

中小股票

2017年02月22日

浙江仙通 (603239)

—— 高毛利率产品欧式导槽快速放量，营收净利高增长，首次覆盖，给予“买入”评级

报告原因：首次覆盖

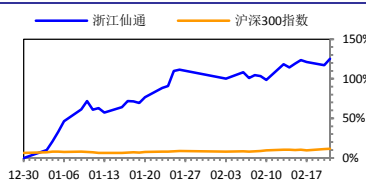
买入 (首次评级)

市场数据： 2017年02月21日	
收盘价(元)	70.76
一年内最高/最低(元)	73.45/31.45
市净率	13.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1596
上证指数/深证成指	3253.33/10405.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日	
每股净资产(元)	5.3
资产负债率%	36.59
总股本/流通A股(百万)	90/23
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马晓天 A0230516050002
maxt@swsresearch.com

联系人

李凡
(8621)23297818x7335
lifan@swsresearch.com

投资要点：

- 公司是国内优质的汽车密封条供应商，营收、盈利高速增长，毛利率高。公司是国内前十的汽车密封条生产厂商。营收方面，2015年同比增长41%，预计16年营收增长52%，达6.38亿元。净利润，15年同比增长65%，16年已公告业绩预增72%左右，达1.52亿元。公司毛利率超过同业平均水平，橡胶和塑料密封件毛利率分别达42%和50%。
- 自主品牌市场强势，合资品牌拓展顺利，营收增速快，有望5年内成为内资汽车密封条行业第一。自主品牌上，公司目前已经为上汽通用、吉利和奇瑞等多家自主品牌汽车批量供应整车密封条产品。合资品牌上，公司已经成为本田等日韩汽车的二级供应商，同时别克小型MPV密封条配套项目已进入手工样件阶段，雪佛兰紧凑级新车项目也已进入生产批准阶段。
- 高毛利产品欧式车窗导槽持续放量，营收占比提升，公司毛利率料稳中有升。公司是目前国内唯一能够生产欧式车窗导槽的内资厂家，产品毛利率高达60%。欧式导槽15年营收占比11%，16年占比20%，17年有望持续提升到30%左右。
- 募投产能保障公司业绩高速增长。上市募投项目2300万米橡胶汽车密封件将于2017年底投产，2018年底即可达产。1300万米汽车塑胶密封件将于2018年底投产，产能4年内释放。项目全部达产后，橡胶密封条产能提升53%，塑胶密封件产能提升54%。
- 随着募投项目投产和新项目拓展，公司未来三年业绩有望实现高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。预计16-18年净利润为1.59/2.36/3.05亿元，EPS分别为1.77/2.61/3.38元，PE分别为40/27/21。可比公司的17年平均估值达26倍，考虑到公司业绩16~18三年的年均增速超过50%，以及市场给予次新股的估值溢价，相对保守给予40倍PE，有47%的上升空间，给予“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	301	424	638	914	1,178
同比增长率(%)	-6.70	40.85	50.50	43.26	28.88
净利润(百万元)	53	88	159	236	305
同比增长率(%)	16.47	65.06	81.24	48.43	29.24
每股收益(元/股)	0.79	1.30	1.77	2.61	3.38
毛利率(%)	38.5	41.9	46.6	47.9	48.0
ROE(%)	20.6	27.5	17.2	20.3	20.8
市盈率	90	55	40	27	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

随着募投项目投产和新项目拓展，未来三年业绩有望实现高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。预计 16-18 年净利润为 1.59/2.36/3.05 亿元，EPS 分别为 1.77/2.61/3.38 元，PE 分别为 40/27/21。可比公司的 17 年平均估值达 26 倍，考虑到公司业绩 16~18 三年的年均增速超过 50%，以及市场给予次新股的估值溢价，相对保守给予 40 倍 PE，有 47% 的上升空间，给予“买入”评级。

关键假设点

假设一：橡胶密封件。募投产能将于 17 年底开始释放，18 年达产。同时公司车窗导槽产品营收占比稳步提升，将大大提升公司产品平均价格。橡胶密封件 16~18 营收分别达到 3.8 亿，6.0 亿和 7.5 亿元。2016 中报公司产品毛利率已达 42%，趋势向上，受益于规模效应和公司新产品占比的提升，未来三年毛利率稳中有升，分别达到 44%，46% 和 46%。

假设二：塑料密封件。募投产能将于 2018 年开始释放。塑料密封件 16~18 营收分别达到 2.4 亿，3.0 亿和 4.0 亿元。2016 中报公司产品毛利率已达 50%，趋势向上，受益于规模效应和公司新产品占比的提升，未来三年毛利率稳中有升，分别达到 51%，52% 和 52%。

有别于大众的认识

鉴于中国汽车市场产销均已达到世界第一，体量已经很大。市场普遍认为汽车产业链公司难以获得持续的高增速和高毛利率。但公司在细分市场中处于优势地位，与行业第一梯队的主机厂建立了稳定的合作关系。并不断在成熟的市场中扩大自己的份额，营收保持了高速增长，同时公司通过不断推出新产品，毛利也在同业中保持了高水平。

公司的欧式车窗导槽产品单件价值是日式产品的 5 倍，毛利率亦达到 60%，该产品的放量将大大加速公司业绩的增长。同时公司已经开始为别克品牌 MPV 配套密封条产品，标志着公司正式进入中端合资品牌供应链。未来 3 年公司将迎来量价齐升的发展黄金期。

股价表现的催化剂

业绩兑现，中高端客户顺利开发，我国进一步出台刺激小排量汽车销售的政策法规。

核心假设风险

业绩不达预期，中高端客户开发不顺利。

目录

1. 优秀汽车密封条厂商，盈利能力突出	6
1.1 公司产品线完备，下游客户优质	6
1.2 营收快速增长，盈利能力强劲	7
2. 开拓广阔市场，打造汽车密封条龙头	9
2.1 中国汽车产销稳居世界第一，公司密封条需求强劲	9
2.2 小型车受政策推动快速发展，本土厂商具备成本优势	10
2.3 本土唯一欧式车窗导槽供应商，业绩增量潜力大	10
2.4 立足自主、渗透合资，打造汽车密封条龙头.....	11
3. 研发实力强、原料成本可控，毛利率有保障	13
3.1 新品研发能力突出，紧跟主机厂步伐	13
3.2 上游原料供给充沛，产品成本可控.....	14
3.3 模具自制率高，人工成本低.....	15
4. 募投项目助力，产销提升有保障	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1 核心假设与毛利拆分	17
5.2 盈利预测与投资评级	18

