

## 主业实现快速发展、并购打开成长空间

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017年H1实现营业收入13.7亿元, 同比增长94.9%, 实现归母净利润1.5亿元, 同比增长173.7%, 实现扣非净利润1.4亿元, 同比增长180.6%。
- **业绩大幅增长。** 主要的原因是(1) 子公司炜丰国际并表: 报告期内, 子公司炜丰国际实现营业收入4.86亿, 占公司总营收的35.4%, 归母净利润为0.98亿; (2) 英东模塑业绩增长较快: 实现营业收入5.7亿元, 同比增长23.9%, 归母净利润0.32亿元, 同比增长14.9%; (3) 传统输送带主业业绩快速增长: 实现营业收入2.72亿元, 同比增长29.1%, 归母净利润0.3亿元, 同比增长18.9%。
- **轻型输送带毛利率逐年提升, 产品结构持续优化。** 公司是国内轻型输送带龙头, 国内市占率高达11%。公司轻型输送带产品主要分为普通高分子轻型输送带和热塑性弹性体输送带。其中普通高分子轻型输送带公司具备较强定价权, 同时公司加强成本控制, 使该产品毛利率由2012年的42%逐年提升至2016年的48%, 并于报告期内再提升至49%。热塑性弹性体输送带属于输送带中的高端产品, 公司对产品结构进行积极调整, 受益于进口替代, 高端产品占比有望不断增加。
- **高端模塑市场空间广阔, 公司是特斯拉和乐高核心供应商。** 公司完成收购英东模塑和炜丰国际, 一方面完成上游产业链布局, 进入千亿模具市场, 另一方面借助其生产基地和工艺, 与主业形成协同效应, 打造链板式输送带, 从而拓展输送带产品结构。英东模塑面向全球汽车和家电高端品牌用户, 公司于2015年开始成为特斯拉供应商, 将受益于特斯拉量产带来的红利; 炜丰国际面向玩具、电子等消费性行业, 是全球知名玩具商乐高供应商, 受益于玩具行业回暖, 业绩有望高速增长。
- **智能分拣行业正处风口, 业绩有望爆发式增长。** 智能分拣下游应用领域广泛, 行业正迎来爆发期。下游快递和电商行业的需求在未来三年有望维持30%以上增长, 并且2017年是四通一达智能分拣系统建设元年, 快递和电商企业对于智能设备需求量开始大幅增加。子公司欣巴科技是申通等快递企业核心合作方, 技术团队来自邮政院, 项目经验丰富。公司2017年订单量大幅增加, 业绩有望迎来爆发式增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计17年、18年和19年EPS分别为0.71元、0.94元和1.19元, 参考可比公司估值, 给予公司2017年30倍估值, 对应目标价21.3元, 首次覆盖给予以“买入”评级。
- **风险提示:** 轻型输送带毛利率大幅下滑的风险、子公司业绩实现或不及预期、智能分拣业务不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1826.79	3323.65	4248.99	5509.19
增长率	96.76%	81.94%	27.84%	29.66%
归属母公司净利润(百万元)	153.55	319.92	428.13	540.58
增长率	63.49%	108.34%	33.83%	26.27%
每股收益EPS(元)	0.34	0.71	0.94	1.19
净资产收益率ROE	6.32%	11.29%	13.34%	14.80%
PE	46	22	17	13
PB	2.73	2.47	2.20	1.94

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

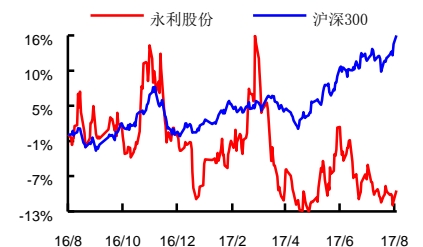
分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihay@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)	4.53
流通A股(亿股)	2.64
52周内股价区间(元)	15.28-36.36
总市值(亿元)	71.19
总资产(亿元)	40.79
每股净资产(元)	5.73

### 相关研究

### 关键假设:

假设 1: 轻型输送带业务, 毛利率逐步由 15 年的 44% 提升至 2017 年 H1 的 49%, 预计公司产品毛利率保持稳中有升;

假设 2: 英东模塑是特斯拉供应商, 预计到 2020 年实现销量达 100 万辆, 预计公司业绩营业收入 18 年开始有提速增长, 毛利率较为稳定;

假设 3: 炜丰国际面向玩具等消费型行业, 受益玩具出口增速达 30% 和二胎政策, 预计 17-19 年炜丰国际营业收入高速增长, 同时毛利率提升;

假设 4: 智能分拣业务, 受益下游快递、电商等 30% 需求增速, 预计收入增速快速增长, 但由于竞争加剧, 毛利率预计下滑。

基于以上假设, 我们预测公司 17-19 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
普通高分子轻型输送带	收入	335.00	385.25	446.89	522.86
	增速	13.4%	15.00%	16.00%	17.00%
	成本	189.65	215.74	248.02	287.57
	毛利率	43.39%	44.00%	44.50%	45.00%
热塑性弹性体轻型输送带	收入	140.00	168.00	201.60	241.92
	增速	77.5%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	59.33	70.56	84.67	101.61
	毛利率	57.62%	58.00%	58.00%	58.00%
汽车及家电模具塑料件	收入	1083.45	1300.14	1625.17	2112.72
	增速	109.4%	20.0%	25.0%	30.0%
	成本	847.03	1014.11	1235.13	1584.54
	毛利率	21.82%	22.00%	24.00%	25.00%
电子、电信及精密玩具模具塑料件	收入	207.55	1300.00	1625.00	2031.25
	增速		526.36%	25.00%	25.00%
	成本	152.71	949.00	1170.00	1462.50
	毛利率	26.42%	27.00%	28.00%	28.00%
智能分拣业务	收入	60.65	170.00	350.00	600.00
	增速	2152.7%	180.30%	105.88%	71.43%
	成本	49.50	153.00	315.00	540.00
	毛利率	18.38%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	1,826.65	3,323.39	4,248.66	5,508.75
	增速	96.7%	81.9%	27.8%	29.7%
	成本	1,298.23	2,402.41	3,052.83	3,976.22
	毛利率	28.93%	27.71%	28.15%	27.82%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**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	1826.79	3323.65	4248.99	5509.19	净利润	164.85	324.92	431.13	543.58
营业成本	1298.22	2402.60	3053.07	3976.53	折旧与摊销	73.92	53.73	54.37	54.92
营业税金及附加	9.63	5.65	7.22	9.37	财务费用	-10.20	11.27	14.97	19.51
销售费用	131.56	216.04	276.18	358.10	资产减值损失	6.32	5.00	5.00	5.00
管理费用	203.41	312.42	399.41	517.86	经营营运资本变动	143.88	-317.32	-352.92	-136.61
财务费用	-10.20	11.27	14.97	19.51	其他	-194.21	-10.41	-4.27	-4.08
资产减值损失	6.32	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>184.56</b>	<b>67.18</b>	<b>148.27</b>	<b>482.31</b>
投资收益	0.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-897.01	-21.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	139.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-757.66</b>	<b>-21.00</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>188.63</b>	<b>370.67</b>	<b>493.15</b>	<b>622.82</b>	短期借款	30.27	-41.10	0.00	0.00
其他非经营损益	10.75	4.00	4.00	4.00	长期借款	8.71	20.00	20.00	40.00
<b>利润总额</b>	<b>199.38</b>	<b>374.67</b>	<b>497.15</b>	<b>626.82</b>	股权融资	1342.51	0.00	0.00	0.00
所得税	34.54	49.76	66.02	83.24	支付股利	-20.47	-38.66	-75.14	-104.17
净利润	164.85	324.92	431.13	543.58	其他	11.12	-55.17	-14.97	-19.51
少数股东损益	11.29	5.00	3.00	3.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1372.15</b>	<b>-114.93</b>	<b>-70.10</b>	<b>-83.68</b>
归属母公司股东净利润	153.55	319.92	428.13	540.58	<b>现金流量净额</b>	<b>805.22</b>	<b>-68.75</b>	<b>68.17</b>	<b>388.63</b>
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	998.91	930.16	998.33	1386.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	837.87	1070.19	1479.29	1884.48	销售收入增长率	96.76%	81.94%	27.84%	29.66%
存货	481.35	621.74	790.13	1029.32	营业利润增长率	68.65%	96.51%	33.04%	26.29%
其他流动资产	18.42	17.41	32.55	55.09	净利润增长率	69.87%	97.10%	32.69%	26.08%
长期股权投资	20.49	20.49	20.49	20.49	EBITDA 增长率	75.28%	72.64%	29.11%	23.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	515.38	487.94	448.85	409.21	毛利率	28.93%	27.71%	28.15%	27.82%
无形资产和开发支出	1100.29	1098.72	1097.16	1095.60	三费率	17.78%	16.24%	16.25%	16.25%
其他非流动资产	98.28	94.56	90.84	87.12	净利率	9.02%	9.78%	10.15%	9.87%
<b>资产总计</b>	<b>4071.00</b>	<b>4341.22</b>	<b>4957.65</b>	<b>5968.28</b>	ROE	6.32%	11.29%	13.34%	14.80%
短期借款	91.10	50.00	50.00	50.00	ROA	4.05%	7.48%	8.70%	9.11%
应付和预收款项	825.30	1105.03	1463.61	1957.89	ROIC	10.16%	15.94%	17.62%	19.80%
长期借款	27.98	47.98	67.98	107.98	EBITDA/销售收入	13.81%	13.11%	13.24%	12.66%
其他负债	518.75	261.36	143.23	180.17	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1463.13</b>	<b>1464.38</b>	<b>1724.83</b>	<b>2296.04</b>	总资产周转率	0.64	0.79	0.91	1.01
股本	251.92	453.45	453.45	453.45	固定资产周转率	4.18	6.78	9.34	13.20
资本公积	1799.07	1597.54	1597.54	1597.54	应收账款周转率	3.97	4.57	4.21	4.03
留存收益	442.06	723.32	1076.31	1512.72	存货周转率	3.13	4.31	4.30	4.35
归属母公司股东权益	2510.34	2774.31	3127.30	3563.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.86%	—	—	—
少数股东权益	97.53	102.53	105.53	108.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2607.87</b>	<b>2876.84</b>	<b>3232.83</b>	<b>3672.24</b>	资产负债率	35.94%	33.73%	34.79%	38.47%
负债和股东权益合计	4071.00	4341.22	4957.65	5968.28	带息债务/总负债	8.14%	6.69%	6.84%	6.88%
					流动比率	1.65	1.89	2.02	2.01
					速动比率	1.31	1.45	1.53	1.54
					股利支付率	13.33%	12.08%	17.55%	19.27%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	252.35	435.67	562.48	697.25	每股收益	0.34	0.71	0.94	1.19
PE	46.36	22.25	16.63	13.17	每股净资产	5.75	6.34	7.13	8.10
PB	2.73	2.47	2.20	1.94	每股经营现金	0.41	0.15	0.33	1.06
PS	3.90	2.14	1.68	1.29	每股股利	0.05	0.09	0.17	0.23
EV/EBITDA	12.05	14.29	10.98	8.36					
股息率	0.29%	0.54%	1.06%	1.46%					

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	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