源汽车充电时间较长, 不适用于长途驾驶, 主流爆款电动车中, 比亚迪汉的快充时间最短为25分钟, 小鹏G3的慢充时间最短为4.3小时。

图14 主流电动车型续航里程(公里)



资料来源: 特斯拉、小鹏汽车、蔚来、理想汽车、比亚迪官网, 海通证券研究所

图15 主流电动车型快/慢充电时间



资料来源: 特斯拉、小鹏汽车、蔚来、理想汽车、比亚迪官网, 海通证券研究所

**轻量化是关键应对方式之一。** 汽车轻量化即在保证汽车强度和安全性前提下, 减少车身自重, 从而降低油耗, 主要包括了结构轻量化、材料轻量化和工艺轻量化。根据世界铝业协会报告, 汽车减重10%, 燃油消耗可节省5%~8%。此外电动车对轻量化的需求也较为迫切, 轻量化有助于缓解里程焦虑, 根据百度文库援引《哈尔滨汽车轻量化项目可行性研究报告》, 新能源汽车总量每减少100kg, 续航能力可提升10%-11%。

**铝或是现阶段轻量化要求较好的选择。**轻量化材料主要包括工程塑料、铝合金、镁合金等，根据 16 年发布的《节能与新能源汽车技术路线图》，轻量化中期重点发展第三代汽车钢和铝合金技术，实现铝合金覆盖件和铝合金零部件的批量生产和产业化应用，远期重点发展镁合金和碳纤维符合材料技术。根据百度文库援引《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，25、30、35 年燃油乘用车整车轻量化系数分别降低 10%、18%、25%，纯电动乘用车则分别降低 15%、25%、35%。铝合金密度低于优质钢，价格低于镁合金和碳纤维，且减重效果为 40%，能在控制成本的同时实现轻量化，符合现阶段轻量化需求。

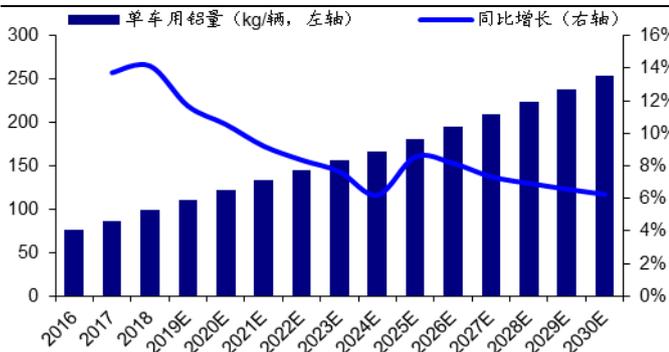
表 2 各种轻量化材料与钢铁性能对比

材料	普通钢	优质钢	铝合金	镁合金	碳纤维
密度 (g/cm <sup>3</sup> )	7.80	7.85	2.80	1.80	1.76-1.81
价格(美金/kg)	0.8-1	-	2.4-2.6	2.9-3.1	20
减重效果	-	10%-20%	40%	50%	60%
比刚度 (Gpa/(g/cm <sup>3</sup> ))	27	27	26	25	128-162
抗拉强度 Mpa	400-640	600	420	220	3530-5490

资料来源：搜狐，盖世汽车，《一般工程用铸造碳钢件》，镁合金产业网，海通证券研究所

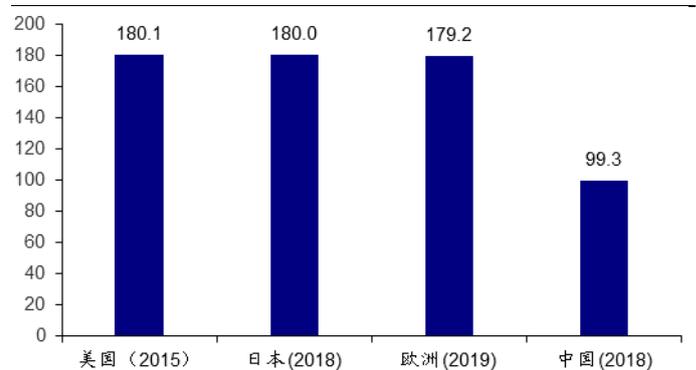
**中国单车铝用量低于发达国家，具有增长空间。**根据国际铝业协会和 CM Group，18 年中国乘用车单车用铝量为 99.3kg/辆，同比增加 14.1%，预计 19-30 年中国单车用铝量从 110.9kg/辆逐年递增至 253.2kg/辆，CAGR 为 7.8%。我国乘用车单车用铝量与发达国家仍有一定差距，18 年我国乘用车单车用铝量远低于美国、日本和欧洲。我们认为随着各国出台政策严格限制碳排放，新能源汽车销量提高，推动铝合金行业发展，乘用车用铝量增量空间可期。

图 16 中国乘用车单车用铝量逐年递增



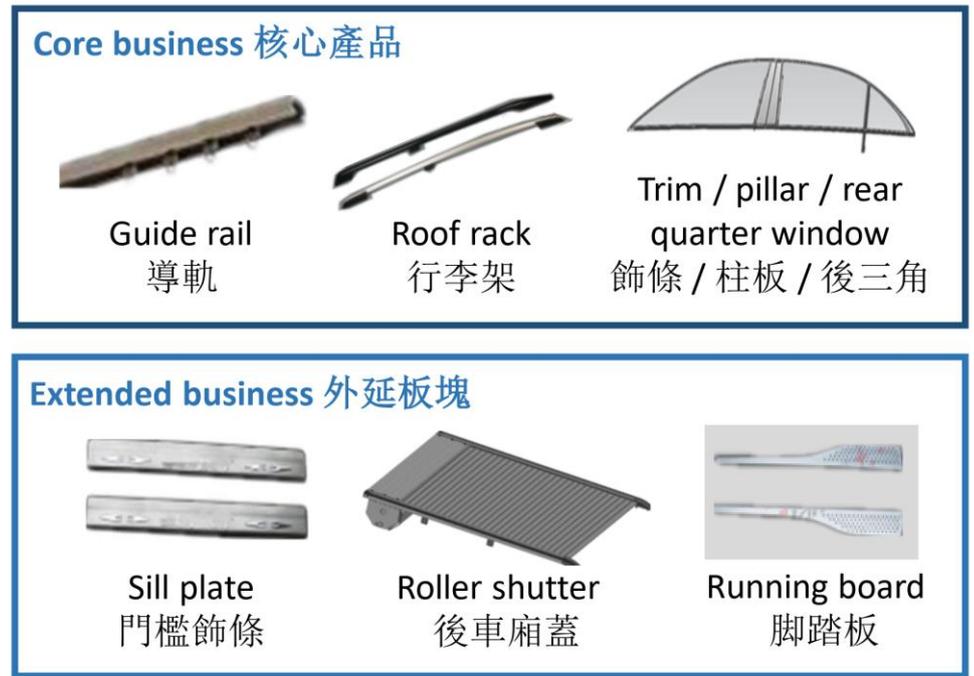
资料来源：国际铝业协会，CM Group，海通证券研究所

图 17 各主要国家单车用铝量 (kg/辆)



资料来源：国际铝业协会，CM Group，铝道网，新浪财经，海通证券研究所

**公司前瞻性地切入轻量化业务，工艺、产能、订单齐发力，铝业务逐步完善。**2009 年公司开始着力开发车身轻量化与系统化零件项目，目前生产的铝产品包括铝饰条、铝行李架、铝导轨、铝门框和铝电池盒等。公司不断投入铝产品的研发，与国内外高校开展深层次合作，加大新工艺产品应用的技术攻关，并持续推进铝产品全球化产能布局，屡获新增订单。公司铝产品采用单元式集成加工和抛光技术，降低制造成本的同时，提高了产品品质。

**图18 敏实集团铝产品**


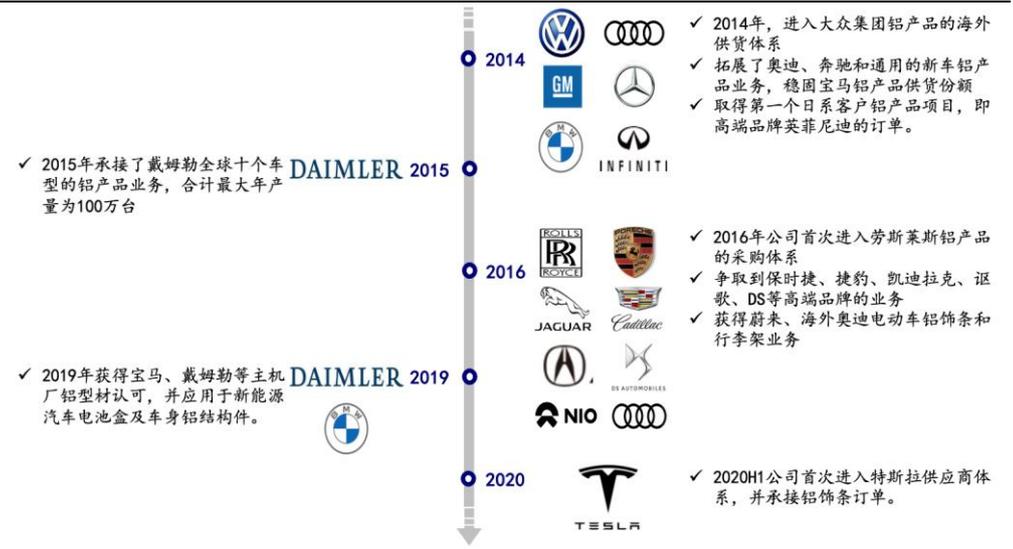
资料来源：敏实集团 20H1 中报简报，海通证券研究所

**工艺：**14 年公司铝产品的阳极氧化技术已达到国际标准，该技术主要为提高铝产品的硬度和耐磨性，提升了公司产品的竞争力。19 年公司成立材料研发中心，聚焦铝合金、复合材料以及智能外饰等相关材料的研发，持续提升铝型材加工技术能力和创新能力。

**产能：**15 年完成全球铝产品生产基地阳极氧化战略的布局，覆盖中国、北美和欧洲三大全球核心汽车市场。17 年公司提升了墨西哥工厂铝产品的生产工艺，新增规划湖州新能源汽车零部件为主的铝挤出生产基地，新增并扩充嘉兴的铝产品生产线。19 年公司沈阳、郑州、安吉工厂完成铝电池盒生产线的建设，并进入量产状态，并启动塞尔维亚铝电池盒、铝门框及传统铝产品生产基地建设，公司预计在 20H2 进行新项目转移和设备安装阶段。20H1 公司在英国、美国等工厂的铝门框生产线已完成调试并进入量产阶段。

**订单：**14 年公司进入大众集团铝产品的海外供货体系，拓展了奥迪、奔驰和通用的新车铝产品业务，稳固宝马铝产品供货份额，并取得第一个日系客户铝产品项目，即高端品牌英菲尼迪的订单。15 年公司承接了戴姆勒全球十个车型的铝产品业务，合计最大年产量为 100 万台，继续拓展日产等品牌的铝产品业务。16 年公司首次进入劳斯莱斯铝产品的采购体系，争取到保时捷、捷豹、凯迪拉克、讴歌、DS 等高端品牌的业务，并获得蔚来、海外奥迪电动车铝饰条和行李架业务。19 年获得宝马、戴姆勒等主机厂铝型材认可，并应用于新能源汽车电池盒及车身铝结构件。20H1 公司首次进入美系高端电动车品牌供应商体系，并承接铝饰条订单。

