2017 年 02 月 22 日
证券研究报告•专题报告
常熟汽饰（603035）汽车

增持（首次）
当前价：26.91 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

牵手外资巨头+配套高端车型，助力业绩持续增长

投资要点

- **推荐逻辑：**公司是国内领先的汽车内饰件供应商。公司主业经营稳健，产品毛利率较高，盈利能力优于行业平均水平。公司牵手国际行业巨头，资源整合效应显著。公司凭借与外资的合资合作实现产品、客户双线拓展，具备较强的成长性，发展潜力有望逐步显现；公司向一流整车厂与国际知名汽车零部件供应商供货，客户资源十分优质。在高端车型市场持续发酵下，配套高端品牌及车型有望促使产品随之价量齐升，公司业绩持续增长可期。

- **牵手国际行业龙头，资源整合效应显著。**公司外资合作由来已久，合作关系稳固牢靠。公司先后与麦格纳集团、安通林集团与 SMP 成立合资公司，这些世界级内饰件生产商实力强大、资金雄厚，拥有先进的产品技术，并与大众、奔驰、宝马等跨国整车集团有原供关系，市场竞争力突出。我们认为，通过合资合作，公司引进产品技术，打入高端客户供应体系，实现了产品、客户双线拓展，为公司长远的发展奠定了坚实的基础。

- **客户资源优质，支撑业绩增长。**公司主要客户为一汽大众、上海通用、华晨宝马、北京奔驰等一流整车厂及伟巴斯特、恩坦华、英纳法等国际知名汽车零部件供应商。公司客户集中度高，前五大客户销售额贡献 80%以上的主营业务收入：与合资公司形成关联交易占主营收入比重 40%左右，上汽通用约为 20%，一汽大众约为 9%，奇瑞汽车占比约为 8%。我们认为优质的客户资源是公司的一大看点，配套高端品牌不仅可以扩大公司产品销量实现规模效应，还能够基于高端品牌的溢价而使公司产品售价提升，保障公司盈利水平，为公司业绩增长提供强有力的支持。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.87、1.00、1.11 元，对应 PE 分别为 31、27、24 倍。鉴于公司是国内汽车内饰件主要供应商之一，牵手外资巨头，配套高端车型，具备较高的成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示。**下游整车厂销量、新订单或不达预期，原材料价格波动风险，产品结构变化与产能利用率降低导致产品毛利率降低风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1021.22	1350.01	1789.43	2152.85
增长率	-6.17%	32.19%	32.55%	20.31%
归属母公司净利润（百万元）	223.49	242.74	280.23	312.18
增长率	10.64%	8.61	15.44%	11.40%
每股收益 EPS（元）	0.80	0.87	1.00	1.11
净资产收益率 ROE	17.83%	16.85%	16.97%	16.64%
PE	34	31	27	24
PB	6.01	5.23	4.56	4.02

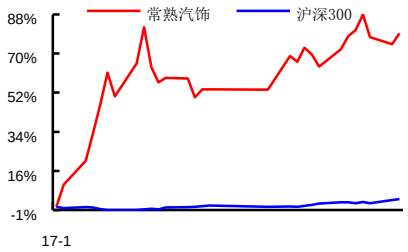
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：高翔
执业证号：S1250515030001
电话：023-67898841
邮箱：gaox@swsc.com.cn

联系人：陈怀逸
电话：021-68415819
邮箱：chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.80
流通 A 股(亿股)	0.70
52 周内股价区间(元)	15.03-28.2
总市值(亿元)	75.35
总资产(亿元)	22.64

