

投资评级：增持（首次评级）

收盘价（元）	84.22
目标价（元）	90.00
上次目标价（元）	不适用

浙江仙通(603239.SH)

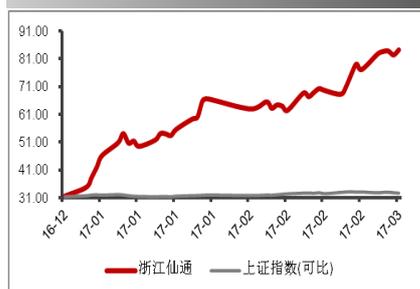
——跟随中国自主品牌车厂崛起，受益于产品升级

核心观点

- ❖ **在汽车密封条产业领域耕耘了 20 多年。**浙江仙通的前身成立于 1994 年，20 多年来一直专注于汽车密封条行业。截至 2016 年上半年，公司营收达 2.6 亿元，2016 年全年净利润达 1.5 亿元。公司产品线齐全，涵盖了橡胶密封条、塑胶密封条和新材料密封条，公司具备了与整车厂同步研发能力，客户主要包括上汽通用、上汽通用五菱、奇瑞汽车、吉利汽车等，并作为二级供应商进入到丰田、现代、奔驰的供应链。
- ❖ **跟随自主品牌客户进行车型升级。**公司从 2015 年开始进入快速成长期，营收和利润都上了一个台阶，主要是因为随着新产能投放，公司实现了设备、产品和客户升级，这也体现在公司的新产品数目和研发费用的金额上。从车型配套来看，公司在 2013-14 年主要配套的车是微车和 A0 级车，而 2015-2016 年以后，公司新获取了的车型配套集中于 SUV、MPV 和 A 级车，这些车型对应的项目占比从 40%提高至 80%以上。
- ❖ **关注欧式导槽产品导入。**公司在汽车密封条产品品类全，而且这几年跟随车型结构的升级，密封条本身的产品升级趋势十分明显。最为典型的是欧式导槽产品，隔音性、密封性较传统产品更佳，价值量是传统产品的 4-5 倍，而且毛利率较传统产品高。据公司透露，目前在手订单中有 7-8 个欧式导槽项目，将于 2016-17 年逐步转化为收入。我们预测，2017 年欧式导槽产品营收约 1.3-1.7 亿元，营收占比约 17%。
- ❖ **首次纳入覆盖，给予“增持”评级，目标价 90 元：**我们预计 2016-18 年公司营收分别为 6 亿元、9 亿元、13 亿元，同比增长 43%、49%、45%，归属母公司净利润分别为 1.5 亿元、2.3 亿元、3.1 亿元，对应每股收益 1.67 元、2.57 元、3.48 元，同比增长 29%、54%、35%。我们给予 90 元目标价，基于 35 倍 2017 年预期市盈率。首次纳入覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**上游原材料如三元乙丙橡胶、PVC 塑料粒子价格上涨过快、整车厂年降压力大、下游客户新车型销售不及预期、产品质量问题导致召回风险、市场系统性风险。

李皓舒 执业证书编号：S1100513120001
 研究员 8621-68595169
 lihaoshu@cczq.com

沈微 执业证书编号：S1100115110004
 联系人 8621-68595119
 shenwei@cczq.com

股价走势图


成都
 高新区交子大道 177 号中海国际
 中心 B 座 17 楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

推荐理由：跟随自主品牌崛起

浙江仙通起步于 1994 年

浙江仙通的前身成立于 1994 年，一开始就专注于汽车密封条的生产。经过 23 年的发展，截至 2016 年上半年，公司营收达 2.6 亿元，2016 年全年净利润达 1.5 亿元。公司产品线齐全，涵盖了橡胶密封条、塑胶密封条和新材料密封条，公司具备了与整车厂同步研发能力，客户主要包括上海通用、上汽通用五菱、奇瑞汽车、吉利汽车，并通过一级供应商进入到丰田、现代、奔驰的供应链。

跟随自主品牌客户进行车型升级

公司从 2015 年开始进入快速成长期，营收和利润都上了一个台阶，主要是因为随着新产能投放，公司实现了设备、产品和客户升级，这也体现在公司的新产品数目和研发费用的金额上。从车型配套来看，公司在 2013-14 年主要配套的车型是微车和 A0 级车，而 2015-2016 年以后，公司新获取了的车型配套集中于 SUV、MPV 和 A 级车，这些车型对应的项目占比从 40%提高至 80%以上。

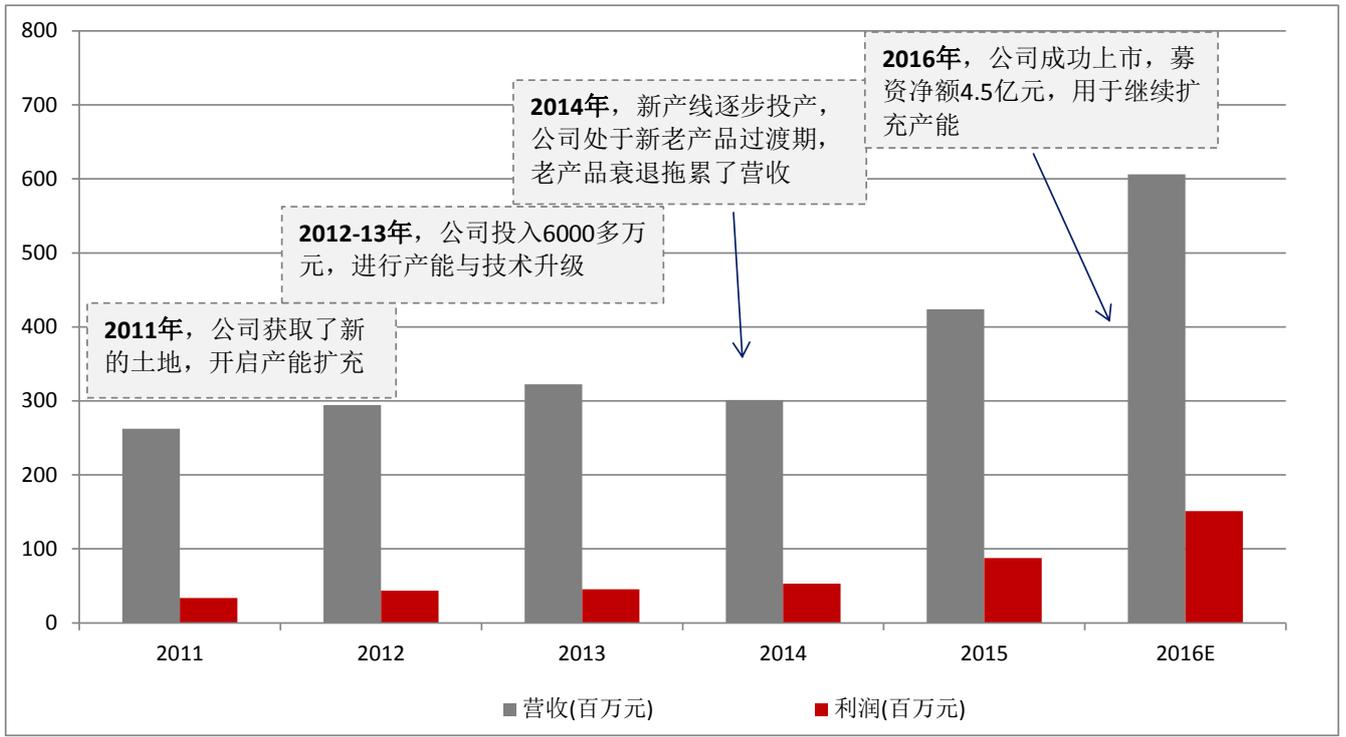
关注欧式导槽产品导入，产品升级趋势明显

公司在汽车密封条产品品类全，而且这几年跟随车型结构的升级，密封条本身的产品升级趋势十分明显。最为典型的是欧式导槽产品，隔音性、密封性较传统产品更佳，价值量是传统产品的 4-5 倍，而且毛利率较传统产品更高。据公司透露，目前在手订单中有 7-8 个欧式导槽项目，将于 2016-17 年逐步转化为收入。我们预测，2017 年欧式导槽产品营收约 1.3-1.7 亿元，营收占比约 17%。

股权结构清晰，有利于公司未来发展

公司的股权结构清晰，李起富先生作为创始人，在公司上市后持有公司 47% 股权，两位高管金桂云先生和邵学军先生，为第二大和第三大股东，分别持有公司 13% 和 7% 股权。中山卓成、无锡国联卓成、浙江杰特投资属于 PE 性质的外部投资者，合计股权 8.5%。我们认为公司股权结构清晰，而且实际控制人股权接近 50%，有利于公司未来发展。

图 1： 2014 年以后，公司营收和利润驶上快车道，上了一个台阶



资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 2： 公司产品线全，未来将加大高附加值产品占比



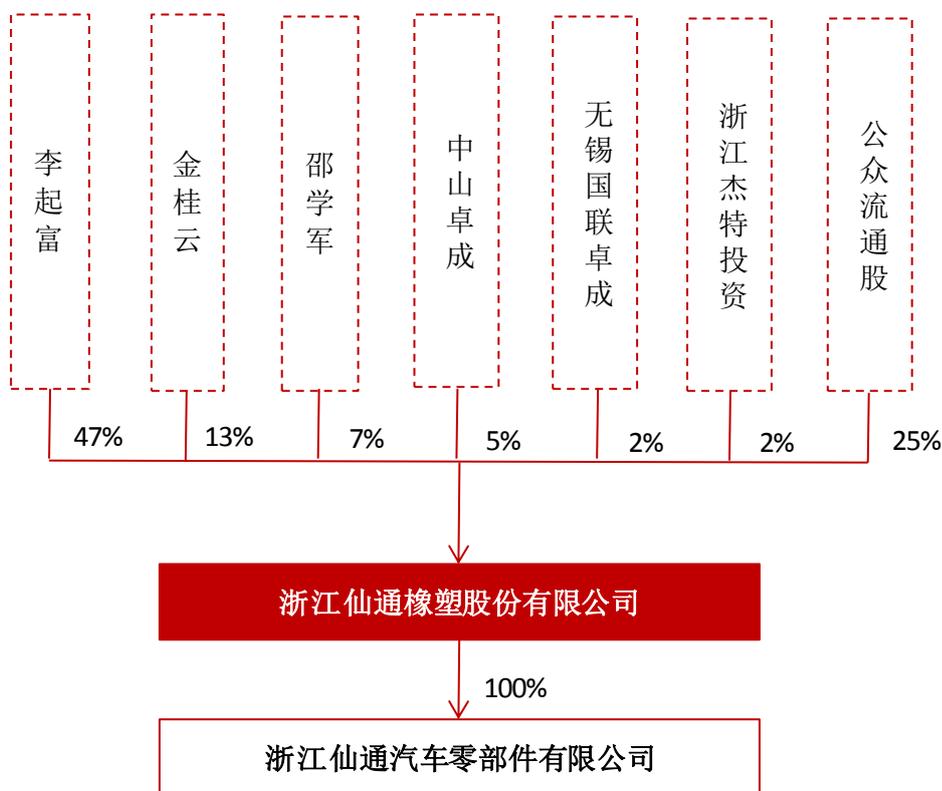
资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 3：浙江仙通的主要客户是自主品牌和上海通用



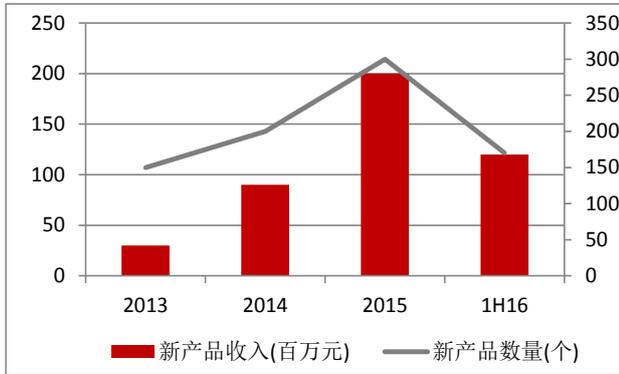
资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 4：股东结构清晰，实际控制人李起富持有 47% 股权



