

汽车橡胶密封条龙头, 吹响成长最强音

投资要点

- **事件:** 1、公司2016年全年实现营业收入5.9亿元, 同比增长38.2%; 实现归母净利润1.5亿元, 同比增长71.2%。2、每10股派发现金红利6元, 同时以资本公积向全体股东每10股转增20股。3、2017年一季度业绩预增: 预计2017年一季度实现归母净利润5886.4万元-6222.7万元, 同比增长75%-85%。2016年利润分配方案及2017年一季度业绩预告均超出我们预期。
- **营收高速增长源自配套车型销量爬坡+单车配套价值量大幅提升。**2016年公司实现量产的新产品涵盖上汽通用五菱、吉利等多家高速增长乘用车厂, 在2016年乘用车品牌销量前十位的细分车型中, 公司为帝豪、传祺GS4、宝骏560等畅销车型提供部分或者全车密封条, 车型销量提升, 配套价值量同步提升。
- **产品高端化趋势明显, 平均毛利率提升4.8个百分点。**2016年公司产品平均毛利率提升4.8个百分点, 主要是因为公司产品高端化趋势明显, 高毛利欧式导槽收入占比持续提升。公司作为内资中极少数具备欧式密封条生产能力的公司, 将有望受益于欧式密封条逐步取代日韩式密封条带来市场需求日益增长, 未来公司高毛利率产品持续放量将带来公司盈利能力的持续提升。
- **在研项目包括多款潜在爆款车型, 长期业绩高速增长可期。**报告期内公司继续加大研发资金的投入, 特别是加大了欧式导槽等系列高难度的新产品、新材料和新技术的研发, 目前有公司在研的汽车密封条同步开发项目涉及上汽通用五菱, 吉利, 广汽, 宝沃, 众泰等多家知名品牌的多款潜在爆款车型, 未来随着车型放量以及配套比例提升, 公司业绩稳健高速增长可期。
- **成长性确定+优厚利润分配方案。**公司发布2017年一季度业绩预增公告预计2017年一季度实现归母净利润5886.4万元-6222.7万元, 同比增长75%-85%, 业绩增速超过我们之前预期, 更印证了公司优秀的成长确定性。同时公司上市后第一次利润分配方案为10转20送6元, 优厚利润分配方案也超出我们预期。
- **盈利预测与投资建议。**根据一季报预增情况我们上调公司盈利预测, 预计17-19年EPS分别为2.78元(2.53元)、4.29元(3.62元)、6.43元, 对应的PE为36倍、23倍、15倍, 考虑到公司高成长性和巨大进口替代空间, 给予2018年合理估值30倍, 目标价129元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游整车厂销量与新订单或不及预期。

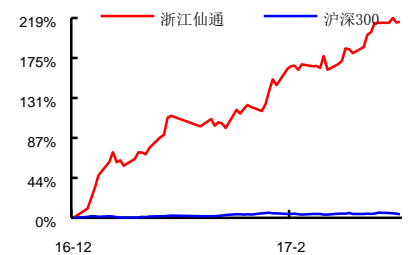
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	586.02	859.95	1312.68	1964.62
增长率	38.24%	46.75%	52.65%	49.66%
归属母公司净利润(百万元)	150.17	250.91	387.47	579.83
增长率	71.17%	67.09%	54.43%	49.65%
每股收益EPS(元)	1.66	2.78	4.29	6.43
净资产收益率ROE	17.11%	22.75%	26.76%	29.39%
PE	59	36	23	15
PB	10.17	8.10	6.17	4.53

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)	0.90
流通A股(亿股)	0.23
52周内股价区间(元)	31.45-100.22
总市值(亿元)	89.29
总资产(亿元)	5.66

相关研究

1. 浙江仙通(603239): 汽车橡胶密封条龙头, 进口替代百亿蓝海静待发掘 (2017-03-08)

盈利预测与投资建议

假设 1: 公司产能瓶颈逐步消除, 后续橡胶密封条订单能够充分释放。

假设 2: 公司下游核心客户上汽通用五菱, 吉利汽车, 奇瑞汽车等客户新车型销量良好。

假设 3: 随欧式密封条收入占比提升, 公司产品综合毛利率稳步提升。

表 1: 上调后公司盈利预测

		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入 (百万元)	586.0	860.0	1312.7	1964.6
	YOY		46.7%	52.6%	49.7%
	成本 (百万元)	313.2	443.9	656.3	962.3
	毛利率 (%)		48.4%	50.0%	51.0%
橡胶密封条	收入 (百万元)	361.5	535.0	829.3	1244.0
	YOY		48.0%	55.0%	50.0%
	成本 (百万元)	198.9	283.6	423.0	622.0
	毛利率 (%)	45.0%	47.0%	49.0%	50.0%
塑胶密封条	收入 (百万元)	209.9	314.9	472.4	708.5
	YOY		50.0%	50.0%	50.0%
	成本 (百万元)	105.0	154.3	226.7	333.0
	毛利率 (%)	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%
金属辊压件等其他配件	收入 (百万元)	15.7	10.0	11.0	12.1
	YOY		-30.0%	10.0%	10.0%
	成本 (百万元)	10.0	6.0	6.6	7.3
	毛利率 (%)	39.7%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源: wind, 西南证券

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.78 元、4.29 元、6.43 元, 对应的 PE 为 36 倍、23 倍、15 倍。考虑到公司高成长性和巨大进口替代空间, 给予 2018 年合理估值 30 倍, 目标价 129 元, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	586.02	859.95	1312.68	1964.62	净利润	150.17	250.91	387.47	579.83
营业成本	313.16	443.88	656.29	962.26	折旧与摊销	25.18	26.73	33.15	41.11
营业税金及附加	6.14	8.20	12.93	19.14	财务费用	7.43	-11.55	-13.47	-18.16
销售费用	32.76	55.90	85.32	127.70	资产减值损失	2.84	-2.00	1.00	2.00
管理费用	54.39	82.56	124.70	196.46	经营营运资本变动	-32.95	-81.74	-141.13	-201.96
财务费用	7.43	-11.55	-13.47	-18.16	其他	-46.48	8.93	-1.30	1.72
资产减值损失	2.84	-2.00	1.00	2.00	经营活动现金流净额	106.18	191.27	265.71	404.54
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-42.82	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.16	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43.98	-110.00	-110.00	-110.00
营业利润	169.29	282.98	445.91	675.21	短期借款	-33.80	-65.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.15	8.95	9.35	9.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	179.44	291.92	455.25	684.42	股权融资	448.77	0.00	0.00	0.00
所得税	29.27	41.01	67.79	104.60	支付股利	0.00	-25.50	-42.60	-54.82
净利润	150.17	250.91	387.47	579.83	其他	-51.21	11.55	13.47	18.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	363.76	-78.94	-29.13	-36.66
归属母公司股东净利润	150.17	250.91	387.47	579.83	现金流量净额	425.97	2.33	126.58	257.88
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	489.94	492.27	618.85	876.73	成长能力				
应收和预付款项	256.13	363.78	561.92	839.10	销售收入增长率	38.24%	46.75%	52.65%	49.66%
存货	85.01	123.16	181.12	267.42	营业利润增长率	73.34%	67.15%	57.58%	51.42%
其他流动资产	0.73	0.72	1.27	1.82	净利润增长率	71.17%	67.09%	54.43%	49.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	61.42%	47.67%	56.16%	49.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	238.89	314.79	384.27	445.79	毛利率	46.56%	48.38%	50.00%	51.02%
无形资产和开发支出	21.50	19.35	17.20	15.05	三费率	16.14%	14.76%	14.97%	15.58%
其他非流动资产	15.84	25.37	34.89	44.41	净利率	25.62%	29.18%	29.52%	29.51%
资产总计	1108.05	1339.43	1799.53	2490.31	ROE	17.11%	22.75%	26.76%	29.39%
短期借款	65.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.55%	18.73%	21.53%	23.28%
应付和预收款项	163.84	234.52	349.49	514.82	ROIC	32.47%	39.66%	45.82%	50.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.45%	34.67%	35.47%	35.54%
其他负债	1.61	1.90	2.18	2.62	营运能力				
负债合计	230.46	236.42	351.66	517.44	总资产周转率	0.71	0.70	0.84	0.92
股本	90.24	90.24	90.24	90.24	固定资产周转率	2.77	3.56	4.66	5.93
资本公积	481.58	481.58	481.58	481.58	应收账款周转率	3.71	3.87	3.87	3.86
留存收益	305.78	531.19	876.06	1401.06	存货周转率	3.93	4.23	4.27	4.26
归属母公司股东权益	877.59	1103.01	1447.87	1972.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.46%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	877.59	1103.01	1447.87	1972.88	资产负债率	20.80%	17.65%	19.54%	20.78%
负债和股东权益合计	1108.05	1339.43	1799.53	2490.31	带息债务/总负债	28.20%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.63	4.17	3.89	3.85
					速动比率	3.26	3.64	3.37	3.33
					股利支付率	0.00%	10.16%	10.99%	9.45%
					每股指标				
					每股收益	1.66	2.78	4.29	6.43
					每股净资产	9.73	12.22	16.04	21.86
					每股经营现金	1.18	2.12	2.94	4.48
					每股股利	0.00	0.28	0.47	0.61
业绩和估值指标									
EBITDA	201.90	298.15	465.58	698.16					
PE	59.46	35.59	23.05	15.40					
PB	10.17	8.10	6.17	4.53					
PS	15.24	10.38	6.80	4.55					
EV/EBITDA	42.07	28.23	17.78	11.48					
股息率	0.00%	0.29%	0.48%	0.61%					

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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn