海 利 得(002206)/化学纤维　　三大主业进入放量期，低估值高增长的稀缺标的

评级：买入(维持)

市场价格：7.02

目标价格：10

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

电话：021-20315135

Email：wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师：孙琦祥

执业证书编号：S0740517020007

Email：sunqx@r.qlzq.com.cn

分析师：罗雅婷

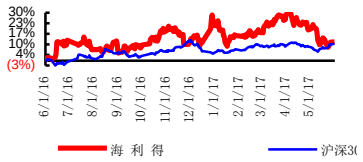
执业证书编号：S0740517030002

Email：luoyt@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,218
流通股本(百万股)	867
市价(元)	7.02
市值(百万元)	8,551
流通市值(百万元)	6,087

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 三大产业持续优化布局，未来业绩稳健增长可期

2 海利得 16 年业绩快报点评

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2120.94	2566.55	3140.27	3639.27	4423.67
增长率 yoy%	-7.22%	21.01%	22.35%	15.89%	21.55%
净利润	195.47	255.11	386.87	510.22	647.00
增长率 yoy%	36.1%	30.5%	51.6%	31.9%	26.8%
每股收益（元）	0.16	0.21	0.32	0.42	0.53
净资产收益率	9.2%	9.2%	10.8%	14.1%	17.6%
P/E	43.7	33.5	22.1	16.8	13.2
PEG	1.2	0.9	0.6	0.5	0.4
P/B	4.0	3.1	2.4	2.4	2.3
备注：					

投资要点

- **持续重点推荐海利得（对应 17 年 22X PE，PEG 0.55）：1）未来 3 年复合增速 30-40%以上，目前对应 17 年估值 22 倍，低估值且业绩增长确定性高。2）扎根好行业，进入放量期：全球车载安全气囊聚酯丝年均增速 27%，公司是最主要的供应商。安全带丝和帘子布业务公司突破认证进入放量期，目前市场占比分别是 20%和 5%。石塑环保地板持续翻倍增长。3）行业壁垒高，盈利确定性强：车用丝业务差异化大，客户认证壁垒高周期长，供应链要求高，定价模式清晰，盈利确定性强。**

- **差异化+集中化战略，三大产业链持续布局：**公司主营业务为化纤纤维的制造，现已形成涤纶工业长丝、塑胶材料、涤纶帘子布三大类产品，布局车用安全业务、广告材料业务、新材料业务三大产业。16 年 1.5 万吨帘子布及配套高模低收缩丝、2 万吨安全带丝及 2 万吨安全气囊丝顺利投产，公司涤纶工业丝总产能从 13.5 万吨增加至 19 万吨，车用丝比率达到 67%。未来三年，三大类产品均有新产能投放，将推动公司进入新一轮增长。

- **车用丝比例增大，公司盈利增强：**随着新车产量的继续提高、单辆车使用安全气囊数目的增加、气囊配置率的提升以及新型气囊的诞生，我们预计安全气囊的需求增速还将维持 10%的增长，公司自主研发的安全气囊丝未来随着涤纶工业丝对尼龙 66 的继续替代，市占率有望从目前的 13%提升到 2020 年的 30%，复合增速达到 27%。由于安全气囊丝和安全带丝关系到人的生命安全，验证周期长，进入壁垒高，公司已和 AUTOLIV、TRW、KSS、TAKATA 等全球四大安全总成厂商合作多年，技术及客户优势明显。随着募投 4 万吨车用丝项目投产，公司车用丝的比例将进一步提升至 73%，盈利能力继续增强。

- **帘子布有望持续放量：**公司帘子布现完成多家高端客户认证工作，成功入驻住友、固铂、韩泰、米其林、大陆轮胎等国际一线品牌轮胎制造商，客户结构中高端客户比例跃升至 80%，销量和毛利同步提升带动公司盈利水平大幅提高，同时也表明公司帘子布经过 4-5 年的认证期实现质变，获得高端下游的认可，实现了从 0 到 1 的突破并进入快速放量阶段。考虑到全球帘子布市场 60 万吨以上，公司目前占比仅 3%，而晓星等市占率超过 30%，在竞争优势相当同时客户认同大幅提升的背景下，我们判断公司的帘子布及车用丝业务将进入持续性的快速增长期。17 年优质客户比例有望进一步提升，同时公司帘子布还有 3 万吨在建产能。

- **石塑地板长期市场空间广阔：**石塑地板是公司在建材领域的新产品，目前产能已达到 500 万平米，未来产能将扩至 1700 万平米。石塑地板具有价格低、重量轻、阻燃、花纹多样、安装难度低、环保等优点，目前在欧美国家的市场渗透率已经达到 30%，而我国消费占比仅 5%，长期增长空间还十分广阔，可能将成为公司未来业绩增速最快的业务。

- **盈利预测与估值：**公司采取差异化和集中化战略，沿车用安全、广告材料和新材料三大领域通过内生性增长及外延性扩张等多种方式积极进行横向规模扩张及纵向产业链延伸。随着新增产能的逐步释放，公司未来 3 年将持续保持每年 30~40%以上的复合增速，同时在这三大板块的优势将进一步巩固。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.32、0.42、0.53 元，减持新股出台万向减持压力明显减弱，利好公司，维持买入评级，12 个月目标价 10 元。

- **风险提示：公司产能投放进度不及预期、市场竞争加剧、环保及安全事故风险、产品价格大幅波动等。**

内容目录

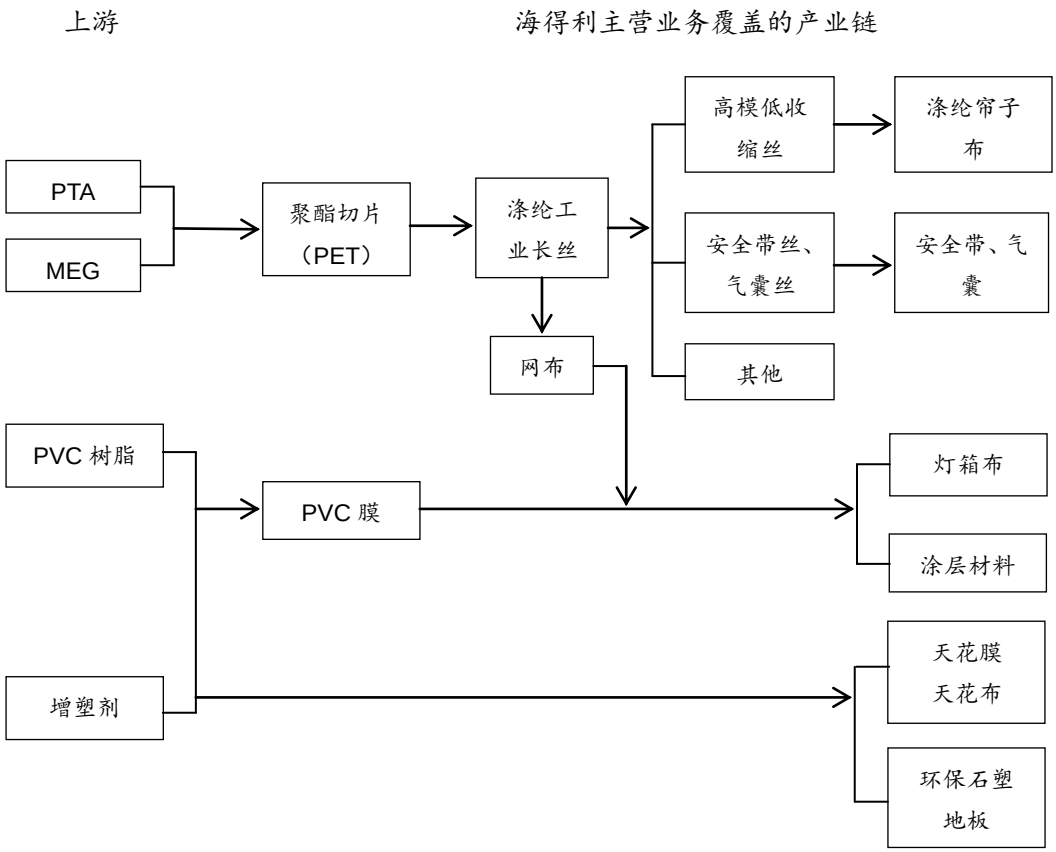
一、海利得：差异化+集中化战略，三大产业链持续布局 ..... - 3 -
二、车用丝比例增大，公司盈利增强 ..... - 7 -
涤纶工业丝四足鼎立，扩产进入尾声 ..... - 7 -
公司聚焦车用丝 ..... - 7 -
安全气囊丝 ..... - 8 -
安全带丝需求量稳步增加 ..... - 10 -
三、帘子布：对标韩国晓星，进入放量阶段 ..... - 11 -
四、石塑地板：长期市场空间广阔 ..... - 15 -
五、盈利预测与估值 ..... - 17 -
六、风险提示 ..... - 17 -

一、海利得：差异化+集中化战略，三大产业链持续布局

- 公司主营业务为化纤纤维的制造，现已形成涤纶工业长丝、塑胶材料、涤纶帘子布三大类产品，布局车用安全业务、广告材料业务、新材料业务三大产业。16 年 1.5 万吨帘子布及配套高模低收缩丝、2 万吨安全带丝及 2 万吨安全气囊丝顺利投产，公司涤纶工业丝总产能从 13.5 万吨增加至 19 万吨，车用丝比率达到 67%。未来三年，三大类产品均有新产能投放，将推动公司进入新一轮增长。

- 目前公司三大主要产品均有相对完整的产业链，具有同行业公司无法比拟的产业链优势。在涤纶工业长丝产品方面，公司拥有从生产 PET、涤纶工业长丝至涤纶帘子布的完整产业链；在塑胶材料产品方面，公司具有生产 PVC 膜和网格布至生产灯箱布产品的完整产业链；另外公司还生产天花膜、天花布、石塑地板等装饰材料。公司各产业链间协同效益明显，公司竞争力的提升得益于技术优势与成本优势积累，同时为新增产能释放提供基础。

图表 1：海利得主营业务覆盖的产业链



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：海利得主要产品

产品	主要产品品种及行业应用领域	主要用途	产销定位	
涤纶工业长丝	车用丝	高模低收缩丝	汽车子午轮胎骨架材料	专注于拥有高技术壁垒的高模低收缩丝、安全带丝、安全气囊丝
		安全带用丝	汽车安全带	
		安全气囊丝	汽车安全气囊	
	非车用丝	低收缩丝	涂层及贴合织物，如灯箱布、缝纫线等	逐步强化水处理、有色丝、阻燃丝、海洋用缆线等新型非车用丝的研发生产
		高强丝	工业纸袋，如吊装带、紧固带	
		有色丝	工业织带、绳索	
		水处理丝	水处理超滤膜	
	轮胎帘子布		轮胎用骨架材料	以高品质高模低收缩丝为原丝，以长期稳定客户为基础供应高端涤纶帘子布
塑胶材料	灯箱布、涂层材料		户外广告材料、建筑用膜	以灯箱广告材料为基础成功开发出盈利较强的天花膜、天花布、环保石塑地板等装饰装修材料
	天花膜、天花布		装饰装修材料	
	石塑地板		装饰装修材料	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司未来 3 年产能投放情况

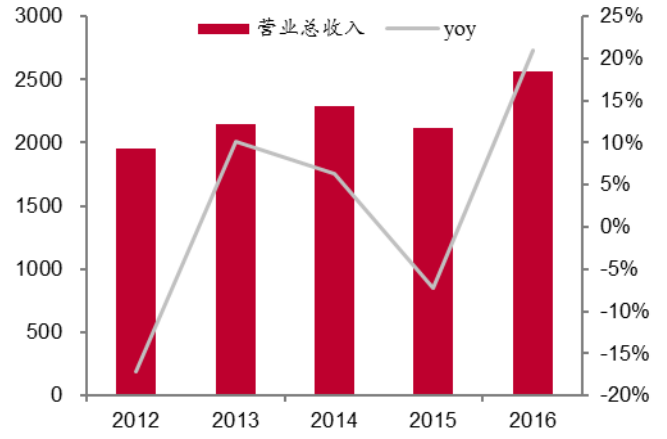
时间	产能增长情况
2017	1、老 3 万吨帘子布产能满产
	2、4 万吨车用丝产能持续释放
	3、新项目前 2 万吨高模低收缩丝投产
	4、石塑地板产能增长
2018	1、4 万吨车用丝产能持续释放
	2、新项目前 2 万吨高模低收缩丝满产
	3、新项目前 1.5 万吨帘子布投产
	4、石塑地板产能增长
2019	1、4 万吨车用丝产能满产
	2、新项目前 1.5 万吨帘子布产能释放
	3、新项目后 2 万吨高模低收缩丝投产
	4、新项目后 1.5 万吨帘子布投产
	5、石塑地板产能增长

来源：公司公告，中泰证券研究所

过去 5 年公司营收和净利润总体呈现上升态势，15 年营收略有下滑主要是受到原油价格大幅下跌公司产品价格下滑影响，16 年随着各项业务产能快速释放，公司营收又重回增长通道。从 17 年一季报情况来看，公司营收和净利润继续稳健增长，主要得益于三大业务产能的快速释放：1）涤纶工业丝中的车用丝比例继续提升，公司盈利同比得到提升；2）帘子

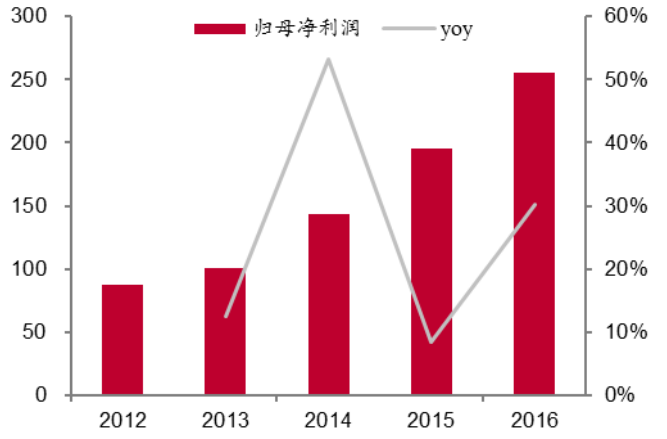
布产能持续释放：公司帘子布产能现已增加至 3 万吨，其中高端客户的销量正在逐步释放，销量和毛利的同比提升将带动公司业绩的增长；3）石塑地板产能释放，且 17 年产能有望再上一个台阶。一季度的良好开局奠定了公司全年继续高增长的基调。

图表 4：公司近 5 年营收情况（百万元）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

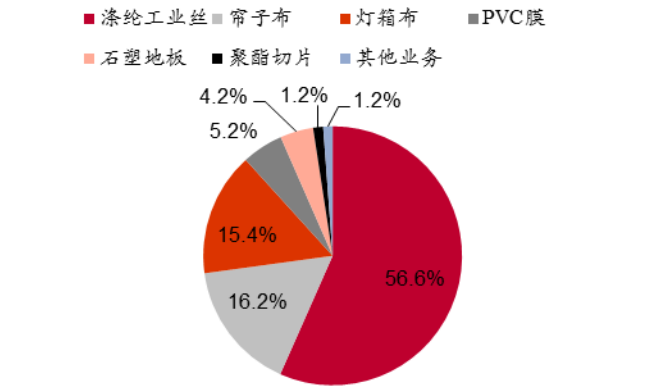
图表 5：公司近 5 年净利润情况（百万元）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

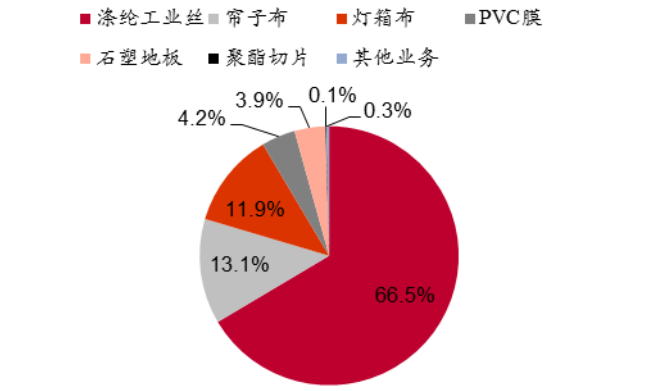
■ 涤纶工业丝以及帘子布是公司营收和毛利的主要两大块贡献，两块业务合计占比分别达到 72.8%和 79.6%，石塑地板业务目前占比还较小，但是公司产能扩张最大刀阔斧的部分，巨大的市场空间下有望成为公司未来业绩增长的第三驾马车。

图表 6：公司收入拆分



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

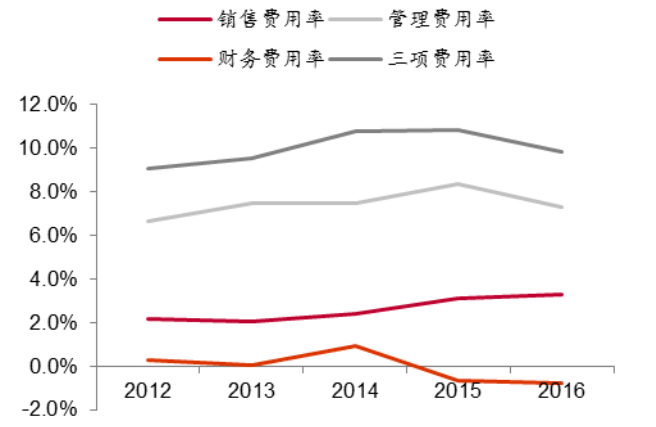
图表 7：公司毛利拆分



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

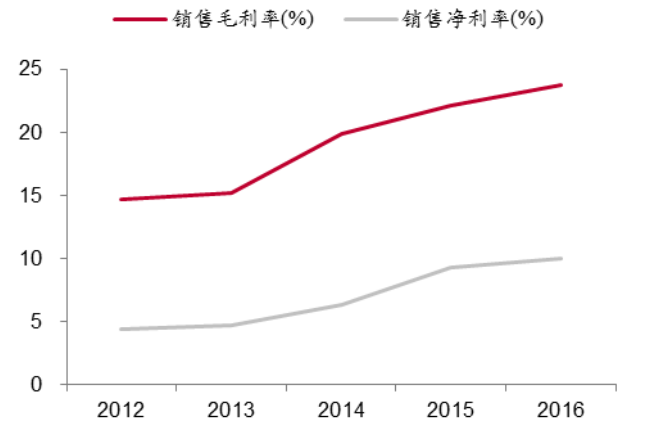
■ 近几年公司三项费用率基本稳定，彰显了公司良好的费用控制能力。而公司毛利率和净利率正在逐年增加，得益于公司差异化加集中化战略下，产品结构的积极改善，高端客户的放量使得公司盈利能力稳步提升。

图表 8：公司三项费用率情况



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

图表 9：公司毛利率和净利率水平



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

前十大股东

- 公司实际控制人为高利民，持股比例 23.34%。二股东万向创投于 2016 年 8 月 31 日公告计划于 12 个月内，以集中竞价方式或大宗交易方式或依规按协议转让方式， 减持公司股份不超过 50,100,980 股（占公司总股本比例为 10.2828%）。证监会最新减持新规出台后，将限制万向的减持比例，对公司而言是非常大的利好。

图表 10：2017 年一季报公司前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	高利民	113,700,000	23.3400	限售流通 A 股,A 股流通股
2	万向创业投资股份有限公司	69,590,000	14.2800	A 股流通股
3	高王伟	20,950,295	4 3000	限售流通 A 股,A 股流通股
4	高雪坤	14,345,250	2.9400	A 股流通股
5	宋祖英	9,787,500	2.0100	A 股流通股
6	全国社保基金四零六组合	9,535,253	1.9600	A 股流通股
7	中国人民人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	7,328,258	1.5000	A 股流通股
8	西藏康盛投资管理有限公司	6,727,027	1.3800	A 股流通股
9	鹏华资产-浦发银行-鹏华资产西藏康盛定增 1 号资产管理计划	5,518,936	1.1300	限售流通 A 股
10	上海浦东发展银行股份有限公司-嘉实优质企业股票型开放式证券投资基金	5,037,134	1.0300	A 股流通股
	合　　计	262,519,653	53.8700	

来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

二、车用丝比例增大，公司盈利增强

涤纶工业丝四足鼎立，扩产进入尾声

- 涤纶工业丝是指具有高强、高模量、耐磨、低收缩等性能的涤纶长丝，广泛应用于产业类纺织品，包括广告灯箱布、土工布、输送带、汽车纤维及轮胎子午线等。

- 经过过去数年的野蛮扩张，目前我国涤纶工业丝行业的年产能约 200 万吨。2016 年新增产能增速明显放缓至 4.2%左右。由于涤纶工业丝行业为技术密集型及资本密集型行业，行业集中度较高，我国前四大企业（古纤道、尤夫、恒力、海利得）合计产能占比达到国内总产能的 60%左右，并且形成了各自的产品特色，其中海利得在车用丝领域一枝独秀，而古纤道、尤夫以及恒力的布局更多在非车用丝领域。

公司聚焦车用丝

- 随着国内涤纶工业长丝生产和技术的成熟，产品向下游应用领域不断拓展和完善，高端产品集中体现在与汽车安全产业相关的领域，该领域受周期性影响小，近年来全球汽车产量继续保持增长态势，尤其是电动汽车、智能汽车的快速发展为传统汽车行业注入了新的活力，汽车保有量也在持续增加，并且由于车用涤纶工业丝对品质稳定性上要求较高，下游验证周期较长，市场需求还存在较大的供应缺口。

- 全球汽车产业的迅速发展促使全球车用涤纶工业长丝的需求持续增长。其中，车用高模低收缩丝主要应用于轮胎帘子布的生产制造，基于轮胎更换周期的考虑，其需求增长主要来源于新增汽车产量以及汽车保有量的增加而引致的轮胎需求；安全带丝和安全气囊丝主要应用于汽车安全带和安全气囊的生产制造，由于安全带、安全气囊的更换频率较低，其需求增长主要来源于新增汽车产量。

图表 11：公司涤纶工业丝产能情况

产品类别（万吨）		目前产能	新产能扩产后	
车用丝	高模低收缩	5.6	9.6	公司于 2016 年 7 月份公告拟新增产能 4 万吨
	气囊丝	3.25	3.25	其中 2 万吨于 2016 年上半年投产，分布消化
	安全带丝	4	4	其中 2 万吨于 2016 年上半年投产，分布消化
非车用丝		6.15	6.15	
合计		19	23	本次扩产均为车用丝，扩产后车用私占公司涤纶工业长丝产能的比例超过 70%

来源：公司公告，中泰证券研究所

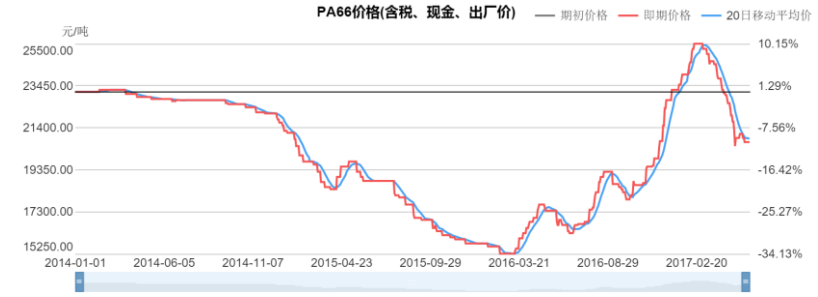
安全气囊丝

- 汽车安全气囊主要由安全气袋、传感器、电子控制装置以及微型炸药等组成，是一种能够有效保护司乘人员安全的被动防护装置。

- 自汽车安全气囊发明以来，锦纶一直是安全气袋的主要材质，具有断裂伸长大、弹性好及热焓量高等特点。2010 年，海利得成功研发出涤纶材质的车用安全气囊丝并形成规模化量产，开启并推动了涤纶工业长丝在安全气囊领域对锦纶的替代进程。

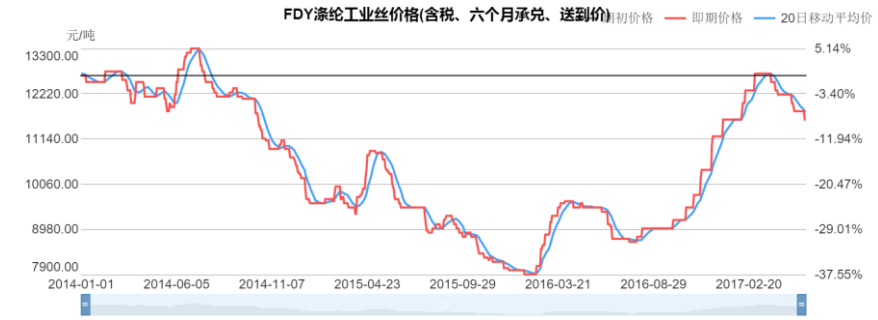
- 涤纶工业长丝的耐高温性和耐磨性不如锦纶织物，但随着安全气囊总成技术的发展，涤纶工业丝较锦纶的优势主要体现在：1）涤纶工业丝在价格上明显低于尼龙 66；2）涤纶还具备强伸度高、耐磨、易回收、保型性好等优点，因此凭借更高的性价比开始逐步替代涤纶纤维。

图表 12：尼龙 66 价格



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 13：涤纶工业丝价格



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

- **目前涤纶工业丝占全球安全气囊丝用量仅有 13%左右，预计到 2020 年这一比例有望提升至 30%，因此未来需求增量还有很大空间。**

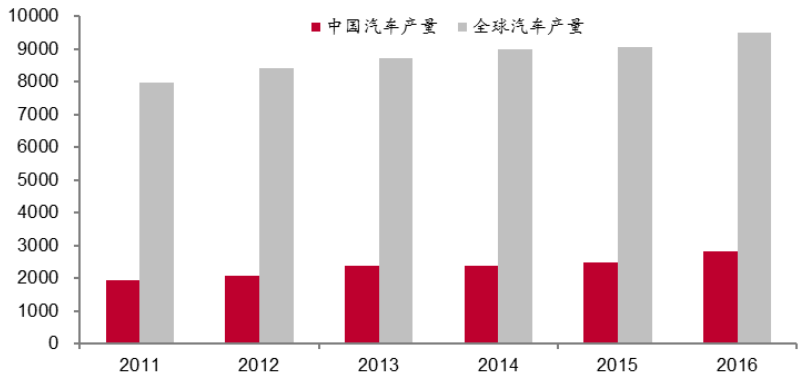
- 海利得是全球市场中涤纶安全气囊丝少数规模化生产并获得国际知名厂商认证的供应商之一。公司是全球首家自主研发成功以涤纶替代尼龙的

涤纶汽车用安全气囊丝的企业，并且已经获得了国际知名厂商的认证，目前在应用的车型包括奥迪、宝马、奔驰、克莱斯勒、沃尔沃、大众等欧系美系车型，部分日系、韩系车型也已开始使用。

■ 公司现有气囊丝产能 3.25 万吨，我们预计未来安全气囊丝还将维持 10%以上增速，而涤纶工业丝在安全气囊上的应用增速有望达到 27%，主要原因：

1）全球新增汽车产量将保持一定的增长速度，需要配置相应数量的安全气囊；2016 年全球汽车产量达到 9497.66 万辆，同比增长 4.5%。其中中国产量达到 2811.88 万辆，同比增长 14.5%，在全球汽车单一市场产量前十排名中，日本、韩国和巴西下跌，其他均有不同幅度增长。全球汽车产量的继续增加，使得安全气囊的需求量还在增加。

图表 14：全球及中国汽车产量（单位：万辆）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

2）**安全气囊配置率还有提升空间：**我国安全气囊起步较晚，平均安全气囊的配置数量仍较低，而且由于国内尚无立法强制规定汽车必须安装安全气囊，导致气囊的配置率还低于发达国家。随着人民安全意识的增强，越来越多的人更愿意消费安装安全气囊较多的汽车。同时，相关法律的完善也有望促使汽车厂商增加气囊配置数量。

3）**单辆汽车安全气囊配置数量的增加：**安全气囊如果按照安装位置来分，主要可分成前排（正副驾驶位）、侧面（车内前排和后排）、帘式和膝部安全气囊四大类，其中前三类是常用的安全气囊，膝部安全气囊则是最近几年出现的新产品，主要是对车内乘员的腿部进行保护。汽车安全气囊现在已经从单一保护司乘人员的头、胸部发展到保护头、胸、颈、腿、膝等部位，未来汽车内安全气囊安装数量不断提升。目前汽车安全气囊配置的数量在 1 个到十几个不等，国产中低档轿车中气囊数量是 1-2 个，中档车一般在侧面车门内也会装有两个，气囊数量增加至 4 个，而一些高档车中气囊数量还有继续的提升。

4）**新型安全气囊的诞生：**安全气囊技术的不断进步也不断拓宽了安全气囊的应用范围，提高了安全气囊布的需求量。例如，2012 年沃尔

沃发布的 V40 车型上首次配置了行人安全气囊。大面积气囊能够更有效防止行人撞上挡风玻璃造成的伤害。

图表 15：沃尔沃 V40 配置行人安全气囊

来源：太平洋汽车网，中泰证券研究所

安全带丝需求量稳步增加

- 汽车安全带需要高强度、耐磨、耐光照、染色性能、不变色、 不退色以及湿度依赖性小等要求。涤纶工业丝凭借高强度、适度的伸张性、无毛丝、无色差、无织疵、耐高低温、 耐光照、耐磨、耐燃等特点，已成为汽车安全带织带中最重要的原材料。

- 按照平均每辆车所用安全带的重量约为 1.06 公斤，2016 年全球汽车产量 9497.66 万辆计算，全球涤纶安全带丝的消耗量约为 10 万吨。

- 安全带丝未来的需求增长基本同步于汽车新增产量，我们预计未来几年随着涤纶工业丝渗透率的逐渐增加，未来公司安全带丝的需求量还将呈现稳步增加的态势。

由于安全气囊丝和安全带丝关系到人的生命安全，国际汽车厂商对此有着非常严格的认证程序，因此行业具备比较高的进入壁垒。目前公司安全气囊丝和安全带丝已经批量供货的主要客户完全覆盖了全球四大汽车安全总成厂商，包括 AUTOLIV、TRW、KSS、TAKATA，并且在奥迪、宝马、奔驰等高端汽车品牌车型上得到了批量应用，未来涤纶工业丝凭借更高的性价比，应用范围有望得到进一步的普及。

三、帘子布：对标韩国晓星，进入放量阶段

■ 涤纶帘子布也称聚酯帘子布，是制造半钢子午胎、橡胶胶管、三角带等橡胶制品的骨架材料，其重量约占外胎总重量的 10%~15%，其成本约占轮胎生产成本的 37%，它具有耐热、耐冲击、耐疲劳性好、模量高、尺寸稳定性好等优点。聚酯工业丝 1953 年在美国开发成功，1962 年美国固特异轮胎公司开始用涤纶帘子布生产乘用车轮胎。目前，欧美、日本等发达国家，轮胎子午化率已经基本达到 100%，而我国子午化率还未完全达到 100%的水平。

图表 16：帘子布是子午胎的骨架材料

来源：百度百科，中泰证券研究所

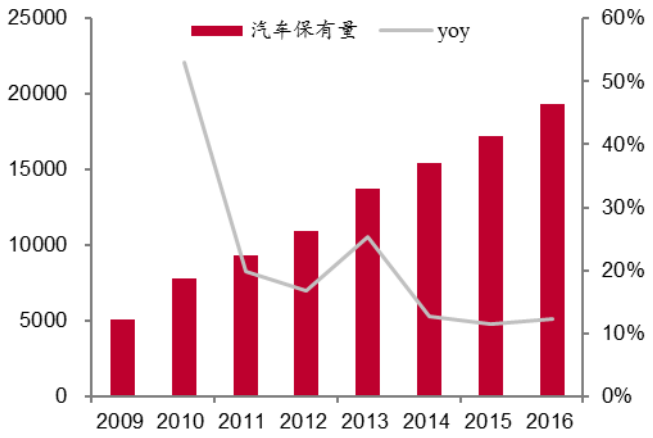
图表 17：不同轮胎帘子布区别

	性能	主要应用领域
涤纶帘子布	采用尺寸稳定性好、强度高、干热收缩率低的高模低收缩涤纶工业丝制成，断裂强度大、弹性模量高、延伸率低、耐冲击性好等优良性能	半钢子午胎
锦纶帘子布	帘子线强度较高，制成的胎体耐冲击、耐疲劳性能好，胎温上升少，但有热收缩的特性，胎体容易变形	斜交胎、工程胎
钢丝帘子布	制成的胎体强度高，滚动损失小，耐冲击，耐磨性好，但刚性大，容易损伤车辆底盘机件	全钢子午胎

来源：CNKI，中泰证券研究所

■ 帘子布的需求与轮胎的需求相关，因此它的需求增长不仅来自新车产量的增加，还与汽车保有量的增加相关。2016 年我国汽车保有量已经达到 1.94 亿台，同比增加 12.3%，继续创下新高。

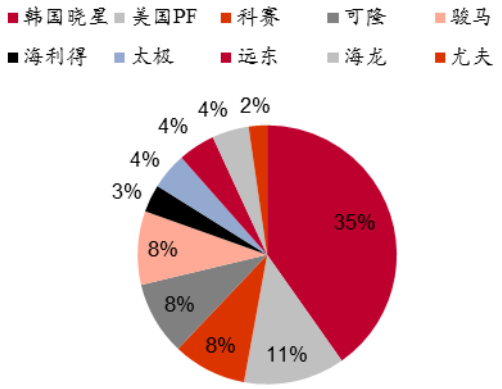
图表 18：我国汽车保有量（万台）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

- 目前全球涤纶帘子布的市场规模在 63 万吨左右，其中韩国晓星产能 21 万吨，市占率达到 35%，远远领先于排名第二的美国 PF（市占率 11%）。海利得目前市占率约为 3%，排全球第十。预计到 2020 年帘子布的市场规模还将进一步提升至 80 万吨。

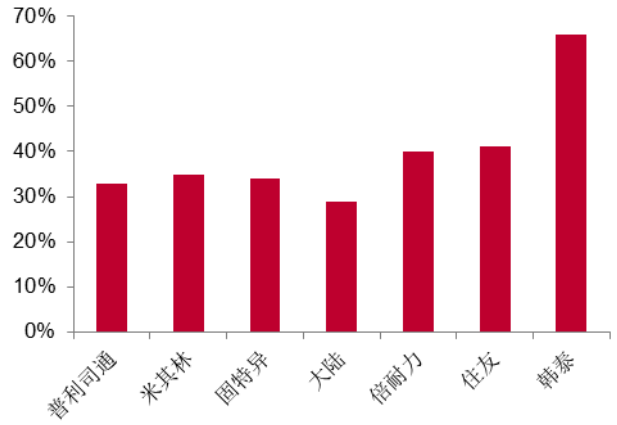
图表 19：全球帘子布产能分布



来源：中纤网，中泰证券研究所

- 韩国晓星作为全球第一大供应商，目前在各大下游轮胎企业中的份额已经超过 30%~40%，为了防止上游供应厂商过于集中，降低原材料供应风险，各大轮胎企业均有益培养新的供应商。

图表 20：韩国晓星在各轮胎企业中份额



来源：CNKI，中泰证券研究所

- 帘子布认证过程繁复、周期长，国际一线客户的认证流程尤其严格。公司从 2010 年开始建设帘子布项目，依靠雄厚的车用丝技术储备进入下游客户的认证流程。

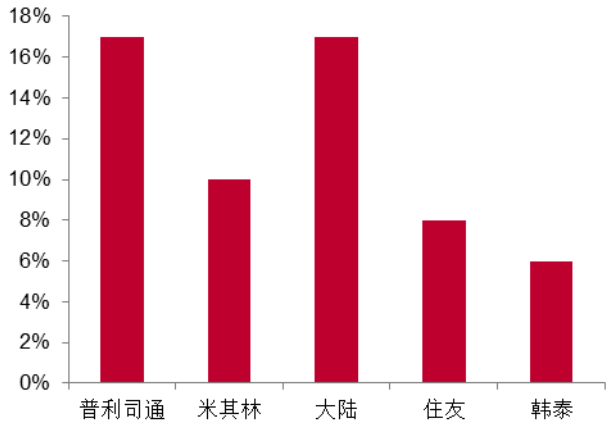
图表 21：帘子布认证过程繁琐

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 15 年公司第一条帘子布外销客户占比不足 40%，16 年公司第二条帘子布生产线投产后，产能达到 3 万吨，现完成多家高端客户认证工作，成功入驻住友、固铂、韩泰、米其林、大陆轮胎等国际一线品牌轮胎制造商。公司新产能的释放主要来源于国际一线客户的放量，因此公司的客户结构发生较大变化。15 年的 9000 吨帘子布销量中，超过 60%占比为内销。而 16 年开始新增的销量基本集中在国际客户，目前客户结构中高端客户比例跃升至 80%。由于供应国际客户的产品售价比国内客户要高 4000 元/吨左右，具有更高的毛利，销量的提升和客户结构的优化使得公司盈利水平大幅提高，销量和毛利同步提升带动公司盈利水平大幅提高，同时也表明公司帘子布经过 4-5 年的认证期实现质变，获得高端下游的认可，实现了从 0 到 1 的突破并进入快速放量阶段。

- 与韩国晓星相比，公司占下游轮胎企业供应份额明显还处于刚起步阶段，随着认证加速推进，产品持续放量，公司未来盈利空间将被进一步打开。

图表 22：海利得在各轮胎企业中份额



来源：CNKI，中泰证券研究所

四、石塑地板：长期市场空间广阔

- 石塑地板是一种高品质、高科技研究开发出来的新型地面装饰材料，采用天然的大理石粉构成高密度、高纤维网状结构的坚实基层，表面覆以超强耐磨的高分子 PVC 耐磨层。

- 石塑地板相对传统的强化地板具有种类多、防潮（防膨胀）、耐磨、耐热、吸音、环保、施工方便等独特优点，能满足客户个性化需求。石塑地板目前在国内的应用还集中在医院、教育、工厂等行业，这些行业对地板要求相对严苛，尤其是医院手术室，目前已大量采用 PVC 石塑地板，原因在于石塑地板的无尘、不起尘、不藏污垢、抑菌、环保、化学性质和物理性质稳定等特点。

- 凭借优良的产品特性和价格优势，欧美国家的市场渗透率已经达到 30%，而目前国内石塑地板处于起步阶段，推广力度小，消费占比仅 5%，长期增长空间还十分广阔，随着地板行业升级转型，石塑地板未来在国内的市占率有望得到提升。

图表 23：石塑地板相对其它地板的优势

其它地板	石塑地板较之优势
实木地板	价格低廉、防水防火、不易变形、耐磨
强化复合地板	甲醛含量低、阻燃
大理石、瓷砖地板	重量轻、消音效果好、弹性好

来源：中研网，中泰证券研究所

图表 24：石塑地板本身优势

优势	详情
环保可再生	主要原料是天然石粉，唯一能再生利用的地面装饰材料
超强防滑	石塑地板表层的耐磨层有特殊的防滑性
防火阻燃	质量合格的石塑地板防火指标可达 B1 级，仅次于石材
抗菌性能	经过特殊的抗菌处理
吸音防噪	吸音可达 20 分贝
防水防潮	主要成分是乙烯基树脂，和水无亲和力
保养方便	用拖布擦拭即可，其维护次数远远低于其他地板

来源：CNKI，中泰证券研究所

图表 25：石塑地板示意图

来源：百度图片，中泰证券研究所

- 公司石塑地板产品现已通过美国和欧洲地区的认证检测，并已取得美国和欧洲质量标准认证的证书，于 16 年面向海外客户销售，出口欧洲、美国和澳大利亚等地区，客户反馈积极，16 年实现销售收入 1 个多亿，随着石塑地板订单量的增加和公司未来产能的持续扩张，公司塑胶材料产品的结构进一步得到优化，公司的盈利能力进一步增强。

- 2016 年公司的石塑地板产品，成功研发新品止滑地板，该产品可直接铺在水泥地面上不用胶水，不会打滑，用于二次装修时不用将原来的地砖、地板等铲除，且质地软，贴合度高，大大降低铺设成本。16 年下半年起，止滑地板销售量逐步提升。地材产品市场容量很大，因此公司石塑地板产品具有广阔的市场空间。

五、盈利预测与估值

- 公司采取差异化和集中化战略，沿车用安全、广告材料和新材料三大领域通过内生性增长及外延性扩张等多种方式积极进行横向规模扩张及纵向产业链延伸。随着新增产能的逐步释放，公司未来 3 年将持续保持每年 30~40%以上的复合增速，同时在这三大板块的优势将进一步巩固。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.32、0.42、0.53 元，减持新股出台万向减持压力明显减弱，利好公司，维持买入评级，12 个月目标价 10 元。

六、风险提示

- **公司产能投放进度不及预期、市场竞争加剧、环保及安全事故风险、产品价格大幅波动等。**

图表 26：海利得估值模型

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,120.9**	**2,566.5**	**3,140.3**	**3,639.3**	**4,423.7**	**成长性**					
减:营业成本	1,652.2	1,958.2	2,346.4	2,671.8	3,219.4	营业收入增长率	-7.2%	21.0%	22.4%	15.9%	21.6%
营业税费	6.2	15.8	11.0	12.7	15.5	营业利润增长率	26.4%	37.6%	51.2%	31.3%	27.6%
销售费用	65.7	84.8	94.2	109.2	128.3	净利润增长率	36.1%	30.5%	51.6%	31.9%	26.8%
管理费用	177.9	187.3	219.8	254.7	309.7	EBITDA增长率	5.5%	32.5%	36.4%	22.6%	22.7%
财务费用	-13.9	-19.4	6.4	-7.8	-7.5	EBIT增长率	5.3%	37.4%	64.2%	27.8%	28.0%
资产减值损失	24.5	61.5	20.0	20.0	20.0	NOPLAT增长率	11.0%	33.3%	68.0%	27.8%	28.0%
加:公允价值变动收益	4.0	6.9	-4.5	0.7	1.1	投资资本增长率	22.4%	34.2%	-14.9%	2.6%	3.5%
投资和汇兑收益	2.0	9.6	8.1	6.6	8.1	净资产增长率	3.9%	31.4%	29.0%	1.2%	1.6%
营业利润	**214.4**	**294.9**	**446.0**	**585.8**	**747.5**	**利润率**					
加:营业外净收支	16.7	13.7	13.0	14.4	13.7	毛利率	22.1%	23.7%	25.3%	26.6%	27.2%
利润总额	**231.1**	**308.6**	**459.0**	**600.3**	**761.2**	营业利润率	10.1%	11.5%	14.2%	16.1%	16.9%
减:所得税	33.1	52.3	68.8	90.0	114.2	净利润率	9.2%	9.9%	12.3%	14.0%	14.6%
净利润	**195.5**	**255.1**	**386.9**	**510.2**	**647.0**	EBITDA/营业收入	16.4%	18.0%	20.1%	21.2%	21.4%
资产负债表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	EBIT/营业收入	9.5%	10.7%	14.4%	15.9%	16.7%
货币资金	692.3	390.5	1,040.8	1,023.0	992.4	**运营效率**					
交易性金融资产	1.7	8.8	4.2	4.9	6.0	固定资产周转天数	195	203	195	166	130
应收帐款	355.0	436.0	551.4	615.7	775.3	流动营业资本周转天数	42	88	93	71	75
应收票据	18.9	31.7	28.5	36.8	47.0	流动资产周转天数	255	245	257	253	233
预付帐款	45.3	103.4	47.0	130.4	91.2	应收帐款周转天数	61	55	57	58	57
存货	359.2	415.0	596.6	539.7	803.7	存货周转天数	63	54	58	56	55
其他流动资产	3.6	626.8	211.5	280.6	373.0	总资产周转天数	592	549	504	457	390
可供出售金融资产	45.8	-	36.9	27.6	21.5	投资资本周转天数	353	376	326	262	222
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**投资回报率**					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.2%	9.2%	10.8%	14.1%	17.6%
投资性房地产	35.1	41.1	41.1	41.1	41.1	ROA	5.4%	6.1%	8.5%	11.0%	13.1%
固定资产	1,191.3	1,699.4	1,707.5	1,648.6	1,551.1	ROIC	9.2%	10.0%	12.5%	18.8%	23.4%
在建工程	716.0	252.3	151.2	100.6	75.3	**费用率**					
无形资产	161.5	177.8	173.4	169.1	164.8	销售费用率	3.1%	3.3%	3.0%	3.0%	2.9%
其他非流动资产	12.5	13.5	13.1	13.0	13.2	管理费用率	8.4%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	**3,637.9**	**4,196.3**	**4,603.2**	**4,631.1**	**4,955.5**	财务费用率	-0.7%	-0.8%	0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	950.2	732.5	150.0	150.0	150.0	三费/营业收入	10.8%	9.8%	10.2%	9.8%	9.7%
应付帐款	139.7	171.9	239.6	206.2	331.8	**偿债能力**					
应付票据	275.4	343.3	462.8	471.5	611.6	资产负债率	41.6%	33.5%	21.8%	21.4%	25.3%
其他流动负债	99.1	108.5	100.4	112.6	112.4	负债权益比	71.2%	50.3%	27.9%	27.2%	33.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.01	1.48	2.60	2.80	2.56
其他非流动负债	48.3	48.3	50.0	48.9	49.1	速动比率	0.76	1.18	1.98	2.22	1.89
负债总额	**1,512.7**	**1,404.5**	**1,002.9**	**989.1**	**1,254.8**	利息保障倍数	-14.38	-14.20	70.62	-74.29	-98.99
少数股东权益	**10.0**	**11.9**	**15.0**	**15.0**	**15.0**	**分红指标**					
股本	449.8	487.2	1,218.0	1,218.0	1,218.0	DPS(元)	0.16	0.20	0.29	0.38	0.48
留存收益	1,665.3	2,291.7	2,367.3	2,409.0	2,467.6	分红比率	96.6%	95.5%	90.0%	90.0%	90.0%
股东权益	**2,125.3**	**2,791.8**	**3,600.3**	**3,642.0**	**3,700.6**	股息收益率	2.2%	2.8%	4.1%	5.4%	6.8%
现金流量表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**业绩和估值指标**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
净利润	197.9	256.3	386.9	510.2	647.0	EPS(元)	0.16	0.21	0.32	0.42	0.53
加:折旧和摊销	148.2	186.4	177.4	193.8	207.1	BVPS(元)	1.74	2.28	2.94	2.98	3.03
资产减值准备	24.5	61.5	-	-	-	PE(X)	43.7	33.5	22.1	16.8	13.2
公允价值变动损失	-4.0	-6.9	-4.5	0.7	1.1	PB(X)	4.0	3.1	2.4	2.4	2.3
财务费用	-6.8	-13.7	6.4	-7.8	-7.5	P/FCF	108.9	-11.5	32.8	19.3	15.5
投资收益	-2.0	-9.6	-8.1	-6.6	-8.1	P/S	4.0	3.3	2.7	2.3	1.9
少数股东损益	2.5	1.2	3.3	-	-	EV/EBITDA	21.0	20.8	12.0	9.9	8.1
营运资金的变动	4.3	-609.2	359.3	-182.0	-221.3	CAGR(%)	37.1%	36.2%	39.2%	37.1%	36.2%
经营活动产生现金流	**359.3**	**495.0**	**920.5**	**508.4**	**618.3**	PEG	1.2	0.9	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流	**-642.8**	**-799.7**	**-99.7**	**-65.4**	**-67.9**	ROIC/WACC	0.9	1.0	1.2	1.8	2.3
融资活动产生现金流	**-42.3**	**301.9**	**-170.6**	**-460.8**	**-580.9**	REP	3.6	3.2	2.4	1.6	1.2

来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。