图19 敏实集团铝产品订单情况

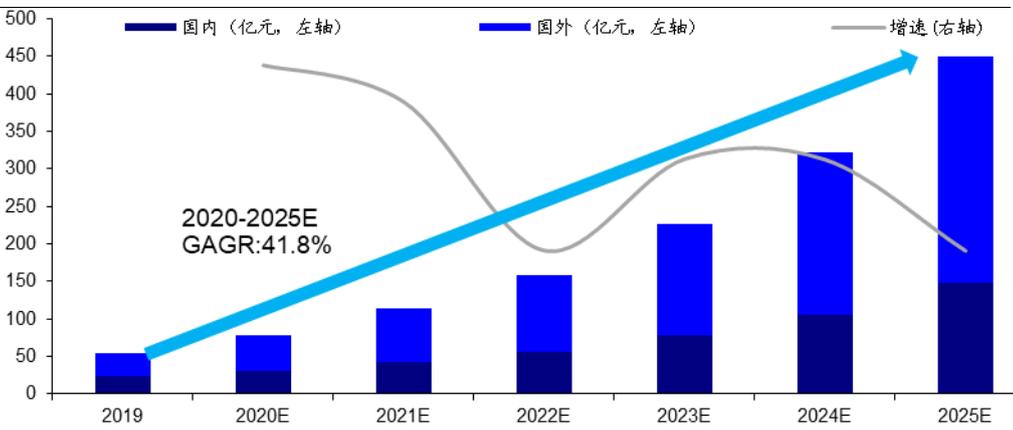


资料来源：敏实集团 2014-2019 年年报，2020 年中报，奥迪、一汽大众、通用、奔驰、宝马、英菲尼迪、戴姆勒、保时捷、捷豹、凯迪拉克、讴歌、DS、蔚来官网，百度百科，海通证券研究所

其中公司着重关注铝电池盒业务，突破多个核心技术，引进一流先进设备和制造技术，提升产品竞争优势。我们认为电池盒行业景气度较高，公司或将受益于汽车电动化和轻量化的趋势，电池盒业务增厚收入。

全球新能源汽车电池盒市场空间快速增长，20-25 年预计 CAGR 为 41.8%。根据中国产业信息网，19 年全球新能源汽车电池盒市场规模为 53.6 亿元，20-25 年预计从 78.4 亿元增加至 449.5 亿元，CAGR 为 41.8%，其中 19 年中国新能源汽车电池盒市场规模为 23.2 亿元，预计至 25 年市场规模将增加至 147.9 亿元，20-25 年 CAGR 为 37.4%。

图20 全球新能源汽车电池盒市场规模及其增速



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

### 2.3 铝电池盒业务业绩静待花开

电池盒是新能源汽车动力电池的承载件，一般安装于车体下部，主要用于保护动力电池在外界碰撞和挤压时不受损害，对电池模块的安全和防护起到关键作用。20H1 公司在 48V 电池盒和模组盒产品方案和技术上不断取得突破，并按照计划研发复合材料电池盒。

图21 敏实集团电池盒产品线



资料来源：敏实集团 20H1 中报简报，海通证券研究所

目前敏实集团采用铝挤出工艺生产电池盒，具备如下竞争优势：1) 与钢材相较，铝材料具有易加工成型、高温耐腐蚀、良好的传热性、导电性、低密度优点，并且通过适当的合金配方可以降低膨胀系数，在爆炸等特殊情况下，铝电池盒的迸发力弱一些，造成的伤害更低。

2) 与铝压铸工艺相较，铝挤出能够更为灵活地设计铝电池盒的结构，并满足各种能量大小的电池包需求，减轻电池盒重量，而铝压铸电池盒通常适用于电池能量较小的混动式新能源汽车。

**供给端：铝电池盒产能逐步释放。**公司多点布局电池盒产能，目前国内的电池盒生产线已完成建设，并进入量产阶段，主要包括沈阳、郑州和安吉工厂，塞尔维亚电池盒生产线已启动建设，预计 20H2 投产，主要用于就近供应 BMW、奔驰等欧洲订单。20 年 11 月敏实集团电池盒产品线成都敏能安芯汽车零部件有限公司正式入驻成都，厂房面积共计 1.8 万平，主要配套沃尔沃新能源电池盒项目。

图22 敏实集团塞尔维亚工厂及客户分布



资料来源：敏实集团 20H1 简报，海通证券研究所

**需求端：在手订单量充沛。**公司目前电池盒订单主要来自宝马、戴姆勒、日产和雷诺、福特、沃尔沃、标致雪铁龙和捷豹等客户。20年2月公司公告取得德国大众MEB平台欧洲铝电池盒定点通知书，涉及短、中、长三款铝电池盒，可配套大众集团B、C、D级电动车，承接了宁德时代的订单，据此公司在未来战略规划上有望实现铝电池盒业务百亿营业额目标，成为全球最大的铝电池盒供应商之一。

**电池盒业务放量，单车配套金额将提升，我们预计至25年电池盒收入约为70亿元。**我们认为随着电池盒业务逐步放量，公司单车配套金额将有所提升。根据大众集团官网信息，截止22年MEB平台将在德国建造4个工厂，分别位于埃姆登、汉诺威、兹维考和德累斯顿，其中前两个工厂预计投产时间为22年，兹维考于19年底开始投产，20年产量预计为10万台，德累斯顿于18年5月开始投产。敏实集团预计MEB订单量产时间为22年，年产量或超40万辆。我们预计公司21-22年电池盒收入分别为7.8、19.5亿元，25年为69.9亿元。

图23 大众集团产能布局规划

MEB AT 8 SITES ON 3 CONTINENTS BY 2022



资料来源：大众集团官网，海通证券研究所

图24 公司电池盒贡献营收测算

	21年产能(万辆)	22年产能(万辆)	25年产能(万辆)
MEB	17.5	17.5	42.5
宝马	5.0	15.0	29.8
戴姆勒	2.8	11.2	28.0
日产	2.6	10.4	26.6
雷诺	1.5	6.0	15.2
其他	14.1	5.0	91.0
合计	26.0	65.1	233.1
电池盒平均单价(元/个)		3000	
营收预计(亿元)	7.8	19.5	69.9

资料来源：海通证券研究所测算

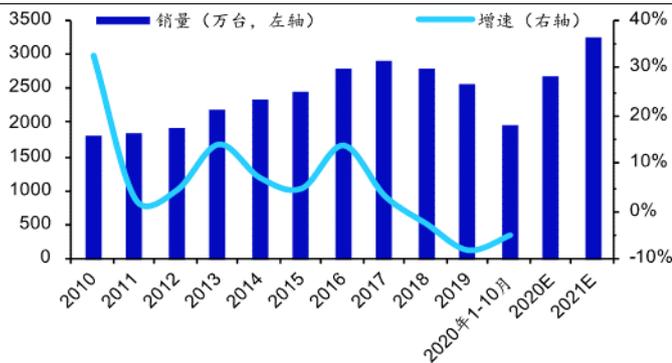
### 3. 传统业务：聚焦多元化、研发，经营良性发展

#### 3.1 汽车行业进入低增速时代

中国汽车销量增速基本维持中低个位数增长。11年起中国汽车销量同比增速放缓至个位数，其中13年同比实现13.9%的增长，主因消费者对于限购政策实施的预期及12年末出台的“八项规定”刺激了汽车消费。16年同比增速达到13.7%，主因15年底国务院出台购置税优惠政策，对15年10月至16年12月购买1.6升以下排量乘用车减半征收购置税。18-19年中国汽车销量同比减少，系中国GDP增速放缓，叠加全球贸易形势波澜再生，居民购车意愿减少。20年1-10月中国汽车累计销量为1969.9万辆，同比减少4.7%，主因年初受疫情影响汽车销量剧烈下滑，4月起疫情管控效果显现，中国汽车单月销量复苏，实现正增长，5月起单月销量增速维持双位增长。

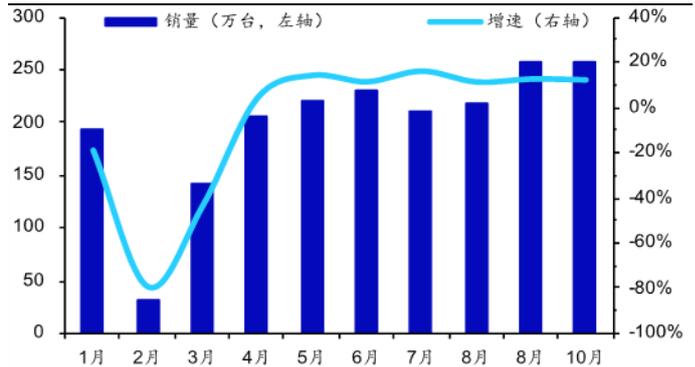
根据搜狐引援的世界银行数据显示，19年中国千人汽车保有量为173辆，位列第17位，相较于欧美等发达国家仍有增量空间。根据前瞻产业研究院预计，25年中国汽车销量将达到3261万辆，20-25年销量CAGR为4.0%。

图25 中国汽车累计销量及增速



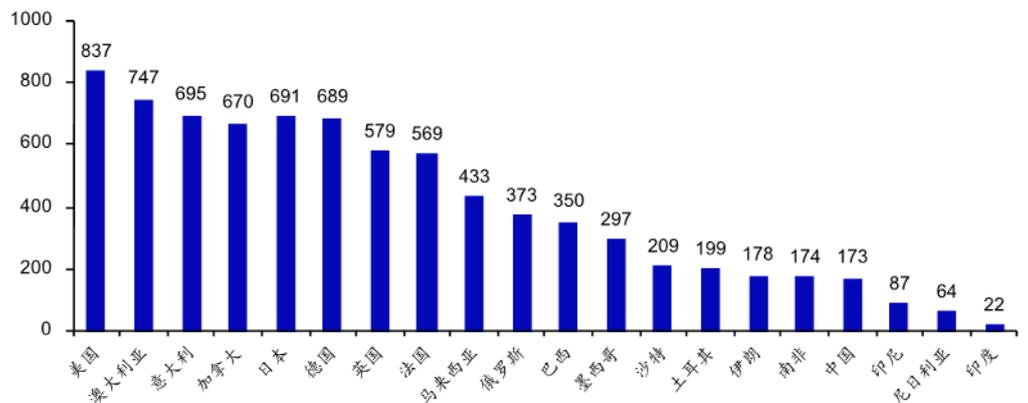
资料来源: Wind, 前瞻产业研究院, 海通证券研究所

图26 中国汽车20年单月销量及同比增速



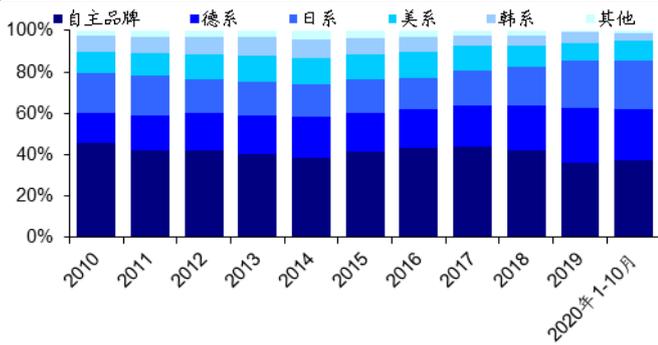
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 19年全球主要国家千人汽车保有量

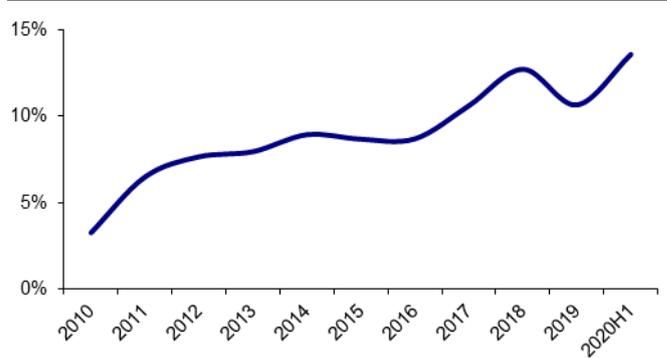


资料来源: 世界银行, 搜狐, 海通证券研究所

从客户系角度，16-19年日系、德系品牌销量在中国乘用车市场占比提升，而中国自主品牌销量占比下滑，19年中国自主品牌、德系、日系品牌销量占比分别为35.8%、26.5%、23.0%，较18年-6.3pct、+5.0pct、+4.3pct。豪华车销量占比也逐渐提升，10年中国豪华车销量占比为5.2%，20H1提升至18.8%。

