

中小市值主题精选系列之神宇股份深度报告

——神宇股份（300563）：高端射频电缆产能释放

2017年04月11日

推荐/首次

神宇股份

报告摘要：

公司拥有**高端射频同轴电缆核心技术**。神宇股份主要从事射频同轴电缆的研发、生产和销售。神宇股份拥有半柔半刚射频同轴电缆、低损耗稳相射频同轴电缆，细微、极细射频同轴电缆的自主生产核心技术。

中国射频电缆行业下游需求持续增长驱动行业规模扩张。射频同轴电缆最先应用在军事领域，随着消费电子产品市场的快速增长，以及移动通信行业发展，射频同轴电缆在民用领域也出现了快速增长。

- ◆ 2007年至2015年国内射频同轴电缆市场复合增长率达到17%，2015年中国射频同轴电缆市场规模约522亿元。预计到2018年国内射频同轴电缆市场规模超过850亿元。
- ◆ 从终端需求来看，消费电子产品和移动通信设备对高端射频同轴电缆需求保持旺盛，军品需求受益于进口替代。2013年至2015年公司高端核心产品收入贡献率均超过85%。

上游成本压力有望缓解。公司综合毛利率对原料成本变动较为敏感，铜和氟塑料价格目前处在快速上升周期中。随着公司募投新产能释放，高端产品销售持续增长有望缓解成本上升压力。

公司盈利预测及投资评级。公司产品终端需求旺盛，行业规模增长空间广阔，新增产能达产后高端产品收入增长将驱动公司净利润提升。

- ◆ 预计公司2017年-2019年归属于上市公司股东净利润分别为4432万元、5530万元和6656万元；每股收益分别为0.55元、0.69元和0.83元。给予公司6个月目标价49.5元，给予公司“推荐”评级。

风险提示：原料价格上涨风险；产能释放低于预期风险；行业竞争风险

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	263.66	312.44	375.03	457.96	548.03
增长率（%）	8.50%	18.50%	20.03%	22.11%	19.67%
净利润（百万元）	32.49	36.00	44.32	55.30	66.56
增长率（%）	25.68%	10.81%	23.11%	24.79%	20.36%
净资产收益率（%）	13.41%	8.49%	9.55%	10.77%	11.60%
每股收益（元）	0.54	0.58	0.55	0.69	0.83
PE	86.11	80.17	83.94	67.27	55.89
PB	11.52	8.77	8.02	7.24	6.49

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

徐昊

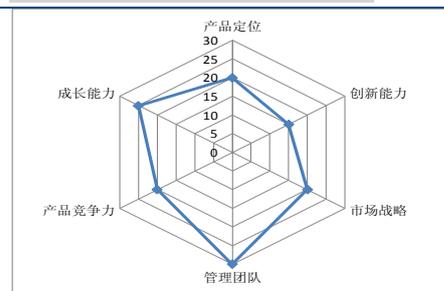
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051407000

六位评价体系之服务业、制造业图



所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

苹果产业链

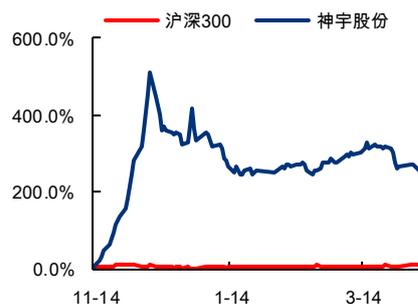
5G通信产业链

东兴分类：

核心护城河、商业模式概括

-
-
-

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 射频同轴电缆应用广阔	4
2. 中国射频同轴电缆行业规模持续增长	5
2.1 公司拥有高端射频同轴电缆核心技术	5
2.2 核心产品下游行业需求旺盛	7
3. 高端产品产能释放化解成本提升	12
3.1 主要原料价格上升显著	12
3.2 高端产能 2017 年后逐步释放	14
4. 盈利预测及估值	15
4.1 主营业务假设	15
4.2 公司盈利预测	16
4.3 公司估值和投资评级	16
5. 风险提示	17

表格目录

表 1:2014 年 RF 电缆和半柔电缆主要企业产能	6
表 2:神宇股份核心技术列表	7
表 3:神宇股份主要原料价格上涨敏感性分析	14
表 4:神宇股份新股募集资金投向表	14
表 5:神宇股份经营收入预测表	15
表 6:神宇股份盈利预测数据表	16
表 7:可比上市公司估值表	16
表 8: 公司盈利预测表	18

插图目录

图 1:神宇股份主要产品展示	4
图 2:公司军用产品和民用产品技术路线差异	5
图 3:中国射频同轴电缆市场规模	6
图 4:神宇股份核心产品营业收入占比趋势	7
图 5:神宇股份细微射频同轴电缆销售情况	8
图 6:神宇股份极细射频同轴电缆销售情况	8

图 7:国内市场手机出货量和增速情况	8
图 8:2016 年全球手机出货量前五	9
图 9:2016 年全球智能手机市场份额	9
图 10:全球平板电脑出货量	9
图 11:2016 年全球笔记本电脑出货量前五	9
图 12:全国累积 3G/4G 基站数量	10
图 13:全国新增移动基站数量	10
图 14:国内通信终端细微射频同轴电缆市场规模	10
图 15:神宇股份稳相微波射频同轴电缆产量情况	11
图 16:神宇股份军标射频同轴电缆产量情况	11
图 17:国内低损耗电缆市场规模	11
图 18:中国汽车电子市场规模增长	12
图 19:射频同轴电缆产业链情况	12
图 20:公司产品原料成本和原料成本占比情况	12
图 21:国内电解铜价格趋势	13
图 22:聚四氟乙烯市场价格	13
图 23:神宇股份民品和军品毛利率趋势	15