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	6
图 2: 公司密封条产品相关说明及实际应用场景.....	6
图 3: 公司前三客户占营收比例超 60%.....	7
图 4: 公司营收走势.....	8
图 5: 公司净利润走势.....	8
图 6: 公司 2016H1 毛利占比.....	8
图 7: 公司产品毛利率走势.....	8
图 8: 中国汽车销量全球市场占比逐年攀升.....	9
图 9: 中国乘用车销量及增速.....	9
图 10: 中国 1.6L 及以下乘用车销量及占比走势.....	10
图 11: 车窗导槽示意图及欧式/日式导槽之间的差别.....	11
图 12: 公司合资厂商销售占在 5 成左右 (含 SGMW).....	11
图 13: 自主品牌乘用车销量及占比.....	11
图 14: 公司目前为合资品牌供货车型 (不含上汽通用五菱).....	12
图 15: 公司新产品销售额及件数走势.....	13
图 16: 公司新产品营收占比走势.....	13
图 17: 公司目前在研主力项目.....	14
图 18: 乙丙橡胶全球产能充沛.....	14
图 19: 进口乙丙橡胶平均单价低位震荡.....	14
图 20: PVC 产能持续增长.....	15
图 21: PVC 期货价格走势围绕中枢波动.....	15
表 1: 公司毛利率超过同行业公司平均水平.....	8
表 2: 公司产品市场占有率.....	9
表 3: 2016H1 公司橡胶密封条匹配前十车型.....	12
表 4: 2016H1 公司塑胶密封条匹配前十车型.....	12
表 5: SGM 赛欧 3 配套项目中由于自制模具提升毛利率 6%.....	15
表 6: 公司募投项目基本情况.....	16

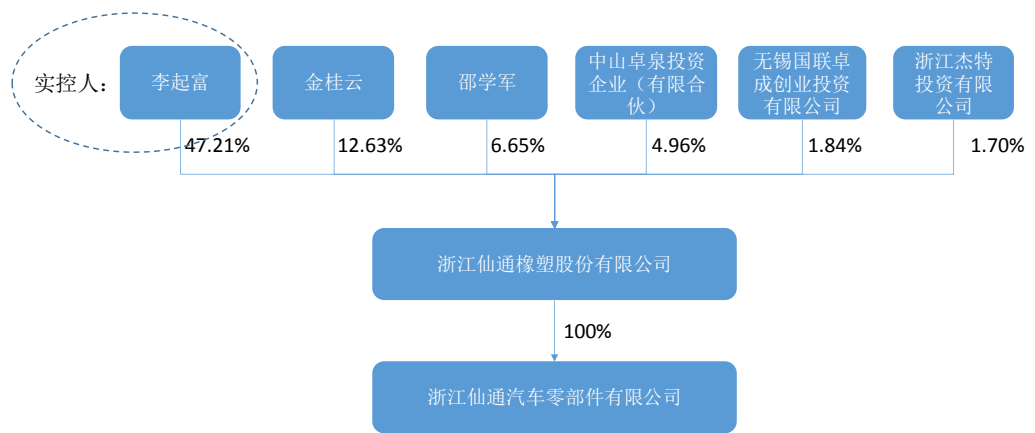
表 7:公司产能相关募投项目能大大缓解目前产能不足困境.....	16
表 8: 公司募投产能将稳步释放	16
表 9: 公司技术中心研究方向.....	17
表 10: 毛利拆分表.....	17
表 11: 盈利预测	18
表 12: 可比公司估值分析	19

1. 优秀汽车密封条厂商，盈利能力突出

公司是国内主要的汽车密封条生产企业之一，汽车密封条的生产和销售规模处于行业前列。公司拥有高新技术企业、省级企业技术中心、省级高新技术企业研究开发中心、浙江省科技型中小企业、省级企业研究院、台州市成长型二十强企业等荣誉，先后承担 1 项国家火炬计划项目，1 项浙江省重大科技专项，1 项浙江省重大科技专项和优先主题项目。

目前公司股权集中，实际控制人李起富先生拥有公司 47.21% 的股份。下属唯一子公司浙江仙通汽车零部件有限公司。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1 公司产品线完备，下游客户优质

公司具备完整的整车密封条供应能力。公司的主要产品为汽车密封条，主要包括前车门框密封条、门上密封条、背门框密封条、车门外水切、风挡外饰胶条、三角窗玻璃密封条、行李箱密封条、天窗密封条、车顶饰条、车门玻璃导槽等。除此之外，公司还生产车门玻璃导轨、拉门滑轨等金属辊压件以及行李架垫片等其他配件。具备较强的工装模具和专用设备开发能力、产品整体配套方案的设计能力和同步开发能力，主要为国内外汽车整车生产企业供应密封条产品，并提供配套研发和后续服务。

销售额位居汽车密封橡胶行业前三位。2015 年我国参与统计的本土汽车密封条制造商实现销售收入 51 亿元左右，占全国总销售收入的比例约为 32%。其中浙江仙通橡塑股份有限公司统计中进入全国销售收入前三位。

图 2：公司密封条产品相关说明及实际应用场景

分类标准	类型
使用部位	车门框密封条、门上密封条、窗框密封条、车门内外水切条、导槽密封条、发动机盖密封条、行李箱盖密封条、三角窗玻璃密封条、天窗密封条、前后挡风玻璃密封条等
原料	塑胶密封条（以 PVC 粒子为主要原料）、橡胶密封条（以 EPDM 混炼胶为主要原料）、热塑性弹性体（如 TPE、TPV 等）密封条等
结构	纯胶密封条、密实胶与海绵胶复合密封条、密实胶-骨架材料-海绵胶三复合密封条、多复合密封条
表面处理状态	植绒类密封条、表面涂层密封条、有织物密封条等



发动机盖密封条



后备箱密封条



车窗密封条



车门密封条



三角窗密封条



玻璃导槽密封条

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016H1 公司前三客户销售占比超过 60%，最大客户上汽通用五菱 (SGMW) 占据 37%，是公司业绩的基石。SGMW 常年雄踞中国市场销量第一，其核心车型五菱宏光更是全国销量最多的车型。公司另外两大客户吉利和奇瑞也是中国市场中领先品牌。2016 年全年，吉利销量位居全国第 10 位，奇瑞位居第 16 位。

图 3：公司前三客户占营收比例超 60%

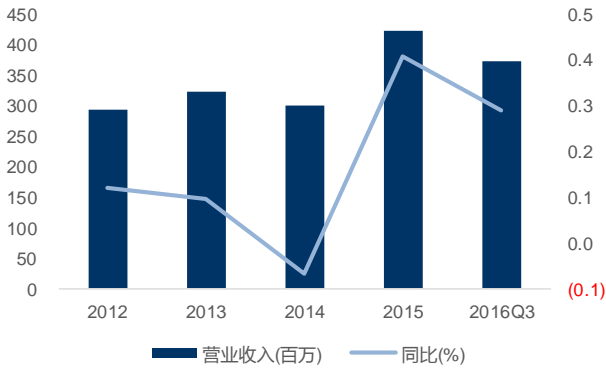
厂商	公司客户排名	2016 中国市场销量排名	近两年占公司收入比例	主力配套车型
 上汽通用五菱 SGMW	No.1	No.1	2016H1:37% 2015A:39%	 五菱宏光S  五菱之光  宝骏630  宝骏730
 吉利汽车 GEELY AUTO	No.2	No.10	2016H1:13% 2015A:14%	 吉利新帝豪三厢  吉利熊猫
 CHERY	No.3	No.16	2016H1:12% 2015A:10%	 艾瑞泽5  瑞虎5

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 营收快速增长，盈利能力强劲

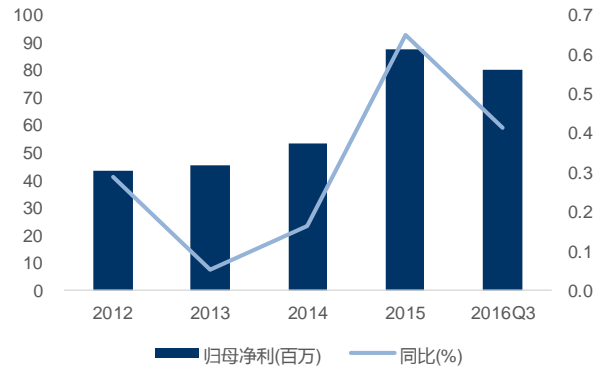
公司营收、净利高速增长。 营收方面，2015 年同比增长达 41%，2016Q3 同比增加 29%。归母净利润方面，2015 年同比增加 65%，2016Q3 同比增长达 41%。公司净利润增速持续高于营收增速，公司的盈利能力逐步加强。

图 4：公司营收走势



资料来源：WIND，申万宏源研究

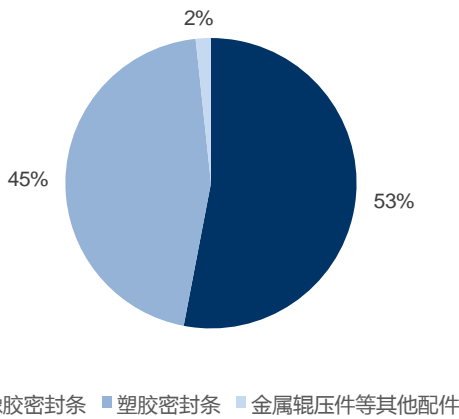
图 5：公司净利润走势



资料来源：WIND，申万宏源研究

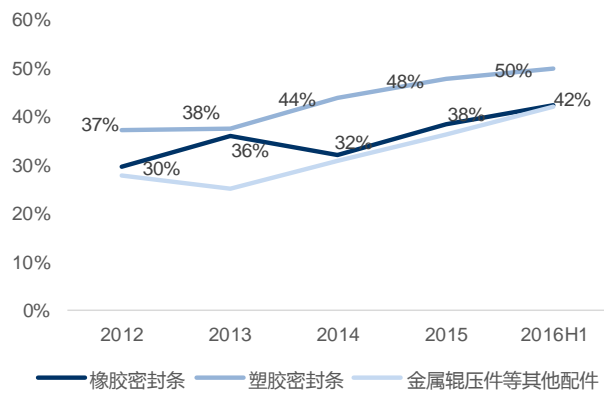
公司的产品毛利率总体呈上升趋势。橡胶密封条 2016H1 贡献了公司 53% 的毛利，毛利率达到 42%，相较 2015 年提升 4%。塑胶密封条 2016H1 贡献了公司 45% 的毛利，毛利率达到 50%，相较 2015 年提升了 2%。

图 6：公司 2016H1 毛利占比



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 7：公司产品毛利率走势



资料来源：WIND，申万宏源研究

公司产品的毛利率超同业公司平均水平。公司 2013 至 2016H1 毛利率较可比上市公司均值优势逐步放大，2016H1 已超出 14%。

表 1：公司毛利率超过同业公司平均水平

	2013 年	2014 年	2015 年	2016H1
中鼎股份（内销业务）	34%	36%	40%	41%
海达股份（汽车产品）	25%	22%	22%	30%
京威股份（外饰件）	35%	35%	30%	32%
贵航股份	18%	19%	22%	23%
同行业上市公司平均	28%	28%	28%	32%
浙江仙通（汽车产品）	35%	38%	42%	45%
上市公司平均水平与公司的差异	4%	8%	13%	14%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

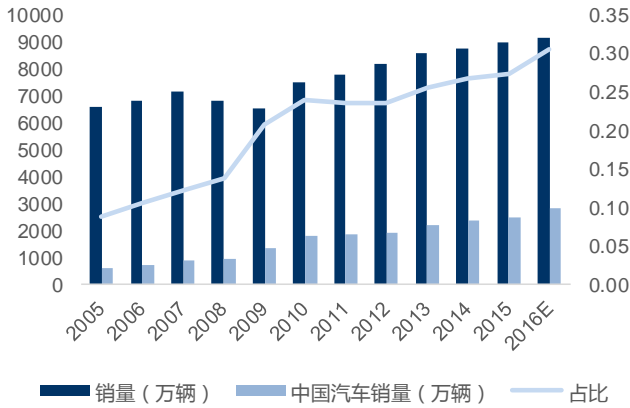
2. 开拓广阔市场，打造汽车密封条龙头

2.1 中国汽车产销稳居世界第一，公司密封条需求强劲

中国汽车市场的高速发展改变了世界市场格局。中国汽车市场的年销量由 2005 年的 576 万辆，迅速上升至 2015 年的 2,800 万辆，占世界汽车产销量的比重由 2005 年的 9%，上升到 2016 年的 31%。稳居世界第一。