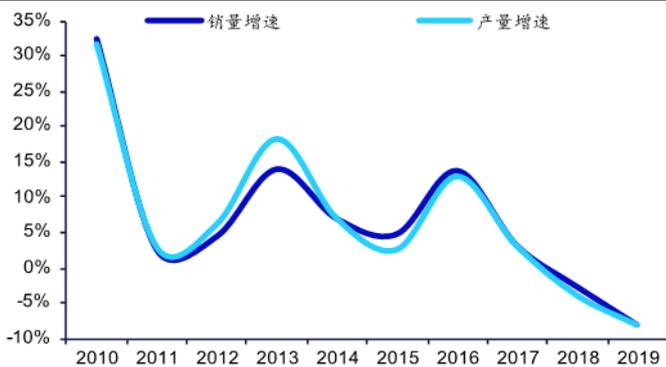
**图28 中国乘用车分客户系销售情况**


资料来源: 中国汽车工业协会, 海通证券研究所

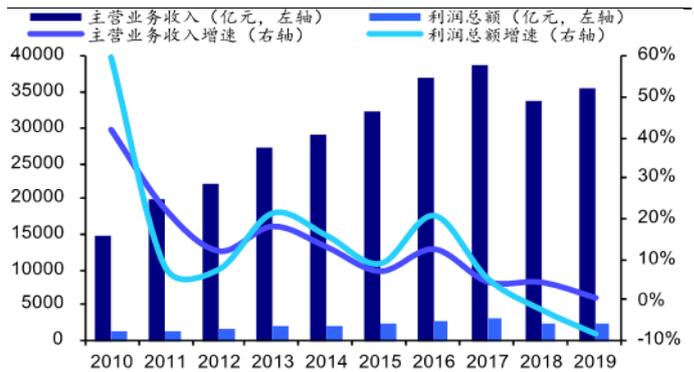
**图29 中国豪华车销量占比**


资料来源: 搜狐, 中国产业信息网, 中国汽车流通协会, 中汽协, 海通证券研究所

中国汽车产量增速与销量增速基本维持正相关, 我们认为汽车作为存量市场, 汽车销量是影响零部件行业景气度的关键因素。19年中国汽车零部件企业主营业务收入为35757.7亿元, 同比略增0.3%, 利润总额为2364.8亿元, 同比减少8.2%, 我们认为主因汽车销量承压, 零部件企业面临产品降价等问题, 盈利能力有所降低, 龙头汽车零部件公司已率先实现规模经济, 能够有效控制生产成本, 并与各大主机厂构建紧密合作关系, 通过研发等提高自身产品竞争力, 在存量时代中业绩稳健发展。

**图30 中国汽车各年销量/产量增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图31 中国零部件企业主营业务收入、利润总额及同比增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.2 多元化发展+研发, 业绩稳健运营

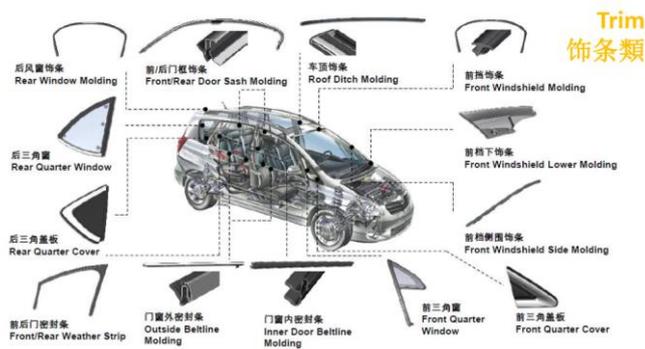
**拓展产品维度, 提高天花板。**公司传统业务覆盖了金属及饰条、塑件、铝件等产品, 通过产品研发和创新等, 拓宽产品品类。截止 20H1, 公司 1) 顺利开发铝门框、主动进气格栅、创新前脸、车门系统等相关产品, 2) 前碰撞模块产品也取得阶段性研发进展并开始接单, 主要包括防撞梁、副车架、前纵梁、减震塔支架等, 3) 稳步拓展机电产品, 推动电动脚踏板、电动后车厢盖全球同步研发。

图32 敏实集团创新产品



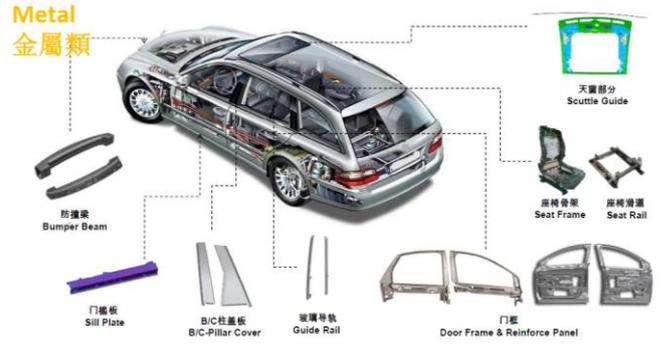
资料来源：敏实 20H1 简报，海通证券研究所

图34 敏实集团饰条类产品



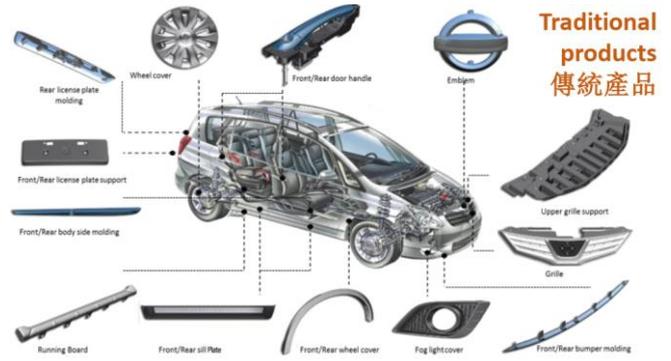
资料来源：敏实 20H1 简报，海通证券研究所

图33 敏实集团金属类产品



资料来源：敏实 20H1 简报，海通证券研究所

图35 敏实集团塑件类传统产品



资料来源：敏实 20H1 简报，海通证券研究所

**全球化产能布局，就近供货+削弱关税影响。**公司的生产基地主要位于中国、美国、墨西哥、泰国和德国，基本辐射了全球主要汽车消费市场。20H1 公司在美国和英国工厂的铝门框生产线已完成调试并进入量产阶段，规划设立捷克工厂。公司产能基本毗邻客户工厂，便于提供高效、准时地交货，并降低产品运输成本，且全球化产能布局减少了关税等外部环境对公司的冲击。