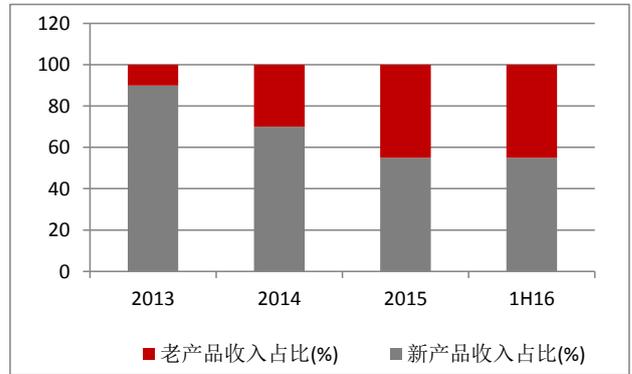
资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 5：新产品数目持续提高



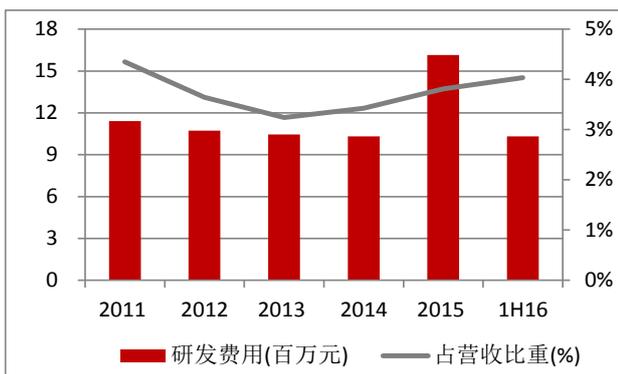
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 6：新产品收入占比持续提升



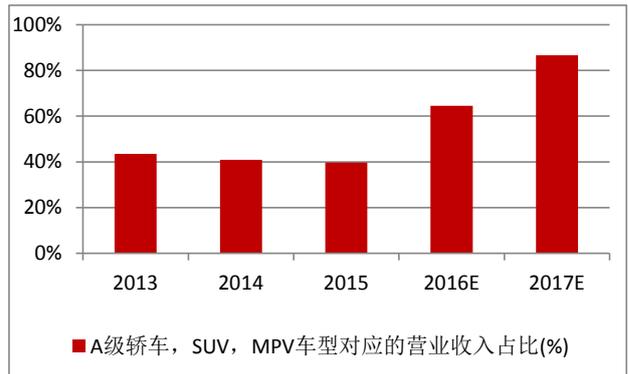
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 7：研发费用占收入比重持续提升



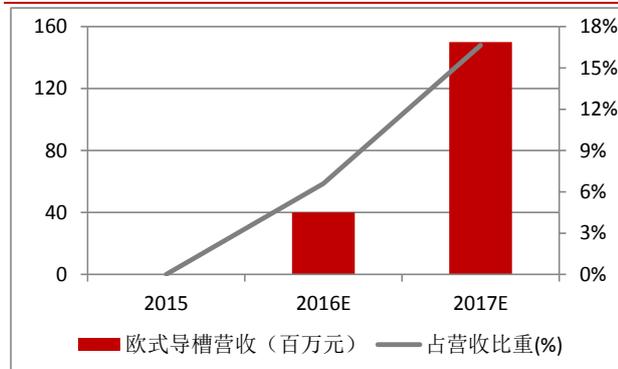
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 8：新项目集中于 A 级轿车、SUV、MPV



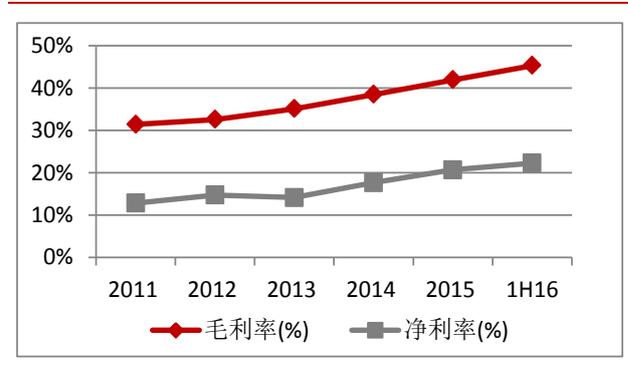
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 9：欧式导槽营收占比持续提升



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 10：受益于成本和产品结构，利润率在上升

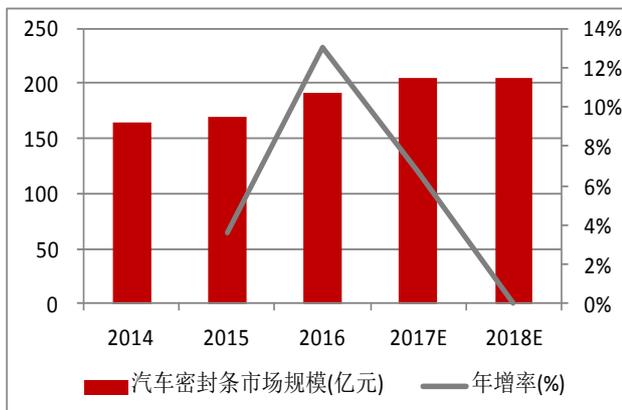


资料来源：公司资料，川财证券研究所

行业看法：外资替代是趋势

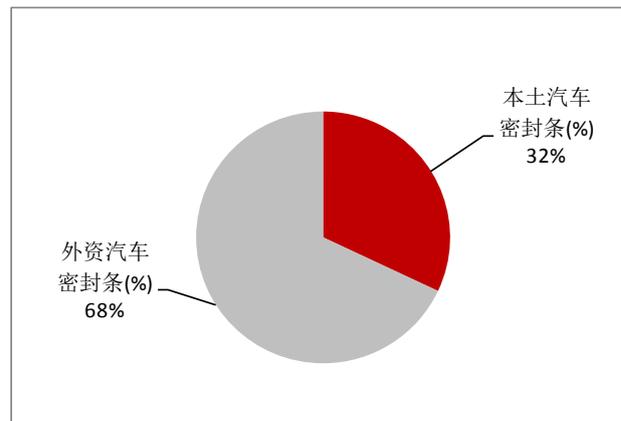
中国汽车密封条市场规模约 200 亿元，相当于每台车密封条价值 700 元。展望未来，整体市场增速基本跟汽车销量同步，增长在 0-10%。但市场结构有巨大变化，2015 年本土企业的市场份额仅 30%，随着本土密封条企业具有强大的成本竞争力，随着技术、设备的升级，拉近与外资企业的差距，将获得更多合资和外资整车厂的订单。除此以外，近几年中国自主汽车整车厂的崛起，也将带动中国本土的密封条企业一起提高市场影响力，提高市场份额。

图 11：汽车密封条市场规模约 200 亿元



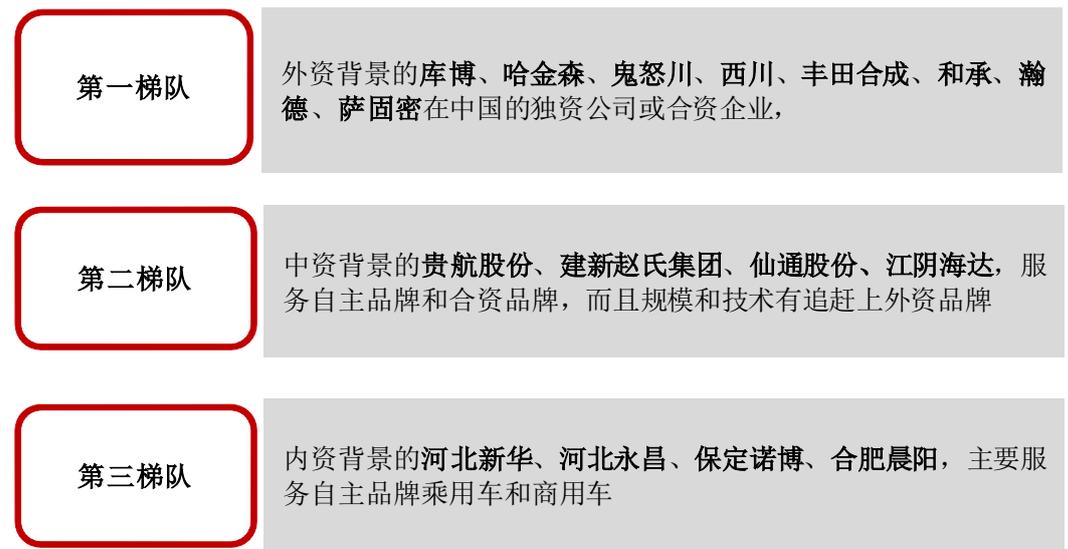
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 12：2015 年，本土汽车密封条市场份额 32%



资料来源：中汽协，川财证券研究所

图 13：仙通股份随着近几年的发展，已经跻身第二梯队



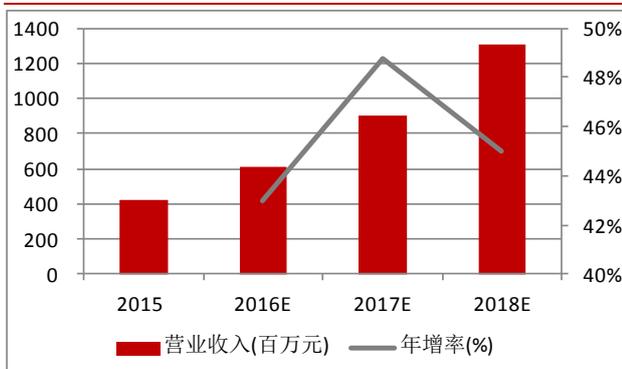
资料来源：行业专家，川财证券研究所

盈利预测：预计 2017 年净利润 2.3 亿元

我们预计 2016-18 年公司营收分别为 6 亿元、9 亿元、13 亿元，同比增长 43%、49%、45%，归属母公司净利润分别为 1.5 亿元、2.3 亿元、3.1 亿元，对应每股收益 1.67 元、2.57 元、3.48 元，同比增长 29%、54%、35%。营收和利润的高速成长主要由于公司的主要客户自主品牌车厂处于新产品周期。

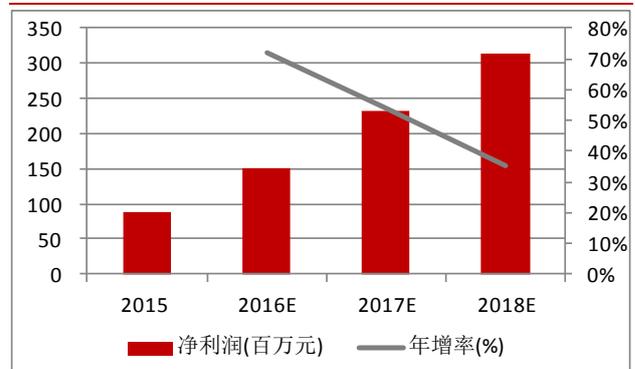
利润率方面，我们预计 2017-18 年毛利率较 2016 年略有下降，主要由于 2017 年初原材料上涨压力抵消了产品结构改善的收益。与此同时，我们预计净利率基本保持稳定，因为上市后节约了融资费用，而且规模效应导致营业费用率下降。

图 14：我们预计 2017 年营收 9 亿元



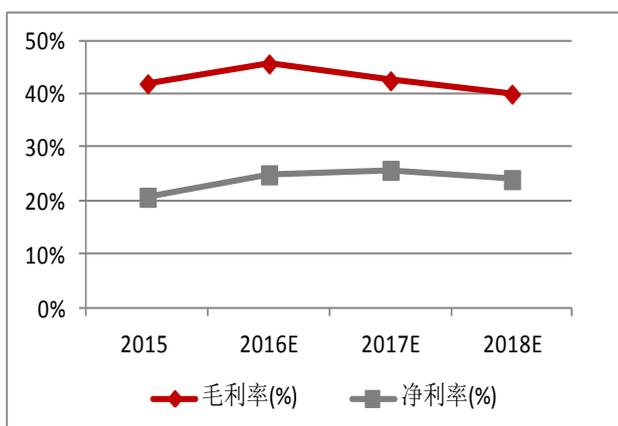
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 15：我们预计 2017 年净利润 2.3 亿元



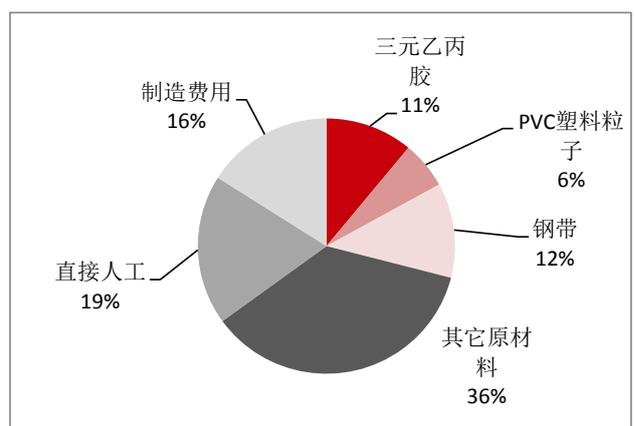
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 16：预计净利率基本维持稳定

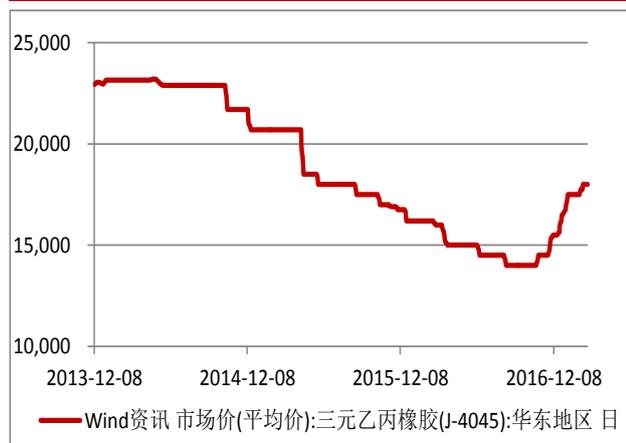


资料来源：公司资料，川财证券研究所

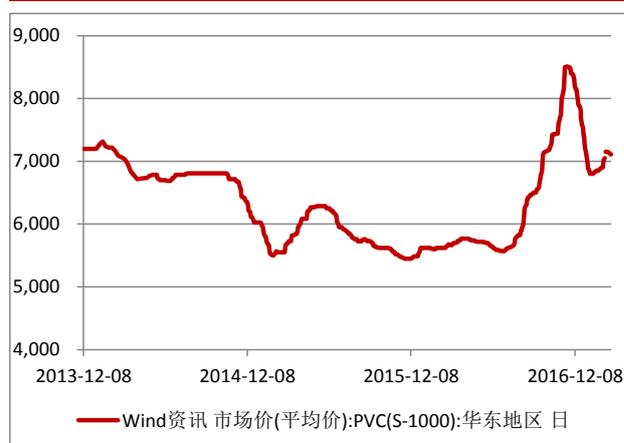
图 17：1H16，原材料占成本比重为 65%



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 18： 2017 年以来，三元乙丙橡胶价格反弹


资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 19： 2017 年以来，PVC 价格反弹


资料来源：公司资料，川财证券研究所

股票估值

图 20： 同业比较

公司	股票代码	收盘价	市值 亿元	每股收益增长率(%)			市盈率(x)			市净率(x)	股利收益率(%)
		2017/3/3		2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2016F
浙江仙通	603239.SH	84.22	76	29	54	35	50	33	24	17.3	0.4
天成自控	603085.SH	46.21	52	0	92	46	122	64	43	6.0	0.2
华懋科技	603306.SH	33.72	72	-4	35	31	28	21	16	5.0	0.0
海利得	002206.SZ	18.99	93	36	32	24	32	24	19	3.6	1.8
继峰股份	603997.SH	21.59	91	31	19	17	37	31	27	5.8	0.0
中鼎股份	000887.SZ	23.98	296	25	31	22	30	23	19	5.9	1.0
拓普集团	601689.SH	30.71	199	35	24	26	34	28	22	5.4	1.0
海达股份	300320.SZ	17.05	50	29	65	20	59	36	30	5.9	0.0

资料来源：WIND；川财证券研究所

财务报表及估值分析

利润表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	301	424	606	902	1307
减: 营业成本	185	246	329	519	784
毛利	116	178	277	383	523
减: 营业费用	52	73	91	126	170
减: 财务费用	6	7	8	-16	-17
加: 投资收益	0	0	0	0	0
加: 公允价值变动	0	0	0	0	0
加: 营业外净收入	6	7	7	7	7
加: 其他	0	0	0	0	1
税前利润	63	104	178	273	370
减: 所得税	10	16	27	41	55
税后净利润	53	88	151	232	314
减: 少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	88	151	232	314

资产负债表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资产合计	416	547	1173	1309	1617
流动资产	192	303	889	990	1269
现金	21	57	555	514	598
存货	56	71	102	151	219
应收账款	89	133	190	282	409
其他	26	42	42	42	42
非流动资产	224	243	284	319	349
长期投资	0	0	0	0	1
固定资产	178	197	228	254	275
其他	46	46	56	65	73
负债合计	158	227	733	683	740
流动负债	141	226	731	682	739
应付账款	43	54	54	54	54
短期借款	41	99	99	0	0
其他	57	73	578	627	685
长期负债	17	1	1	1	1
长期借款	15	0	0	0	0
其他	2	1	1	1	1
股东权益合计	259	319	440	626	877
股本	68	68	68	68	68
资本公积	78	86	86	86	86
留存收益	113	166	286	472	723
其他	0	0	0	0	0

现金流量表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	114	71	107	138	180
投资性现金净流量	-13	-39	-50	-50	-50
筹资性现金净流量	-98	2	450	-129	-46
现金流量净额	4	34	507	-41	83

现金流量表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
年增长率 (%)					
营收	-7%	41%	43%	49%	45%
归属母公司净利润	16%	65%	72%	54%	35%
每股收益	16%	65%	29%	54%	35%

盈利水平 (%)					
毛利率	38.5%	41.9%	45.7%	42.5%	40.0%
经营利润率	21.2%	24.6%	30.7%	28.5%	27.0%
净利率	17.7%	20.7%	24.9%	25.7%	24.0%
平均总资产收益率	12.2%	18.2%	17.6%	18.7%	21.5%
平均净资产收益率	21.9%	30.4%	39.8%	43.5%	41.8%

资产稳健水平					
总负债/净资产 (%)	21%	31%	22%	0%	0%
净负债/净资产 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
流动比例 (x)	1.37	1.34	1.22	1.45	1.72
速动比例 (x)	0.61	0.96	2.77	2.63	3.01
净负债	34	42	-456	-514	-598

每股数据 (元)					
每股收益	0.79	1.30	1.67	2.57	3.48
每股现金流	1.69	1.05	1.19	1.53	1.99
每股净资产	3.82	4.72	4.88	6.93	9.72
每股营收	4.45	6.26	6.72	9.99	14.49
每股股利	0.00	0.00	0.33	0.51	0.70

资产周转率					
总资产周转次数 (x)	0.69	0.88	0.70	0.73	0.89
应收账款周转天数	157	120	165	156	63
应付账款周转天数	66	55	52	51	52
存货周转天数	123	109	105	80	65
现金周转天数	100	66	112	127	49

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

联系方式

川财证券有限责任公司 研究所

机构业务部

上海陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼

李 沫 13611881751 limo@cczq.com

吴 健 18616814608 wujian@cczq.com

胡 芳 18621972006 hufang@cczq.com

闵歆球 13482123232 minxinyan@cczq.com

袁梓芳 15502154117 yuanzifang@cczq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼

刘珣华 13910309345 liuxunhua@cczq.com

马 昊 13581897385 mahao@cczq.com

黄 薇 15901115104 huangwei@cczq.com

深圳福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层

彭维熙 13723778798 pengweixi@cczq.com

陈 晨 15986679987 chenchen@cczq.com

王 楚 18620362172 wangchu@cczq.com

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000