

日期: 2018年04月04日

行业: 汽车



汽车制动产品生产商，电控制动产品高增长

分析师: 邵锐
 Tel: 021-53686137
 E-mail: shaorui@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870513050001
 研究助理: 黄涵虚
 Tel: 021-53686177
 E-mail: huanghanxu@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870116030006

发行价格 RMB15.10 元
 上市合理估值 RMB15.20-19.00 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 40.86
 发行后总股本 (百万股) 408.56
 发行数量占发行后总股本 10.00%

保荐机构 银河证券

主要股东 (IPO 前)

袁永彬 22.60%
 芜湖奇瑞科技有限公司 18.05%
 熊立武 14.30%

收入结构 (2017)

盘式制动器 59.40%
 轻量化制动零部件 22.52%
 电控制动产品 15.50%
 真空助力器 1.23%
 其他产品 1.35%

报告编号: QCXGDJ-9

首次报告日期: 2018年4月3日

投资要点

公司简介

公司是国内主要的汽车制动系统相关产品生产商之一，主要产品为机械制动产品和电控制动产品，其中机械制动产品包括盘式制动器、轻量化制动零部件及真空助力器；电控制动产品包括电子驻车制动系统 (EPB)、制动防抱死系统 (ABS) 及电子稳定控制系统 (ESC)，目前主要客户包括奇瑞汽车、长安汽车、吉利汽车等。

随着汽车智能化水平不断提高，电控制动系统逐步普及，国内 EPB、ESC 等产品配置比例仍然较低，未来配置比例将持续提升，公司作为国内少数拥有自主知识产权，能够批量生产 EPB、ABS 及 ESC 等产品的企业之一有望受益。

盈利预测

预计公司2018年至2020年营业收入为27.11亿元、29.82亿元、32.74亿元，同比增长12.07%、9.99%、9.79%；归属于母公司股东的净利润3.12亿元、3.58亿元、4.02亿元，同比增长16.22%、14.95%、12.28%；对应摊薄后的EPS为0.76元、0.88元、0.98元。

合理估值

公司计划发行股份不超过 4086 万股，发行价 15.10 元，对应 2017 年发行前 PE 为 20.68 倍。预计募集资金净额 56242.90 万元，发行费用 5455.70 万元。参考可比公司估值水平，我们认为给予公司 2018 年每股收益 20-25 倍市盈率较为合理，对应估值区间 15.20 元-19.00 元。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2419.19	2711.15	2981.87	3273.67
年增长率	9.35%	12.07%	9.99%	9.79%
归母净利润	268.21	311.71	358.33	402.34
年增长率	-1.51%	16.22%	14.95%	12.28%
每股收益 (元)	0.66	0.76	0.88	0.98

注: 有关指标按最新股本摊薄

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司主要产品为机械制动产品和电控制动产品，其中机械制动产品包括盘式制动器、轻量化制动零部件及真空助力器；电控制动产品包括电子驻车制动系统（EPB）、制动防抱死系统（ABS）及电子稳定控制系统（ESC）。

表 1 公司主要产品类型

分类	产品类型	产品作用
机械制动产品	盘式制动器	通过液压系统（或气压系统）把压力施加到卡钳上，经过卡钳内的压力臂增力后，通过推杆推动制动片对制动盘产生的摩擦力，使制动盘停止转动。为了保持制动间隙稳定，卡钳内部设计一套间隙自调机构。
	轻量化制动零部件	铸铝产品密度小，可使车体轻量化、耐蚀，具有美观耐用、易成形、可表面处理等诸多优点。与传统的铸铁产品相比，铸铝转向节可以减重约40%~50%，目前主要适用于高端汽车和新能源汽车。
	真空助力器	公司生产的真空助力器采用贯穿杆式设计，重量轻，刚度大，变形小；控制阀部分采用零空行程设计，有效地减少了踏板行程，提升了踏板感。制动主缸总成有中心阀式（CV）及柱塞式（FS）两种结构。
电控制动产品	电子驻车制动系统（EPB）	公司电子驻车制动系统产品是卡钳一体化的集成系统，由两个电机驱动器组成，以一体化方式安装在卡钳内，通过控制器局域网络总线与车辆的发动机管理系统及电子稳定性装置等保持通信，实现电子驻车功能。
	制动防抱死系统（ABS）及电子稳定控制系统（ESC）	公司液压制动防抱死系统产品基本上涵盖了从小型车到中巴车的液压制动车型，公司气压制动防抱死系统产品应用于商用车。公司的电子稳定控制系统产品基本涵盖从小型车到中巴车的液压制动车型。
	前盘式制动器总成	

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 1 公司产品应用



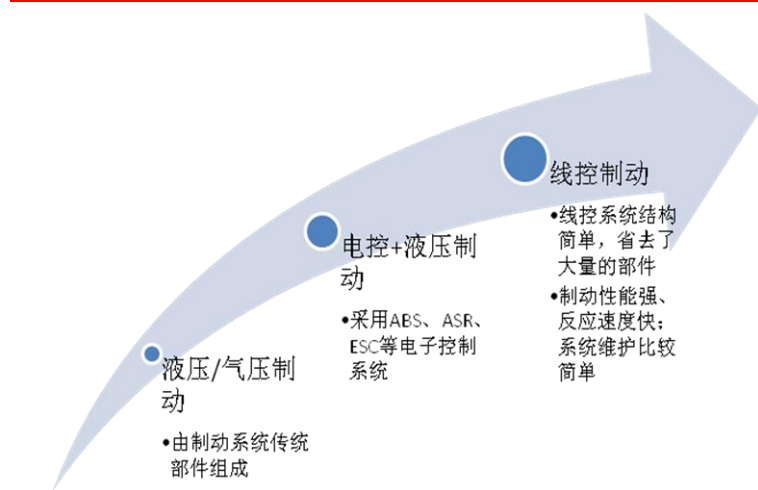
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

(1) 汽车智能化水平不断提高，电控制动系统逐步普及

技术的不断进步使电子技术广泛用于制动系统的供能装置、控制装置、传动装置和制动器等组成部分中，如行车制动方面的制动防抱死系统（ABS）/电子稳定控制系统（ESC），以及驻车制动方面的盘中鼓制动器（DIH）、综合驻车盘式制动器（IPB）、电子驻车制动系统（EPB）等，未来线控制动技术将成为汽车制动技术的长期发展趋势。

图 2 汽车制动系统技术发展路线



数据来源：盖世汽车 上海证券研究所

(2) EPB：自主品牌配置率有望快速提升

乘用车的驻车制动系统逐步由传统的机械式驻车制动系统升级为电子驻车制动系统（EPB）。EPB 整合行车过程中的紧急制动和停车后的长时性驻车功能，并由电子控制方式实现驻车制动，使驻车控制更为便捷、安全、智能化。EPB 已应用于宝马、奔驰、大众等品牌中，并开始在自主品牌中普及。

国内乘用车销量前 10 名的车型中，EPB 的配置率整体较低，仅 SUV 车型的 EPB 配置率较高，别克昂科威、大众途观、长安 CS75 等三款车型全部车款均配置 EPB，吉利帝豪、哈弗 H6、传祺 GS4、宝骏 560 等车型的部分车款配置 EPB，未来 EPB 的配置率仍然有较大的提升空间。

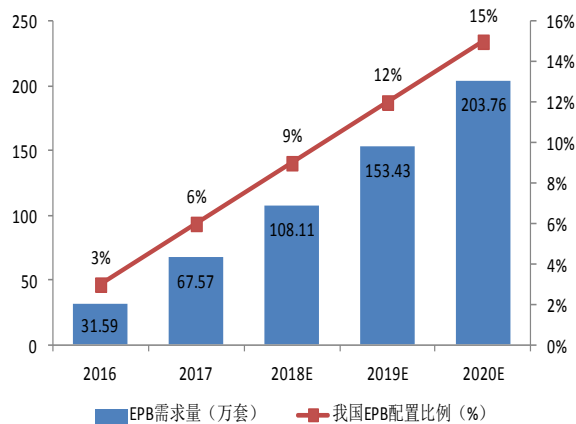
表 2 乘用车销量前 10 名驻车制动系统配置情况

排名	轿车 (万辆)		驻车制动	SUV (万辆)		驻车制动	MPV (万辆)		驻车制动
	品牌	销量	类型	品牌	销量	类型	品牌	销量	类型
1	朗逸	47.89	手刹	哈弗 H6	58.07	手刹/电子	五菱宏光	65.00	鼓式
2	英朗	37.04	手刹	传祺 GS4	32.70	手刹/电子	宝骏 730	37.02	手刹/电子
3	轩逸	36.80	手刹	宝骏 560	32.16	手刹/电子	欧诺	15.26	手刹
4	捷达	34.84	手刹	昂科威	27.54	电子	威旺	12.09	手刹/鼓式
5	速腾	34.13	手刹	途观	24.05	电子	欧尚	11.82	手刹
6	桑塔纳	31.83	手刹	CS75	20.94	电子	幻速 H3	10.66	手刹
7	卡罗拉	30.65	手刹	瑞风 S3	19.79	手刹	风光 330	9.80	手刹
8	福睿斯	29.69	手刹	哈弗 H2	19.69	手刹/电子	菱智	9.07	手刹
9	朗动	25.38	手刹	本田 CRV	18.03	脚刹	别克 GL8	7.96	脚刹/电子
10	帝豪	24.10	手刹/电子	奇骏	18.02	手刹/脚刹	风行 S500	7.17	手刹

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

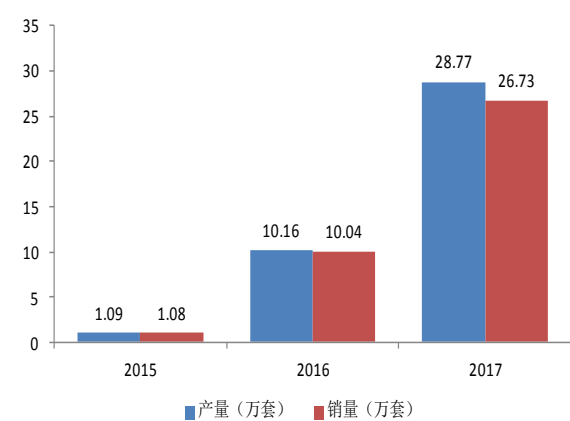
公司预计，2016 年至 2020 年我国自主品牌乘用车配置 EPB 的比例由 3% 提高至 15%，按照汽车销量每年增长 80 万辆、乘用车比例保持不变、自主品牌市场份额由 43.2% 上升至 50% 等假设计算，2020 年自主品牌乘用车 EPB 需求量将超过 200 万套，较 2016 年需求量增长超过 6 倍。

图 3 EPB 配置比例 (%) 及需求量 (万套)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 4 公司 EPB 产品产销量 (万套)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

(3) ESC：高级驾驶辅助系统最重要的执行模块

随着汽车工业的发展和对汽车安全系数的要求，液压 ABS 已逐渐从中高端车型向低端车型普及发展，未来配置率将进一步提高。

ESC 在防抱死系统和牵引力控制系统基础上增加车辆转向行驶时横摆率传感器、方向盘转角传感器和侧向加速度传感器，通过电

子控制单元控制前后左右车轮的驱动力和制动力，确保车辆行驶的侧向稳定性。ESC可以有效改善车辆侧滑、转向不足、转向过度等问题，是高级驾驶辅助系统中最重要的执行模块。2010年至2011年美国、韩国、欧盟、澳大利亚已相继推出ESC强制安装要求。

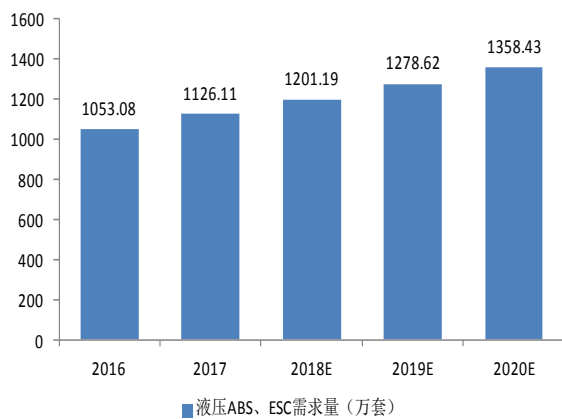
公司预计，2020年自主品牌乘用车液压ABS和ESC产品需求量将超过1300万套，增速与自主品牌乘用车销量增速相当。

表 3 乘用车销量前 10 名 ABS、ESC 配置情况

排名	轿车 (万辆)		ABS	ESC	SUV (万辆)		ABS	ESC	MPV (万辆)		ABS	ESC
	品牌	销量			品牌	销量			品牌	销量		
1	朗逸	47.89	●	●	哈弗 H6	58.07	●	●	五菱宏光	65.00	●	-
2	英朗	37.04	●	●	传祺 GS4	32.70	●	●	宝骏 730	37.02	●	●
3	轩逸	36.80	●	-	宝骏 560	32.16	●	●	欧诺	15.26	●	-
4	捷达	34.84	●	-	昂科威	27.54	●	●	威旺	12.09	●	-
5	速腾	34.13	●	●	途观	24.05	●	●	欧尚	11.82	●	-
6	桑塔纳	31.83	●	-	CS75	20.94	●	●	幻速 H3	10.66	●	-
7	卡罗拉	30.65	●	●	瑞风 S3	19.79	●	●	风光 330	9.80	-	-
8	福睿斯	29.69	●	-	哈弗 H2	19.69	●	●	菱智	9.07	●	-
9	朗动	25.38	●	-	本田 CRV	18.03	●	●	别克 GL8	7.96	●	●
10	帝豪	24.10	●	●	奇骏	18.02	●	●	风行 S500	7.17	●	●

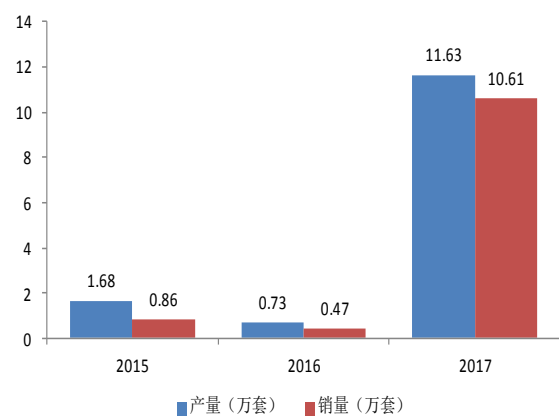
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 5 液压 ABS 及 ESC 需求量 (万套)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

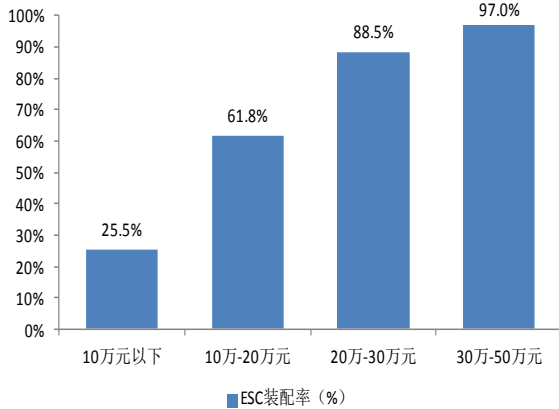
图 6 公司 ABS 及 ESC 产品产销量 (万套)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

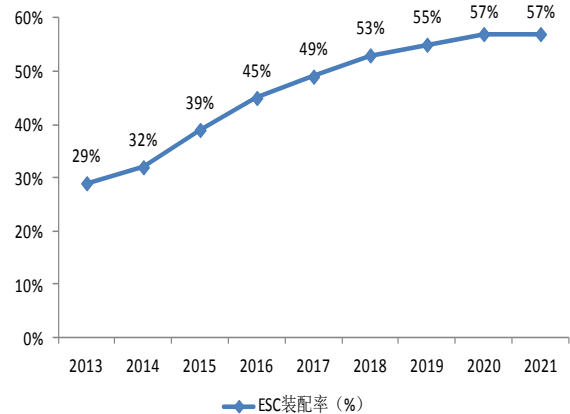
据盖世汽车统计，ESC 在国内 20 万元以上级别车型中已基本普及，而在 10 万元以下级别车型 ESC 装配率仅为 25.6%，ESC 的装配将持续向下渗透。

图 7 国内各级别车型 ESC 装配率 (%)



数据来源: 盖世汽车 上海证券研究所

图 8 国内 ESC 装配率预测 (%)



数据来源: 盖世汽车 上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

国内制动系统市场上博世、大陆、采埃孚天合等跨国厂商市场份额较高，国内企业普遍规模较小、技术水平较低，仅少数企业形成较大的生产规模并具备为整车进行配套的能力，主要为自主品牌汽车进行配套并逐步拓展合资品牌市场。其中，EPB 市场为采埃孚天合、大陆等主导，国内企业中公司和力邦合信等已实现量产，万向钱潮、亚太股份等已投入研发；液压 ABS/ESC 市场由博世、大陆等占据大部分份额，主要的国内企业生产商包括亚太股份等；气压 ABS 市场上威伯科等处于优势地位，主要的国内企业生产商包括瑞立科密、万安科技等。

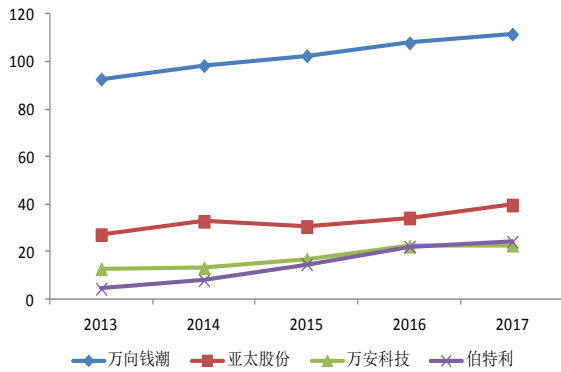
公司是国内规模较大、技术水平较高的汽车制动系统生产商，主要竞争对手包括亚太股份、万安科技、万向钱潮、南方天合底盘系统有限公司、卢卡斯伟利达廊重制动器有限公司等。

表 4 公司主要竞争对手

公司名称	主要客户
亚太股份	一汽大众、一汽轿车、上海大众、上汽通用、上汽通用五菱、东风、神龙、东风日产、郑州日产、北汽、江铃、奇瑞、长安、江淮、华晨金杯等
万安科技	一汽、东风、金龙、上汽通用、上汽通用五菱、陕汽、奇瑞、江淮、宇通等
万向钱潮	通用五菱、桂林大宇、东风汽车、一汽集团、郑州马自达托
南方天合底盘系统有限公司	福特、长安、奇瑞、广汽、哈飞、昌河（铃木）、上汽通用五菱、北汽福田、长丰猎豹、长城、江铃、力帆、庆铃等
卢卡斯伟利达廊重制动器有限公司	一汽轿车、一汽大众、上海大众、奇瑞、华晨宝马、北京奔驰、一汽丰田等
博世汽车部件（苏州）有限公司	上汽大众、上汽通用、一汽大众、五菱、北京现代、东风日产、长城、神龙

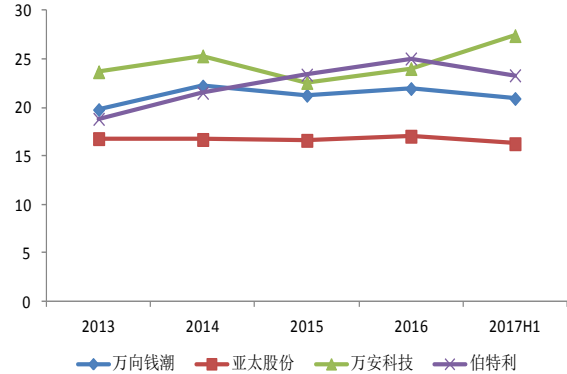
数据来源: 招股说明书 盖世汽车 上海证券研究所

图 9 2013 年-2017 年同行业企业营业收入 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 2013 年-2017 年同行业企业销售毛利率 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

(1) 技术优势

公司具备机械制动系统产品和电控制动系统产品的自主正向开发能力,也是目前国内少数拥有自主知识产权,能够批量生产 EPB、ABS 及 ESC 等产品的企业之一。同时,公司具有较强的系统开发能力,可为客户提供制动系统解决方案。公司在国内累计获得 115 项专利,其中发明专利 39 项。

图 11 汽车制动系统技术发展路线

盘式制动器	真空助力器	EPB	ABS、ESC
<ul style="list-style-type: none"> 一种汽车转向节结构及其加工工艺; 降低车辆制动距离的卡钳结构; 车辆刹车片主动回位机构; 一种应用于机动车制动系统的制动卡钳 	<ul style="list-style-type: none"> 一种车辆用机械式真空助力器 	<ul style="list-style-type: none"> 一种具有 AUTOHOLD 功能的电子驻车制动系统及其制动方法; 一种用于车辆驻车制动系统的电子驻车执行器; 一种车辆用电子驻车制动系统的制动卡钳总成; 一种车辆制动系统电子驻车执行器; 一种电子驻车制动系统 	<ul style="list-style-type: none"> 一种车辆安全保护系统; 一种电磁阀结构; 一种电磁阀组件的装配方法; 一种应用于汽车电子控制单元的功能测试系统及其控制方法; 一种 ABS/ESC 常开电磁阀结构; 一种传感器端子连接机构和与之相配合的 ECU 壳体及其安装方法

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

(2) 产品优势

公司在基础机械制动系统和电控制动系统方面均具备产品研发、制造能力,卡钳及盘式制动器等机械制动产品和 EPB 产品已形成完整的产品系列,并在 ABS、ESC 产品的取得技术研发及产业化突破。未来公司有望借助机械制动产品领域的经验及客户基础等资

源进一步拓展电控制动产品市场。

(3) 客户资源优势

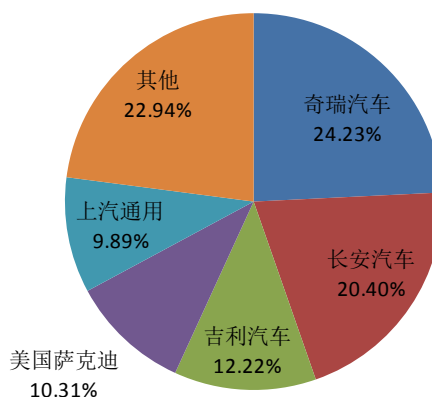
公司客户资源积累深厚，配套于全球通用、上海通用、福特、沃尔沃全球、长安汽车、北京汽车、吉利汽车、上汽集团、奇瑞汽车、江淮汽车、北汽银翔、宝沃、英致、力帆汽车、北汽福田、广汽乘用车、比亚迪、郑州宇通、厦门金旅、苏州金龙、中通客车、乌克兰汽车集团、约翰迪尔等厂商，目前主要客户包括奇瑞汽车、长安汽车、吉利汽车等。

表 5 公司主要产品及配套客户

产品	配套客户
盘式制动器	长安、奇瑞、吉利、北汽、北汽银翔、重庆力帆、凯翼汽车、比亚迪、宇通客车、北汽新能源、长江汽车、威马汽车、比速汽车、奇点汽车、潍柴动力、北汽福田等
轻量化制动零部件	上汽通用、通用、沃尔沃、福特、奇瑞、吉利、江铃、韩国日进等
真空助力器	奇瑞、凯翼、比亚迪、宇通客车、长江汽车、云度新能源等
EPB	吉利、北汽银翔、广汽、江淮、重庆力帆、奇瑞、凯翼、北汽、北汽新能源、小康、众泰、江铃、奇点汽车、海马汽车、威马汽车等
电控制动产品	北汽新能源、北汽银翔、宇通客车、长江汽车、奇瑞、江淮、比亚迪、厦门金旅、国金汽车、荣成华泰等
液压 ABS/ESC	
气压 ABS	集瑞联合重工、大运汽车、陕西通家等

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 12 2017 年公司前五大客户情况



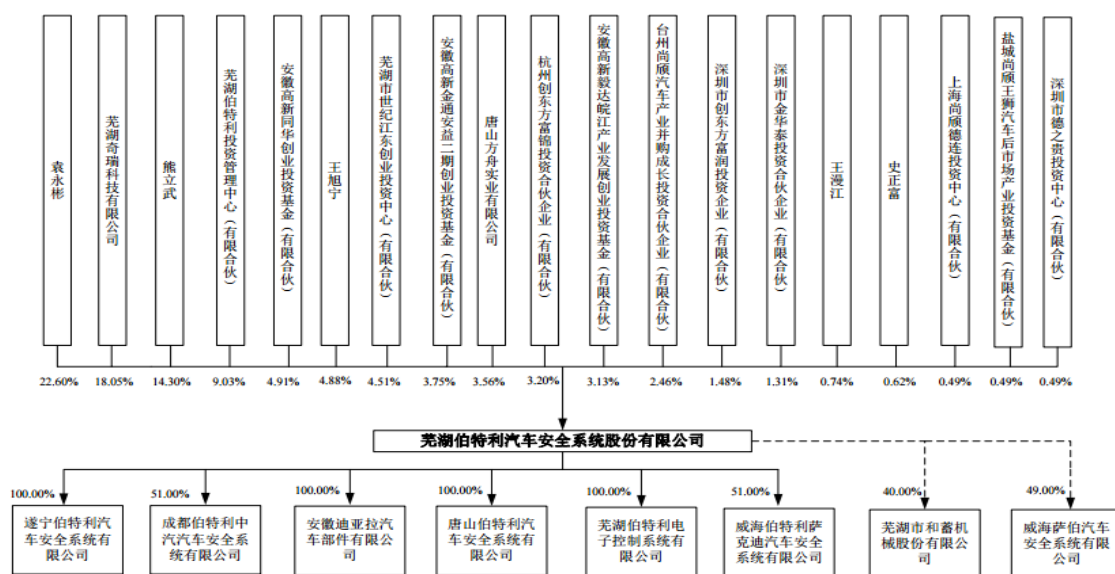
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简介

公司前身芜湖伯特利汽车安全系统有限公司设立于 2004 年 6 月，2016 年 9 月整体变更为股份有限公司。公司控股股东、实际控制人为袁永彬，直接持有公司发行前 22.60% 股份，另外，分别持有公司发行前 14.30%、9.03% 股份的股东熊立式、伯特利投资为其一致行动人，袁永彬实际控制公司发行前 45.93% 股份。

图 13 公司股权结构 (IPO 前)



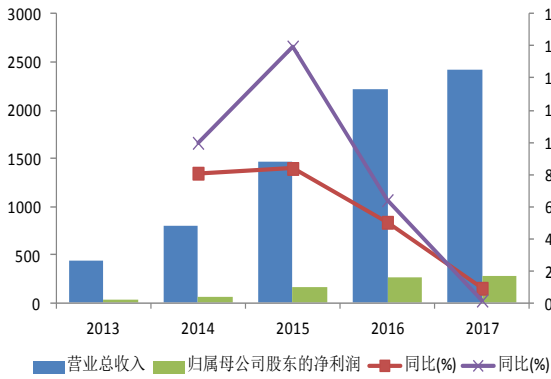
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司业绩持续增长。2015 年至 2017 年公司分别实现营业收入 14.71 亿元、22.12 亿元、24.19 亿元，同比增长 83.86%、50.40%、9.35%；实现归属母公司股东的净利润 1.66 亿元、2.72 亿元、2.77 亿元，同比增长 159.64%、64.12%、1.72%。

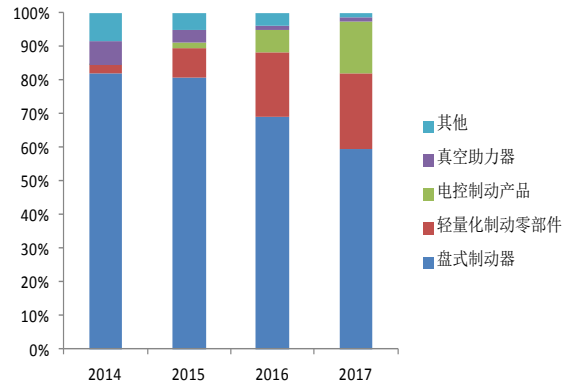
公司主要销售收入来自盘式制动器、轻量化制动零部件、电控制动产品等，分别占 2017 年销售收入的 59.40%、22.52%、15.50%。从产品结构来看，公司盘式制动器的收入占比不断下降，而轻量化制动零部件和电控制动产品占比不断提高。

图 14 2013 年~2017 年营收、归母净利润 (百万元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 2014 年~2017 年主营构成 (百万元)

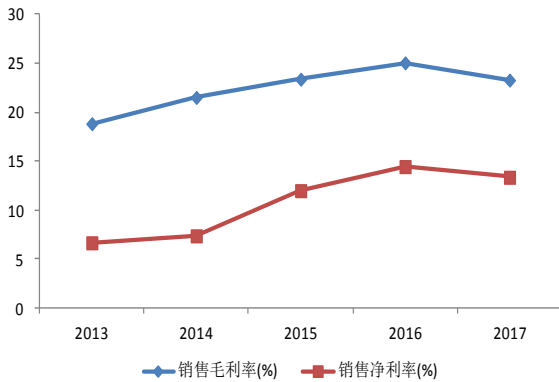


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

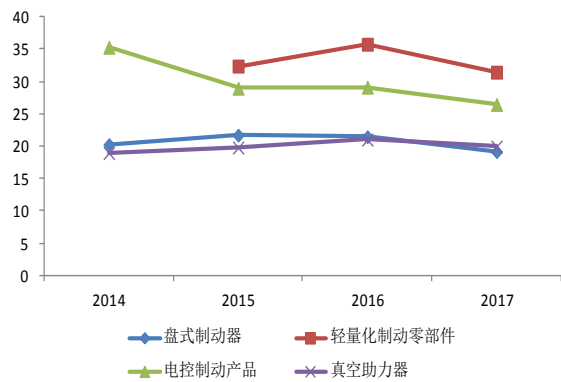
公司毛利率水平总体保持平稳。2015 年至 2017 年，公司销售毛利率分别为 23.37%、25.04%、23.28%，销售净利率为 11.99%、14.45%、13.36%。各类产品毛利率水平基本稳定，其中轻量化制动零部件、电控制动产品毛利率水平高于盘式制动器及真空助力器。