相关研究

目 录

1 国内领先的汽车内饰件供应商 1

2 牵手国际行业巨头，资源整合效应显著 4

2.1 牵手外资由来已久，合作关系稳固牢靠 4

2.2 外资实力雄厚，助力公司产品、客户双线拓展 4

3 客户资源优质，支撑业绩增长 5

3.1 服务一流整车厂，供货知名零部件厂商 5

3.2 配套高端品牌及车型，为业绩增长提供支撑 6

4 盈利预测 7

5 风险提示 8

图 目 录

图 1：公司主要产品 1
图 2：2011 年以来各类产品占比营业收入（万元） 1
图 3：2011 年以来各类产品毛利率 1
图 4：2011 年以来营业收入及其增速 2
图 5：2011 年以来净利润及其增速 2
图 6：2016 年上半年产品结构 2
图 7：2016 年毛利率、三费率与净利率 2
图 8：股权结构（发行后） 3
图 9：2013 以来参股公司投资收益（单位：万元） 4
图 10：2013 年以来投资收益占净利润比重 4
图 11：外资巨头概况 5
图 12：公司主要客户 6
图 13：作为不同供应商销售额占主营业务收入比重 6
图 14：公司客户前五大客户销售额占主营业务收入比重 6

表 目 录

表 1：参控股公司概况 3
表 2：参股公司概况 4
表 3：公司及合资公司配套的高端品牌及车型 7

1 国内领先的汽车内饰件供应商

公司是国内领先的汽车内饰件供应商，也是国家火炬计划重点高新技术企业之一。公司前身为 1996 年成立的常熟汽饰厂，2004 年改制为有限责任公司，2012 年改制成中外合资股份有限公司，2017 年登陆上交所主板。经过多年发展，公司现已为 50 款车型提供零部件和模块，零部件年产量达 600 万件。公司借助与外资合资成立参股公司的形式延伸产品线与扩宽客户线，产品品类较为丰富，定位高端市场，具备较强的产品竞争力，已为众多国内知名整车厂配套，并进入了国际知名汽车零部件一级供应商的采购体系。

公司产品主要集中于汽车非金属内饰零部件。主要产品包括门内护板、仪表板/副仪表板、天窗遮阳板、衣帽架、门柱、行李厢内饰、储物盒、备胎盖、地毯和隔音垫等。

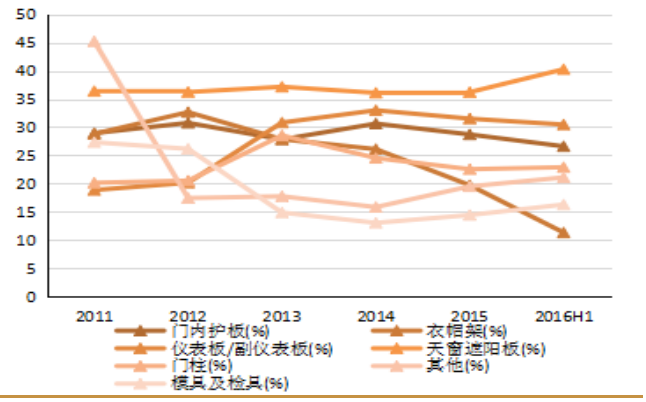
图 1：公司主要产品

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 2：2011 年以来各类产品占比营业收入（万元）

数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2011 年以来各类产品毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

门内护板、仪表板贡献主要营业收入。公司主营业务收入来自门内护板、仪表板/副仪表板、衣帽架、天窗遮阳板、门柱等汽车非金属内饰件和模具的销售。其中门内护板贡献主要的销售额，占比呈逐年下滑趋势，现约为 40%，仪表板/副仪表板占比次之，为 15%左右。各类产品中以天窗遮阳板的毛利率最高，长期保持在 35%以上，2016 年高达 40%，其次是仪表板/副仪表板，毛利率自 2013 年起维持在 30%以上，再者是门内护板，其毛利率接近 30%。

公司主业经营较为稳健，盈利能力高于行业平均水平。受益于国内高端市场的发酵带来的配套整车厂销量提升，公司营业收入从 2011 年的 6.8 亿元增长至 2015 年的 10.2 亿元，年均复合增速约为 10.6%，2015 年由于下游整车厂销量不振导致营业收入出现小幅下滑，公司 2016 年 Q3 营业收入 10.0 亿元，预计全年营业收入将重拾增速。公司归母净利润则表现为一路高歌猛进，从 2011 年的 1.3 亿元增长至 2.2 亿元，年均复合增速约为 14%。

