

海达股份 (300320.) 橡胶行业

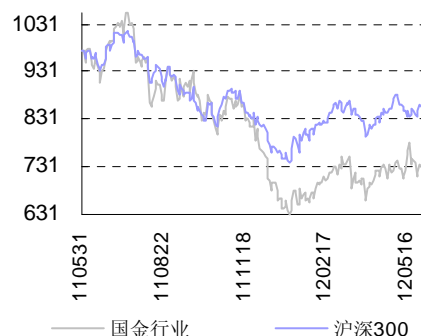
新股研究

目标价格(人民币): 23.10元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	19.80
发行A股数量(百万股)	16.67
总股本(百万股)	66.67
国金橡胶指数	731.42
沪深300指数	2642.26



国内橡胶密封和减振制品的龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.888	1.036	1.092	1.318	1.533
每股净资产(元)	4.10	5.13	9.99	11.43	13.10
每股经营性现金流(元)	0.07	0.76	1.75	1.33	1.74
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	32.65	31.59	31.59	31.59	31.59
净利润增长率(%)	42.48%	16.64%	40.49%	20.72%	16.35%
净资产收益率(%)	21.67%	20.19%	10.93%	11.53%	11.71%
总股本(百万股)	50.00	50.00	66.67	66.67	66.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是国内高端橡胶零部件细分行业的龙头。2011年生产混炼胶2万吨,销售各类密封和减振部件2.66万吨,收入6.24亿元,毛利率22.37%。其中,轨道车辆橡胶密封条、汽车天窗密封条、盾构隧道止水橡胶密封件国内份额均超过50%,集装箱和船用舱盖橡胶部件全球份额超过50%,在轨道减振橡胶部件、建筑橡胶密封条领域也拥有一定的市场地位。
- 来自轨道交通、汽车、建筑领域的需求将持续增长。目前国内轨道车辆橡胶密封条、盾构隧道止水橡胶密封件、轨道减振橡胶部件、乘用车密封条、建筑橡胶密封条市场需求达1.2、2.6、23、90、20亿元。近期随着铁路基建投资再度活跃、乘用车产量增速回升,公司产品需求正明显改善。从中长期看,城市轨交和铁路网较快建设、汽车消费普及、建筑节能环保理念增强(替代传统PVC密封条),将持续拉动公司产品需求增长。
- 技术创新和客户资源是公司的核心竞争力。目前国内尚不存在与公司构成全面竞争的对手。公司之所以能在众多领域全面开花,归结于两点优势:一是配方创新和技术融合,二是拥有南北车、中国中铁、江河幕墙等优质客户,通过长期稳定的合作,可以先期介入客户的研发设计,形成符合客户需求的新产品,既赢得市场先机,又实现服务增值、提高产品利润。
- 公司未来将逐渐向综合配套服务提供商转型。依托募投项目2.5万吨混炼胶、1.7万吨橡胶零部件(应用于轨交、汽车和建筑)及研发中心建设,公司将丰富产品功能(减振橡胶部件比例增加),扩展同一市场和客户内部的供应品类和服务能力(从汽车天窗到整车),也将通过大量技术储备,切入塑木材料、新能源橡塑等新材料领域,为业绩增长注入长期动力。

盈利预测与估值

- 募投项目预计明后两年基本建成,据此预测2012-2014年公司收入6.56、7.82、9.09亿元,净利润0.73、0.88、1.02亿元,EPS 1.10、1.32、1.53元。给予12年21倍PE,目标价23.10元。
- 风险提示:原材料橡胶价格波动;航运市场波动对传统业务集装箱和船用舱盖密封件的影响。

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

张苏予 联系人
(8621)61038274
zhangsy@gjzq.com.cn

内容目录

公司是国内高端橡胶零部件细分行业的龙头	3
来自下游轨道交通、汽车、建筑等领域的需求将持续增长	4
技术创新和客户资源是公司的核心竞争力	7
依托募投项目，公司将逐渐向综合配套服务提供商转型	8
盈利预测	9
相对估值	11
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	13

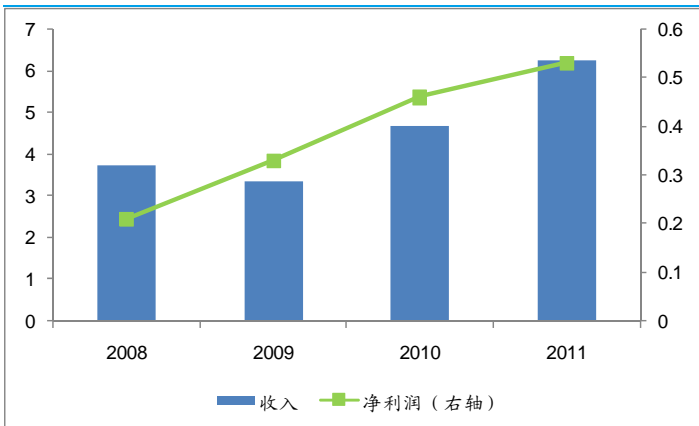
图表目录

图表 1：公司收入和净利润情况（亿元）	3
图表 2：公司和同行业上市公司毛利率比较	3
图表 3：公司分产品收入情况	3
图表 4：公司分产品毛利率情况	3
图表 5：公司主要产品用途和市场份额情况	4
图表 6：国内城市轨道交通车辆保有量	5
图表 7：国内动车组保有量	5
图表 8：公司轨道交通橡胶制品销量情况	5
图表 9：我国乘用车产量情况	6
图表 10：公司汽车橡胶密封条销量情况	6
图表 11：我国建筑幕墙产量	6
图表 12：国内乙丙橡胶消费量情况	7
图表 13：公司建筑橡胶密封条销量	7
图表 14：公司涉及领域的主要竞争对手	8
图表 15：公司的主要客户	8
图表 16：公司新产品进展情况	9
图表 17：募投项目新增产能情况	9
图表 18：主要产品销售预测表	11
图表 19：可比上市公司估值水平	12

公司是国内高端橡胶零部件细分行业的龙头

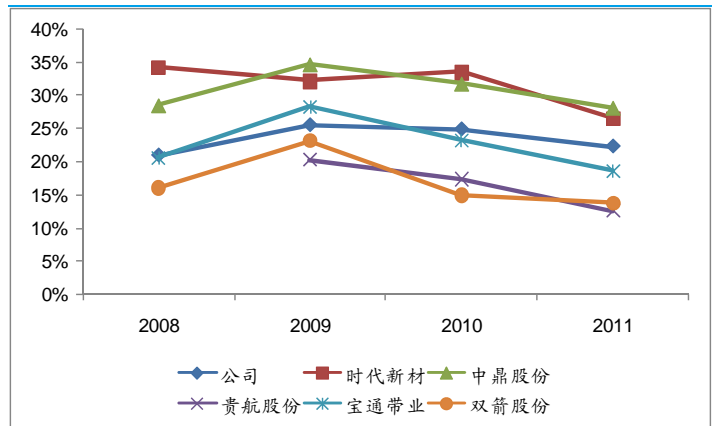
- 公司从事高端橡胶零部件的研发生产，主要做密封和减振产品，应用于轨道交通、汽车、建筑、航运四大领域。目前公司拥有混炼胶年产能 2 万吨，2011 年销售各类橡胶部件产品 2.66 万吨，在多个细分领域取得了较高的市场占有率：在国内，公司在轨道车辆橡胶密封条市场占有率超过 50%，是盾构隧道止水橡胶密封件产品最主要的供应商之一，在汽车天窗密封条市场占有率超过 60%；同时，公司也是全球最大的集装箱和船用舱盖橡胶部件提供商，市占率均超过 50%。
- 过去 4 年，公司业绩一直保持稳定增长，2011 年营业收入达 6.24 亿元，同比增长 33.44%，净利润达 5180.32 万元，同比增长 16.64%。虽然近两年橡胶等主要原材料价格出现大幅波动，但公司通过优化产品结构，综合毛利率相对保持稳定。分业务看，航运市场一直以来是公司发展的基础，2011 年集装箱和船用舱盖橡胶部件合计占收入的 41%。随着国内集装箱和船舶行业进入平稳发展期，公司逐渐将业务重心转向需求前景好、毛利率更高的轨道交通、汽车和建筑橡胶零部件领域，在上述领域实现了较快增长。

图表1：公司收入和净利润情况（亿元）



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

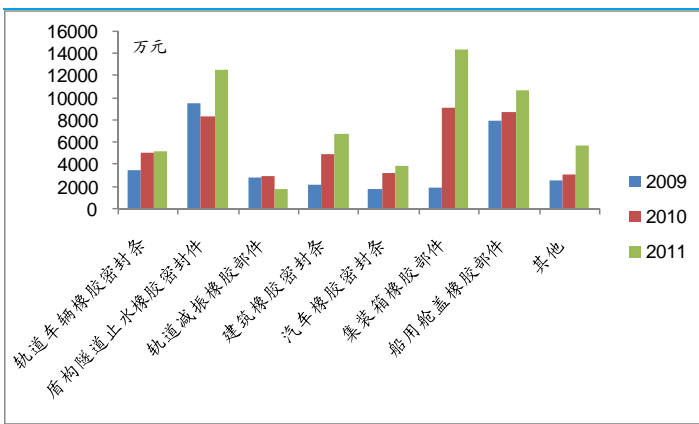
图表2：公司和同行业上市公司毛利率比较



来源：公司招股说明书、上市公司年报、国金证券研究所

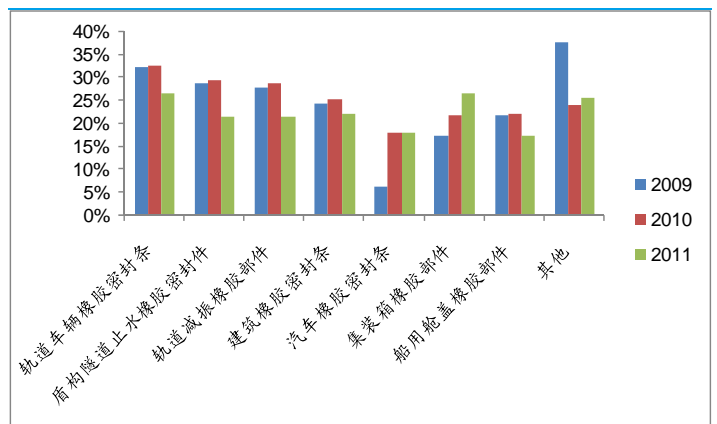
注：选取上市公司橡胶制品业务的毛利率进行比较

图表3：公司分产品收入情况



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表4：公司分产品毛利率情况



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表5: 公司主要产品用途和市场份额情况

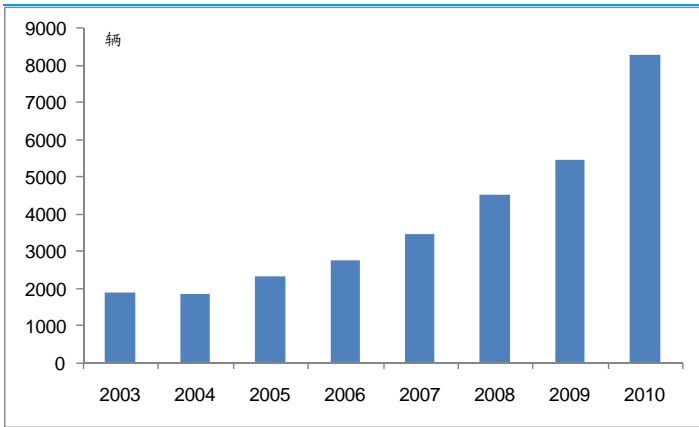
主要产品	产品用途	公司市场份额
轨道车辆橡胶密封条	应用于高速列车、地铁、轻轨列车的门窗部位，起密封防风防水作用。	占高铁动车组用市场份额约70%；占地铁车辆用市场份额约45%。
盾构隧道止水橡胶密封件	用于盾构法隧道和承插式管道管片接缝、地下工程、基础设施变形缝、施工缝、沉降缝，起密封防水作用。	在该领域市场占有率超过50%，股国内所有地铁线路和知名铁路隧道工程都使用公司产品。
轨道减振橡胶部件	应用于国铁、客专、城市轨道交通（地铁、轻轨等线路），降低列车运行过程中产生的振动和噪音。	在地铁和高铁领域占有一定的市场份额。
建筑橡胶密封条	应用于建筑幕墙、铝合金门窗、塑钢门窗、木门窗、建筑变形缝、工业门等，起密封防风防尘防风作用。	在EPDM（三元乙丙橡胶）密封条占有一定的市场份额。
汽车橡胶密封条	应用于汽车风挡、车门、玻璃导槽、发动机舱盖、行李箱盖、天窗等部位，起密封作用。	在汽车天窗密封条市占率达60%以上。
集装箱橡胶部件	应用于干货箱、冷藏箱、铁路箱、特种箱、箱式货车、冷藏车等，对箱体内部起着密封和保温的作用。	国内市场份额超过50%。
船用舱盖橡胶部件	应用于大型集装箱船、散货船的舱口盖的密封及支撑部位，起密封防水、减振的作用。	全球市场份额第一，为全球最大舱口盖厂商麦基嘉的唯一橡胶密封件供应商。

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

来自下游轨道交通、汽车、建筑等领域的需求将持续增长

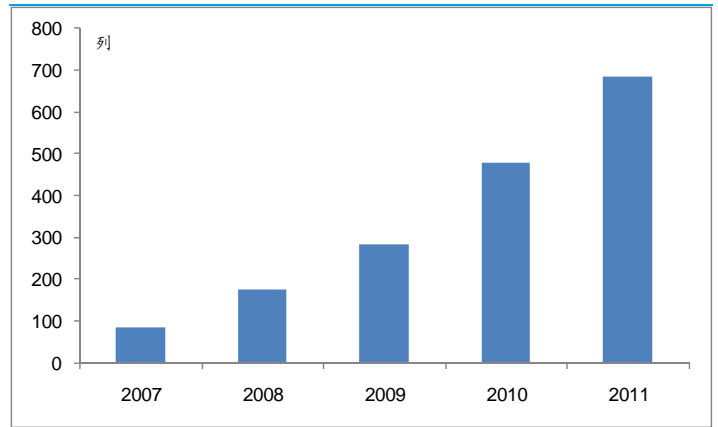
- 伴随着城市轨道交通线路增加和铁路网较快建设，我国轨道车辆需求将迎来一段良好发展的时期：
 - 截至 2009 年底，我国共有 11 个城市开通市内轨道交通，营运里程达 1012 公里。到 2010 年，已有 33 个城市获得国务院批准建设地铁。据预测，2020 年国内将有 40 个城市修建地铁，总运营里程达 7000 公里，是目前的 4.3 倍，以每公里 5 辆保守估算，2012-2020 年间每年将新增地铁车辆近 3000 辆。
 - 我国高铁行业虽然经 2011 年事故后，发展一度停滞，但是近期国家强调确保在建项目的按期实施并鼓励民间资本参与铁路建设，为高铁发展带来有力的政策支持。根据《国家中长期铁路规划》进行推测，未来十年我国每年新增高速铁路里程约 4000-5000 公里，且随着动车出口稳步增长（至中东和非洲），每年对动车组的新增需求相当可观（200-300 辆）。
 - 轨道交通行业的快速发展增加了对相关零部件的需求。以每辆地铁车辆用橡胶密封条 3 万元、每辆高铁动车组用橡胶密封条 10 万元、每公里盾构隧道使用橡胶密封件 740 环计，公司的轨道交通橡胶密封条、盾构隧道止水橡胶密封件未来的市场容量至少在 1.2 亿元、2.6 亿元以上。并且，伴随着环保意识增强，对轨道交通减振降噪的要求将进一步提高，预计轨道交通建设每年将带来 23 亿元橡胶减振部件的市场需求。

图表6: 国内城市轨道交通车辆保有量



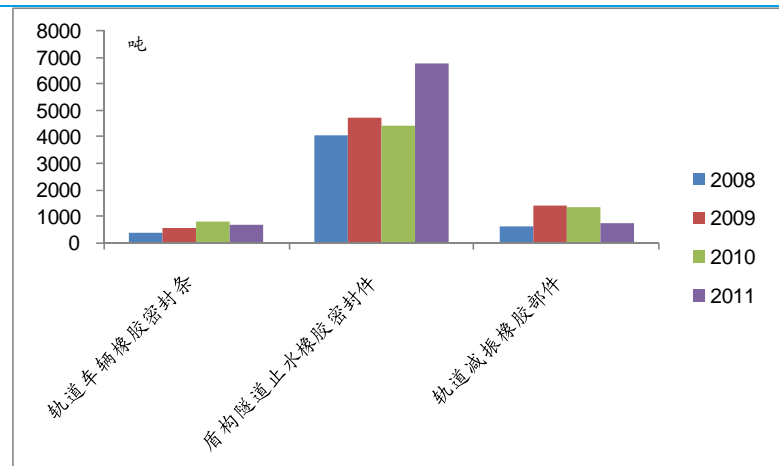
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表7: 国内动车组保有量



来源: 铁道部、国金证券研究所

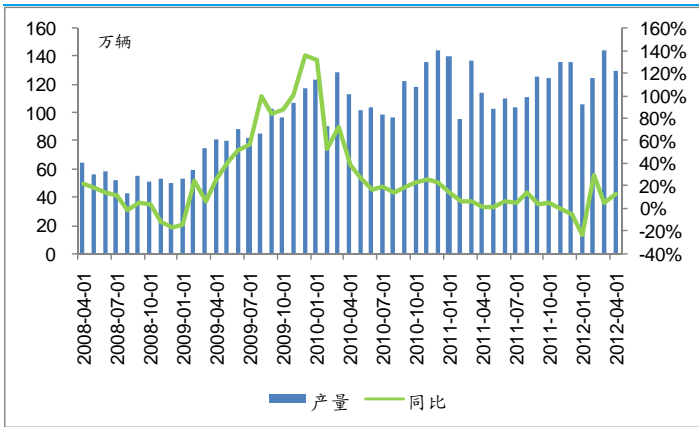
图表8: 公司轨道交通橡胶制品销量情况



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

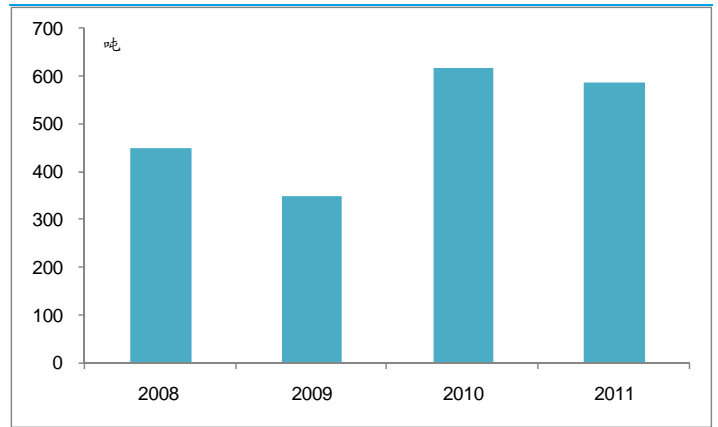
- 国内汽车行业 2009-2010 在相关政策的刺激下实现了井喷式发展, 尽管 2011 年增速放缓, 但是今年以来乘用车需求明显回暖, 并且从中长期看每千人汽车保有量依然低于发达国家, 在很长一段时间内将处于消费普及的长景气周期中, 对相关零部件的需求也将持续增长。目前, 每辆乘用车需要使用橡胶密封条 600-700 元, 以此测算, 国内乘用车密封条市场规模超过 90 亿元, 未来还将持续增长。

图表9: 我国乘用车产量情况



来源: 乘联会、国金证券研究所

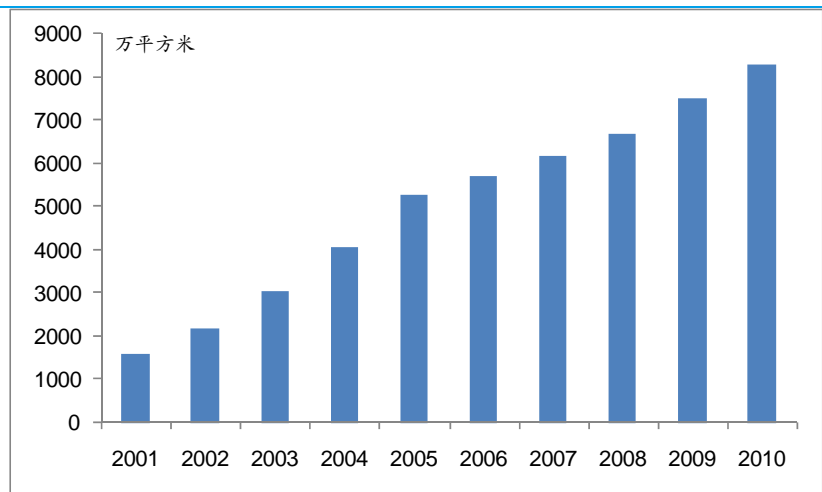
图表10: 公司汽车橡胶密封条销量情况



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

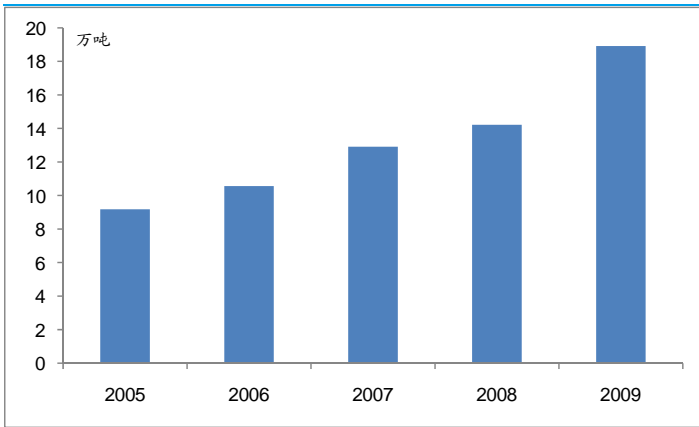
- 建筑橡胶密封条主要应用于建筑的门窗和幕墙密封。此前国内门窗、幕墙密封条材料主要采用 PVC，抗老化性能较差，容易变形使得密封性能降低甚至消失，随着人们节能环保意识的增强正逐渐被 EPDM（三元乙丙橡胶）取代，替代空间高达 20 亿元。公司产品以 EPDM 为原料，近几年销量增长较快。未来随着对 PVC 密封条的进一步替代以及下游建筑业的推动下，公司建筑橡胶密封条仍将持续快速增长。

图表11: 我国建筑幕墙产量



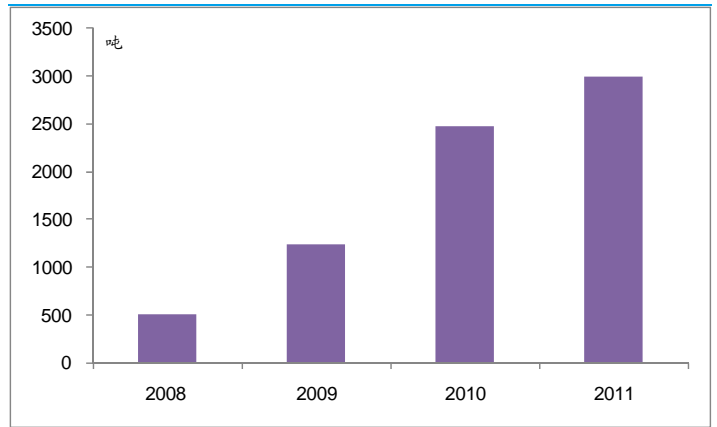
来源: 中国建筑金属结构协会、国金证券研究所

图表12: 国内乙丙橡胶消费量情况



来源: CNKI、国金证券研究所

图表13: 公司建筑橡胶密封条销量



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

技术创新和客户资源是公司的核心竞争力

- 公司从事的细分领域较多, 在不同领域面临不同的竞争对手, 但尚不存在与公司构成全面市场竞争关系的对手。公司之所以能够在众多领域全面开花, 很大程度上归结于以下两点优势:
 - 技术是公司的立业之本。公司依托不断的创新, 自主研发并掌握了行业内一系列核心技术, 赢得了当前的市场地位。这种技术优势体现在配方工艺和技术融合: 橡胶零配件种类多、差异大, 要求生产企业具备快速研发能力才能满足不同客户需求, 不断开拓新的市场, 公司的配方工艺优势最集中的表现为高效、低烟、低毒阻燃技术, 可控海绵橡胶发泡技术和复合共挤连续硫化生产技术; 另一方面, 公司在不断优化配方技术的同时, 将在某领域普遍使用的技术创造性的应用到另一领域, 这种相互借鉴和促进, 为各领域客户更好的解决了问题, 进一步提升了市场地位。
 - 目前公司已凭借一流的技术和过硬的产品质量, 拥有众多行业龙头的优质客户 (如南北车、中国中铁、中国铁建、江河幕墙、中集集团等)。由于这种优质客户对供应商的选定有着严格的标准和程序, 一旦合作关系确立, 不会轻易变更, 公司将跟随原有客户的规模扩张而共同成长。并且, 通过与客户形成较为稳定的合作关系, 供公司可以先期介入客户产品的研发、设计过程, 与客户共同研发符合客户需求的新产品, 既可在竞争中赢取先机, 又可实现服务增值, 提高产品利润。

图表14: 公司涉及领域的主要竞争对手

产品	竞争格局	主要竞争对手
轨道车辆橡胶密封条	公司居于垄断地位, 其他生产企业规模较小。	河北新华: 生产三元乙丙胶条、密封圈、门窗胶条、车用胶条。 时代新材: 生产少量该产品。
盾构隧道止水橡胶密封件	公司居于垄断地位, 其他生产企业规模较小。	上海长宁橡胶制品厂: 主要生产地下工程橡胶防水密封件、汽车用橡塑零部件、轨道交通橡胶配件及轨道结构减振支座、农业机械橡胶零部件等。
轨道减振橡胶部件	普通铁路减振产品生产厂家多, 竞争激烈。高铁和地铁领域技术难度大, 竞争较温和, 公司主要参与高铁和地铁的竞争。	天津天拓: 铁道部认可的生产铁路相关配套产品许可单位, 主要产品铁道垫板、垫片, 工业胶板, 防水卷材等。 时代新材: 生产高分子减振降噪弹性元件, 业务重心正逐渐从轨交转向风电、汽车、环保、军工等领域。
汽车橡胶密封条	上海通用、上海大众、一汽大众等汽车行业龙头的配套件被上海申雅、北京万源、贵航红阳、上海红阳等龙头企业掌握。公司切入细分领域, 竞争对手为浙江永固、上海红阳、福州福光。	上海申雅: 上汽集团与世界著名轿车密封件制造商Metzeler合资建立, 是国内最大、市占率最高的轿车密封条企业。 北京万源: GDY和运载火箭技术研究院合资企业。 贵航红阳: 贵航股份子公司, 国内产销量领先的汽车密封条企业之一。 浙江永固: 主营汽车橡胶配件、汽车密封条、汽车用胶管等。 福州福光: 日本鬼怒川与台湾中光合资企业, 主要为轿车、SUV、MPV等配套橡塑产品。 上海红阳: 贵航股份、上海马陆与香港普罗发三方合资经营, 主要生产车用密封条, 是上海大众、一汽大众供应商。
建筑橡胶密封条	具有分散化、区域性特征, 生产企业众多	新安东: “宁波橡胶二厂”转型而来, 主要产品包括挤出橡胶件、三元乙丙胶门窗幕墙密封件等。
集装箱橡胶部件	公司居于垄断地位	太仓世珍: 主要生产集装箱门锁装置、密封条、门铰链以及不锈钢条等。
船用舱盖橡胶部件	公司居于全球垄断地位	张家港润禾: 麦基嘉竞争对手德瑞斯相对固定的船用舱盖橡胶部件供应商。

来源: 行业资料、国金证券研究所

图表15: 公司的主要客户

公司产品	主要客户
轨道车辆橡胶密封条	南北车、庞巴迪、西门子、阿尔斯通
盾构隧道止水橡胶密封件	中国中铁、中国铁建、中国建筑
轨道减振橡胶部件	中国中铁、中国铁建、中国建筑
建筑橡胶密封条	江河幕墙、沈阳远大、金螳螂、德国旭格、加拿大海德鲁、意大利阿鲁克
汽车橡胶密封条	福耀玻璃、耀皮玻璃、圣戈班、伟巴斯特、英纳法、阿文美驰
集装箱橡胶部件	中集集团、胜狮集团、新华昌集团、东方国际集团、马士基工业、进道集团
船用舱盖橡胶部件	麦基嘉(全球船用舱盖垄断生产商)

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

依托募投项目, 公司将逐渐向综合配套服务提供商转型

- 公司未来将在提供产品的基础上, 不断积累项目配套的方案设计能力, 完成由提供产品向提供服务转型, 最终成为综合性橡胶零部件配套服务方案提供商, 具体将从三方面进行拓展: 一是丰富产品功能(如大力增加减振橡胶部件产品的规模比例), 二是利用现有市场的优势地位不断扩展同一市场领域和客户内部的产品供应品类和服务能力(如从汽车天窗密封条到整车橡胶零部件), 三是进行大量技术储备, 逐渐进入战略性新兴产业, 择机切入新的细分市场。本次募集资金投向 2.5 万吨混炼胶、7000 吨轨道

交通橡胶制品、10000 吨车辆及建筑密封件项目和研发中心建设项目，不仅解决了公司一直以来的产能瓶颈问题，也为上述目标的实现奠定基础，为业绩增长注入长期动力。

图表16: 公司新产品进展情况

产品系列	应用领域	进展情况
轨道系列减振橡塑部件	轨道车辆行李架减振部件	试制
	轨道车辆座椅减振部件	送样已确认
	客专扣件用减振垫板	小批量生产
	高寒地区用高铁减振橡胶垫板	-
	重载铁路轨道减振系统	试制
	静音钢轨吸音部件	送样待确认
高速列车用橡胶风挡	高速列车用橡胶风挡	试制
建筑安全、节能橡塑部件	建筑隔振支座	小批量试生产
	新型高分子隔热条	试制
	建筑节能门窗新型滑动密封条	-
汽车橡塑密封部件	天窗系列密封件	小批量供货
	汽车整车橡塑密封部件	已小批量生产
	乘用车橡塑减振部件	已小批量生产
	商用车橡塑减振部件	已小批量生产
海洋工程橡塑部件	海洋工程密封、减振、防护橡塑部件	试制
塑木材料部件	集装箱塑木地板	试制阶段，下半年小批量生产
	轨道车辆地板塑木龙骨	试制阶段，下半年小批量生产
	高端户外建筑材料（码头铺地板、挂墙板、游艇甲板）	试制
新型高分子阻燃、吸音橡塑地板	高铁、动车、地铁、轻轨车辆地板，机场等大型公共建筑	材料通过国外检测，待设备投入
新能源橡塑部件	太阳能多晶硅硅板层压机硅胶板	试制
	核能领域橡塑制品	小批量供货
工程机械减振密封橡塑部件	高端工程机械设备	试制
节能环保材料	三元乙丙橡胶废橡胶的循环利用	试制

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表17: 募投项目新增产能情况

项目名称	对应产品	2011年产量(吨)	募投新增产能(吨)	新增销售收入(万元)
年产7000吨工程橡胶制品生产项目	轨道减振橡胶部件	670.69	4500	12600
	盾构隧道止水橡胶密封件	6243.64	2500	5000
年产10000吨车辆及建筑密封件建筑密封件建设项目	轨道车辆橡胶密封条	638.11	1500	6000
	汽车橡胶密封条	605.54	4300	18060
	建筑橡胶密封条	2843.58	4200	7560
合计	-	11001.56	17000	49220

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

盈利预测

- 盈利预测核心假设:

- 2011 年公司产品的核心原材料橡胶价格大幅上涨，导致综合毛利率有所下滑。由于今年橡胶价格呈下降趋势，我们预计公司今年毛利率明显回升，明后两年保持平稳。产量方面，根据募投项目规划，明后两年基本建成，因此我们预计募投产能于 2013-2014 年逐步贡献业绩。价格方面，随着未来 2-3 年产量增加，假设产品售价略微下降。
- 随着公司业务规模不断扩大，报告期内销售费用占收入比重逐年下降，我们假设未来几年这一趋势将延续。考虑到研发费用占管理费用近一半，公司一直注重研发投入，我们假设随着收入的增加，未来几年管理费用占收入比重不变。
- 营业税金及附加占收入比重不变。
- 公司 2009 年被认定为高新技术企业，享受 15% 优惠所得税税率，考虑到公司具有持续技术创新能力，我们假设未来公司能继续享受优惠税率；其他子公司保持 25% 税率不变。
- 基于上述假设，我们预计公司 2012-2014 年收入分别为 6.56、7.82、9.09 亿元，归属母公司净利润 0.73、0.88、1.02 亿元，对应 EPS 为 1.10、1.32、1.53 元/股。

图表18: 主要产品销售预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
轨道交通橡胶密封条						
平均售价 (元/吨)	62,232.24	66,082.82	79,883.32	78,000.00	78,000.00	78,000.00
销售数量 (吨)	556.90	764.41	655.78	770.00	900.00	1,220.00
销售收入 (百万元)	34.66	50.51	52.39	60.06	70.20	95.16
增长率 (YOY)		45.75%	3.70%	14.65%	16.88%	35.56%
毛利率	32.01%	32.37%	26.22%	29.00%	28.00%	28.00%
盾构隧道止水橡胶密封件						
平均售价 (元/吨)	19,872.81	18,831.23	18,406.97	18,200.00	18,200.00	18,200.00
销售数量 (万吨)	4,753.31	4,402.13	6,779.70	7,300.00	8,300.00	9,000.00
销售收入 (百万元)	94.46	82.90	124.79	132.86	151.06	163.80
增长率 (YOY)		-12.24%	50.54%	6.46%	13.70%	8.43%
毛利率	28.56%	29.35%	21.12%	25.00%	24.00%	24.00%
轨道减振橡胶部件						
平均售价 (元/吨)	20,168.96	22,833.87	26,173.65	26,000.00	26,000.00	26,000.00
销售数量 (万吨)	1,422.29	1,326.09	711.41	1,500.00	3,100.00	4,000.00
销售收入 (百万元)	28.69	30.28	18.62	39.00	80.60	104.00
增长率 (YOY)		5.56%	-38.51%	109.45%	106.67%	29.03%
毛利率	27.61%	28.54%	21.37%	25.00%	24.00%	24.00%
建筑橡胶密封条						
平均售价 (元/吨)	18,266.03	19,896.33	22,377.68	22,100.00	22,100.00	22,100.00
销售数量 (万吨)	1,239.32	2,480.59	2,995.90	3,700.00	5,000.00	6,200.00
销售收入 (百万元)	22.64	49.35	67.04	81.77	110.50	137.02
增长率 (YOY)		118.02%	35.84%	21.97%	35.14%	24.00%
毛利率	24.25%	25.19%	22.07%	24.00%	23.00%	23.00%
汽车橡胶密封条						
平均售价 (元/吨)	51,226.02	51,842.07	66,833.91	66,600.00	66,600.00	66,600.00
销售数量 (万吨)	347.46	616.65	587.93	800.00	1,200.00	1,800.00
销售收入 (百万元)	17.80	31.97	39.29	53.28	79.92	119.88
增长率 (YOY)		79.61%	22.91%	35.59%	50.00%	50.00%
毛利率	6.11%	17.87%	17.65%	18.00%	17.00%	17.00%
集装箱橡胶部件						
平均售价 (元/吨)	16,127.05	14,000.73	21,046.20	19,000.00	19,000.00	19,000.00
销售数量 (万吨)	1,185.06	6,467.85	6,794.92	6,400.00	6,400.00	6,400.00
销售收入 (百万元)	19.11	90.55	143.01	121.60	121.60	121.60
增长率 (YOY)		373.82%	57.92%	-14.97%	0.00%	0.00%
毛利率	17.06%	21.48%	26.40%	27.00%	26.00%	26.00%
船用舱盖橡胶部件						
平均售价 (元/吨)	25,272.90	25,930.31	24,379.52	24,200.00	24,200.00	24,200.00
销售数量 (万吨)	3,158.82	3,359.97	4,389.07	4,000.00	4,000.00	4,000.00
销售收入 (百万元)	79.83	87.13	107.00	96.80	96.80	96.80
增长率 (YOY)		9.13%	22.82%	-9.54%	0.00%	0.00%
毛利率	21.62%	21.95%	17.02%	18.00%	17.00%	17.00%
其他						
销售收入 (百万元)	10.30	13.94	13.80	14.00	14.00	14.00
增长率 (YOY)		35.39%	-0.99%	1.44%	0.00%	0.00%
毛利率	57.10%	39.33%	1.81%	1.81%	1.81%	1.81%
销售总收入 (百万元)	333.23	467.47	623.71	656.39	781.70	909.28
平均毛利率	26.68%	25.42%	21.92%	23.60%	22.62%	22.59%

来源: 国金证券研究所

相对估值

- 我们选取橡胶制品行业中与公司业务和规模类似的上市公司作为可比公司, 分别是中鼎股份 (汽车橡胶密封件和特种橡胶制品)、时代新材 (轨道交通高分子减振降噪产品) 和贵航股份 (汽车密封件和橡胶管带)。上

述公司 2012 年平均 PE 约 21 倍，综合考虑公司属性和行业均值，给予公司 21X12PE，目标价 23.1 元。

图表19：可比上市公司估值水平

股票代码	上市公司	5月30日收 盘价	EPS (元)			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000887	中鼎股份	10.31	0.50	0.71	0.85	20.62	14.52	12.13
600458	时代新材	15.30	0.45	0.51	0.68	34.00	30.00	22.50
600523	贵航股份	10.96	0.39	0.55	-	28.10	19.93	-

来源：机构一致性预测、国金证券研究所

风险提示

- **原材料价格波动风险。**公司产品的原材料为橡胶、炭黑和加工油，其价格走势与原油和天然橡胶的价格走势密切相关，而原油和天然橡胶和价格受供求关系、市场投机、美元价格波动以及气候等诸多因素的影响，波动幅度较大，对公司产品成本产生一定影响。
- **航运市场波动风险。**公司主要产品集装箱橡胶部件和船用舱盖橡胶部件，其需求波动受航运市场影响很大。由于目前美国经济增速放缓、欧债危机升级等影响，全球经济发展仍存在较大的不确定性，权威机构均下调了全球集装箱贸易量增速和新船订单量的预测，未来集装箱和船舶市场的发展将明显一定挑战，从而影响到公司集装箱橡胶部件和船用舱盖橡胶部件产品的销售。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	333	467	624	656	782	909
增长率		40.2%	33.4%	5.3%	19.1%	16.3%
主营业务成本	-245	-349	-487	-501	-605	-704
%销售收入	73.5%	74.6%	78.1%	76.4%	77.4%	77.4%
毛利	88	119	137	155	177	205
%销售收入	26.5%	25.4%	21.9%	23.6%	22.6%	22.6%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-3	-4
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-16	-19	-20	-21	-24	-27
%销售收入	4.8%	4.1%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%
管理费用	-22	-33	-37	-39	-46	-54
%销售收入	6.6%	7.1%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	49	65	78	93	103	121
%销售收入	14.7%	13.9%	12.5%	14.2%	13.2%	13.3%
财务费用	-6	-7	-12	-1	6	7
%销售收入	1.9%	1.4%	1.9%	0.1%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-1	-4	-2	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	42	54	64	90	109	127
营业利润率	12.5%	11.6%	10.3%	13.8%	14.0%	14.0%
营业外收支	0	2	1	1	1	1
税前利润	42	56	65	91	110	128
利润率	12.6%	12.0%	10.4%	13.9%	14.1%	14.1%
所得税	-9	-10	-12	-16	-20	-23
所得税率	21.6%	17.5%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	33	46	53	75	90	105
少数股东损益	2	2	2	2	3	3
归属于母公司的净利润	31	44	52	73	88	102
净利率	9.4%	9.5%	8.3%	11.1%	11.2%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	33	46	53	75	90	105
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	16	14	14	21	31
非经营收益	6	5	9	4	-1	-1
营运资金变动	6	-64	-38	24	-21	-19
经营活动现金净流	56	3	38	117	89	116
资本开支	-33	-16	-7	-77	-123	-45
投资	0	3	3	0	0	0
其他	5	3	0	0	0	0
投资活动现金净流	-28	-11	-4	-77	-123	-45
股权募资	0	0	0	337	8	9
债权募资	4	24	35	-162	0	1
其他	-8	-25	-14	-5	0	0
筹资活动现金净流	-5	-1	21	169	8	10
现金净流量	23	-8	55	209	-26	81

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	59	50	105	314	288	370
应收款项	124	186	201	189	214	237
存货	62	68	69	69	85	100
其他流动资产	3	7	11	12	14	16
流动资产	248	312	385	583	601	723
%总资产	62.5%	68.0%	73.3%	73.9%	66.0%	69.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	136	134	128	194	297	313
%总资产	34.3%	29.2%	24.3%	24.5%	32.6%	29.8%
无形资产	12	11	11	11	11	11
非流动资产	148	147	140	206	310	325
%总资产	37.5%	32.0%	26.7%	26.1%	34.0%	31.0%
资产总计	396	459	526	789	911	1,048
短期借款	94	118	153	0	0	0
应付款项	77	101	82	96	115	134
其他流动负债	26	15	15	16	19	22
流动负债	197	234	250	111	134	156
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	10	10	9	0	0	0
负债	207	243	259	111	134	157
普通股股东权益	164	205	257	666	762	873
少数股东权益	24	10	10	12	15	18
负债股东权益合计	396	459	526	789	911	1,048

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.623	0.888	1.036	1.092	1.318	1.533
每股净资产	3.289	4.098	5.131	9.989	11.425	13.096
每股经营现金净流	1.112	0.067	0.760	1.748	1.334	1.740
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.96%	21.67%	20.19%	10.93%	11.53%	11.71%
总资产收益率	7.87%	9.69%	9.85%	9.22%	9.65%	9.75%
投入资本收益率	13.55%	16.13%	15.19%	11.24%	10.92%	11.11%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.22%	40.24%	33.44%	5.25%	19.09%	16.32%
EBIT增长率	24.61%	33.22%	19.27%	19.61%	11.25%	16.90%
净利润增长率	45.00%	42.48%	16.64%	40.49%	20.72%	16.35%
总资产增长率	6.93%	15.75%	14.65%	50.16%	15.35%	15.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	125.0	115.2	108.2	100.0	95.0	90.0
存货周转天数	88.8	68.4	51.3	50.0	51.0	52.0
应付账款周转天数	112.4	87.5	64.9	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	139.9	99.8	71.0	69.4	138.7	125.5
偿债能力						
净负债/股东权益	18.71%	31.65%	18.04%	-46.33%	-37.13%	-41.38%
EBIT利息保障倍数	7.8	9.7	6.7	134.9	-16.6	-17.8
资产负债率	52.33%	53.07%	49.31%	14.10%	14.73%	14.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B