图36 敏实集团中国工厂布局



资料来源：敏实集团官网，海通证券研究所

图37 敏实集团全球产能布局



资料来源：敏实集团官网，海通证券研究所

**多元化客户结构，分散对单一客户的依赖度。**公司较早进入 6+3 车企供应商体系，近些年持续提升传统产品的成本和品质竞争力，以提升全客户系、全产品系覆盖率。20H1 公司承接到北美丰田行李架、日本丰田门框饰条及日本马自达的后三角总成订单，并成功进入美系高端电动车品牌供应商体系，获得铝饰条订单，我们预计 21H1 开始量产，订单完全释放，22 年主营收入或增厚约 2 亿元。

图38 敏实集团客户情况梳理



资料来源：敏实集团招股说明书，2006-2019 年年报，2007-2020 年中报，海通证券研究所

**聚焦研发，夯实竞争优势。**公司持续推进产品创新和技术创新研究，早在 93 年即成立了宁波生产技术部，00 年宁波技术中心成立，02 年公司开始参与汽车厂同步设计，04 年宁波研究所成立，开始电子化发展研究，06 年获评浙江省企业博士后工作站，成立模具工厂，底特律设计办公室成立，10 年成立日本横滨技术中心，11 年成立研发中心，我们认为已拥有完善的车体零件及外饰件设计能力。

15 年公司自主研发的高导电热塑性弹性体材料及塑胶材料取得突破，并开始推广应用，16 年建立了焊接、材料、力学实验室三个创新实验技术平台，与哈兹、富士通、克林威孚建立合作关系，就新材料、汽车电子、汽车电机建立发展战略，18 年与上交建立联合实验室，主要着力点在轻量化材料、产品和工艺方面，在生产技术方面与多个世界顶级设备供应商建立实验室，19 年成立材料研发中心。

20H1 公司研发费用为 2.5 亿元，研发费用率为 5.2%，同比提升 0.3pct，公司保持对底盘结构一体化系统的生产技术、材料工艺和表面处理的研究和开发，在工艺和技术方面，对底盘产品模块化、光电产品集成化进行了重点突破，并明确了高分子材料的发展方向，开发功能材料、复合材料和环保材料等。

图39 敏实集团设计中心



资料来源：敏实集团官网，海通证券研究所

图40 敏实集团研发费用占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4. 雷达罩、发光标牌：强强联合，或现马太效应

### 4.1 汽车智能化，雷达罩、发光标牌需求提高

智能化驱动下，毫米波雷达应用增加。智能化是汽车转型升级的重要方向，消费者

对驾驶的安全性和舒适性诉求也提高,毫米波雷达是实现自动驾驶所需的主要传感器之一。毫米波雷达是工作在 30~300GHz 波段探测的雷达,其优势为:1)与超声波雷达相较,毫米波雷达探测的距离长,分辨能力高,天气适应性较好,2)与激光雷达相较,毫米波雷达探测距离(200米)长于激光雷达(150米),且成本便宜,毫米波雷达价格为 1500 元,激光雷达的价格以万为单位。

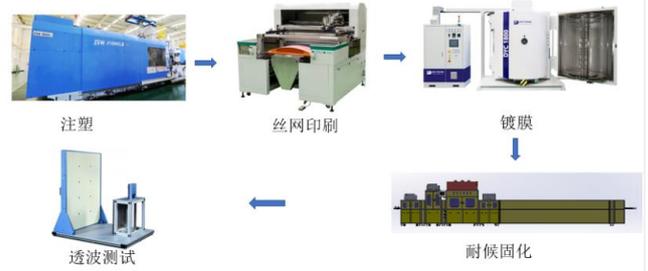
**图41 各类传感器对比**

	毫米波雷达	激光雷达	摄像头	超声波	红外
远距能力	优	优	一般	差	良
分辨率	高	高	高	低	低
误报率	低	较低	较低	较低	较高
温度适应性	优	优	优	一般	良
黑暗适应性	优	优	一般	优	优
天气适应性	优	一般	一般	一般	一般
灰尘潮湿	优	一般	一般	良	一般
硬件成本	低	高	低	低	低
信号处理复杂程度	低	高	高	低	低

资料来源:汽车电子设计微信公众号,《汽车毫米波雷达》,海通证券研究所

**图42 集成雷达的车标主要工序**

▶ 注塑→印刷→镀膜→注塑→耐候UV喷涂→测试



资料来源:艾邦高分子微信公众号,《近 20 家汽车毫米波雷达外饰件 ACC 车标企业介绍》,海通证券研究所

**雷达罩、发光车标需求增加,且对性能与结构提出更高要求。**雷达罩是发射和接收毫米波的传媒介质,为提高测距的准确性,雷达罩的材料性能尤为关键,需要考虑各种材料对毫米波的吸收和反射特性。另一方面,雷达遍布整个汽车周围,汽车公司将毫米波雷达置于中间车标内,实现外形美观,而传统工艺车标的金属镀铬层对毫米波会产生一定的屏蔽阻隔效应,因此汽车内饰公司主要通过 1) NCVM 镀膜, 2) 纳米分层技术等生产发光车标,目前集成发光车标的难点在高温高湿实验和嵌件注塑等方面。

## 4.2 联袂海拉, 实现互补

**敏实集团与海拉成立合资公司。**20 年 6 月敏实集团与德国海拉集团正式签署,同意成立合资企业敏实海拉嘉兴汽车零部件有限公司,促进雷达罩和发光车标研发、生产及销售,双方各持股 50%,设在敏实浙江嘉兴的生产基地中,注入现有的生产设备以及,于 20 年秋季投入运营,21 年开始快速扩大产能来满足已获取的雷达罩订单。

**海拉: 拥有毫米波雷达的技术专长。**海拉是创新照明系统和汽车电子产品的专家,是欧洲市场领先的雷达罩供应商,且在汽车发光件上拥有深厚技术积淀。目前车用毫米波雷达工作频段为 21.65~26.65GHz 和 76~81GHz,国内外毫米波雷达以 24GHz 和 77GHz 为主。海拉主要生产 24GHz 毫米波雷达,20Q1 量产 77GHz 毫米波雷达,18 年全球毫米波雷达市场前五大供应商分别为博世、大陆、海拉、富士通天、电装,合计市场份额为 68%。

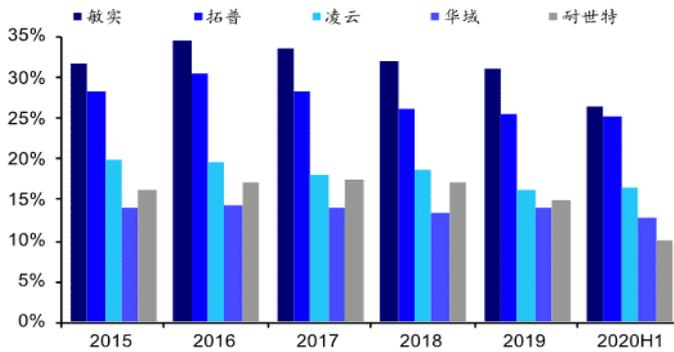
**敏实: 订单、成本等具备竞争优势。**雷达罩方面,敏实的现有技术已经取得众多汽车厂的肯定并获得多家国际汽车制造商的订单,与海拉公司合作将撮合技术的多元发展以及发光车标的创新升级,扩大品牌影响力,以期成为雷达罩和发光车标行业的一流企业。

## 5. 财务分析: 强盈利能力, 获现能力稳定

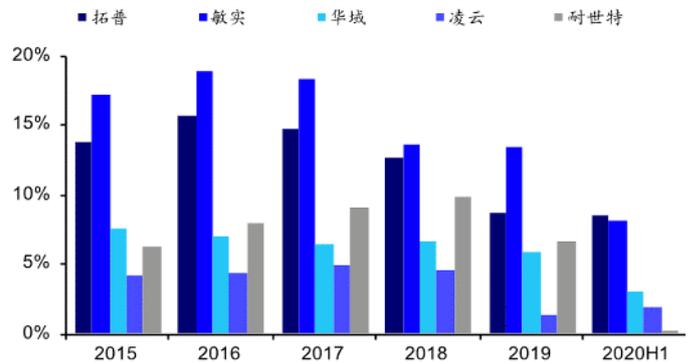
### 5.1 盈利能力优异

15-19 年公司毛利率为 31.7%/34.6%/33.8%/32.0%/31.2%,19 年较 18 年下降 0.8pct,主要系同期中国乘用车市场销量不足,公司产能利用率降低,同时面临老产品降价,以及美国加征关税等压力,毛利率有所降低。公司毛利率高于拓普集团同期水平(28.4%/30.7%/28.4%/26.3%/25.6%)。

15-19 年公司净利率分别为 17.1%/18.8%/18.3%/13.6%/13.3%，高于拓普集团同期水平（13.7%/15.8%/14.7%/12.7%/8.7%）。

**图43 敏实与同业公司毛利率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

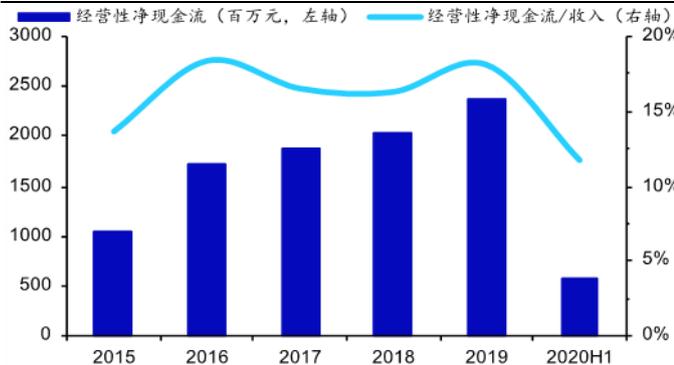
**图44 敏实与同业公司净利率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

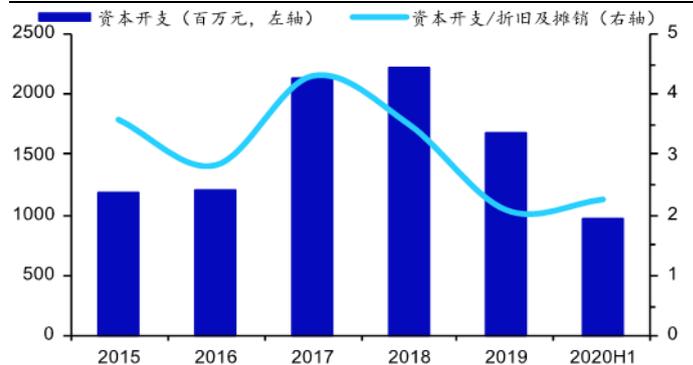
## 2.1 获现能力稳定，支撑研发+产能扩张

15-19 年公司经营性净现金流从 10.4 亿元增加至 23.8 亿元，经营性净现金流占收入比例维持在 15%-20%之间，我们认为公司获现能力较为稳定。

20H1 公司资本开支为 9.7 亿元，同比增加 29.4%，主因公司为顺应汽车行业发展趋势，落实智能化发展战略，率先进行未来汽车智慧产业园的筹建并进一步扩大了电池盒等创新产品研发及海外产能布局。

**图45 敏实经营性净现金流、经营性净现金流/收入**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图46 敏实资本开支金额、资本开支/(折旧+摊销)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

12月1日公司公告董事会已批准可能进行人民币股份发行，且将该等人民币股份于中国境内证券交易所上市的初步建议，拟发行股份不得超过建议发行项目下发行及配发人民币股份后扩大的公司已发行股份之15%。我们认为公司电池盒业务作为新能源汽车相关产业，处于优质行业赛道，同时公司订单饱满，未来将保持高速增长，在A股上市后企业价值或将得到重估。

20年受疫情影响，上半年汽车销量承压，随着疫情合理控制，20H2汽车消费市场逐渐回暖，我们预计21年汽车销量或将实现双位数增长。敏实集团作为汽车零部件头部供应商，叠加电池盒实现量产，雷达罩等业务开拓，我们预计收入增速预计将优于行业，20-22年公司营收分别为120.6、147.4、164.0亿元，同比增速分别为-9.0%、22.3%、11.3%。20年受疫情影响公司下游客户订单减少，但折旧、摊销等固定费用照常计提，因此毛利率较19年有所降低，21年我们预计汽车销量回升，公司规模逐渐扩大，毛利

率有望改善，我们预计 20-22 年公司毛利率为 28.6%、30.3%、30.2%。

我们预计 20-22 年归母净利润为 13.3、18.7、20.4 亿元，同比增速为-21.2%、40.2%、9.0%，给予公司 21 年 PE 估值区间 23-26 倍，对应合理价值区间为 37.07-41.90 元/股，按照 1 港元=0.84 元人民币折算，对应合理价值区间为 43.91-49.64 港元/股，给予“优于大市”评级。

表 3 公司收入拆分 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	11384	12553	13198	12003	14688	16347
中国	7002	7640	7605	7134	8782	9669
北美	2304	2377	2757	2357	2798	3060
欧洲	1443	1890	2232	1966	2491	2947
亚太区	634	646	604	545	617	672
其他收入	71	61	54	54	54	54
营业收入	11455	12614	13252	12057	14743	16402

资料来源：敏实集团 17-19 年年报，海通证券研究所

表 4 相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
拓普集团	601689	416	39.45	753	456	588	929	55	91	71	45
凌云股份	600480	67	8.76	272	-70	157	367	25	-96	43	18
华域汽车	600741	931	29.52	8,027	6,463	5,052	6681	12	14	18	14
耐世特	1316	206	6.92	380	232	106	223	54	88	194	92
平均值								36	25	81	42

资料来源：Wind，海通证券研究所；拓普集团、凌云股份、华域汽车、耐世特为 wind 一致预期，收盘价为 2020/12/15 收盘价

## 7. 风险提示

汽车行业景气度下行，电池盒业务拓展不达预期，行业竞争加剧。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020	2021	2022	利润表	2019	2020	2021	2022
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	13252	12057	14743	16402
每股收益	21.69	27.53	19.64	18.01	营业成本	9077	8570	10239	11404
每股净资产	2.47	2.28	2.04	1.83	销售费用	539	490	600	667
每股经营现金流	12.73	15.86	14.56	13.00	销售费用率	4.06%	4.06%	4.07%	4.07%
<b>价值评估 (倍)</b>					管理费用	1048	953	1166	1298
P/E	21.25	26.98	19.24	17.65	管理费用率	7.91%	7.91%	7.91%	7.91%
P/B	2.42	2.24	2.00	1.80	财务费用	31	-6	-10	-7
EV/EBITDA	12.49	15.53	14.35	12.81	财务费用率	0.24%	-0.05%	-0.07%	-0.04%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					营业利润	1932	1448	2008	2221
毛利率	31.23%	28.60%	30.29%	30.24%	利润总额	2101	1655	2320	2530
净利润率	13.32%	11.53%	13.22%	12.96%	所得税	336	265	371	405
净资产收益率	11.80%	8.54%	10.74%	10.53%	<b>净利润</b>	1765	1390	1949	2125
ROIC	0.09	0.06	0.08	0.08	少数股东损益	75	59	83	90
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>归属母公司净利润</b>	1690	1331	1866	2035
营业收入增长率	5.06%	-9.02%	22.28%	11.25%	EBITDA	2737	2190	2862	3204
营业利润增长率	-3.03%	-25.06%	38.70%	10.58%	EPS (元)	1.46	1.15	1.61	1.76
净利润增长率	1.79%	-21.24%	40.19%	9.05%					
<b>偿债能力指标</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
资产负债率	37.64%	32.53%	33.11%	31.73%	<b>流动资产</b>	12584	11399	12853	13522
净负债比率	-10.50%	-11.93%	-9.81%	-8.85%	现金	5687	5161	5435	5395
流动比率	1.61	1.71	1.65	1.65	应收账款	3332	3030	3708	4127
速动比率	1.31	1.39	1.32	1.29	存货	2059	1944	2323	2587
<b>经营效率指标</b>					其他	1505	1264	1387	1413
总资产周转率	0.56	0.51	0.55	0.56	<b>非流动资产</b>	11059	12401	13953	15747
应收账款周转率	3.96	3.96	3.96	3.96	固定资产	8585	9925	11475	13267
应付账款周转率	4.24	4.24	4.24	4.24	无形资产	254	264	274	285
					租金押金				
					使用权资产				
					其他	2220	2212	2203	2194
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>资产总计</b>	<b>23643</b>	<b>23800</b>	<b>26805</b>	<b>29269</b>
<b>经营活动现金流</b>	2384	2312	2002	2545	<b>流动负债</b>	7816	6659	7791	8205
净利润	1690	1331	1866	2035	短期借款	4139	3245	3675	3627
折旧摊销	805	742	854	984	应付账款	2143	2023	2417	2692
少数股东权益	75	59	83	90	其他	1534	1391	1698	1886
营运资金变动及其他	-186	180	-801	-564	<b>非流动负债</b>	1083	1083	1083	1083
<b>投资活动现金流</b>	-1166	-1758	-1979	-2351	长期借款	0	0	0	0
资本支出	-1696	-2093	-2415	-2787	租赁负债				
其他投资	530	335	435	436	其他	1083	1083	1083	1083
<b>筹资活动现金流</b>	-64	-1080	251	-234	<b>负债合计</b>	<b>8899</b>	<b>7742</b>	<b>8874</b>	<b>9288</b>
借款增加	48	-894	431	-49	少数股东权益	419	478	560	650
普通股增加	49	1	0	0	股本	115	116	116	116
已付股利	-667	-187	-180	-186	留存收益和资本公积	14210	15465	17255	19215
其他	507	0	0	0	归属母公司股东权益	14325	15581	17371	19330
<b>现金净增加额</b>	1165	-526	274	-40	<b>负债和股东权益</b>	<b>23643</b>	<b>23800</b>	<b>26805</b>	<b>29269</b>

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 15 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

周旭辉 策略研究团队  
刘溢 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 丘钛科技,西部水泥,浪潮国际,农夫山泉,李宁,比亚迪电子,建滔积层板,JS 环球生活,颐海国际,舜宇光学科技,波司登,复星国际,平安好医生,百奥家庭互动,敏华控股,阅文集团,天能动力,FIT HON TENG

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕灵(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 z zr13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zzw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
联系人  
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 l yj12399@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 py110297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com