图 16 2013 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 17 2014 年~2017 年分业务毛利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司本次拟募集资金总额为 5.62 亿元，拟投入年产 60 万套 EPB、15 万套气压 ABS 建设项目；年产 200 万套汽车盘式制动器总成建设项目；年产 20 万套液压 ABS、10 万套液压 ESC 建设项目；年产 180 万套制动系统零部件建设项目等。项目建成后，公司各类产品产能将进一步提高，尤其是公司电控制动产品如 EPB、ABS、ESC 等目前生产规模较小，募投项目将有利于公司顺应汽车智能化

发展趋势，优化产品结构。

表 6 公司资金运用计划

	项目名称	项目总投资(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	年产 60 万套 EPB、15 万套气压 ABS 建设项目	20,000.00	15,500.00
2	年产 200 万套汽车盘式制动器总成建设项目	25,890.00	25,832.90
3	年产 20 万套液压 ABS、10 万套液压 ESC 建设项目	10,370.00	9,170.00
4	年产 180 万套制动系统零部件建设项目	5,740.00	5740.00
	合计	62,000.00	56,242.90

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 18 募投项目产品配套客户

<p>EPB</p> <ul style="list-style-type: none"> •已实现量产客户：吉利、北汽银翔、广汽、奇瑞、众泰、北汽新能源、凯翼、北京汽车、小康 •正处于研发中的客户：奇点、江铃、江淮、力帆、东风柳汽、海马等 	<p>盘式制动器</p> <ul style="list-style-type: none"> •已实现量产客户：长安、奇瑞、吉利、北京汽车、北汽银翔、力帆、凯翼、比亚迪、宇通、北汽新能源 •正处于研发中的客户：奇点、长江汽车、威马、北汽福田、汉腾等
<p>液压ABS、液压ESC</p> <ul style="list-style-type: none"> •已实现量产客户：北汽新能源、北汽银翔、厦门金旅、宇通等 •正处于研发中的客户：北京汽车、比亚迪、江淮、国金汽车、荣成华泰等 	<p>气压ABS</p> <ul style="list-style-type: none"> •已实现量产客户：集瑞联合重工、大运 •正处于研发中的客户：陕西通家

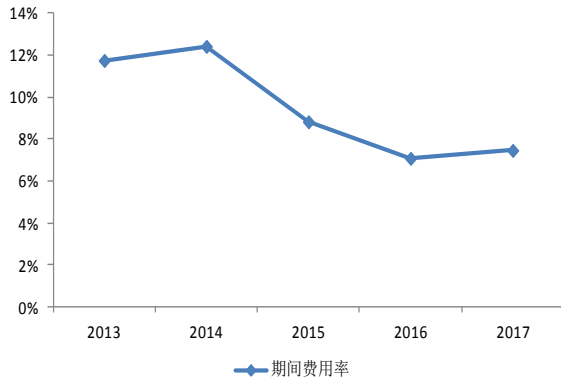
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

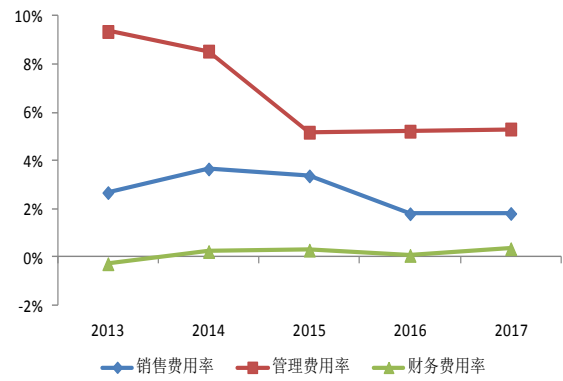
公司期间费用情况总体为改善趋势。2015 年至 2017 年公司期间费用率分别为 8.83%、7.08%、7.46%。其中销售费用率为 3.36%、1.80%、1.81%，管理费用率为 5.18%、5.22%、5.31%，财务费用率为 0.29%、0.07%、0.35%。

图 19 2013 年~2017 年期间费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

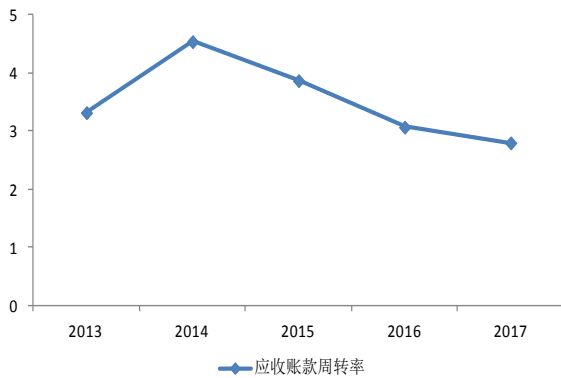
图 20 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

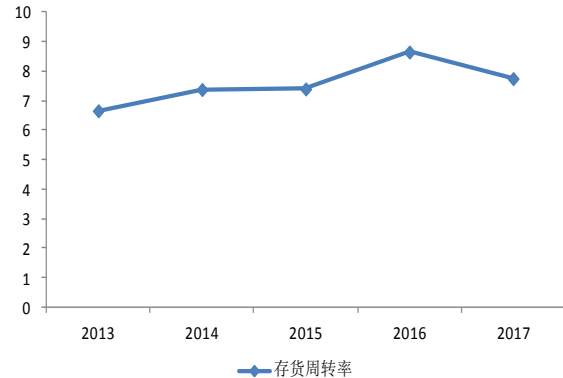
2015 年至 2017 年公司应收账款周转率分别为 3.87、3.07、2.80，
存货周转率分别为 7.40、8.65、7.75。

图 21 2013 年~2017 年应收账款周转率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 22 2013 年~2016 年存货周转率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

假设公司盘式制动器产品销售收入稳定，轻量化制动零部件产品、电控制动产品销售收入保持较快增速，毛利率、期间费用率等保持平稳，预计公司 2018 年至 2020 年营业收入为 27.11 亿元、29.82 亿元、32.74 亿元，同比增长 12.07%、9.99%、9.79%；归属于母公司的净利润 3.12 亿元、3.58 亿元、4.02 亿元，同比增长 16.22%、14.95%、12.28%；对应摊薄后的 EPS 为 0.76 元、0.88 元、0.98 元。

表 7 盈利预测结果

指标名称	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2419.19	2711.15	2981.87	3273.67
年增长率(%)	9.35%	12.07%	9.99%	9.79%
归属于母公司股东的净利润(百万元)	268.21	311.71	358.33	402.34
年增长率(%)	-1.51%	16.22%	14.95%	12.28%
每股收益(元)	0.66	0.76	0.88	0.98

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

注: 有关指标按最新股本摊薄

四、风险因素

公司面临的风险因素主要包括行业波动导致的风险、客户相对集中的风险、原材料价格波动的风险等。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

选取汽车零部件行业内与公司业务相近的企业亚太股份、万安科技、万向钱潮等作为参考, 2017 年、2018 年可比公司平均 PE 分别为 28.19 倍、24.30 倍。

表 8 同业上市公司比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
亚太股份	002284.SZ	7.95	0.20	0.23	0.25	40.66	35.19	32.29
万安科技	002590.SZ	11.70	0.26	0.40	0.49	44.27	28.92	24.02
万向钱潮	002559.SZ	8.50	0.31	0.42	0.51	27.15	20.45	16.60
可比公司平均	-	-	-	-	-	37.36	28.19	24.30

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

注: EPS 数据为万得一致预期, 股价截止 2018 年 4 月 2 日

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司计划发行股份不超过 4086 万股, 发行价 15.10 元, 对应 2017 年发行前 PE 为 20.68 倍。预计募集资金净额 56242.90 万元, 发行费用 5455.70 万元。

参考可比公司的估值水平，我们认为给予公司 2018 年每股收益 20-25 倍市盈率较为合理，对应估值区间 15.20 元-19.00 元。

六、附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	132	767	781	1290
应收和预付款项	1597	1752	1931	2113
存货	284	251	335	306
其他流动资产	9	9	9	9
长期股权投资	17	17	17	17
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	631	730	809	868
无形资产和开发支出	44	38	33	27
其他非流动资产	49	25	25	25
资产总计	2762	3589	3941	4655
短期借款	186	0	0	0
应付和预收款项	1077	1342	1309	1591
长期借款	58	58	58	58
其他负债	224	75	75	75
负债合计	1545	1475	1442	1724
股本	368	409	409	409
资本公积	142	663	663	663
留存收益	588	870	1193	1555
归属母公司股东权益	1099	1942	2265	2627
少数股东权益	118	172	234	304
股东权益合计	1218	2115	2499	2930
负债和股东权益合计	2762	3589	3941	4655

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	61	615	236	729
投资活动产生现金流量	-187	-200	-200	-200
融资活动产生现金流量	192	346	-22	-20
现金流量净额	67	760	14	509

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2419	2711	2982	3274
营业成本	1856	2071	2270	2484
营业税金及附加	14	16	17	19
营业费用	44	49	54	59
管理费用	128	144	158	174
财务费用	8	1	-13	-19
资产减值损失	1	1	1	1
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	368	430	494	555
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	367	430	494	555
所得税	53	65	74	83
净利润	315	366	420	472
少数股东损益	46	54	62	69
归属母公司股东净利润	268	312	358	402

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	23.28%	23.63%	23.88%	24.11%
EBIT/销售收入	15.49%	15.85%	16.11%	16.35%
销售净利率	13.00%	13.48%	14.09%	14.41%
ROE	24.40%	16.05%	15.82%	15.32%
资产负债率	53.41%	40.54%	36.20%	36.77%
流动比率	1.50	2.07	2.34	2.34
速动比率	1.27	1.88	2.07	2.14
总资产周转率	0.93	0.76	0.76	0.70
应收账款周转率	1.53	1.56	1.56	1.56
存货周转率	6.54	8.26	6.77	8.12

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

邵锐、黄涵虚

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。