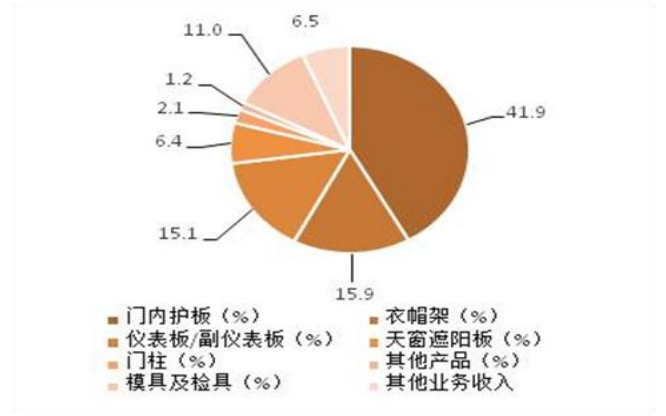
图 4：2011 年以来营业收入及其增速

数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2011 年以来净利润及其增速

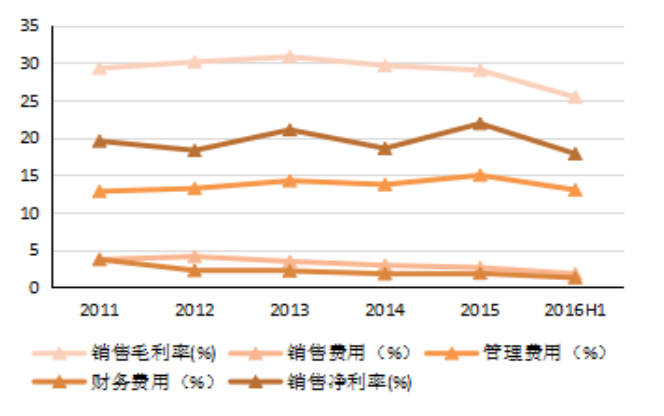
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：2016 年上半年产品结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2016 年毛利率、三费率与净利率

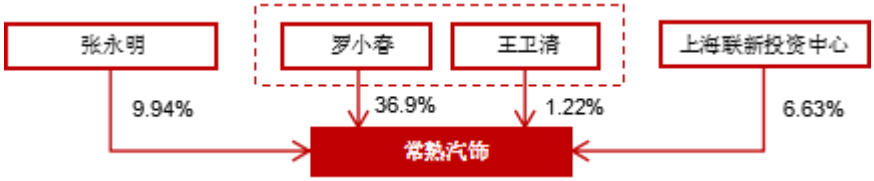


数据来源：wind，西南证券整理

从毛利率来看，由于公司主要配套享有较好的口碑和较高的品牌溢价的高端品牌车型，一定程度上保证产品的价量齐升，使公司的毛利率水平与盈利能力高于行业平均水平，长期保持在 28-30%之间。2016 年上半年毛利率下滑 3.6 个百分点主要是由于产品结构改变所致，产品毛利率较高的门内护板、仪表板/副仪表板、天窗遮阳板占营业收入的比重明显下滑。公司三费中以管理费用居多，净利率保持在 15%以上，远高于行业平均水平。

罗氏夫妇是公司的实际控制人。罗小春和王卫清（拥有德国永久居留权）夫妇为公司的发起人及实际控制人，分别直接持股 36.9%和 1.2%，合计控制 38.6%公司的股份。

图 8：股权结构（发行后）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司与外资合资设立 4 家公司。本公司拥有 1 家德国代表处、8 家全资子公司和 5 家参股公司。本公司拥有 1 家德国代表处、8 家全资子公司和 5 家参股公司。参股公司中的常熟安通林、长春安通林、长春派格、芜湖麦凯瑞为公司与外资合资设立，而一汽富晟为公司与一汽集团合资设立。

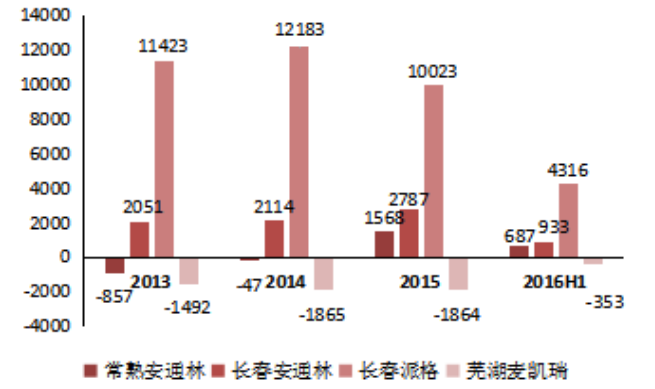
表 1：参控股公司概况

公司性质	公司名称	持股比例	主营业务	归母净利润（万元）	
				2015	2016H1
分支机构	德国代表处	-	不从事生产经营活动，负责业务联络工作	-	-
子公司	长春常春	100%	生产销售汽车内饰件	2128	2023
	沈阳常春	100%	生产销售汽车内饰件	2328	1283
	北京常春	100%	生产销售汽车内饰件	1034	-199
	芜湖常春	100%	生产销售汽车内饰件	1775	685
	江苏常春	100%	汽车内饰件的研发设计	-33	-13
	成都常春	100%	生产销售汽车内饰件	94	9
	凯得利回收	100%	回收棉纺织品等边角废料，生产汽车内饰件用原材料	0.2	-12
	天津常春	100%	生产销售汽车内饰件	-4	-30
参股公司	常熟安通林	40%	生产销售仪表板、副仪表板	5013	1841
	长春安通林	40%	生产销售仪表板、副仪表板	6957	2309
	长春派格	50.00%	生产销售汽车门板及立柱	20026	9433
	芜湖麦凯瑞	34%	生产销售汽车保险杠	-4608	-893
	一汽富晟	10%	汽车零部件的生产和销售	25012	15338

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

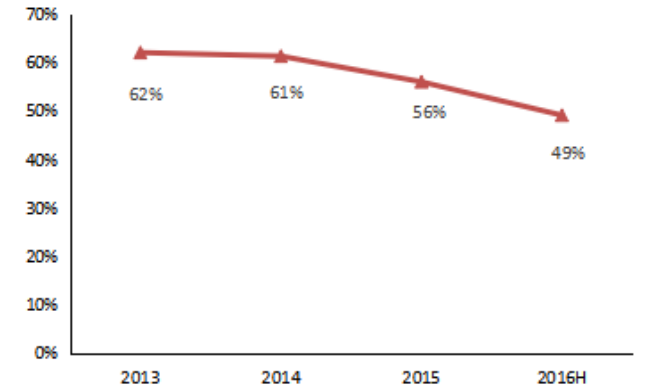
参股公司贡献的投资收益占净利润比重持续走低，2016 年该占比近 50%。公司投资收益在 2013-2015 三年年均复合增长率为 10.29%。公司投资收益的增长主要是来自长春派格和长春安通林。芜湖麦凯瑞盈利状况不佳，主要是由于其产品配套车型销量不高，产品良品率亦不高所致，随着新订单的增长与产品的改良，经营状况好转，亏损幅度减小。由参股公司贡献的投资收益占净利润的比例分别为 62%、61%、56%和 49%，在投资收益金额上升的情况下，该项占比逐年下降，体现了公司自身较强的独立成长能力。

图 9：2013 以来参股公司投资收益（单位：万元）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 10：2013 年以来投资收益占净利润比重



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2 牵手国际行业巨头，资源整合效应显著

2.1 牵手外资由来已久，合作关系稳固牢靠

牵手外资由来已久，合作关系稳固牢靠。公司与外资合作已有多年历史，早在 2001 年就与德国西博合资建立了长春西博，即长春派格的前身。2005 年、2006 年公司又分别与麦格纳集团下属的香港英提尔合资建立常熟英提尔、长春英提尔，至今已有逾 10 年的合作历史，并已逐渐成为业内知名的汽车内饰件供应商。2015 年，安通林集团完成对麦格纳集团所有汽车内饰件业务的收购，其全资子公司安通林中国与公司签署了新的合资经营合同，合资企业经营期限达五十年。