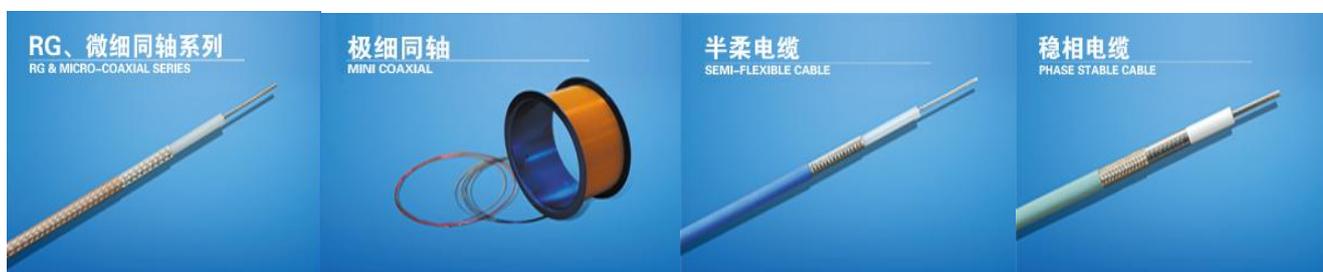
1. 射频同轴电缆应用广阔

神宇股份主要从事射频同轴电缆的研发、生产和销售。射频同轴电缆（即 RF 电缆），是指由两个同心导体，导体和绝缘层又公用同一轴心，在无线电频率范围内传输高频信号或能量的一种通信电缆，具有频带宽、频率高的特点。射频同轴电缆属于特种电缆行业，是国家政策鼓励支持行业。

射频同轴电缆最先应用在军事领域，随着消费电子产品市场的快速增长，以及移动通信行业发展，射频同轴电缆在民用领域也出现了快速增长。中国射频同轴电缆行业虽然起步较晚，但国内行业少数研发能力较强的公司在半柔半刚、低损、稳相微波、细微、极细等产品领域有产品投放。

神宇股份的射频同轴电缆产品有极细射频同轴电缆、细微射频同轴电缆，半柔半刚射频同轴电缆，稳相微波射频同轴电缆，军标射频同轴电缆等。产品广泛应用于移动通信、微波通信、通信终端、军用电子、航空航天等多个领域。

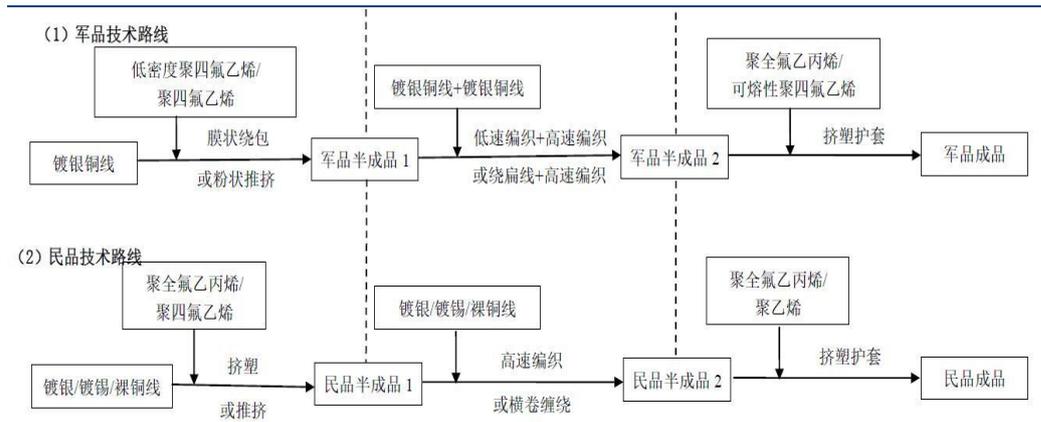
图 1:神宇股份主要产品展示



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

射频同轴电缆在民用领域主要应用在手机、平板电脑、笔记本电脑、台式电脑、无线路由器、数码相机、游戏机、3G 4G 移动通信基站，精密医疗设备等。公司民用产品客户以中国台湾及大陆地区的中大型电子设备生产商为主，从终端产品的客户看包括苹果（APPLE）、三星（Samsung）、惠普（HP）、联想（Lenovo）、TP-LINK 等众多世界知名消费电子品牌商。

图 2:公司军用产品和民用产品技术路线差异



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

射频同轴电缆在军工领域主要应用在“神舟”系列飞船地面发射系统配套信号传输器件、军工测量船等军用硬件或系统的信号传输组件。公司和多家军工企业有长期的合作关系。“神舟”系列飞船的地面发射系统配套信号传输器件、军工测量船等军用硬件的信号传输组件内使用了公司的稳相微波射频同轴电缆。目前公司稳相射频同轴电缆技术和品质处在国内领先地位。

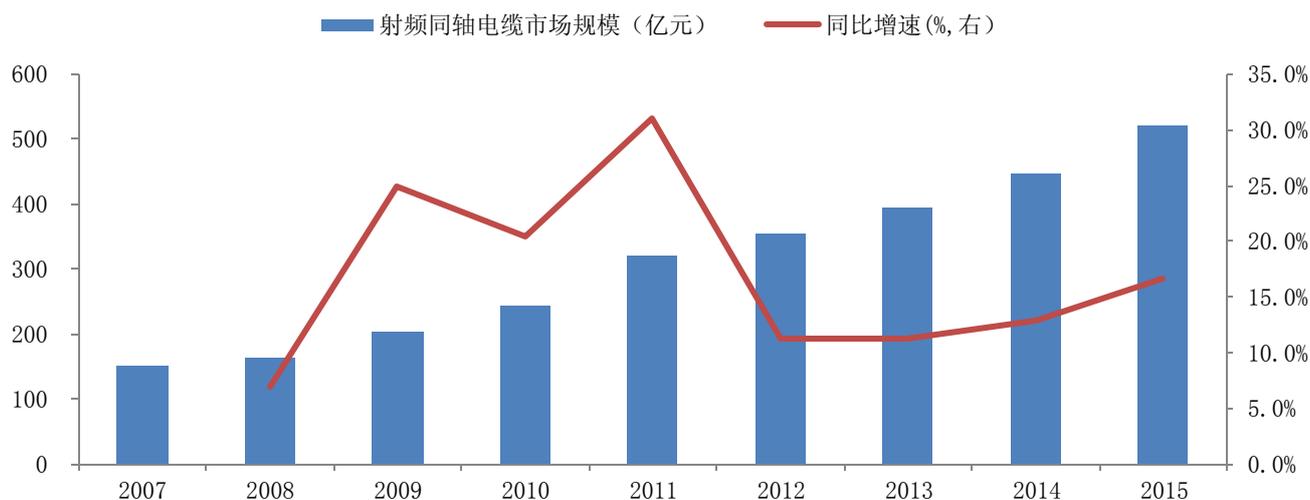
2. 中国射频同轴电缆行业规模持续增长

2.1 公司拥有高端射频同轴电缆核心技术

根据 Reportlinker 的研究报告，2015 年全球射频同轴电缆市场规模约为 51.4 亿美元，同比 2014 年的 47.1 亿美元增长 9%。射频同轴电缆国际市场集中度高，美国百通（Beleden）、美国戈尔（Gore）、瑞典哈博（Habia）、时代微波（Times）、耐克森（Nexans）、日本住友（Sumitomo）、日本日立（Hitachi）等公司占据了市场份额大部分。国内射频同轴电缆行业整体起步较晚，技术水平相对较低。

2015 年中国射频同轴电缆市场规模约 522 亿元，同比 2014 年增长 16.7%，增速超过全球其他市场。2007 年至 2015 年国内射频同轴电缆市场复合增长率达到 17%。预计到 2018 年国内射频同轴电缆市场规模超过 850 亿元。

图 3:中国射频同轴电缆市场规模



资料来源：中国电子元件行业协会光电线缆分会、东兴证券研究所

前几年，国内主要射频同轴电缆制造商主要集中在中低端产品，主要厂商有亨鑫科技，汉森科技，金信诺科技，俊知集团，江苏中天科技，浙江盛洋科技等。江苏亨鑫科技是国内电缆市场主要供应商，2013年其市场份额为36.4%，射频同轴电缆业务收入为9.33亿元。金信诺是国内半柔电缆市场的领先企业，2013年拥有近40%的市场份额。除金信诺外，国内半柔半刚电缆市场大部分份额被外资企业占据。

表 1:2014年 RF 电缆和半柔电缆主要企业产能

公司名称	泡沫聚乙烯绝缘		聚四氟乙烯绝缘	
	发泡生产线	产能(万公里/年)	推挤生产线	产能(万公里/年)
汉胜	18	18.5	16	5.5
亨鑫	9	11	6	2.4
俊知	7	9	4	1
中天	6	7.2		
通鼎	5	6		
安达讯	4	4.8		
金信诺	4	4.4	20	5
通光			12	4.1

资料来源：中电元协会电电缆及光器件分会、东兴证券研究所

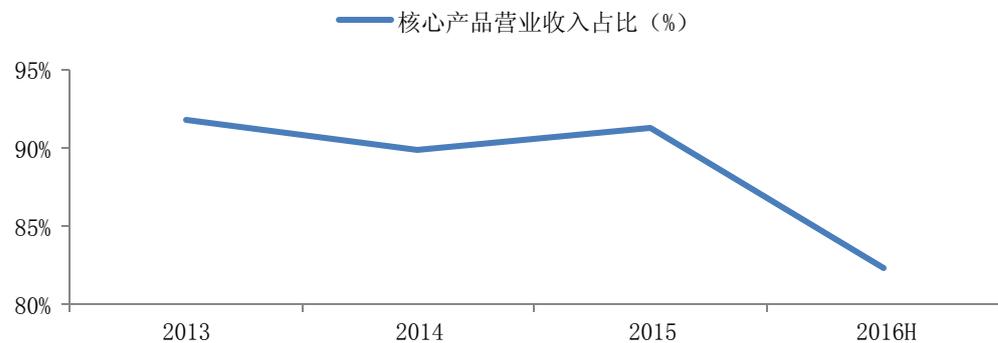
高端射频同轴电缆产品如低损耗稳相射频同轴电缆，细微、极细射频同轴电缆市场主要依赖进口。神宇股份拥有半柔半刚射频同轴电缆、低损耗稳相射频同轴电缆，细微、极细射频同轴电缆的自主生产核心技术。

表 2:神宇股份核心技术列表

主要核心技术名称	技术来源	与专利和非专利技术的对应关系
一种卧式缠绕机生产工艺	原始创新	一种卧式缠绕机（发明专利）
聚四氟乙烯高空气绝缘同轴电缆生产工艺	原始创新	聚四氟乙烯高空气绝缘同轴电缆（实用新型专利）
温度相位高稳定性亚高温同轴电缆生产工艺	原始创新	温度相位高稳定性亚高温同轴电缆（实用新型专利）
高柔软度稳相同轴电缆生产工艺	原始创新	高柔软度稳相同轴电缆（实用新型专利）

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

公司三项核心产品收入 2013 年至 2015 年分别为 2.31 亿元、2.18 亿元和 2.41 亿元，2016 年上半年实现收入 1.13 亿元。公司营业收入接近 90% 的贡献来自行业高端射频同轴电缆产品销售。

图 4:神宇股份核心产品营业收入占比趋势


资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

2.2 核心产品下游行业需求旺盛

微细、极细射频同轴电缆主要应用在智能手机、笔记本电脑、平板电脑、数码相机、数码 DV 等数码产品等内部连接用线、蓝牙、WIFI 等。平均每部智能手机所需要的微细射频同轴电缆的量大约为 0.05 米至 0.1 米。电子消费品产品的快速增长为微细、极细同轴电缆提供了广阔市场。

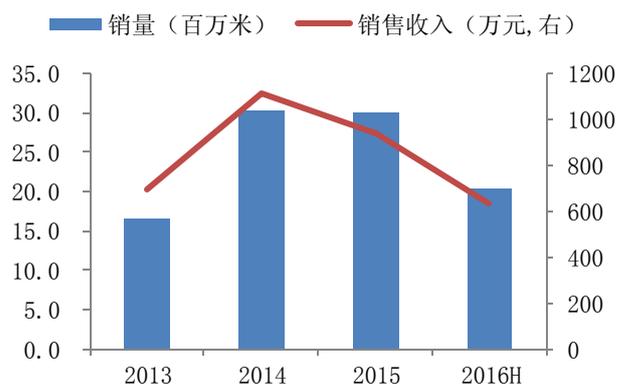
公司 2015 年微细射频同轴电缆和极细射频同轴电缆收入合计 1.40 亿元，同比增长 6.78%。2016 年上半年微细射频同轴电缆销量 12757 万米，销售收入 6466 万元。极细射频同轴电缆销量 2029 万米，销售收入 634 万元。

图 5:神宇股份细微射频同轴电缆销售情况



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

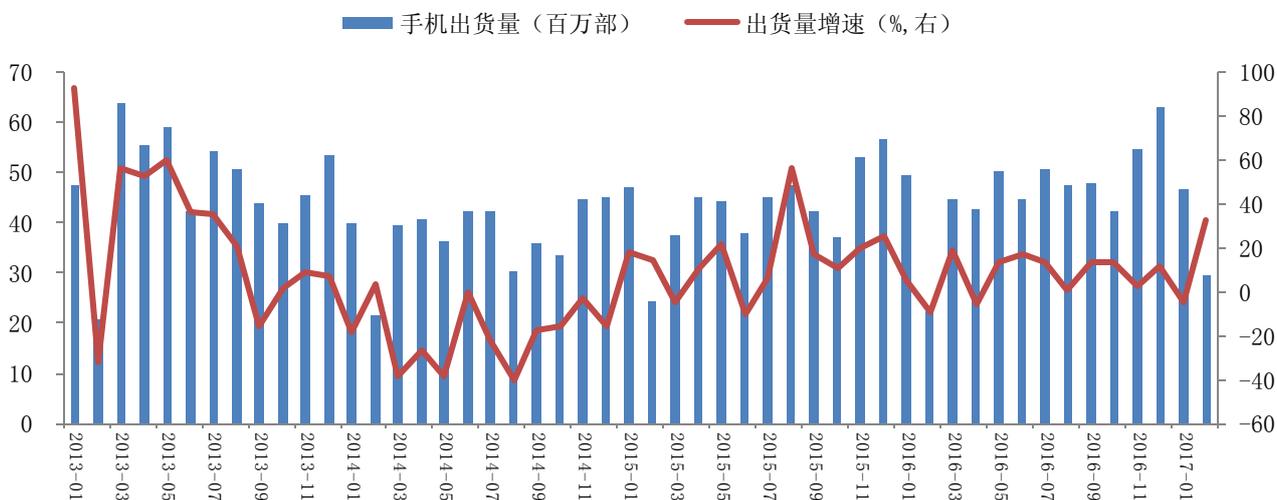
图 6:神宇股份极细射频同轴电缆销售情况



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

IDC 的数据 (International Data Corporation) 显示, 2013 年全球智能手机出货量 为 10.04 亿台, 首次超过 10 亿台。到 2016 年四季度全球智能手机出货量达到 428.5 万台。2016 年全年智能手机出货量达到 14.7 亿台, 创历史出货量最高。

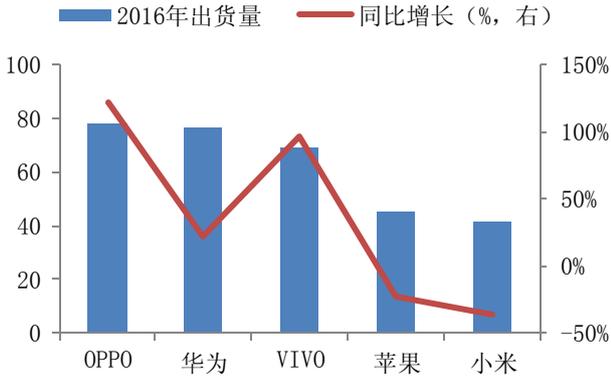
图 7:国内市场手机出货量和增速情况



资料来源：工信部、东兴证券研究所

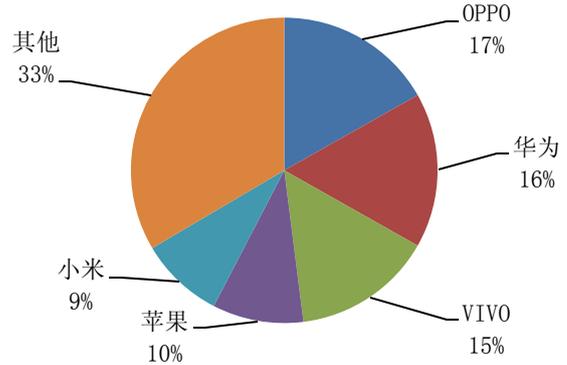
虽然 2016 年全球智能手机出货量增速下降到 2.3%，但 IDC 预测 2017 年全球智能手机 出货量为 15.3 亿台, 预计到 2021 年出货量达到 17.7 亿台。虽然出货量增速放缓, 但增长趋势并未改变。

图 8:2016 年全球手机出货量前五



资料来源: IDC、东兴证券研究所

图 9:2016 年全球智能手机市场份额



资料来源: IDC、东兴证券研究所

2016 年全球智能手机行业出货量前三位公司均为中国手机品牌, 前五位公司中四家是中国手机品牌。2016 年中国手机品牌出货量同比增长 8.7%, 增速远超全球出货量增速。中国手机品牌快速增长也将带动细微射频同轴电缆需求增长。

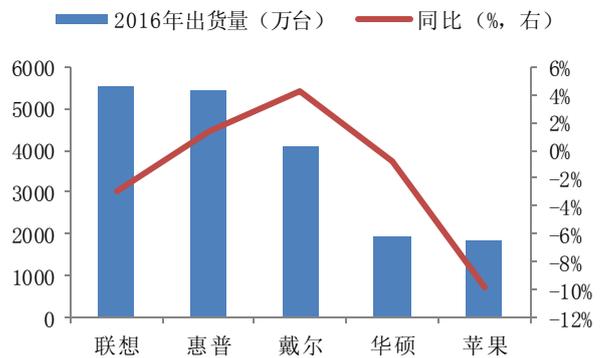
2016 年全球平板电脑出货量为 1.75 亿台, 同比下降 15.6%, 截止 2016 年四季度全球平板电脑出货量连续 9 个季度出现下滑。IDC 预测全球平板电脑下滑的趋势在 2018 年有望出现逆转, 从 2018 年开始到 2020 年有望出现增长趋势。

图 10:全球平板电脑出货量



资料来源: IDC、东兴证券研究所

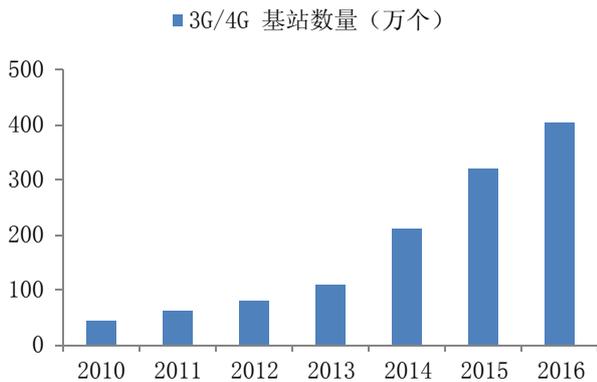
图 11:2016 年全球笔记本电脑出货量前五



资料来源: IDC、东兴证券研究所

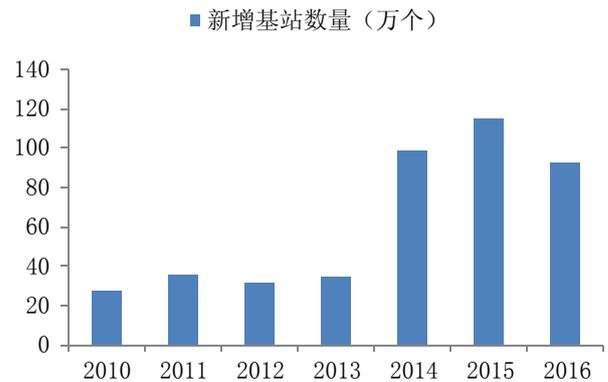
根据 IDC 数据 2016 年全球笔记本电脑出货量 2.6 亿台, 同比下降 5.7%。全球笔记本电脑已经持续多年的下滑趋势, 但 2016 年下降速度相比 2016 年之前已经有放缓趋势。每台笔记本电脑或平板电脑, 细微射频同轴电缆需求量为 1 米至 3 米极细微射频同轴电缆需求量为 3 米至 18 米。总体看虽然笔记本电脑和平板电脑均处在下降趋势中, 但基数仍然很大, 市场空间仍然存在。

图 12:全国累积 3G/4G 基站数量



资料来源：工信部、东兴证券研究所

图 13:全国新增移动基站数量

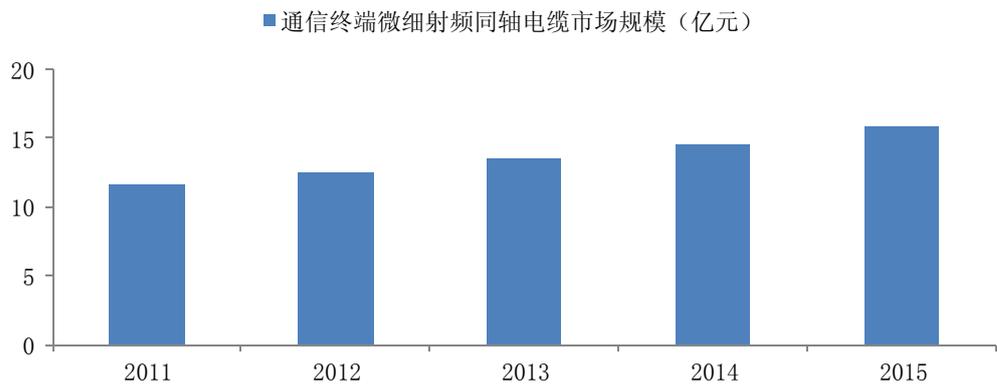


资料来源：工信部、东兴证券研究所

近年来，中国移动通信产业迅速发展，极大地促进了市场对射频同轴电缆的需求。2015年2月，工信部正式发放 FDD-LTE 牌照。由于 4G 移动通信塔的小型化、安装空间要求小，系统设计就选择相比 2G、3G 标准更小的电缆为跳线，对高端射频同轴电缆要求提升。

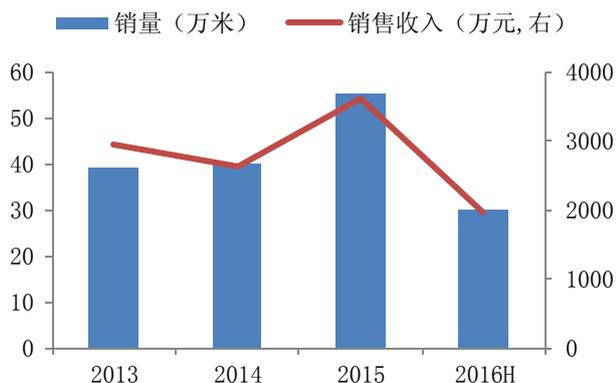
2016 年全国新增移动通信基站 92.6 万个，累计达到 559 万个。4G 通信基站的建设使得小尺寸、柔性电缆的需求增长，直接带来 2015 年中国射频同轴电缆市场规模同比增长 16.7%，超过全球平均增速。

图 14:国内通信终端细微射频同轴电缆市场规模

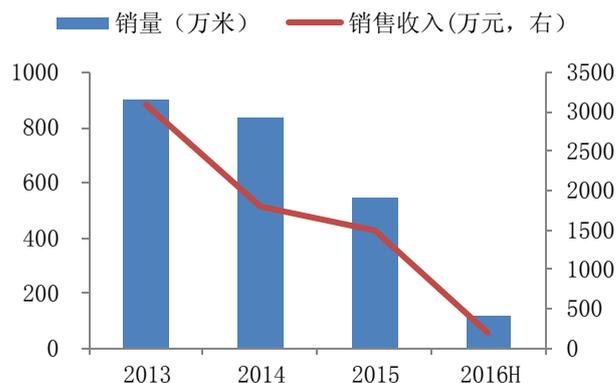


资料来源：中电元协会电线电缆及光器件分会、东兴证券研究所

预计到 2018 年，全国大部分地区将覆盖 4G 网络。半柔半刚射频同轴电缆、低损稳相射频同轴电缆、轧纹射频同轴电缆都是其移动通信基站建设材料。预计 4G 网络建设周期顶点会出现在 2020 年，而未来 5G 网络基础建设的加速将继续提升对高端射频同轴电缆的需求。

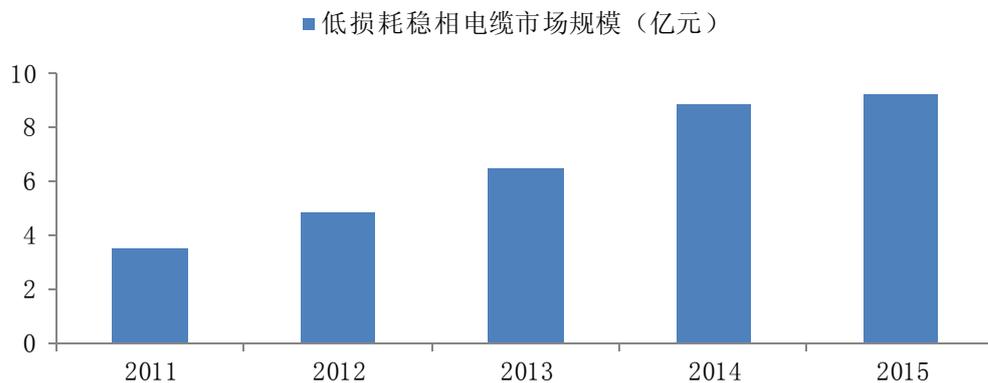
图 15:神宇股份稳相微波射频同轴电缆产量情况


资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图 16:神宇股份军标射频同轴电缆产量情况


资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

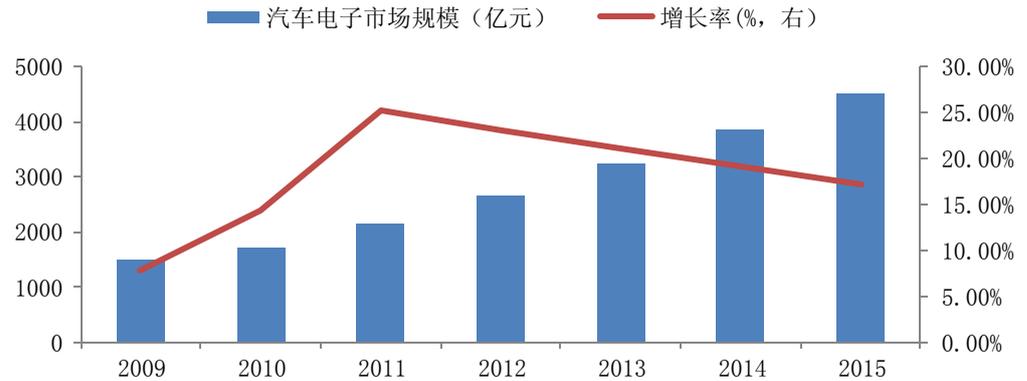
军用电子设备对低损耗稳相射频同轴电缆需求量较大,军品对电子装备的可靠性要求较高,以前军品使用的进口产品较多。近年国内产品性能提升,稳定性也有所提升,进口产品替代需求旺盛。国内军工市场对高端低损耗稳相电缆需求复合增长率预计可以达到 25%。

图 17:国内低损耗电缆市场规模


资料来源：中电元协会电线电缆及光器件分会、东兴证券研究所

高端射频同轴电缆除了在消费电子产品、移动通信设备和军工领域需求增长外。随着汽车电子设备渗透率的提升,以及智能驾驶普及率提升,汽车用细微射频同轴电缆需求也将增长。平均每辆汽车所需细微射频同轴电缆使用量约为 4 米至 16 米。

图 18:中国汽车电子市场规模增长



资料来源：搜狐汽车、东兴证券研究所

中国已经成为全球汽车产量第一市场,预计未来三年中国汽车电子市场规模仍会维持在 15%以上的复合增长率。另一方面,国产品牌新车相比进口汽车和合资品牌性价比更好,主要体现在汽车电子设备和先进驾驶设备装车率较高。随着国产品牌汽车占比的持续提升,国产汽车品牌对高端射频同轴电缆需求更强。

3. 高端产品产能释放化解成本提升

3.1 主要原料价格上升显著

射频同轴电缆产品内导体材料主要是高导电率的金属,小射频同轴电缆内导体一般使用铜线或铜包铝线,大射频同轴电缆内导体一般为铜管。导体外绝缘层一般使用三类材料:相对低端的聚乙烯、高端氟塑料、更高端的二氧化硅类。公司内导体使用铜材料,绝缘材料使用相对高端氟塑材料。公司的原料成本占生产成本的比例较高,2014年至2015年原料成本占比都在80%以上,原料价格变动对成本影响较大。

图 19:射频同轴电缆产业链情况

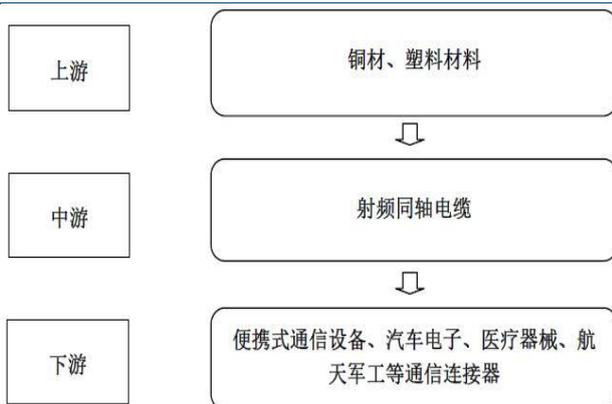
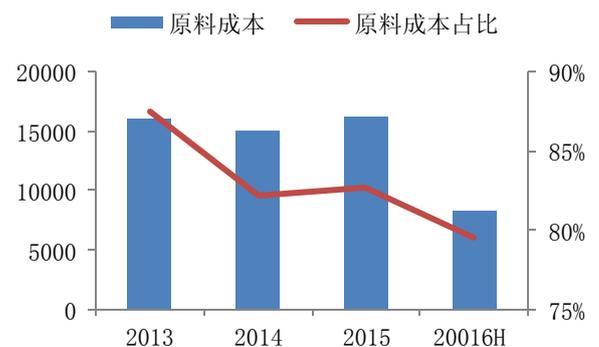


图 20:公司产品原料成本和原料成本占比情况



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

金属铜价格具有显著的周期性特点，总体看铜价周期和经济周期相关。2016年下半年开始铜价出现一轮强烈上涨周期，目前铜价已经回升至2014年中期高点水平。预计2017年全球铜市场处在紧平衡的状态，铜价可能维持在较高位置。

图 21:国内电解铜价格趋势



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

聚四氟乙烯价格在2017年一季度也出现了一轮强力上涨。一季度聚四氟乙烯价格的快速上涨有产能受到环保压力，停产造成供给不足的影响，但也有上游原料价格上涨的转嫁压力。我们认为2017年聚四氟乙烯价格也有望持续保持高位。

图 22:聚四氟乙烯市场价格



资料来源：wind、东兴证券研究所

公司综合毛利率对原料成本波动敏感性较强,铜价或者氟塑料价格上涨 5%,公司综合毛利率有超过 1%下降。2017 年 3 月末铜和聚四氟乙烯价格比 2016 年同期上涨幅度均超过 20%,公司 2017 年毛利率仍然承受较大压力。

表 3:神宇股份主要原料价格上涨敏感性分析

	2013	2014	2015	2016H
假设铜价上涨 5%				
原材料成本增加额 (万元)	360.54	309.37	347.06	154.1
营业成本增加额 (万元)	360.54	309.37	347.06	154.1
综合毛利率下降百分点	1.43	1.27	1.32	1.12
假设氟塑料价格上涨 5%				
原材料成本增加额 (万元)	336.26	343.89	372.11	160.91
营业成本增加额 (万元)	336.26	343.89	372.11	160.91
综合毛利率下降百分点	1.34	1.42	1.41	1.17

资料来源:公司招股说明书、东兴证券研究所

本轮原料价格上涨速度过快,产业链压力整体上升,下半年看产业链有可能整体提价消化较高的成本压力。另一方面,公司产品结构中高端射频同轴电缆占比较高,相比低端激励竞争产品,价格也相对稳定。

3.2 高端产能 2017 年后逐步释放

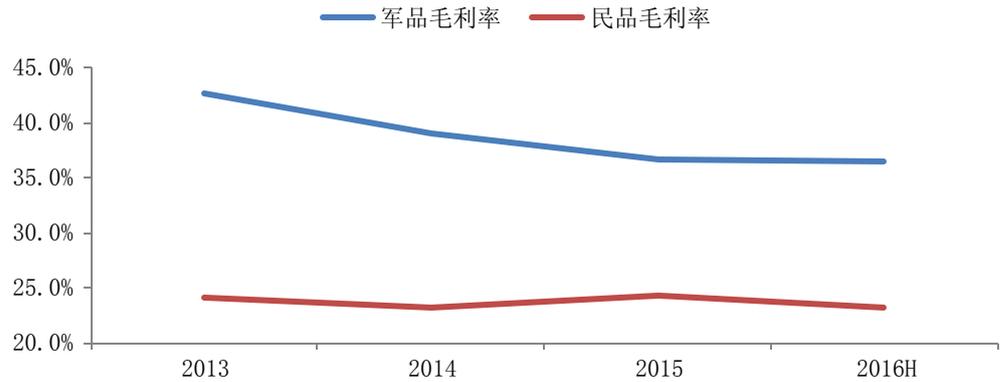
2016 年上半年公司射频同轴电缆产能 29.24 万公里,公司发行新股募集资金拟投资 1.78 亿元,主要投向细微、极细、稳相微波射频同轴电缆产品。截止 2016 年末,细微、极细射频同轴电缆项目完成 46.36%,稳相射频同轴电缆项目完成 88.17%,射频同轴电缆及组件研发中心项目完成 21.10%。

表 4:神宇股份新股募集资金投向表

项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投入 (万元)
细微、极细射频同轴电缆	11468	11468
稳相射频同轴通信电缆及组件建设	4446	1064
射频同轴通信电缆及组件研发中心	1852	1852
合计	17766	14384

资料来源:公司招股说明书、东兴证券研究所

预计 2017 年底三项募集资金建设项目可达产,高端产能未来 3 年有望持续释放。募集资金建设项目达产后公司高端射频同轴电缆产品销量增长,高端产品销售占比的提升有望提升公司销售毛利率。

图 23:神宇股份民品和军品毛利率趋势


资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1 主营业务假设

公司 2016 年射频同轴电缆销售收入增长 9.13%，达到 2.65 亿元。黄金拉丝产品 2016 年销量同比增长 106.29%，黄金拉丝产品销售收入 3334 万元，同比大幅增长 185.99%。假设公司射频同轴电缆产品 2017 年至 2019 销售年收入增速分别为 17.9%、20.6%和 17.6%。

预计 2017 年末公司募投项目可达产，2018 年开始高端射频同轴电缆产能加速释放，高端产品占比提升可以对冲原料成本上升对毛利率的负面影响。假设 2017 年至 2019 年上游铜价和聚四氟乙烯价格维持高位，公司射频同轴电缆毛利率分别为 28.9%、28.5%和 28.2%。假设公司 2017 年至 2019 年营业毛利率分别为 25.6%、25.9%和 25.6%。

表 5:神宇股份经营收入预测表

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
射频同轴电缆收入（万元）	24336	26557	31307	37757	44396
收入增速（%）		9.13%	17.89%	20.60%	17.59%
射频同轴电缆毛利率	27.13%	28.80%	28.89%	28.54%	28.18%
黄金拉丝产品收入（万元）	1166	3334	4952	7081	9117
收入增速（%）		185.99%	48.50%	43.00%	28.75%
黄金拉丝产品毛利率（%）	4%	2%	9%	16%	16%
其他业务收入（万元）	864	1352	1757	2196	2745
其他业务毛利率（%）	13.05%	13.76%	13.80%	13.50%	13.50%

营业收入 (万元)	26366	31244	38016	47034	56258
营业成本 (万元)	19602	23349	28285	34860	41881
营业毛利率 (%)	25.65%	25.27%	25.60%	25.88%	25.56%

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

4.2 公司盈利预测

考虑公司高端射频同轴电缆产能释放将收入增长和毛利率提升, 预计公司 2017 年至 2019 年销售收入分别为 3.75 亿、4.57 亿和 5.48 亿, 归属公司股东净利润分别为 4432 万元、5530 万元和 6656 万元, 分别同比增长 23.1%、24.8%和 20.4%, 对应 EPS 分别为 0.55 元、0.69 元和 0.83 元。

表 6: 神宇股份盈利预测数据表

财务项目	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	263.66	312.44	375.03	457.96	548.03
增长率 (%)	8.50%	18.50%	20.03%	22.11%	19.67%
净利润 (百万元)	32.49	36.00	44.32	55.30	66.56
增长率 (%)	25.68%	10.81%	23.11%	24.79%	20.36%
净资产收益率 (%)	13.41%	8.49%	9.55%	10.77%	11.60%
每股收益 (元)	0.54	0.58	0.55	0.69	0.83

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

4.3 公司估值和投资评级

我们选择电缆行业相关上市公司作为可比公司, 可比上市公司 2017 年平均 PE 估值为 48.3 倍, 行业整体估值水平较高。公司核心产品下游需求保持旺盛, 公司募集资金投向高端产能建设, 2017 年末新增产能达产后高端产品收入增长将驱动净利润提高, 给予公司 2017 年目标 PE 估值 90 倍, 对应未来 6 个月目标价 49.50 元, 给予公司“推荐”评级。

表 7: 可比上市公司估值表

公司名称	EPS			PE			PB
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	
盛洋科技	0.15	0.21	0.27	167.9	122.5	95.8	2.23
通光线缆	0.27	0.37	0.57	53.8	38.8	25.1	2.76
通达股份	0.14	0.21	0.27	90.3	57.0	45.7	3.46
金信诺	0.31	0.44	0.72	86.9	61.6	37.6	2.16

通鼎互联	0.15	0.45	0.73	175.9	59.9	37.0	2.37
平均	0.20	0.34	0.51	115.0	68.0	48.3	2.59

资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 风险提示

- ◆ 上游原材料价格持续上涨的风险
- ◆ 产能释放速度低于预期的风险
- ◆ 行业竞争加剧带来的产品价格下降的风险

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	197	364	391	454	525	营业收入	264	312	375	458	548
货币资金	38	173	169	183	200	营业成本	196	233	279	340	408
应收账款	94	119	134	163	195	营业税金及附加	1	2	2	3	3
其他应收款	1	0	0	0	0	营业费用	4	6	7	8	10
预付款项	3	1	4	7	11	管理费用	23	31	37	44	53
存货	40	47	57	70	84	财务费用	3	2	1	1	0
其他流动资产	4	10	10	10	10	资产减值损失	1.23	1.08	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	175	251	274	296	268	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	116.02	211.13	216.24	229.67	241.36	营业利润	35	38	47	60	73
无形资产	32	31	28	25	22	营业外收入	2.04	3.41	4.00	4.00	4.00
其他非流动资产	2	6	0	0	0	营业外支出	0.02	0.01	0.50	0.50	0.50
资产总计	373	615	664	751	793	利润总额	37	41	51	63	76
流动负债合计	129	187	196	233	215	所得税	5	5	6	8	10
短期借款	50	40	47	52	0	净利润	32	36	44	55	67
应付账款	70	118	115	140	168	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	32	36	44	55	67
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	83	87	73	89	101
非流动负债合计	1	4	4	4	4	EPS (元)	0.54	0.58	0.55	0.69	0.83
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	130	191	200	237	219	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	8.50%	18.50%	20.03%	22.11%	19.67%
实收资本(或股	60	80	80	80	80	营业利润增长	22.18%	7.87%	24.87%	26.63%	21.55%
资本公积	33	159	159	159	159	归属于母公司净利润	23.10%	24.79%	23.10%	24.79%	20.36%
未分配利润	134	166	195	231	274	获利能力					
归属母公司股东	242	424	464	514	574	毛利率(%)	25.65%	25.27%	25.55%	25.81%	25.49%
负债和所有者权益	373	615	664	751	793	净利率(%)	12.32%	11.52%	11.82%	12.08%	12.15%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元						8.72%	5.86%	6.67%	7.37%	8.39%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)					
						13.41%	8.49%	9.55%	10.77%	11.60%	
经营活动现金流	51	32	44	68	78	偿债能力					
净利润	32	36	44	55	67	资产负债率(%)	35%	31%	30%	32%	
折旧摊销	44.81	47.29	0.00	24.83	26.55	流动比率	1.53	1.95	1.99	1.95	2.44
财务费用	3	2	1	1	0	速动比率	1.21	1.70	1.70	1.65	2.05
应收账款减少	0	0	-14	-30	-32	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.73	0.63	0.59	0.65	0.71
投资活动现金流	-28	-41	-49	-52	-2	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.35	3.33	3.23	3.60	3.57
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.58	0.55	0.69	0.83
筹资活动现金流	-25	133	1	-1	-59	每股净现金流(最新	-0.03	1.55	-0.05	0.18	0.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.04	5.30	5.80	6.42	7.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	20	0	0	0	P/E	86.11	80.17	83.94	67.27	55.89
资本公积增加	0	126	0	0	0	P/B	11.52	8.77	8.02	7.24	6.49
现金净增加额	-2	124	-4	14	17	EV/EBITDA	33.93	41.43	49.62	40.55	34.76

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。