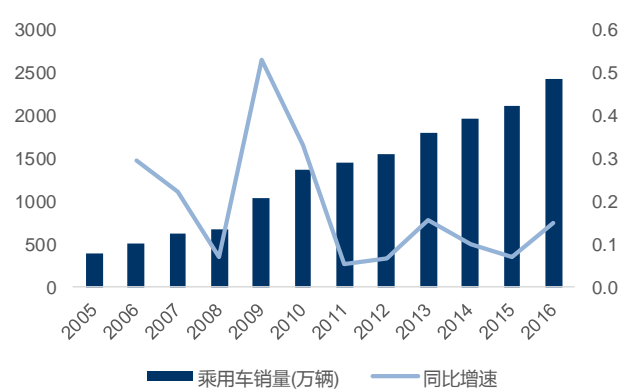
公司的产品主要匹配乘用车，乘用车是汽车销量的主体部分，中国乘用车销量从 2005 年的 397 万辆增长至 2016 年 2,429 万辆，复合增速达 18%。汽车密封条市场随着中国汽车市场一道成长，按单车匹配 45 米左右的密封条，市场空间约 11 亿米。按 20 元/米均价计算，市场空间在 220 亿元左右。

图 8：中国汽车销量全球市场占比逐年攀升



资料来源：中汽协，中国商情网，申万宏源研究

图 9：中国乘用车销量及增速



资料来源：中汽协，申万宏源研究

2015 年公司生产汽车密封条产品 6,000 万米，实现销售收入 4 亿元，根据中国汽车工业协会汽车相关工业分会的统计，公司的汽车密封条 2015 年生产和销售规模在全国参与统计的企业中排名前列。2013 年至 2015 年，公司市场占有率的变化情况如下表所示：

表 2：公司产品市场占有率

	2015	2014	2013
公司产量 (万米)	6,000	3,944	4,241
全国总产量 (万米)	-	119,961	97,600
市场占有率 (产量)	-	3.3%	4.4%
公司销售收入 (亿元)	4.0	2.8	3.2
全国总收入 (亿元)	160.4	128.8	111.1
市场占有率 (收入)	2.5%	2.2%	2.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 小型车受政策推动快速发展，本土厂商具备成本优势

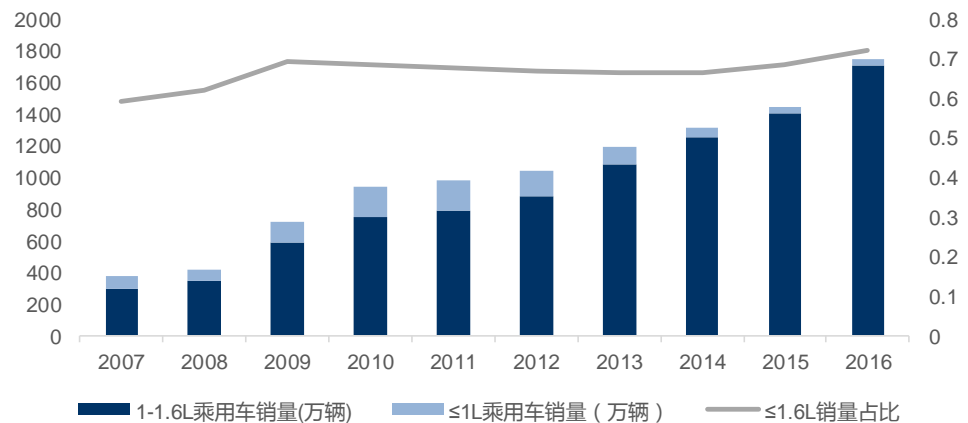
自主品牌与小排量车型的市场前景，与本土汽车密封条制造企业的发展密切相关。从目前的市场格局来看，本土汽车密封条企业的配套车型以自主品牌和小排量车型为主，而大部分合资品牌、高端车型密封条的首选配套生产企业仍然为大型跨国汽车零部件企业。

在中国，随着燃油价格的上升和环保压力的增大，小排量汽车逐渐受到政策制定者的重视。从欧洲、日本等发达国家的经验和现状来看，低油耗、小排量的小型汽车已经成为社会消费的主流。在欧洲，排量在 1.0 升以下小排量车占汽车总销量的 35% 左右。在日本，0.6 升以下小排量车日益成为消费市场主流。

2012 年出台的《节能与新能源汽车产业规划（2012-2020）》提出：到 2015 年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至 6.9 升/百公里，到 2020 年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里。

2007 至 2016 年，1.6 升以下排量乘用车的国内销量由 375 万辆上升至 1,712 万辆，年均复合增长率达到 21%，占乘用车销量的市场份额也由 60% 上升至 72%。我国在“十二五”时期安排了 60 亿元支持推广 1.6 升及以下排量节能汽车。小排量汽车，特别是 1.6L 的排量日益受到国内消费者的欢迎。

图 10：中国 1.6L 及以下乘用车销量及占比走势



资料来源：中汽协，申万宏源研究

小排量汽车的快速增长是公司销售收入增长的原因之一。目前，小排量汽车主要面向中低端消费群体，车辆总价低，对原料价格变动的敏感性较大，而相对于大型跨国零部件企业而言，本土密封条制造商具有较强的成本优势，因此小排量汽车销量的快速增长，将继续推动本土密封条制造商发展。公司配套的车型中，大部分为排量较小的 A 型车。

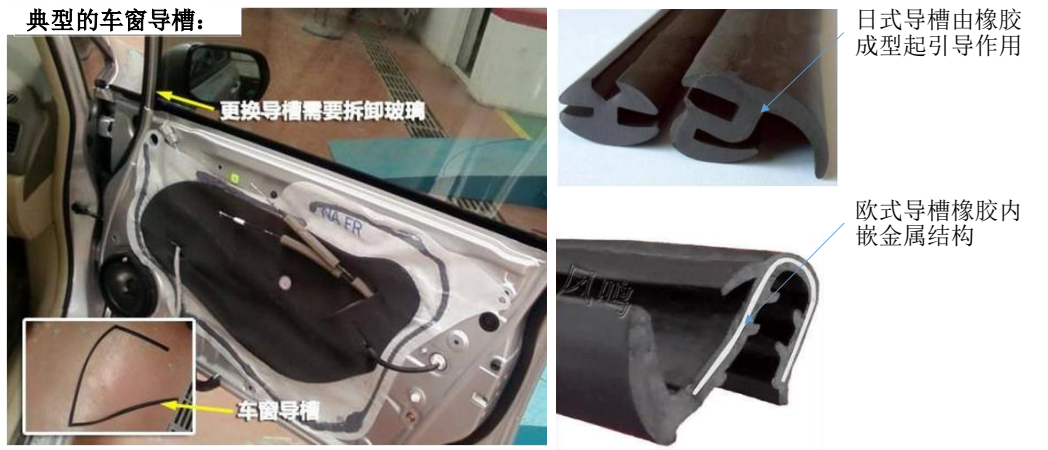
2.3 本土唯一欧式车窗导槽供应商，业绩增量潜力大

车窗导槽主要用于夹紧车窗和引导车窗运动。公司是目前全国唯一有能力生产欧式导槽的生产厂商，相较于日式导槽，欧式导槽在结构中有硬结构件，性能相较于日式导槽更好，

所以价格较高。在典型 A0 级车型中，一套日式车窗导槽（4 个车窗）价格约为 30*4=120 元，而一套欧式导槽价格约为 150*4=600 元，两者的单件价格相差 5 倍。

2015 年，公司欧式导槽销售占比仅占约 20%，但毛利率达到 60%。随着公司产品结构中欧式导槽的占比进一步扩大，单车匹配价值将大幅提升，公司在营收增长的同时，总体毛利率也将稳步提升。

图 11: 车窗导槽示意图及欧式/日式导槽之间的差别

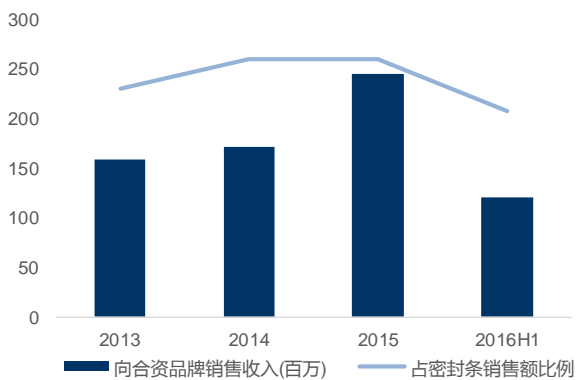


资料来源：互联网，申万宏源研究

2.4 立足自主、渗透合资，打造汽车密封条龙头

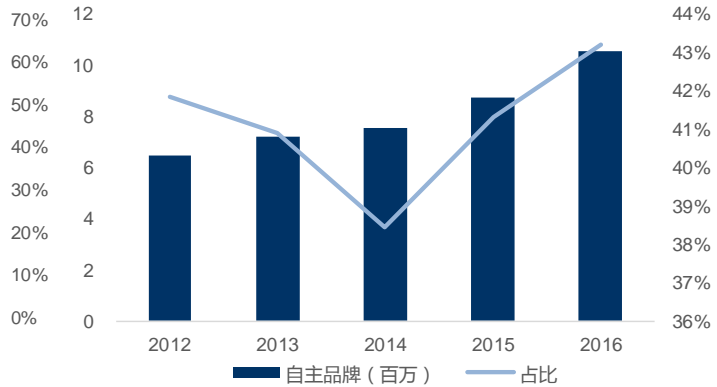
公司在自主品牌中表现强势，公司的主要客户上汽通用五菱（第一）和吉利（第十）均位列国内市场前十大厂商。若将上汽通用五菱（其主要产品为微面和合资自主品牌宝骏）划分为自主品牌，则自主品牌在公司营收占比为 90%。

图 12: 公司合资厂商销售占比在 5 成左右 (含 SGMW)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13: 自主品牌乘用车销量及占比



资料来源：中汽协，申万宏源研究

目前的中国汽车市场中，合资品牌乘用车的市场份额仍在 60%左右，在轿车市场的份额更是达到 75%以上。根据 2016 年销量数据，乘用车销量前十的公司中 70%均为合资公司，公司目前是销量榜首的上汽通用五菱一级供应商，但其产品以微型面包车和宝骏乘用车为主，定位较低，对公司产品价格敏感。公司能否成功的进入主流乘用车合资品牌供应链，进入中高端市场，并成为一级供应商是公司业绩的质变的关键因素。

公司在主流合资车型中份额暂时较低，量价均有提升空间。对公司 2016H1 密封条（橡胶+塑胶）供应车型进行分析，橡胶密封条前十匹配车型中仅 3 款合资车型，且单车匹配价格明显低于营收主体的自主车型，说明公司暂时在相关车型中整体密封解决方案渗透不足。塑胶密封条产品前十匹配车型中更是没有主流合资产品。

表 3：2016H1 公司橡胶密封条匹配前十车型

车型	公司销量 (万件)	销售收入 (万元)	销售占比	全国该车型 销量	全国该车型 销量排名	车型类别
五菱宏光	223	3,463	13.64%	294,314	1/490	自主
帝豪 EC7	165	2,003	7.89%	150,865	18/490	自主
艾瑞泽 5	61	1,692	6.66%	39,303	89/490	自主
荣威 350	65	1,448	5.71%	23,102	131/490	自主
传祺 GS4	85	1,244	4.90%	150,865	9/490	自主
新赛欧 3	49	626	2.46%	47,753	77/490	合资
风云 2	21	621	2.45%	28,122	119/490	自主
科鲁兹	48	548	2.16%	105,703	17/490	合资
长安之星	35	461	1.82%	27,752	121/490	自主
本田 CR-V	31	309	1.22%	85,482	26/490	合资

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：2016H1 公司塑胶密封条匹配前十车型

车型	公司销量 (万件)	销售收入 (万元)	销售占比	全国该车型 销量	全国该车型 销量排名	车型类别
宝骏 560	208	1,944	7.66%	174,529	4/490	合资自主
五菱宏光	206	1,864	7.34%	294,314	1/490	自主
帝豪 EC7	139	1,126	4.43%	150,865	18/490	自主
传祺 GS4	113	1,090	4.30%	150,865	9/490	自主
五菱之光	83	642	2.53%	88,439	24/490	自主
长安欧尚	46	549	2.16%	57,881	55/490	自主
宝骏 730	596	499	1.97%	144,095	11/490	合资自主
GS75	65	403	1.59%	96,855	20/490	自主
奇瑞瑞虎	59	382	1.51%	48,400	75/490	自主
五菱荣光	49	229	0.90%	98,993	19/490	自主

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司正加速进入主流合资品牌供应链。目前公司作为一级供应商的参与的合资品牌车型集中在 SGM 的雪佛兰品牌，另外从公司在研项目来看，公司已经拿下了 SGM 别克品牌 MPV 车型的部分订单，别克是中国市场主流中高端品牌，单品牌销量长期处于前 5，进入别克供应体系意义重大。公司作为二级供应商主要服务于本田，车型涵盖东本和广本的部分产品。

图 14：公司目前为合资品牌供货车型（不含上汽通用五菱）

作为一级供应商供货车型：



作为二级供应商供货车型：



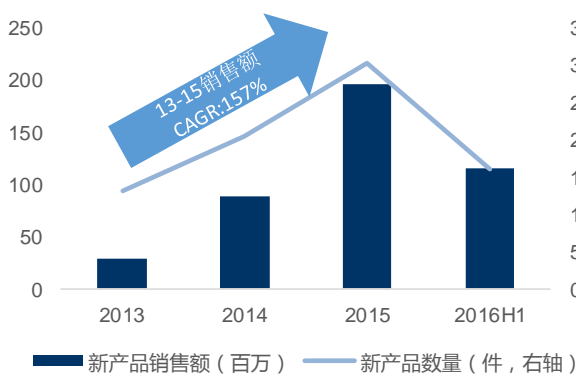
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 研发实力强、原料成本可控，毛利率有保障

3.1 新品研发能力突出，紧跟主机厂步伐

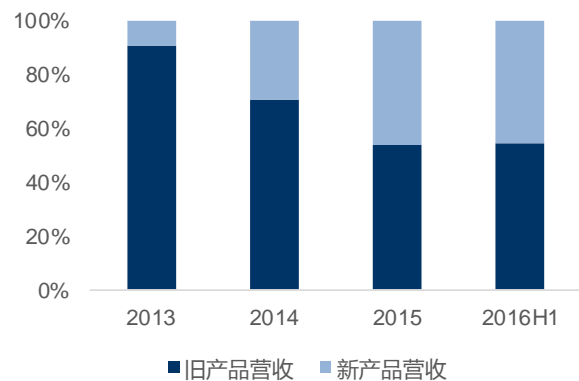
公司通过持续推出新产品，保障产品毛利率。2013 年至 2016 年上半年，公司累计研发新产品 894 项，涉及车型分别为 13、14 款、16 款和 24 款（一款车型所需要的车身密封条中，包括车门框、窗框、车门内外水切、门上、导槽、发动机盖、行李箱盖、天窗等十几种不同的部位）。公司年度新品贡献的营收快速增长，13-15 年复合增速达 157%，至 2016H1，当期新产品已占到营收 46%左右。虽然主机厂对于成熟配套产品有年度降价需求，但是公司新产品占比的提升能够保障公司毛利率的稳定。

图 15：公司新产品销售额及件数走势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：公司新产品营收占比走势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

在研项目充沛，新产品将陆续上量。公司从 2000 年即开始为上汽通用五菱同步开发五菱之光车型的密封条产品，成为国内最早形成同步开发能力的供应商之一。2016 年上半年，公司同步开发产品的销售收入达到 1.92 亿元左右，占营业收入的比重达到 75%左右。截至 2016 年 6 月底，公司已完成或正在进行同步开发的车型项目达到 73 个。

图 17: 公司目前在研主力项目

项目阶段: 上量时间:	项目启动 2年+	手工样件 1.5年+	工装样件 1年+	生产件批准 6个月+	批量生产 ~3个月
	· 吉利博越: 全车密封条	· 吉利帝豪EC7改款: 行李厢、发动机罩、顶盖装饰条; · 别克MPV: 四门两盖; · 北汽宝沃: 全车胶条; · 北汽H50: 全车胶条	· 五菱180S、210M (MPV): 全车胶条; · 奇瑞瑞虎替代车型: 全车胶条	· SGM雪佛兰车型新凯越: 四门两盖	· 瑞虎X3: 内外切水、前仓、行李厢、呢槽; · 北汽BJ50: 全车胶条; · 昌河Q35: 全车胶条

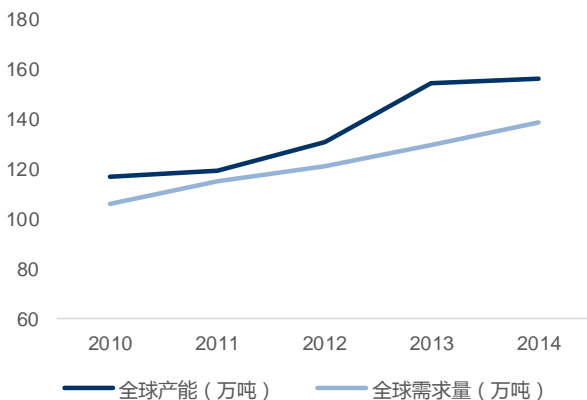
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.2 上游原料供给充沛, 产品成本可控

公司生产所需的主要原材料为三元乙丙橡胶(EPDM)及其混炼胶、PVC 粒子、钢材、石蜡油、碳黑等。其中橡胶密封条, 以三元乙丙橡胶(EPDM)及其混炼胶为主要原材料, 占橡胶密封条材料成本的比重达到 40%左右, 塑胶密封条以塑料粒子为主要原料, 占塑胶密封条原材料成本的比重超过 30%。

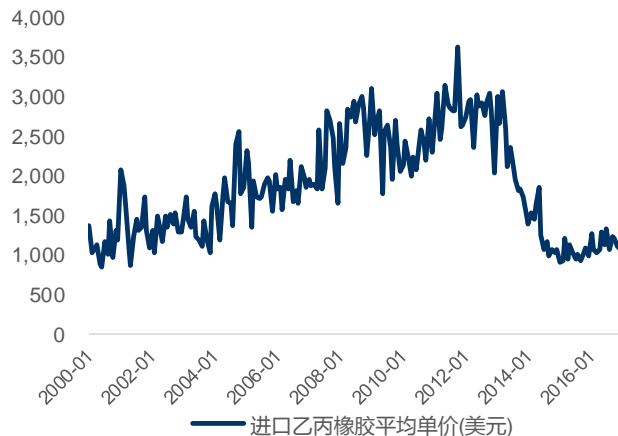
乙丙橡胶: 行业的集中度较高, 2014 年全球乙丙橡胶前五强, 包括朗盛、埃克森美孚、锦湖聚合化学、美国 Dow 化学、三井化学, 其生产能力占全球总能力 68%。世界乙丙橡胶三大产区(美国、西欧、亚洲)产能均呈供大于求的格局。近年来, 乙丙橡胶装置产能和需求状况均没有发生剧烈变化, 因此全球乙丙橡胶的供需总体上较为稳定。从进口平均单价走势来看, 目前乙丙橡胶价格处于低位震荡阶段。

图 18: 乙丙橡胶全球产能充沛



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 19: 进口乙丙橡胶平均单价低位震荡

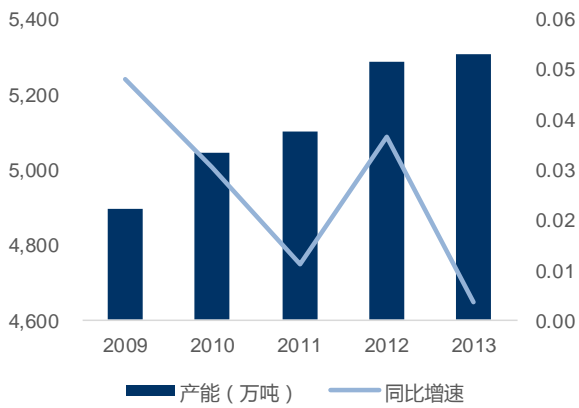


资料来源: WIND, 申万宏源研究

PVC 粒子: 根据 HIS 化学公司发布的《2014 年世界氯碱分析》以及《2014 年世界乙烯基树脂分析》两篇研究报告, 由于中国等新兴市场大幅扩大产能, 全球 PVC 市场近年来出

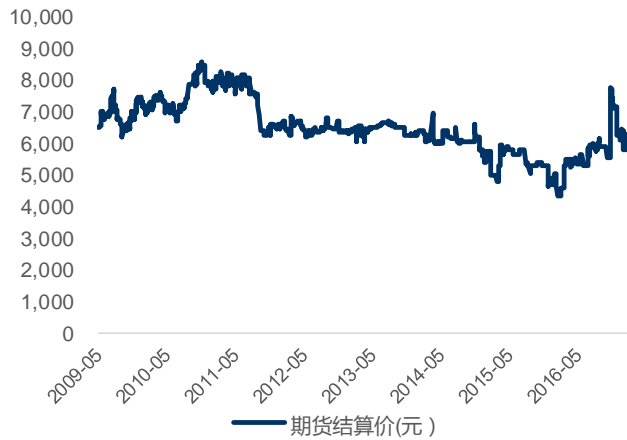
现显著的供过于求局面。预计到 2018 年，全球 PVC 需求将以年均 4%左右的速率增长，而平均年产能过剩量将达到 1,800 万吨左右。由于供给充足，预计 PVC 粒子价格将稳中有降。

图 20: PVC 产能持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21: PVC 期货价格走势围绕中枢波动



资料来源：大连商品交易所，申万宏源研究

3.3 模具自制率高，人工成本低

公司的工装模具的自制率达到 95%以上。与委外订制的工装模具相比，自制的工装模具能更有效的满足公司生产环节中的各项要求，提高生产效率以及产品的合格率，从而有效地降低了成本。另外，自制工装模具的成本较低，亦节省了设备开支，从而控制制造费用，节省了成本。

公司为上海通用赛欧 3 车型配套的车顶饰条由于自制工装模具毛利率提升 6%，该车顶饰条的模具为公司自主研发，2015 年公司该款车顶饰条的销售收入为 352.72 万元，营业成本为 186.26 万元，毛利率为 47.19%。若按照模具外购成本计算，该款车顶饰条 2015 年的营业成本为 206.88 万元，毛利率为 41.35%，较自制模具时毛利率降低 5.84 个百分点。

表 5: SGM 赛欧 3 配套项目中由于自制模具提升毛利率 6%

	公司自制模具	外购模具
营业收入 (万元)	353	353
营业成本 (万元)	186	207
毛利率	47%	41%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司由于位置较偏，人工成本较低。将公司同贵航股份的单位产品的直接人工金额进行对比，2015 年，公司为 0.73 元/米，低于贵航股份的 1.16 元/米，主要由于公司地处浙江省仙居县，属于经济较不发达的地区，GDP 在全省 60 余个县市中排名 50 名左右，因此人力成本较低。而贵航股份的密封件生产主要由贵航汽车零部件股份有限公司的子公司则位于贵阳市、上海市、柳州市、天津市、重庆市等经济发达城市或省会城市，工资薪酬水平较高，人力成本也明显高于仙居县的水平。

4. 募投项目助力，产销提升有保障

公司本次公开发行以每股价格 21.84 元/股发行不超过 2,256 万股，占发行后公司股份总数的 25%。募集资金总额为 47,271 万元，扣除发行费用后，募集资金净额 44,639 万元。并投资于以下项目：

表 6:公司募投项目基本情况

序号	项目名称	投资额度 (万元)	项目建设期
1	年产 2300 万米橡胶汽车密封件扩产项目	17,501	1 年
2	年产 1300 万米汽车塑胶密封件扩产项目	7,028	2 年
3	汽车密封条研发中心建设项目	2,291	2 年
4	补充流动资金项目	17,819	
	合计	44,639	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

产能项目缓解产能困境

公司目前产能十分吃紧，2016H1 产能利用率超过 90%，产销率均超过 100%。公司 2300 万米橡胶汽车密封件将于 2017 年底投产，2018 年底即可达到 100% 产能，达产后将提升 53% 产能。1300 万米汽车塑胶密封件将于 2018 年底投产，逐步释放产能，达产后将提升 54% 产能。募投项目能够大大缓解公司目前产能的困境，为公司业绩持续增长提供助力。

表 7:公司产能相关募投项目能大大缓解目前产能不足困境

主要产品	2016H1 产销情况					募投项目情况	
	产能 (年化)	产量 (万米)	销量 (万米)	产能利用率	产销率	募投产能 (万米)	产能提升率
橡胶密封条	4350	2,039	2,091	94%	103%	2,300	+53%
塑胶密封条	2400	1,093	1,253	91%	115%	1,300	+54%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8: 公司募投产能将稳步释放

序号	项目名称	T+1 年	T+2 年	T+3 年	T+4 年	T+5 年
1	年产 2300 万米橡胶汽车密封件扩产项目	60%	100%	100%	100%	100%
2	年产 1300 万米汽车塑胶密封件扩产项目	-	30%	60%	80%	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

技术中心项目提升公司新产品开发效率

公司现有技术研发人员超过 100 人，占公司总人数的 10% 以上。其中，核心技术团队人员基本具有 10 年以上的本行业工作经验，在材料工艺，产品设计，工模设计制造以及机电一体等方面的，掌握优良的技能 and 经验。

通过本次募投项目，公司将对现有研发中心进行升级改造，新聘专业的研发人员，提升新的软件技术与研发设备，扩大研发中心规模，增强密封件生产工艺等多层次的研发能力。公司将着力进行以下五个方面的新技术、新工艺的研发。

表 9：公司技术中心研究方向

研发方向	研发内容	研发必要性	研发创新
新材料开发	开展 EPDM 和 TPV 等原材料的研发	降低原材料成本与寻求新的替代品	寻找新的配比方式，使用廉价的填充物替代现有填充物
生产设备的升级	提高生产线的自动化，精度，防错性等性能	减少产品的人力成本，提高生产效率，满足复杂产品需要，提高产品质量	提高自动化程度，减少人工操作，更新相关设备
实验室系统提升	运用 CAE 进行金属材料的三维成型，通过计算机辅助分析达到最佳的成型状态	扩展 CAE 的应用，缩短模具开发周期，提高准确性	提高整体的研发能力，缩短开发周期，减少模具制造费用，节约开发成本
新技术研发	现有的发泡剂配方进行改进	微发泡技术能使材料具有更大适用性，满足不同需求，它在生产高质量要求的精密制品上具有很大的优势	提高整体的研发能力，缩短开发周期，减少模具制造费用，节约开发成本
新产品研发	生产铝带亮条	可以提高产品盈利能力，帮助公司开拓新的市场，保证公司的持续发展能力	攻克阳极氧化工艺

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 核心假设与毛利拆分

假设一：橡胶密封件。募投产能将于 17 年底开始释放，18 年达产。同时公司车窗导槽产品营收占比稳步提升，将大大提升公司产品平均价格。橡胶密封件 16~18 营收分别达到 3.8 亿，6.0 亿和 7.5 亿元。2016 中报公司产品毛利率已达 42%，趋势向上，受益于规模效应和公司新产品占比的提升，未来三年毛利率稳中有升，分别达到 44%，46%和 46%。

假设二：塑料密封件。募投产能将于 2018 年开始释放。塑料密封件 16~18 营收分别达到 2.4 亿，3.0 亿和 4.0 亿元。2016 中报公司产品毛利率已达 50%，趋势向上，受益于规模效应和公司新产品占比的提升，未来三年毛利率稳中有升，分别达到 51%，52%和 52%。

表 10：毛利拆分表

		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
橡胶密封条	营业收入	160	132	240	380	599	754
	营业成本	102	90	148	213	323	407
	毛利	57	42	92	167	275	347
	毛利率	36%	32.0%	38.3%	44.0%	46.0%	46.0%
	收入占比	51%	45%	57%	60%	65%	64%
	毛利占比	51%	37%	52%	56%	63%	61%
塑料密封条	营业收入	135	151	164	241	297	404
	营业成本	102	90	148	118	143	194
	毛利	51	66	78	123	155	210

	毛利率	38%	44.0%	47.7%	51.0%	52.0%	52.0%
	收入占比	43%	51%	39%	38%	33%	34%
	毛利占比	45%	59%	44%	41%	35%	37%
	营业收入	21	13	16	17	18	19
	营业成本	16	9	10	10	10	10
金属辊压件	毛利	5	4	6	7	8	8
	毛利率	25%	30.8%	36.3%	43.0%	44.0%	44.0%
	收入占比	7%	4%	4%	3%	2%	2%
	毛利占比	5%	4%	3%	3%	2%	1%
	总营收	316	297	420	638	914	1178
汇总	毛利汇总	113	113	176	297	438	566
	总体毛利率	36%	38.1%	41.9%	46.6%	47.9%	48.0%

资料来源：Wind、申万宏源研究

5.2 盈利预测与投资评级

盈利预测：预计公司 16 年-18 年分别实现营收 6.38/9.14/11.78 亿元，归属于母公司所有者净利润分别为 1.59/2.36/3.05 亿元，全面摊薄每股收益分别为 1.77/2.61/3.38 元。

表 11：盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	323	301	424	638	914	1,178
二、营业总成本	275	244	326	454	640	821
其中：营业成本	209	185	246	341	476	612
营业税金及附加	2	2	3	4	6	8
销售费用	20	18	25	38	55	70
管理费用	32	34	41	61	88	113
财务费用	5	6	7	8	9	11
资产减值损失	7	(2)	4	2	6	6
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	48	57	98	184	274	357
加：营业外收入	7	6	7	7	7	7
减：营业外支出	2	0	1	1	1	1
四、利润总额	52	63	104	189	280	363
减：所得税	7	10	16	30	44	57
五、净利润	46	53	88	159	236	305
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	46	53	88	159	236	305

资料来源：Wind、申万宏源研究

随着募投项目投产和公司新项目拓展，公司未来三年业绩有望实现高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。预计 16-18 年净利润为 1.59/2.36/3.05 亿元，EPS 分别为 1.77/2.61/3.38 元，PE 分别为 40/27/21。可比公司的 17 年平均估值达 26 倍，考虑到公

司业绩 16~18 三年的年均增速超过 50%，以及市场给予次新股的估值溢价，相对保守给予 40 倍 PE，有 47% 的上升空间，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值分析

证券代码	证券简称	2017/2/21		EPS			PE		
		收盘价	总市值（亿元）	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
000887	中鼎股份	24.19	298.6	0.67	0.79	1.02	36	31	24
300320	海达股份	18.45	54.1	0.22	0.29	0.48	84	64	38
002662	京威股份	15.65	117.4	0.60	0.87	1.13	26	18	14
300041	回天新材	11.28	45.2	0.47	0.30	0.35	24	38	32
	平均						42	37	27
证券代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
603239	浙江仙通	70.76	63.85	0.97	1.69	2.53	71	40	27

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。