表 2：参股公司概况

合资平台	合资公司	成立时间	股权结构	主营业务	主要客户
与安通林集团（原为麦格纳）合资平台	长春安通林（原为长春英提尔）	2006 年（2016 年更名）	安通林中国 60% 常熟汽饰 40%	生产销售仪表板、副仪表板	一汽大众、华晨宝马、北京奔驰
	常熟安通林（原为常熟英提尔）	2005 年（2016 年更名）	安通林中国 60% 常熟汽饰 40%	生产销售仪表板、副仪表板	上海通用、福建奔驰、奇瑞汽车
与麦格纳集团合资平台	芜湖麦凯瑞	2004 年	香港麦格纳 51% 常熟汽饰 34% 奇瑞科技 15%	生产销售汽车保险杠（外饰件）	奇瑞汽车
与 SMP 合资平台	长春派格	2001 年	SMP 50.001% 常熟汽饰 49.999%	生产销售汽车门板及立柱	一汽大众、华晨宝马

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 外资实力雄厚，助力公司产品、客户双线拓展

公司先后与麦格纳集团、安通林集团与 SMP 等世界级汽车零部件公司合资设立合资公司。这些世界级内饰件生产商实力强大、资金雄厚，拥有先进的产品技术，并与大众、奔驰、宝马等跨国整车集团有原供关系，在国际汽车零部件市场中具备突出的市场竞争力。

图 11：外资巨头概况

公司名称	LOGO	成立时间	总部地址	公司体量	主营业务	市场定位	2016年营业收入（亿美元）	2016年世界排名
麦格纳	MAGNA	1957年	加拿大	在全球29个国家投资了312家工厂以及83个研发和销售中心，员工达到12万多人	生产销售制造车身、底盘、外饰、座椅、动力总成、电子、主动驾驶辅助、镜像、闭锁及车顶系统等产品	北美、南美、墨西哥、欧洲、南非和亚太等29个国家和地区，主要配套宝马、奥迪、日产、大众、斯堪尼亚等	321.34	3
安通林	GRUPO ANTOLIN	1950年	西班牙	在全球26个国家设有161家工厂和25家服务中心，员工数1.54万名	生产销售汽车车顶内饰系统、车门、座椅及照明设备等产品	北美、南美、亚洲、欧洲、南非等地区，主要配套日产、福特、奔驰、宝马、菲亚特、柯尼塞罗、大众等。	38.68	57
SMP（印度萨玛集团旗下独立部门，于收购德国派格时设立）	SMP	2011年	德国	-	生产销售驾驶舱、门板、保险杠模块和塑料车身零件等等产品	欧洲、中国、墨西哥、美国等知名汽车制造商，主要配套奥迪、宝马、福特、奔驰、日产、欧宝、保时捷、雷诺、斯堪尼亚、西亚特等	-	-

数据来源：西南证券整理

中外双方资源整合，公司受益匪浅。通过合资经营模式，外资获得进入中国市场的机会，而公司则可引进外资的专业技术知识和产品组合，开拓了仪表板/副仪表板、保险杠等业务，实现技术升级与产品线延伸，与此同时，借助外方与整车厂的原供关系也获得了宝贵的客户资源，为公司长足的发展奠定了坚实的基础。

3 客户资源优质，支撑业绩增长

3.1 服务一流整车厂，供货知名零部件厂商

公司主要客户为一流整车厂及汽车零部件一级供应商。凭借合资平台的资源优势，公司及合资平台积累起了一汽大众、上海通用、华晨宝马、北京奔驰等宝贵的客户资源，这些客户多为产销量大、车型齐全、品牌卓越的一流整车厂，在国内市场处于强势地位。公司除作为一级供应商为整车厂配套外，还作为二级供应商供货给给伟巴斯特、恩坦华、英纳法等国际知名汽车零部件供应商以及参股的合资公司。

我们认为优质的客户资源是公司的一大看点，它不仅丰富了公司的内饰系统配套经验，也使公司在业内获得了较好的口碑，使得公司在市场开拓以及新项目获取方面相比其他竞争者具备显著的竞争优势。

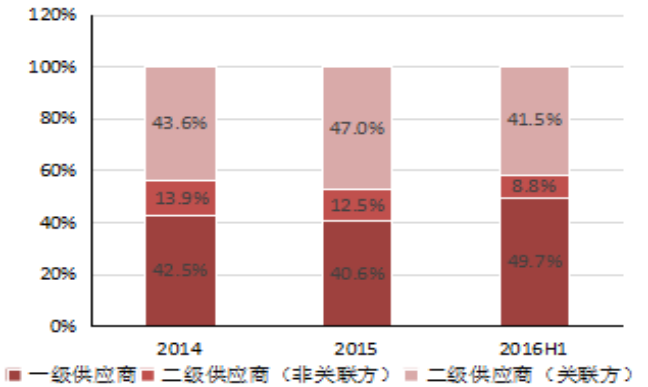
图 12：公司主要客户

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司作为一级供应商供给主机厂的销售额与作为二级供应商供给汽车零部件厂商的销售额相当。2014-2016 年上半年，公司供给主机厂的销售额占主营业务收入的比重在 40-50%之间，公司供给汽车零部件厂商的销售额占主营业务收入的比重略大于 50%，其中约 40%的销售额是由于公司供货合资公司形成关联交易所致。

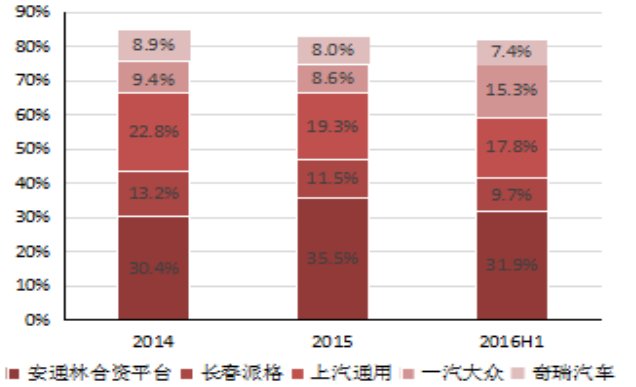
公司客户集中度高，前五大客户贡献 80%以上的主营业务收入。长期来看，除上述提到的公司供货合资公司形成关联交易占主营收入比重 40%左右以外，上汽通用作为整车厂客户销售额占主营业务收入比重最高，约为 20%，其次为一汽大众，占比约为 9%，2016 年上半年受益于奥迪品牌的销量大幅增长，该占比大幅增长至 15%左右，奇瑞汽车占比则约为 8%。

图 13：作为不同供应商销售额占主营业务收入比重



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 14：公司客户前五大客户销售额占主营业务收入比重



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 配套高端品牌及车型，为业绩增长提供支撑

目前公司产品已打入国内一流整车厂旗下的奥迪、宝马、凯迪拉克等高端品牌车型的配套体系。我们认为，通过配套高端品牌，一方面公司可以大幅扩大产品销量，实现规模效应来降低成本，另一方面，受益于高端品牌车型较好的口碑和较高的品牌溢价，公司产品的售价存在一定的上浮空间，从而有效提升公司的毛利率水平和盈利能力。

表 3：公司及合资公司配套的高端品牌及车型

产品	车型
门内护板	菲斯克 Karma、宝马 X1、奥迪（A6、A4、Q5、Q3）、大众（途安、捷达、迈腾、高尔夫、帕萨特）、沃尔沃酷腾、克莱斯勒 300C、别克凯越、荣威 750、雪佛兰科鲁兹、奇瑞（旗云、东方之子、瑞虎、艾瑞泽 5）、奔驰 GLK、观致 3、观致 5、路虎揽胜极光、凯翼 XC51、大众途安、捷豹路虎发现神行、宝沃 BX7、众泰汽车 T600 等
仪表板	菲斯克 Karma、奥迪（A6、Q5）、凯迪拉克赛威、大众（迈腾、CC）、奔驰 E 级、奇瑞瑞麒、观致 3、观致 5、绅宝 X35、众泰汽车 T600、路虎揽胜极光、捷豹路虎发现神行等
天窗遮阳板	宝马（5 系、3 系、X1）、奥迪（A6、A4）、大众（朗逸，帕萨特、高尔夫、宝来、POLO、捷达、速腾）、别克君威、雪佛兰迈锐宝、沃尔沃 S40、福特（福克斯、蒙迪欧）、奔驰 C 级、斯柯达（晶锐、明锐）、沃尔沃 S60 等
衣帽架	菲斯克 Karma、奥迪（Q5、Q3、A6、A4）、别克（君威、君越、凯越）、一汽大众（CC、宝来、迈腾、宝来）、雪佛兰（迈锐宝）、标致 206、观致（观致 3）、凯迪拉克 CT6 等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测

假设 1：公司下游整车厂销量增长稳健，2017-2018 年奔驰销量增速为 30%、15%，宝马销量增速为 10%、20%；

假设 2：公司所需原材料及销售的产品价格保持相对稳定；

假设 3：公司产品结构不会发生较大的变化，毛利率保持稳定。

表 4：公司各项业务收入及毛利率（单位：百万元）

		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	1021.22	1350.01	1789.43	2152.85
	yoy		32.19%	32.55%	20.31%
	成本	742.46	1027.69	1376.999	1665.84
	毛利率	27%	23.88%	23.05%	22.62%
门内护板	营业收入	475.81	567.00	680.40	782.46
	增速		19%	20%	15%
	成本	337.83	413.91	493.29	567.28
	毛利率	29.0%	27.0%	27.5%	27.5%
仪表板/副仪表板	营业收入	165.55	202.50	253.13	303.75
	增速		22%	25%	20%
	成本	112.58	140.74	174.66	209.59
	毛利率	32.0%	30.5%	31.0%	31.0%
衣帽架	营业收入	101.47	216.00	345.60	483.84
	yoy		113%	60%	40%
	成本	81.17	191.16	304.13	425.78
	毛利率	20.0%	11.5%	12.0%	12.0%
天窗遮阳板	营业收入	92.60	81.00	81.00	89.10
	增速		-13%	0%	10%

		2015A	2016E	2017E	2018E
	成本	59.26	48.60	49.41	54.35
	毛利率	36.0%	40.0%	39.0%	39.0%
门柱	营业收入	17.84	27.00	43.20	49.68
	yoy		51%	60%	70%
	成本	13.74	20.79	33.26	38.25
	毛利率	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
其他	营业收入	22.94	13.50	14.85	17.08
	增速		-41%	10%	10%
	成本	18.36	10.67	11.88	13.66
	毛利率	20.0%	21.0%	20.0%	20.0%
模具及检具	营业收入	58.74	148.50	267.30	307.40
	增速		153%	80%	50%
	成本	50.52	126.23	227.21	261.29
	毛利率	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：wind，西南证券

5 风险提示

下游整车厂销量与新订单或不达预期，原材料价格波动风险，产品结构变化与产能利用率降低或导致产品毛利率降低风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1021.22	1350.01	1789.43	2152.85
营业成本	725.04	1027.69	1377.00	1665.84
营业税金及附加	11.75	14.66	19.82	23.69
销售费用	26.94	24.30	35.79	43.06
管理费用	152.90	175.50	232.63	279.87
财务费用	19.05	-0.91	-1.95	-2.54
资产减值损失	-5.45	5.00	5.00	5.00
投资收益	135.37	150.00	172.00	190.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	226.35	253.76	293.15	327.93
其他非经营损益	22.98	16.61	18.73	18.02
利润总额	249.34	270.37	311.88	345.96
所得税	25.85	27.62	31.65	33.77
净利润	223.49	242.75	280.23	312.18
少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.01
归属母公司股东净利润	223.49	242.74	280.23	312.18

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	223.49	242.75	280.23	312.18
折旧与摊销	67.58	142.77	191.58	234.68
财务费用	19.05	-0.91	-1.95	-2.54
资产减值损失	-5.45	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	116.02	-71.11	-78.72	-57.89
其他	-240.72	-151.02	-171.55	-191.22
经营活动现金流净额	179.97	167.48	224.60	300.22
资本支出	-20.12	-1017.74	-520.37	-266.69
其他	-38.86	197.74	162.00	180.00
投资活动现金流净额	-58.98	-820.01	-358.37	-86.69
短期借款	-79.00	716.26	245.84	-93.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-99.96	-55.30	-70.07	-86.67
其他	29.00	-0.89	1.95	2.54
筹资活动现金流净额	-149.96	660.06	177.72	-177.19
现金流量净额	-25.91	7.54	43.94	36.34

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	127.47	135.00	178.94	215.29
应收和预付款项	371.44	491.58	649.39	783.32
存货	130.92	192.14	260.02	316.11
其他流动资产	5.16	5.55	7.92	9.30
长期股权投资	462.27	462.27	462.27	462.27
投资性房地产	57.74	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	567.36	1460.54	1807.53	1857.74
无形资产和开发支出	154.09	135.89	117.69	99.49
其他非流动资产	168.92	178.92	188.91	198.91
资产总计	2045.35	3061.88	3672.68	3942.43
短期借款	384.00	1100.26	1346.10	1253.04
应付和预收款项	257.54	366.06	487.89	586.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	150.58	154.87	187.84	226.13
负债合计	792.12	1621.19	2021.83	2066.07
股本	210.00	280.00	280.00	280.00
资本公积	535.65	465.65	465.65	465.65
留存收益	507.59	695.03	905.18	1130.69
归属母公司股东权益	1253.24	1440.68	1650.83	1876.34
少数股东权益	0.00	0.01	0.01	0.02
股东权益合计	1253.24	1440.69	1650.84	1876.36
负债和股东权益合计	2045.35	3061.88	3672.68	3942.43

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	-6.17%	32.19%	32.55%	20.31%
营业利润增长率	3.31%	12.11%	15.52%	11.87%
净利润增长率	10.64%	8.62%	15.44%	11.40%
EBITDA 增长率	2.93%	26.40%	22.03%	16.01%
获利能力				
毛利率	29.00%	23.88%	23.05%	22.62%
三费率	19.48%	14.73%	14.89%	14.88%
净利率	21.88%	17.98%	15.66%	14.50%
ROE	17.83%	16.85%	16.97%	16.64%
ROA	10.93%	7.93%	7.63%	7.92%
ROIC	22.64%	16.07%	12.33%	12.20%
EBITDA/销售收入	30.65%	29.31%	26.98%	26.02%
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.57
固定资产周转率	1.87	1.79	1.60	1.56
应收账款周转率	3.57	4.05	4.15	3.95
存货周转率	5.01	5.99	5.86	5.60
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.31%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	38.73%	52.95%	55.05%	52.41%
带息债务/总负债	48.48%	67.87%	66.58%	60.65%
流动比率	0.86	0.53	0.56	0.66
速动比率	0.68	0.40	0.42	0.50
股利支付率	44.73%	22.78%	25.01%	27.76%
每股指标				
每股收益	0.80	0.87	1.00	1.11
每股净资产	4.48	5.15	5.90	6.70
每股经营现金	0.64	0.60	0.80	1.07
每股股利	0.36	0.20	0.25	0.31

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	312.98	395.62	482.78	560.07
PE	33.71	31.04	26.89	24.14
PB	6.01	5.23	4.56	4.02
PS	7.38	5.58	4.21	3.50
EV/EBITDA	17.79	21.03	17.63	14.95
股息率	1.33%	0.73%	0.93%	1.15%

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn