



三大主业全面开花, 未来有望继续成长

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司车用丝的价差稳定, 随着 2016 年新投产的 4 万吨产能逐步开满, 利润有望继续增加。2) 帘子布现有 3 万吨产能, 且客户结构中 80% 以上为高端客户, 未来 2 年公司 3 万吨产能陆续投放, 在帘子布领域将做强做大。3) 石塑地板在我国渗透率低, 未来有巨大市场空间。公司目前有 500 万平米产能, 2016 年收入仅 1.1 亿元, 毛利率 22.1%, 产品全部出口海外。而公司总规划 2000 万平米产能, 对应 10 亿元的销售规模, 成长空间巨大。4) 预计公司未来三年归母净利润复合增速 27%, 成长性好。
- 涤纶工业丝行业处于白银时代, 公司车用丝比例未来持续提升, 盈利能力进一步加强。** 全球范围来看, 涤纶工业丝行业已经完成了一轮彻底的产业区域转移和技术升级换代, 已经成为龙头的企业占据了技术和规模的制高点。由于未来几年新产能投放增速低, 可预见龙头公司将会享受目前“行业格局固化, 集中度高, 盈利能力合理”的白银时代, 而老旧产能将会继续出清。公司车用丝比例已经从 2009 年的 25.8% 提升至目前的 67.6%, 盈利能力得到进一步加强。未来公司 4 万吨技改项目投产, 公司的车用丝比例将会进一步提高到 73.3%。
- 帘子布市场需求量增长空间巨大, 公司 2016 年实现帘子布的跨越式发展, 期待未来 3 万吨投产。** 帘子布的需求来自于轮胎的需求和子午化率的提升。公司经过多年的认证, 终于在 2016 年借由帘子布二期 1.5 万吨的投产, 实现了跨越式发展, 收入同比增长 77.1%, 毛利率提升 10.2 个百分点。预计随着现有产能利用率的提升和未来 3 万吨技改项目投产, 业绩有望大幅提升。
- 石塑地板空间巨大, 公司业务渐成规模。** 石塑地板在欧美国家已经流行了几十年, 根据公司资料介绍, 目前我国石塑地板的消费占比仅 5%, 与欧美国家超过 30% 的市场比例相比, 市场潜力巨大。公司 2014 年规划 800 万平米的产能(16 年产能达到 500 万平米), 2017 年又规划新增 1200 万平米的产能, 按照 50 元/平米的价格测算, 对应远期 10 亿元的销售收入空间。2016 年公司石塑地板项目形成 1.1 亿元的收入, 业务渐成规模, 后续值得期待。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年归母净利润复合增速 27%, 考虑到未来三年新产能持续投放带来的业绩提升, 给予公司 2018 年 25 倍估值, 对应目标价 8.75 元, 维持“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2566.55	3153.45	4817.98	5343.27
增长率	21.01%	22.87%	52.78%	10.90%
归属母公司净利润(百万元)	255.11	365.98	425.39	521.17
增长率	30.51%	43.46%	16.24%	22.51%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.30	0.35	0.43
净资产收益率 ROE	9.18%	11.82%	12.33%	13.40%
PE	34	24	20	17
PB	3.09	2.78	2.50	2.22

数据来源: Wind, 西南证券

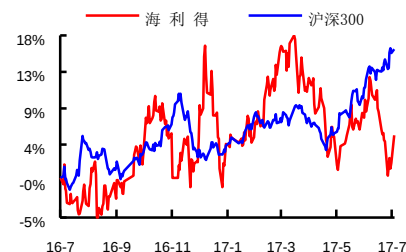
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihaiy@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@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)	12.18
流通 A 股(亿股)	9.47
52 周内股价区间(元)	6.75-20.38
总市值(亿元)	86.36
总资产(亿元)	47.65
每股净资产(元)	5.87

相关研究

- 海利得(002206): 股权激励有利于未来三年继续成长 (2017-06-19)
- 海利得(002206): 业绩持续高增, 差异化战略步入收获期 (2017-03-28)

投资要件

关键假设

1、假设 20 万吨聚酯产能在 2018 年下半年投产，产能满足自身需求之后外销剩余部分；高模低收缩丝 2017 年第四季度投产 2 万吨，2018 年下半年投产 2 万吨；帘子布 2018 年下半年投产 1.5 万吨，2019 年下半年投产 1.5 万吨，气囊丝和安全带丝产能逐步开满，石塑地板产能持续投放，2017-2019 年销量为 400、800、1300 万平米；涤纶工业丝受益于聚酯切片产能在 2018 年能满足自身需求，毛利率得到提升。

2、假设公司今年完成期限为 6 年的 11 亿元可转债的发行，参考 2 家近期发行可转债的化工企业（辉丰股份、永东股份）的票面利率水平，设 6 年的票面利率依次为 0.5%、0.7%、1%、1.3%、1.3%和 1.6%。由于转股价格未定，故假设在预测期间（2017-2019 年），可转债持有人不进行转股。暂不考虑股权激励带来 2018-2019 年度的股本变化。

我们区别于市场的观点

对于年产 20 万吨功能性聚酯项目的认识：市场并未考虑公司 20 万吨聚酯切片项目对公司的战略意义。我们认为：未来随着公司工业丝产能的持续投放，公司在聚酯切片上的原料需求缺口将会越来越大，生产安全存在一定隐患。如果公司不进行 20 万吨聚酯切片的项目建设，公司预计全年将会对外采购 11 万吨的切片，远高于 2015 年的 1.5 万吨的切片需求水平。而公司 20 万吨聚酯投产后，出于摊折旧的考虑，其产能预计将会开满，则公司每年将会对外销售 9 万吨切片产能。我们认为公司计划建设的 20 万吨聚酯切片项目在未来将会能够保障自身生产所需，公司将会从原料购买方变为原料提供方，具有战略意义。

股价上涨的催化因素

主要竞争对手破产重整失败，全球汽车销量超预期。

估值和评级

我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30 元、0.35 元、0.43 元，对应动态市盈率为 24 倍、20 倍、17 倍。预计公司 2017-2019 年归母净利润复合增速 27%，考虑到未来三年新产能持续投放带来的业绩提升，给予公司 2018 年 25 倍估值，对应目标价 8.75 元，维持“买入”评级。

投资风险

环保及安全事故风险，公司产能投放进度低于预期风险，可转债发行情况不确定风险。

目录

1 公司是国内优秀的产业用纺织品企业.....	1
2 公司产能在未来三年持续增加, 将对业绩起到推动作用	4
3 涤纶工业丝行业处于白银时代, 公司持续提升车用丝比例, 加强盈利能力	5
3.1 涤纶工业丝行业国内 CR4 达到六成以上, 新产能投放从疯狂到理性	5
3.2 公司车用丝比例持续提升, 盈利能力随之提高	6
3.3 车用丝下游市场持续增长, 汽车安全领域需求日益加强.....	7
4 涤纶帘子布苦尽甘来, 对业绩持续拉动	9
4.1 轮胎子午化率不断提升, 帘子布市场巨大	9
4.2 公司涤纶帘子布通过多家公司漫长认证, 2016 年实现跨越式增长.....	11
5 未来聚酯产能将填平原料需求缺口, 保证生产安全, 具有战略意义	12
6 塑胶材料未来看石塑地板放量	13
7 盈利预测与估值	16
7.1 关键假设	16
7.2 绝对估值	17
7.3 相对估值	18
8 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司所处的产业链	1
图 2: 公司 2016 年主营业务收入结构	2
图 3: 公司 2016 年主营业务毛利结构	2
图 4: 公司上市以来营业收入及增幅	2
图 5: 公司上市以来归母净利润及增速	2
图 6: 2017 年全球涤纶工业丝产能排序 (万吨/年)	4
图 7: 世界和国内涤纶工业丝消费	5
图 8: 世界和国内涤纶工业丝产能	5
图 9: 近几年随着公司车用丝比例提升, 公司盈利能力也提升	6
图 10: 公司的气囊丝、HMLS、安全带丝的产能在逐步投放	6
图 11: 国内及全球汽车产量与增速	7
图 12: 汽车的安全配件由安全带、气囊等构成	7
图 13: 预计汽车安全配件市场规模 CAGR 为 5%	7
图 14: 轮胎结构	10
图 15: 我国橡胶轮胎和子午化轮胎产量情况	10
图 16: 帘子布认证过程	11
图 17: 帘子布的收入持续提升, 盈利能力出现跨越式增长	11
图 18: 20 万吨聚酯项目将会填平原料需求缺口 (单位: 万吨)	12
图 19: 海利得 MPC 石塑地板的结构	13
图 20: 海利得石塑地板产品工艺介绍	14
图 21: 石塑地板应用广泛	14
图 22: 石塑地板的空间广阔	15
图 23: 海利得在 DOMOTEX 展会现场	15

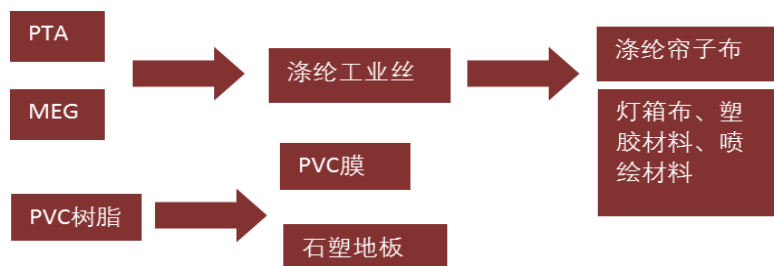
表 目 录

表 1: 公司的产品列表	1
表 2: 股权激励的情况	3
表 3: 非公开发行股票的情况	3
表 4: 可转债投资的三个项目	3
表 5: 公司的产能情况	4
表 6: 全球安全带丝市场测算	8
表 7: 海利得安全带丝原有产能的开工情况	8
表 8: 全球汽车安全气囊丝市场测算	8
表 9: 海利得安全气囊丝原有产能的开工情况	9
表 10: 分业务收入及毛利率	16
表 11: 绝对估值关键假设	17
表 12: 绝对估值敏感性测试	18
表 13: 可比公司估值表	18
附表: 财务预测与估值	19

1 公司是国内优秀的产业用纺织品企业

公司是国内优秀的产业用纺织品企业,地处浙江省海宁市,成立于 2001 年,上市于 2008 年,它的主要产品为涤纶工业长丝、塑胶材料、涤纶帘子布,目前也是公司的三大主业,分别成立事业部开展业务。公司目前有三家下属公司,分别是:上海格迈佳国际贸易有限公司(主营灯箱布的生产和销售)、海利得(香港)有限公司(主营进出口贸易)、海利得美国有限公司(主营涤纶工业丝产品、涤纶帘子布、涤纶帆布等)。

图 1: 公司所处的产业链



数据来源: 西南证券整理

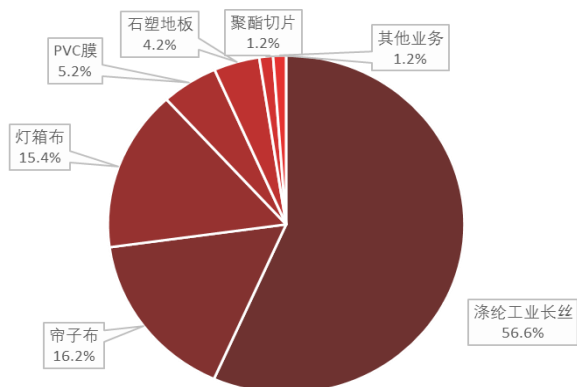
表 1: 公司的产品列表

产品名称	细分类型	
塑胶材料	喷绘材料	外打喷绘布
		内打喷绘布
		夹黑布
		网络布
		喷印纺织面料
	涂层材料	卡车篷布
		充气材料
		帐篷布
		建筑膜材
	装饰材料	软膜天花
		印刷膜
		投影幕布
		窗帘布
	PVC 地板	MPC 锁扣地板
		LVT 锁扣地板
轮胎帘子布		LVT 地板
		HMLS 聚酯浸胶帘子布
涤纶工业长丝		高模低收缩丝
		安全带丝
		气囊丝
		低收缩丝
		高强丝
		加捻丝

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

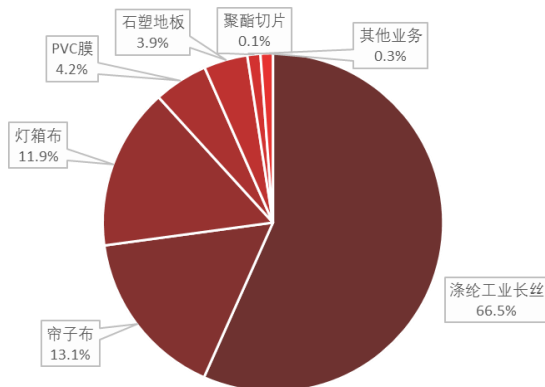
公司主营业务结构：公司收入和毛利来源主要是涤纶工业长丝，其次是帘子布、灯箱布，PVC膜和石塑地板在公司主营业务结构中的占比相对较小，未来有成长空间。

图 2：公司 2016 年主营业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

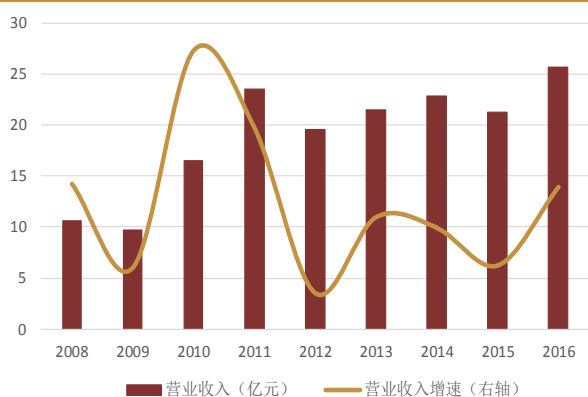
图 3：公司 2016 年主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

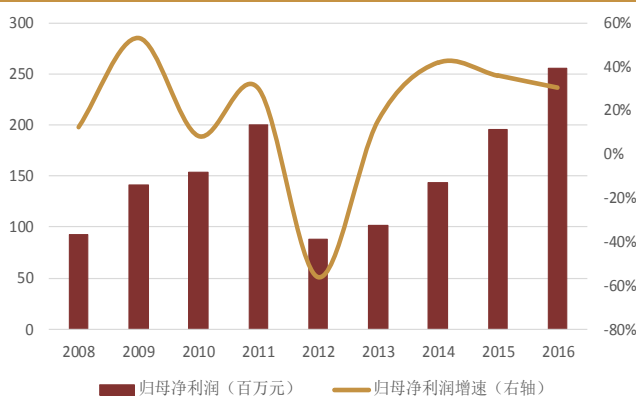
公司业绩状况：公司的营业收入和利润增速并不完美匹配，主要的原因是公司的产品价格受到原油价格影响，在上市以后，原油价格有两次大的周期波动，对公司的收入影响大于销量增加的影响。

图 4：公司上市以来营业收入及增幅



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司上市以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权情况：公司的实际控制人是董事长高利民先生家族，其持有股权比例为 32.59%。另外，公司其他持股在 10%以上的法人股东为万向创业投资股份有限公司，持股比例 14.28%，为财务投资者。

股权激励情况：公司于 2014 年第一次进行股权激励，最近公司公布新的股权激励计划，本次股权激励计划授予 2749 万份股票期权，占当前总股本 2.26%，激励对象 263 名（多于 2014 年的股权激励对象人数），公司业绩考核目标为“以 2016 年度经审计的净利润为基数，2017、2018、2019 年净利润增长率不低于 25%、50%、100%”。股票期权激励成本为 2950.18 万元，假设 2017 年 8 月 1 日为首次授予日，预计 2017-2020 年摊销成本为 569.13 万元、1227.88 万元、836.91 万元、316.26 万元。从历史来看，公司 2014 年度股权激励业绩考核目标为“以 2013 年度经审计的净利润为基数，2014、2015、2016 年净利润增长率不低于 25%、60%、100%”，而最终公司业绩均超额完成业绩考核目标，2014 年-2016 年净利润增

长率（以 2013 年为基数）达到了 63.07%、125.89%、195.30%，考虑到公司未来仍有新产能投放，公司业绩考核目标预计不难达成。

表 2：股权激励的情况

	行权条件	是否完成
第一次股权激励	以 2013 年度经审计的净利润为基数，2014 年净利润增长率不低于 25%	是
	以 2013 年度经审计的净利润为基数，2015 年净利润增长率不低于 60%	是
	以 2013 年度经审计的净利润为基数，2016 年净利润增长率不低于 100%	是
第二次股权激励	以 2016 年度经审计的净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 25%	
	以 2016 年度经审计的净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 50%	
	以 2016 年度经审计的净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 100%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

定增情况：公司于 2011 年进行第一次定增，开始帘子布方面的拓展，2016 年公司进行第二次定增，继续在车用丝产能上的扩张。其中，公司实际控制人参与此次定增。

表 3：非公开发行股票的情况

	行权条件	是否完成
第一次非公开发行股票	募集资金约 9 亿元用于“年新增 30000 吨高模低收缩涤纶浸胶帘子布项目”	2011 年 3 月 31 日
第二次非公开发行股票	募集资金 6 亿元用于“智能试验工厂项目”、“年产 4 万吨车用差别化涤纶工业丝技改项目”、“补充流动资金”	2016 年 7 月 18 日

数据来源：公司公告，西南证券整理

可转债情况：公司拟发行期限为 6 年的 11 亿元的可转债，主要用于三大项目的投资，其中年产 40000 吨车用工业丝和 30000 吨高性能帘子布技改项目为公司 2016 年 7 月公告的项目，年产 1200 万平方米环保石塑地板项目和年产 20 万吨功能性聚酯项目为新增项目。

表 4：可转债投资的三个项目

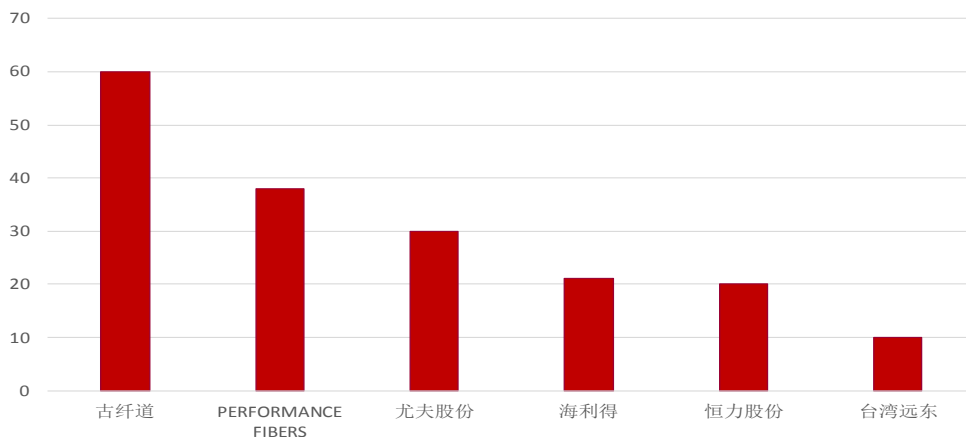
项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
年产 40000 吨车用工业丝和 30000 吨高性能帘子布技改项目	65700	56365.49
年产 1200 万平方米环保石塑地板项目	38100	34560.00
年产 20 万吨功能性聚酯项目	45254	19074.51
合计	149054	110000

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司产能在未来三年持续增加, 将对业绩起到推动作用

公司 2017 年涤纶工业丝产能将达到 21 万吨/年, 全球排名第四, 国内第三, 仅次于古纤道和尤夫股份。

图 6: 2017 年全球涤纶工业丝产能排序 (万吨/年)



数据来源: 西南证券整理

未来三年, 公司在三大主业方面都要进行产能的扩张。

涤纶工业丝: 公司产能已达 19 万吨/年。其中, 高模低收缩丝产能为 5.6 万吨/年, 安全带丝产能为 4 万吨/年, 安全气囊丝产能为 3.25 万吨/年, 差别化率为 67.6%。公司计划扩产 4 万吨高模低收缩丝, 2017 年四季度投产 2 万吨, 2018 年再投产 2 万吨。公司配套建有年产 12 万吨聚酯切片装置, 另外, 公司计划投资 20 万吨功能性聚酯产能, 以满足公司自身需求。

塑胶材料: 主要包括 PVC 天花膜、灯箱布、石塑地板等。公司拥有 PVC 膜产能 7.5 万吨/年, 灯箱布 3.1 亿平方米产能。另外, 在石塑地板产品上, 公司 2014 年规划 800 万平方米的产能, 目前实现了 500 万平方米产能, 2017 年又规划新增 1200 万平方米的产能。

涤纶帘子布: 二期年产 1.5 万吨帘子布项目于 2016 年一季度投产, 目前总产能达到 3 万吨/年。公司计划扩产 3 万吨, 2018 年下半年投产一条 1.5 万吨产线, 2019 年再投产第二条 1.5 万吨产线。

表 5: 公司的产能情况

产品	现有产能	扩产计划
高模低收缩丝 (万吨/年)	5.6	2017 年四季度投产 2 万吨, 2018 年再投产 2 万吨
安全带丝 (万吨/年)	4	2016 年投产的 2 万吨安全带丝产能将进一步释放
气囊丝 (万吨/年)	3.25	2016 年投产的 2 万吨气囊丝产能将进一步释放
非车用丝 (万吨/年)	6.15	
帘子布 (万吨/年)	3	2017 年原有 3 万吨产能达到满产, 帘子布三期 1.5 万吨预计 2018 年下半年投产, 四期 1.5 万吨预计 2019 年投产
石塑地板 (万平方米/年)	500	公司 2014 年规划 800 万平方米的产能, 2017 年又规划新增 1200 万平方米的产能
聚酯切片 (万吨/年)	12	新增 20 万吨聚酯建设工程项目

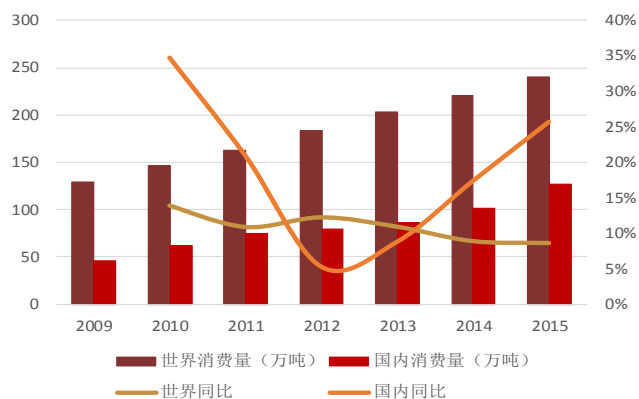
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 涤纶工业丝行业处于白银时代，公司持续提升车用丝比例，加强盈利能力

3.1 涤纶工业丝行业国内 CR4 达到六成以上，新产能投放从疯狂到理性

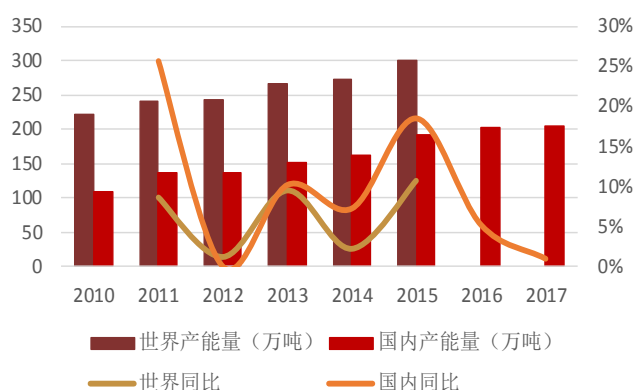
我们认为涤纶工业丝行业的黄金时代是 2011 年之前，我国国内的涤纶工业丝 2001 年时产能仅有 7.4 万吨，各家公司的产能最大仅有 1 万吨，中国产能占全球的比重不到 5%。但是，随着中国国内的需求拉动和信贷扩张周期的驱赶，到 2011 年产能竟达到了 136.5 万吨，十年间增长了 18 倍，中国产能占全球的比重达到 50% 以上，从进口国变为出口国。从 2011 年起，欧债危机、行业内的竞争逐步加剧，旧产能的淘汰、新技术的诞生、巨头的资金链几乎崩溃等事件让行业步入了一轮洗牌期。直到近几年由于新产能的逐步消化和行业格局的固化，涤纶工业丝盈利能力重新回到合理水平。

图 7：世界和国内涤纶工业丝消费



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：世界和国内涤纶工业丝产能



数据来源：公司公告，西南证券整理

全球范围来看，涤纶工业丝行业已经完成了一轮彻底的产业区域转移和技术升级换代。主要原因是：1) 近十几年，国内企业引进国外设备和技术，同时通过消化吸收，已基本形成各自专有技术，产品品质已经基本达到美国 Performance Fibers（原美国霍尼韦尔）、韩国晓星、美国英威达等国际知名大型企业的水平，在某些细分领域甚至还有所领先，具备了和它们争夺国际市场份额的能力；2) 一些老牌跨国企业虽然起步早，但是设备陈旧，加工和生产成本远高于国内企业，因此，这些企业开始逐步放弃本地区涤纶工业丝业务，转而采取和国内企业合资或直接在境内建厂的方式把制造基地迁到中国，为涤纶工业丝腾出国际市场；3) 国内院校等科研实力增强，产学研结合紧密，开发出熔体直纺等新技术，进一步降低成本。

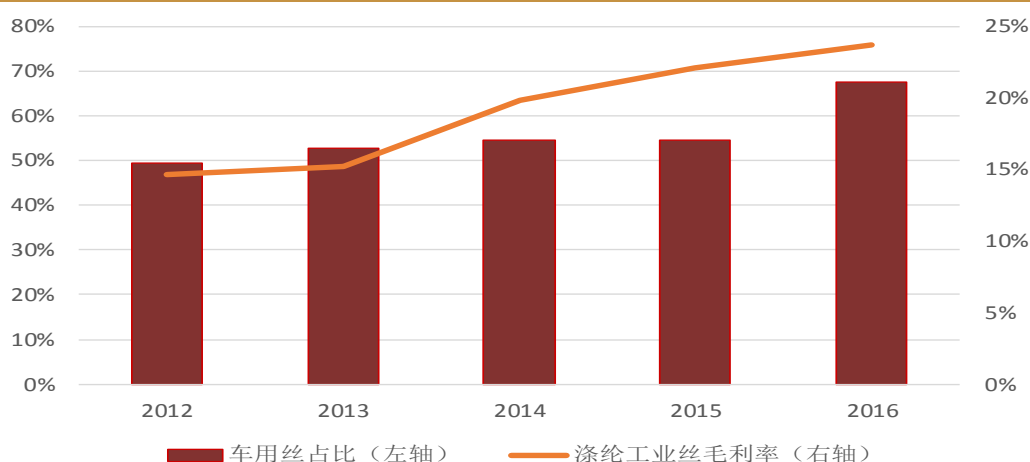
我们认为目前是涤纶工业丝行业的白银时代。原因有三：1) 目前国内涤纶工业丝行业内的 CR4 达到 60% 以上，属于典型的垄断竞争格局。2017 年，国内涤纶工业丝的四大巨头是古纤道（60 万吨）、尤夫股份（30 万吨）、海利得（21 万吨）、恒力股份（20 万吨）。2) 有史以来最严的环保法从 2016 年开始实施，很多中小厂家关停，部分产能永久性退出，加速了产能出清。3) 未来几年的新产能投放仍然保持较为理性的状态，仅见尤夫股份、海利得等公司小幅释放自身产能。

白银时代，剩者为王。已经成为龙头的企业占据了技术和规模的制高点，具备了明显的先发优势。由于新产能投放的低增速，可以预见在未来的很长一段时间内，行业龙头公司将享受目前的“白银时代”，而老旧产能将会逐步凋零。

3.2 公司车用丝比例持续提升，盈利能力随之提高

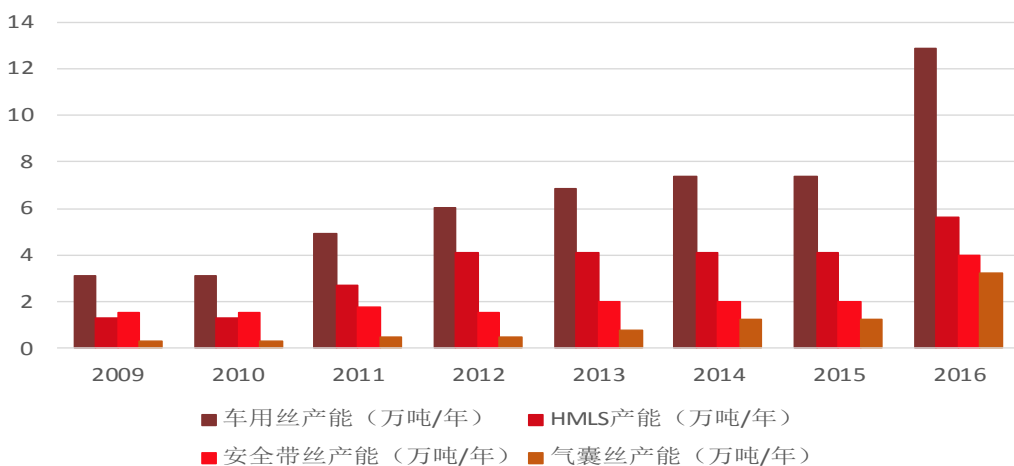
公司原有的涤纶工业丝满足自身灯箱布的需求，随着公司在安全带丝和气囊丝领域的不断开拓和相关产能的持续扩大，公司产品结构中车用丝的比例持续提升，车用丝的定价模式是成本加成模式，其中的价差基本锁定，盈利能力也高于相关的非车用丝，在近几年油价下跌的过程中，公司的车用丝毛利率得到逐步提升，公司的盈利能力也随之提高。

图 9：近几年随着公司车用丝比例提升，公司盈利能力也提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司的气囊丝、HMLS、安全带丝的产能在逐步投放

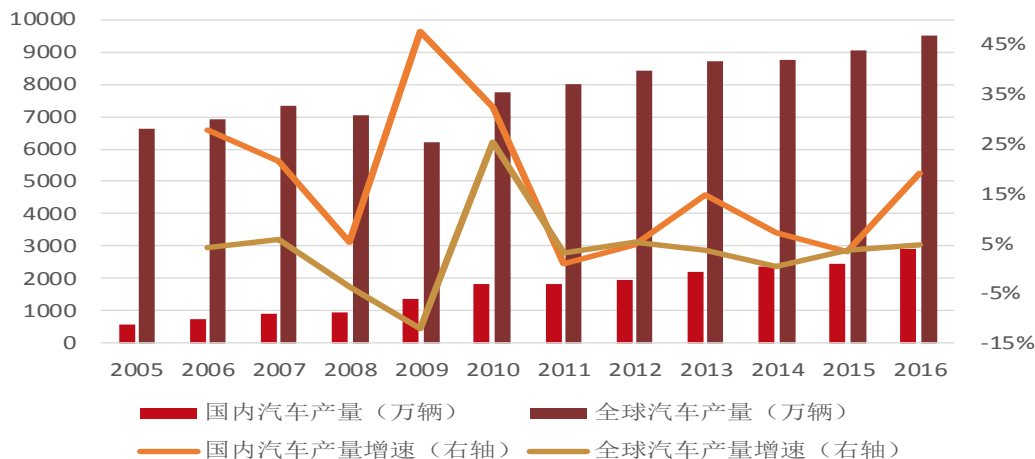


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 车用丝下游市场持续增长，汽车安全领域需求日益加强

2010 年之后，全球汽车行业是已经步入成熟期，全球汽车产量增速常年低于 5%，国内由于有购置税减免的刺激政策，国内汽车行业的增速略高于全球水平。

图 11：国内及全球汽车产量与增速



数据来源：Wind，西南证券整理

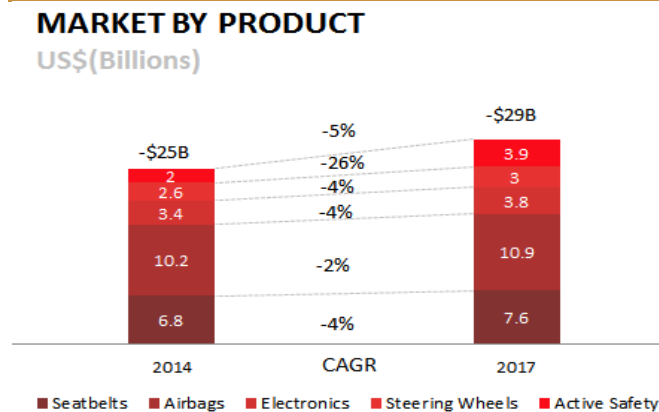
全球最大的汽车安全总成商 Autoliv 预测，2014-2017 年全球汽车的安全配件市场规模将从 250 亿美元增加到 290 亿美元，年均复合增速 5%，高于汽车的增速。其中，安全带和气囊的市场规模将从 68 亿美元、102 亿美元增加到 76 亿美元、109 亿美元。

图 12：汽车的安全配件由安全带、气囊等构成



数据来源：Autoliv 公司财报，西南证券整理

图 13：预计汽车安全配件市场规模 CAGR 为 5%



数据来源：Autoliv 公司财报，西南证券整理

汽车安全带是指当车辆骤然减速或撞车时候，通过限制佩戴者的身体运动来减轻受到伤害程度的装置，1959 年沃尔沃公司发明了三带式安全带，20 世纪 70 年代，安全带几乎全部采用锦纶编制，到了 80 年代，涤纶工业长丝开始进行替代。涤纶的优势有：1) 安全性更好，涤纶安全带的伸长率比锦纶安全带小；2) 涤纶的耐光性好于锦纶，抗老化；3) 涤纶的价格低于锦纶，成本有优势。全球汽车安全带的市场容量和汽车每年的产量密切相关，根据测算，每辆 5 座小轿车汽车安全带用量为 0.9kg，考虑到商务车和 20 座以下的小型客车用量，则平均每辆车的安全带用量大约是 1.1kg。2016 年全球汽车产量 9497.66 万辆，折算安全带的需

求量为 10.45 万吨。不过，这只是汽车固定安全带可能需要的量，随着国内汽车保有量的提升和汽车安全意识的加强，儿童安全座椅等设备也将对安全带的消费量起到拉动作用。我们对全球安全带的需求量进行测算和敏感性分析，已知 2016 年全球汽车产量 9497.66 万辆，假设全球汽车产量增速分别为 3%、4%、5%、6%、7%，可以看出其对应的全球安全带丝市场需求。是海利得是全球最大的涤纶安全带丝生产企业，公司 2015 年上半年安全带丝已经满产，预计后面扩产的 2 万吨基本可以在未来几年被市场消化。

表 6：全球安全带丝市场测算

单位：万吨	2017E	2018E	2019E	2020E
全球汽车产量增速 3%	10.8	11.1	11.4	11.8
全球汽车产量增速 4%	10.9	11.3	11.8	12.2
全球汽车产量增速 5%	11.0	11.5	12.1	12.7
全球汽车产量增速 6%	11.1	11.7	12.4	13.2
全球汽车产量增速 7%	11.2	12.0	12.8	13.7

数据来源：西南证券

表 7：海利得安全带丝原有产能的开工情况

产品名称	项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
安全带丝	产能 (吨)	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
	产量 (吨)	10325.34	19479.81	18928.76	16442.22
	产能利用率	103.25%	97.40%	94.64%	82.21%

数据来源：公司公告，西南证券整理

安全气囊是汽车被动安全里一项技术含量很高的被动防护装置，能够有效保护司乘人员安全性，在汽车碰撞的时候能大大减轻乘员的伤害，根据测算，安全气囊单独使用可以减少 18% 的死亡率，与安全带配合使用可以减少 47% 的死亡率。汽车安全气囊的需求增速高于汽车产量的增速，主要原因有：1) 新增汽车需要配置相应的安全气囊；2) 单辆汽车的安全气囊配置数量增加：目前国内的普通乘用车基本均配置了 DAB（驾驶员安全气囊）和 PAB（乘客安全气囊），而中高档乘用车通常还会额外配置 SAB（侧气囊）、CAB（帘式气囊）和 KAB（膝部气囊），豪华型乘用车则会配置数量更多的安全气囊；3) 部分发展中国家的汽车安全气囊配置率不高，有提升空间；4) 除了车内安全气囊之外，新型安全气囊还被开发出来，比如 2012 年沃尔沃发布 V40 车型上首次配置了行人安全气囊技术，行人安全气囊在充气状态下，可覆盖整个风挡雨刷滑动范围以及 A 柱下端，行人安全气囊及弹起的发动机盖为行人提供了良好的碰撞缓冲保障。

我们暂不考虑单车配置量的变化带来的安全气囊需求增长，而是仅考虑全球汽车产量增速这一变量，来对全球安全气囊丝的需求量进行测算和敏感性分析。已知 2016 年全球汽车产量 9497.66 万辆，假设全球汽车产量增速分别为 3%、4%、5%、6%、7%，可以看出其对应的全球安全带丝市场需求。

表 8：全球汽车安全气囊丝市场测算

单位：万吨	2017E	2018E	2019E	2020E
全球汽车产量增速 3%	11.7	12.1	12.5	12.8
全球汽车产量增速 4%	11.9	12.3	12.8	13.3

单位: 万吨	2017E	2018E	2019E	2020E
全球汽车产量增速 5%	12.0	12.6	13.2	13.9
全球汽车产量增速 6%	12.1	12.8	13.6	14.4
全球汽车产量增速 7%	12.2	13.0	14.0	14.9

数据来源: 西南证券

生产安全气囊的化纤原料是锦纶和涤纶, 锦纶的断裂伸长大、弹性好, 一直占据了绝大部分的安全气囊市场份额, 涤纶工业丝的成本低(比普通锦纶长丝便宜 5000 元/吨以上, 而车用安全气囊布专用锦纶 66 工业丝的价格比普通锦纶长丝价格还高)、强度高、耐化学性好、受湿度变化的影响不明显, 现在正在逐步应用于安全气囊的加工, 并有逐步替代锦纶的趋势。2015 年, 公司原有的 1.25 万吨安全带丝产能满产, 预计后扩产的 2 万吨基本可以在未来几年被市场消化。

表 9: 海利得安全气囊丝原有产能的开工情况

产品名称	项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
安全气囊丝	产能(吨)	12500.00	12500.00	7500.00	4500.00
	产量(吨)	6339.48	11305.99	8243.98	4049.10
	产能利用率	101.43%	90.45%	109.92%	89.98%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 涤纶帘子布苦尽甘来, 对业绩持续拉动

4.1 轮胎子午化率不断提升, 帘子布市场巨大

轮胎根据结构的不同, 分为子午线轮胎和斜交线轮胎。斜交线轮胎的胎体和胎冠的带束层斜交错穿插, 与地面的接触面为椭圆形, 容易形变, 抓地力差, 油耗较高, 胎冠容易刺破。子午线轮胎胎冠和胎体的带束层是独立的, 胎体只有一个子午线胎体层, 接地压力平均分布。子午线轮胎的使用寿命长, 抓地力出色, 减少刹车距离, 使车辆用油优越的通过性能、更低油耗、防刺破性能强。目前, 子午线轮胎是世界轮胎产业发展的主流产品, 在西方发达国家, 轿车轮胎的子午化率达到了 100%, 载重轮胎的子午化率达到 90% 以上, 工程轮胎的子午化率达到 70%。

帘子布是轮胎外胎的骨架材料, 重量大约占外胎总重量的 10-15%, 成本占比 30% 以上。目前轮胎帘子布主要是锦纶帘子布、涤纶帘子布和钢丝帘子布。锦纶帘子布主要用于斜交胎、工程胎, 涤纶帘子布主要用于半钢子午胎, 钢丝帘子布主要用于全钢子午胎。

图 14: 轮胎结构

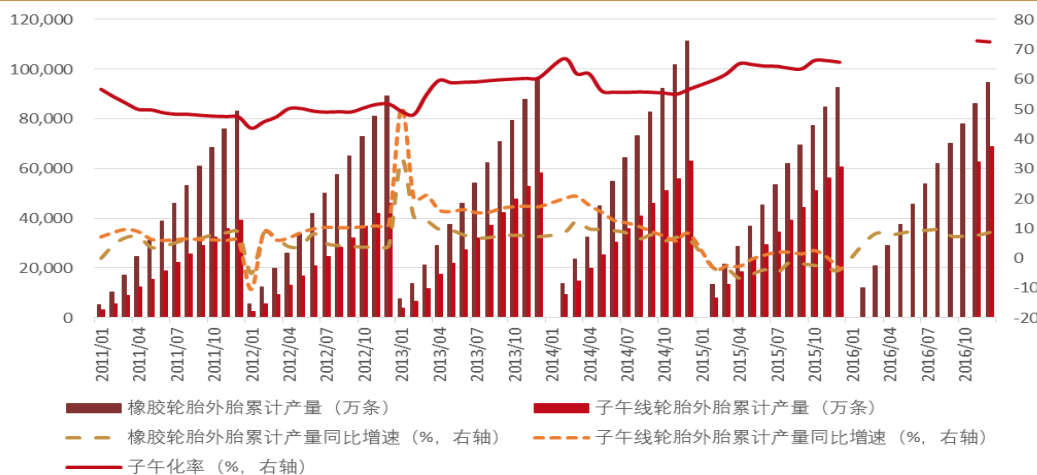


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

近年来, 随着汽车轮胎的子午化, 斜交胎的比例逐步降低, 全钢子午胎、半钢子午胎的占比快速提升, 全钢子午胎由于价格比较高, 一般主要用在重型卡车轮胎上, 轿车一般用半钢子午胎, 轻载卡车一部分采用半钢子午胎一部分采用全钢子午胎, 一些工程用胎还在使用斜交胎。

半钢子午胎, 其轮胎股价材料中部分(胎面部分)是钢丝结构, 另一部分(胎体部分)是采用涤纶帘子布, 我国子午线轮胎外胎产量从 2010 年的 3.64 亿条增长到 2016 年的 6.86 亿条, 复合增长率达到 11.17%, 远高于橡胶轮胎外胎产量的 3.37% 的复合增速。

图 15: 我国橡胶轮胎和子午化轮胎产量情况



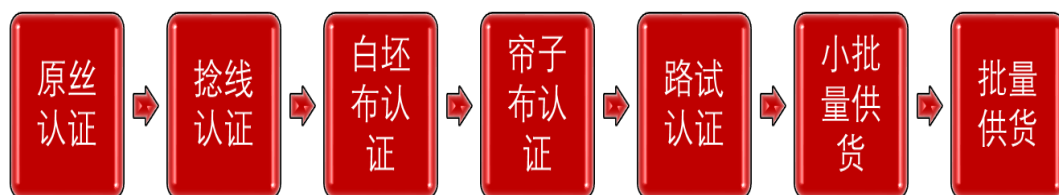
数据来源: Wind, 西南证券整理

我们根据过去 6 年的复合增速, 预计 2017 年国内子午线轮胎外胎的产量约为 7.63 亿条, 2017 年国内涤纶帘子布的需求为 22.89 万吨-24.42 万吨左右。我国轮胎产量约占全球的 40%, 因此预计 2017 年全球涤纶帘子布的市场空间为 57.23 万吨-61.05 万吨。

4.2 公司涤纶帘子布通过多家公司漫长认证，2016 年实现跨越式增长

帘子布的认证过程非常繁复，认证周期长，国际一线客户的认证流程非常严格，不同的厂还要进行相应的认证。

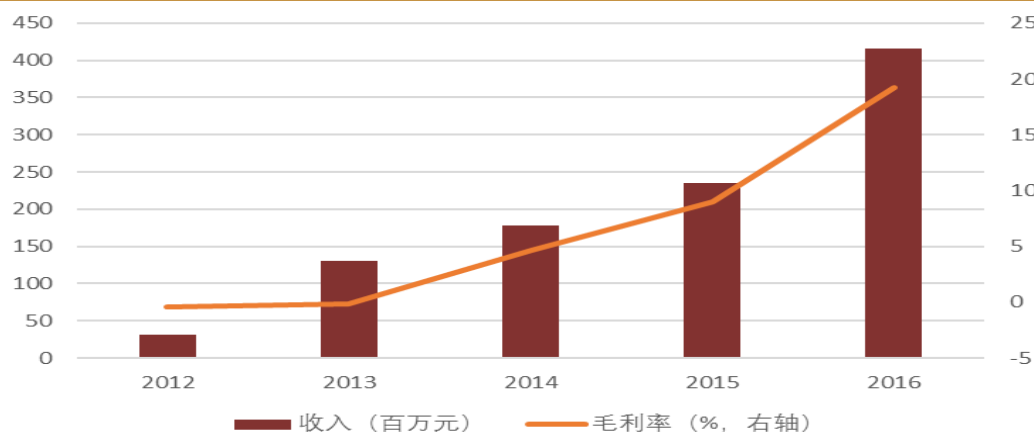
图 16：帘子布认证过程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司依靠高品质的高模低收缩丝作为帘子布的原丝，目前已有住友、米其林、固铂、韩泰、大陆轮胎（马牌）、耐克森、诺基亚等国际一线品牌轮胎制造商成为公司的帘子布产品客户，2016 年公司第二条帘子布生产线投产，产能达到了 30000 吨，并完成多家高端客户的认证工作，其中完成国内沈阳米其林的认证并实现批量供货，成为其首家本土供货商；完成大陆轮胎合肥工厂的认证，成为其部分规格的独家供应商。公司以优质客户作为目标客户，帘子布客户结构中，80%以上为高端客户，且销量在 2015 年的基础上有跨越式的增长，盈利水平得到了较大幅度的提升。

图 17：帘子布的收入持续提升，盈利能力出现跨越式增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

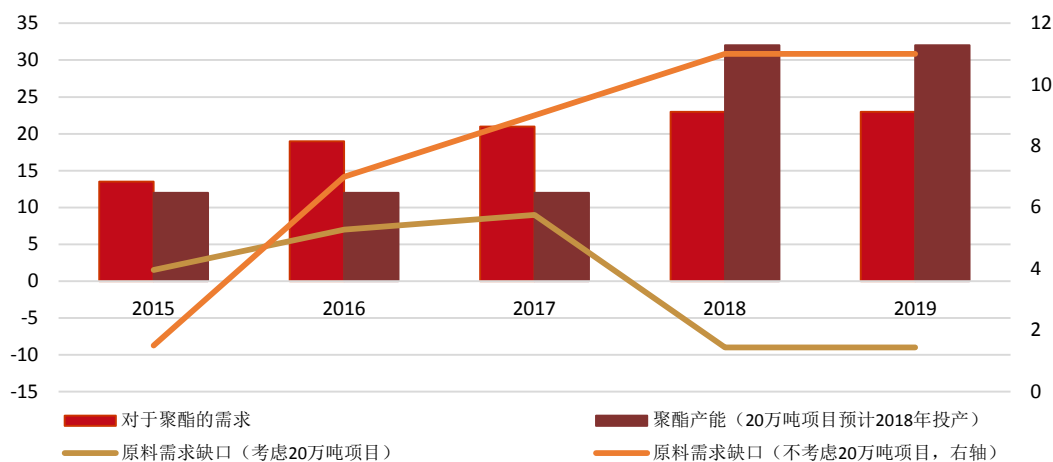
目前公司处于帘子布二期投产爬坡，三期 18 年等待投产的阶段，我们预计公司在帘子布上的收入和利润水平有望再创新高。

5 未来聚酯产能将填平原料需求缺口，保证生产安全，具有战略意义

目前公司的聚酯切片产能无法满足日常所需，存在需求缺口，需要从中石化购买部分切片产品。虽然熔体直纺等技术已经在涤纶民用丝中成熟运用，并带来低成本的优势，但是由于涤纶工业丝对产品的差异化要求更大，像高模低收缩丝这类的涤纶工业丝将无法采用这类技术，公司不引进熔体直纺工艺，仍然采用切片纺方式。

未来随着公司工业丝产能的持续投放，公司在聚酯切片上的原料需求缺口将会越来越大，生产安全存在一定隐患。如果公司不进行 20 万吨聚酯切片的项目建设，公司预计全年将会对外采购 11 万吨的切片，远高于 2015 年的 1.5 万吨的切片需求水平。而公司 20 万吨聚酯投产后，出于摊折旧的考虑，其产能预计将会开满，则公司每年将会对外销售 9 万吨切片产能。我们认为公司计划建设的 20 万吨聚酯切片项目在未来将会能够保障自身生产所需，公司将会从原料购买方变为原料提供方，具有战略意义。

图 18：20 万吨聚酯项目将会填平原料需求缺口（单位：万吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

6 塑胶材料未来看石塑地板放量

公司的塑胶材料业务主要包括灯箱布、天花膜、石塑地板材料。公司对塑胶材料业务板块实行的战略是突出差异化品种，优化产品结构。公司由灯箱广告布起家，在 PVC 材料上公司有自己的一定心得，因此公司在近几年开拓天花膜业务和石塑地板业务。

天花膜作为新型室内吊顶材料，采用特殊的 PVC 材料制成，具有阻燃性好（达 B1 级）、清洁环保、施工造型方便等优良特性。国内现有厂商以窄幅天花膜为主，公司则成功开发了超宽幅天花膜，填补了天花膜系列产品的市场空白，达到了世界领先水平。目前，国内市场以工装为主，如展会、会议室、饭店等公共场所；在俄罗斯、欧洲等国际市场，大批量用于工装及家装市场，目前公司的天花膜业务稳定。

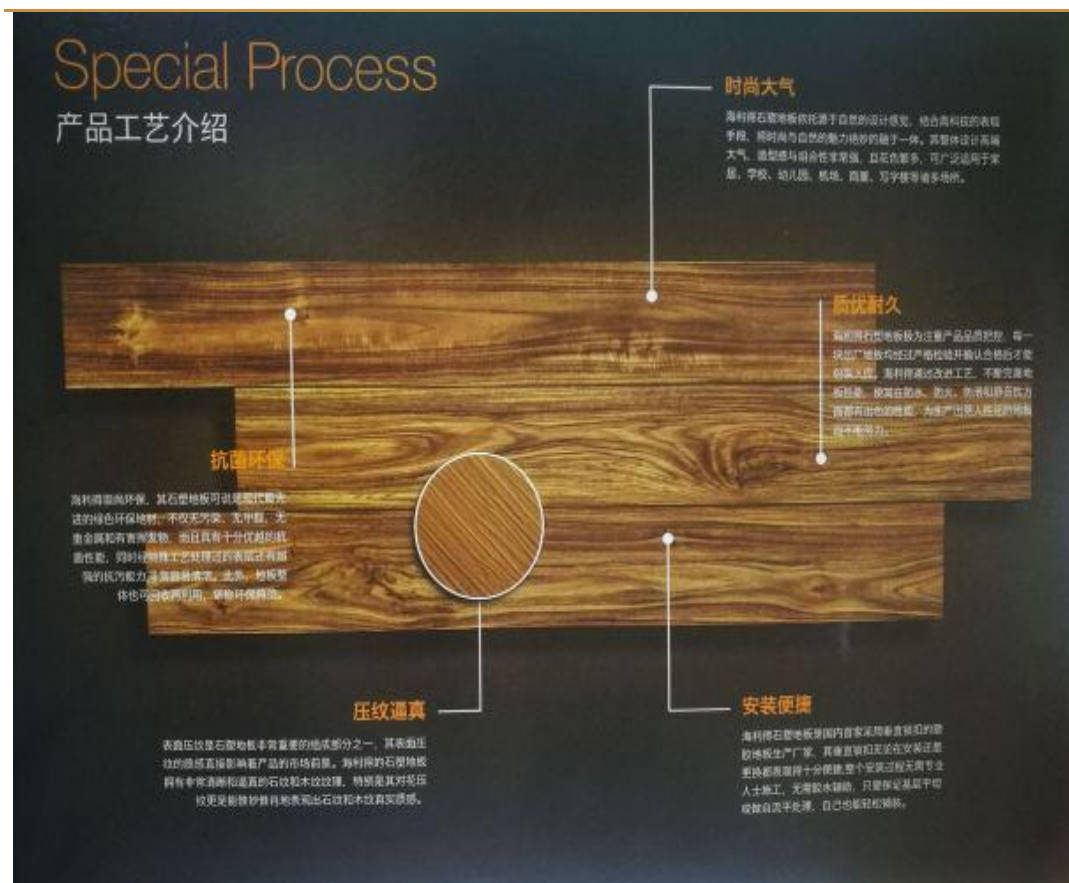
石塑地板是“PVC 同质透心片材”，是现在比较流行的一种新型轻体地面装饰材料，在国外用得比较多，近年来也逐渐走进国内。其生产工艺是以聚氯乙烯及其共聚树脂为主要原料，加入填料、增塑剂、稳定剂、着色剂等辅料，在片状连续基材上，经涂敷工艺或经压延、挤出或挤压工艺生产而成。

图 19：海利得 MPC 石塑地板的结构



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 20：海利得石塑地板产品工艺介绍



数据来源：公司网站，西南证券整理

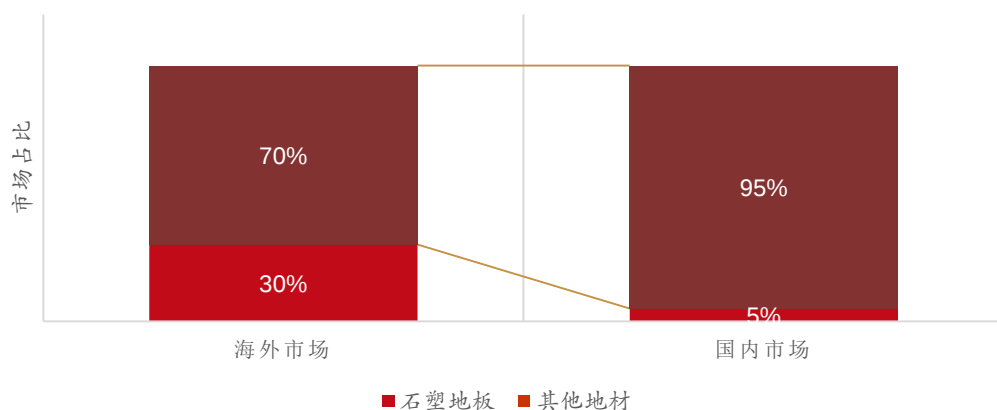
石塑地板在美国、欧洲、日本、韩国等地已经流行了几十年，基本上已经取代强化地板。石塑地板除了绿色环保，性价比还很高。现在很多高档酒店、医院、健身房铺的都是 PVC 地板。目前，国内的石塑地板仍属于新兴事物。我国石塑地板材料的消费占比仅 5%，与欧美国国家超过 30% 的市场比例相比，市场潜力巨大。

图 21：石塑地板应用广泛



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 22: 石塑地板的空间广阔



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司 2014 年公告建设 800 万平米/年的石塑地板项目, 2017 年公告建设 1200 万平米石塑地板项目, 按照 50 元/平米的价格测算, 这两个项目总产能对应远期 10 亿元的销售收入空间。随着公司产能的逐步释放, 2016 年开始石塑地板成为公司新的增长点, 收入 1.1 亿元, 目前石塑地板的产能达到 500 万平米/年, 后期产能将继续释放。我们预计随着海利得海外市场的逐步开拓和未来国内市场渗透率的提升, 石塑地板的销量将会出现巨大的增长。

图 23: 海利得在 DOMOTEX 展会现场



数据来源: 公司网站, 西南证券整理

7 盈利预测与估值

7.1 关键假设

1) 假设 20 万吨聚酯产能在 2018 年下半年投产, 产能满足自身需求之后外销剩余部分; 高模低收缩丝 2017 年第四季度投产 2 万吨, 2018 年下半年投产 2 万吨; 帘子布 2018 年下半年投产 1.5 万吨, 2019 年下半年投产 1.5 万吨, 气囊丝和安全带丝产能逐步开满, 石塑地板产能持续投放, 2017-2019 年销量为 400、800、1300 万平米; 涤纶工业丝受益于聚酯切片产能在 2018 年能满足自身需求, 毛利率得到提升。

2) 假设公司今年完成 11 亿的可转债发行, 参考 2 家近期发行可转债的化工企业(辉丰股份、永东股份)的票面利率水平, 设发行的票面利率依次为第一年 0.5%, 第二年 0.7%, 第三年 1%, 第四年 1.3%, 第五年 1.3%, 第六年 1.6%。在预测期间(2017-2019 年), 可转债持有人不进行转股。暂不考虑股权激励带来 2018-2019 年度的股本变化。

我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 10: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
涤纶工业丝	收入	1453.73	1800.00	2177.50	2193.75
	增速	12.0%	23.8%	21.0%	0.7%
	成本	1049.40	1296.00	1546.03	1535.63
	毛利率	27.81%	28.00%	29.00%	30.00%
帘子布	收入	415.76	540.00	712.50	1050.00
	增速	77.1%	29.9%	31.9%	47.4%
	成本	335.89	432.00	570.00	840.00
	毛利率	19.21%	20.00%	20.00%	20.00%
灯箱布	收入	395.97	405.87	416.02	426.42
	增速	-4.0%	2.5%	2.5%	2.5%
	成本	323.82	330.79	339.05	347.53
	毛利率	18.22%	18.50%	18.50%	18.50%
PVC 膜	收入	132.32	138.93	145.88	153.17
	增速	-0.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	106.64	111.15	116.70	122.54
	毛利率	19.41%	20.00%	20.00%	20.00%
石塑地板	收入	106.64	200.00	400.00	650.00
	增速		87.6%	100.0%	62.5%
	成本	83.06	150.00	300.00	487.50
	毛利率	22.11%	25.00%	25.00%	25.00%
聚酯切片	收入	31.95	38.46	935.90	839.74
	增速	104.7%	20.4%	2333.3%	-10.3%
	成本	31.34	37.31	907.82	814.55

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	毛利率	1.92%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	收入	30.18	30.18	30.18	30.18
	增速	12.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	28.06	28.07	28.07	28.07
	毛利率	7.02%	7.00%	7.00%	7.00%
合计	收入	2566.55	3153.45	4817.98	5343.27
	增速	21.0%	22.9%	52.8%	10.9%
	成本	1958.21	2385.31	3807.67	4175.81
	毛利率	23.7%	24.4%	21.0%	21.8%

数据来源：西南证券

我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30 元、0.35 元、0.43 元，预计公司 2017-2019 年归母净利润复合增速 27%。

7.2 绝对估值

我们对公司绝对估值采用 FCFF 法进行绝对估值，关键假设如下：

- 1) 永续增长率为 1%；
- 2) 无风险利率为十年期国债收益率 3.54%；
- 3) β 采用海利得 β （最近一年，标的深成指数）作为公司无杠杆 β 的近似值；
- 4) 市场组合报酬率的选取：采用 5 年沪深指数平均收益率 6.87%；
- 5) 目标资本结构采用公司发行完 11 亿可转债但不转股的资本结构；
- 6) 有效税率采用 25% 的税率。

表 11：绝对估值关键假设

假设项目	假设值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	10.00%
永续期增长率	1.00%
无风险利率 R_f	3.54%
市场组合报酬率 R_m	6.87%
无杠杆 β	0.71
有杠杆 β	0.78
债务资本比重 W_d	6.96%
债务资本成本 K_d	2.55%
有效税率 T_x	25.00%

数据来源：西南证券

我们采用 FCFF 模型对公司进行的估值结果为 8.67 元/股，高于目前股价。

表 12：绝对估值敏感性测试

	4.34%	4.84%	5.34%	5.84%	6.34%	6.84%	7.34%
-0.5%	9.65	8.49	7.54	6.74	6.06	5.47	4.97
0.0%	10.69	9.31	8.19	7.27	6.50	5.84	5.28
0.5%	11.99	10.31	8.98	7.91	7.02	6.27	5.63
1.0%	13.70	11.58	9.96	8.67	7.63	6.77	6.05
1.5%	15.99	13.22	11.18	9.61	8.37	7.36	6.53
2.0%	19.27	15.45	12.77	10.79	9.28	8.08	7.10
2.5%	24.33	18.62	14.92	12.33	10.42	8.96	7.80

数据来源：西南证券

7.3 相对估值

我们选取海利得处于相同产业链的公司作为可比公司，剔除其中无一致预期的两家公司（神马股份、先锋新材）和涤纶工业丝收入占比过低的恒力股份，还有 5 家公司。其中尤夫股份是公司在涤纶工业丝、帘子布上的同行，双箭股份和永利股份属于公司非车用丝下游的传送带客户，华懋科技和均胜电子属于公司车用丝下游客户的汽车安全领域客户。可比公司盈利预测采用 wind 一致预期。

从 PE 角度看，可比公司 2017 年动态市盈率均值为 25 倍，2018 年动态市盈率均值 20 倍。从可比公司业务结构角度看，可比公司中和公司业务基本一致的仅有尤夫股份（动力锂电池的收入占比不高），其 2017 年动态市盈率 33 倍，2018 年动态市盈率 25 倍，参考意义相对较大。

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30 元、0.35 元、0.43 元，2017-2019 年归母净利润复合增速 27%，考虑到未来三年新产能持续投放带来的业绩提升，给予公司 2018 年 25 倍估值，对应目标价 8.75 元，维持“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002427.SZ	尤夫股份	25.11	0.42	0.77	0.99	1.27	59.79	32.61	25.36	19.77
600699.SH	均胜电子	32.29	0.66	1.27	1.53	1.86	48.92	25.43	21.10	17.36
603306.SH	华懋科技	31.80	1.25	1.57	1.96	2.52	25.44	20.25	16.22	12.62
002381.SZ	双箭股份	8.96	0.13	0.19	0.22	0.27	32.43	24.39	18.83	14.65
300230.SZ	永利股份	16.90	0.68	0.74	0.90	1.12	24.85	22.84	18.78	15.09
可比公司均值							38.29	25.10	20.06	15.90

数据来源：wind，西南证券整理

8 风险提示

环保及安全事故风险，公司产能投放进度低于预期风险，可转债发行情况不确定风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2566.55	3153.45	4817.98	5343.27	净利润	256.33	367.18	426.59	522.37
营业成本	1958.21	2385.31	3807.67	4175.81	折旧与摊销	186.36	245.78	285.46	305.65
营业税金及附加	15.80	14.43	23.26	26.53	财务费用	-19.41	10.64	-11.01	-25.13
销售费用	84.75	104.06	158.99	176.33	资产减值损失	61.49	2.00	2.00	2.00
管理费用	187.32	233.36	361.35	398.07	经营营运资本变动	-718.04	-201.69	-645.72	-198.31
财务费用	-19.41	10.64	-11.01	-25.13	其他	728.24	-1.31	-2.12	-2.15
资产减值损失	61.49	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	494.97	422.59	55.20	604.42
投资收益	9.61	-5.00	-5.00	-5.00	资本支出	-44.47	-375.00	-375.00	-135.00
公允价值变动损益	6.91	4.31	5.12	5.15	其他	-755.27	-0.69	0.12	0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-799.74	-375.69	-374.88	-134.85
营业利润	294.89	402.97	475.84	589.80	短期借款	-217.64	-59.37	-551.68	-51.45
其他非经营损益	13.69	34.50	34.18	34.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	308.59	437.47	510.02	623.80	股权融资	597.65	0.00	0.00	0.00
所得税	52.26	70.29	83.42	101.43	支付股利	-188.90	-51.02	-73.20	-85.08
净利润	256.33	367.18	426.59	522.37	其他	110.84	-11.67	1111.01	25.13
少数股东损益	1.22	1.20	1.20	1.20	筹资活动现金流净额	301.95	-122.07	486.13	-111.40
归属母公司股东净利润	255.11	365.98	425.39	521.17	现金流量净额	17.61	-75.16	166.45	358.17
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	390.51	315.34	481.80	839.97	成长能力				
应收和预付款项	571.20	672.51	1049.59	1157.86	销售收入增长率	21.01%	22.87%	52.78%	10.90%
存货	415.01	515.18	829.69	909.06	营业利润增长率	37.56%	36.65%	18.08%	23.95%
其他流动资产	635.54	773.46	1177.11	1304.49	净利润增长率	29.50%	43.24%	16.18%	22.45%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.46%	42.77%	13.79%	16.00%
投资性房地产	41.12	41.12	41.12	41.12	获利能力				
固定资产和在建工程	1951.68	2086.50	2181.66	2016.63	毛利率	23.70%	24.36%	20.97%	21.85%
无形资产和开发支出	177.77	172.16	166.54	160.93	三费率	9.84%	11.04%	10.57%	10.28%
其他非流动资产	13.52	13.52	13.52	13.52	净利率	9.99%	11.64%	8.85%	9.78%
资产总计	4196.34	4589.81	5941.03	6443.58	ROE	9.18%	11.82%	12.33%	13.40%
短期借款	732.51	673.13	121.45	70.00	ROA	6.11%	8.00%	7.18%	8.11%
应付和预收款项	573.53	701.05	1114.18	1221.69	ROIC	7.85%	9.86%	9.33%	10.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.99%	20.91%	15.57%	16.29%
其他负债	98.48	108.69	1245.06	1254.27	营运能力				
负债合计	1404.52	1482.87	2480.69	2545.96	总资产周转率	0.66	0.72	0.92	0.86
股本	487.23	1218.07	1218.07	1218.07	固定资产周转率	1.78	1.67	2.26	2.55
资本公积	1603.63	872.79	872.79	872.79	应收账款周转率	7.12	7.27	7.93	6.90
留存收益	688.05	1003.01	1355.21	1791.30	存货周转率	4.88	5.00	5.56	4.74
归属母公司股东权益	2779.95	3093.87	3446.07	3882.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.49%	—	—	—
少数股东权益	11.87	13.07	14.27	15.47	资本结构				
股东权益合计	2791.82	3106.94	3460.34	3897.63	资产负债率	33.47%	32.31%	41.76%	39.51%
负债和股东权益合计	4196.34	4589.81	5941.03	6443.58	带息债务/总负债	52.15%	45.39%	49.24%	45.96%
					流动比率	1.48	1.59	2.66	3.01
					速动比率	1.18	1.23	2.03	2.36
					股利支付率	74.05%	13.94%	17.21%	16.32%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.30	0.35	0.43
					每股净资产	2.29	2.55	2.84	3.20
					每股经营现金	0.41	0.35	0.05	0.50
					每股股利	0.16	0.04	0.06	0.07
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	461.85	659.39	750.28	870.32					
PE	33.85	23.60	20.30	16.57					
PB	3.09	2.78	2.50	2.22					
PS	3.36	2.74	1.79	1.62					
EV/EBITDA	7.90	13.42	12.30	10.13					
股息率	2.19%	0.59%	0.85%	0.99%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn