

2015年03月18日

回天新材 (300041.SZ)

胶粘剂龙头，优秀的汽车后市场渠道和品牌资源在互联网浪潮下价值面临重估

■简介：公司主要从事于胶粘剂和新材料的研发、生产和销售，胶粘剂产品品类 400 多种，是国内汽车、工程、建筑、高铁、新能源、电子行业胶粘剂最大供应商之一。

■车用胶粘剂市场大有可为：汽车行业在焊接、涂装、总装、内饰和配件等多个领域均对胶粘剂有着较大消耗，我国人均汽车保有量还显著低于发达国家水平，未来有提升空间。随着新能源汽车受到国家重视和鼓励，轻量化成为汽车的重要发展方向，汽车轻量化的进程会加大铝、镁、陶瓷、塑料、玻璃纤维和碳纤维复合材料等轻质材料在汽车上的应用，而多数材料是无法焊接、铆接的，需要使用工程胶粘剂进行粘接。

■反垄断政策下将推动汽车后维修市场获得更大发展：交通部颁布新政，提出了打破汽车生产企业对于汽车维修技术和配件渠道的垄断措施，鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自有品牌的独立售后配件。我们认为该政策将打破目前 4S 店垄断原厂配件的格局，配件生产企业独立后市场将迎来大发展。

■公司胶粘剂产品用于整车和汽车后市场等领域，在汽车后市场有天然的渠道价值和品牌价值：公司汽车用胶粘剂用于整车和后市场两个领域，后市场方面公司经销商五百多家，在汽车后市场有天然的渠道价值和品牌价值，尤其是商用车领域。目前中国 9000 万辆乘用车的平均车龄约 3.5 年，根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加且市场将逐步从 4S 店转向独立维修市场，因此我们判断 15 年将是独立维修市场需求大增长元年。考虑到汽车后市场电商在去中介化、费用透明化和用户体验改善等方面将发挥很大作用，能带来车主、配件厂、维修站三方共赢的局面，因此我们强烈看好该领域的颠覆性变化，具备渠道资源的企业能够从中实现渠道价值变现。

■投资建议：我们预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.92 和 1.31 元，胶粘剂和新材料业务稳步、快速增长，公司与软银建立股权基金带来外延预期，互联网浪潮下，具备渠道资源的企业有望显著受益于汽车后市场的崛起，给予公司买入-A 评级，12 个月目标价 50 元。

■风险提示：胶粘剂市场需求低于预期的风险、后市场竞争激烈的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	505.7	642.1	915.4	1,211.0	1,592.5
净利润	70.7	88.9	109.6	156.0	221.6
每股收益(元)	0.42	0.53	0.65	0.92	1.31
每股净资产(元)	5.42	5.79	6.20	6.80	7.66
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	71.1	56.6	45.9	32.2	22.7
市净率(倍)	5.5	5.1	4.8	4.4	3.9
净利润率	14.0%	13.8%	12.0%	12.9%	13.9%
净资产收益率	7.7%	9.1%	10.5%	13.6%	17.1%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%
ROIC	10.8%	11.4%	12.6%	15.6%	21.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

有机硅

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价

50.00 元

股价 (2015-03-17)

29.78 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,031.48
流通市值 (百万元)	3,852.05
总股本 (百万股)	168.95
流通股本 (百万股)	129.35
12 个月价格区间	13.16/29.78 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	22.42	28.14	23.35
绝对收益	29.09	39.94	98.67

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaoqing@essence.com.cn

相关报告

细分领域的“佼佼者”	2014-01-17
回天胶业：“高速”前进的高	2010-05-31
端胶粘剂龙头：公司快报	

目录

1. 回天新材：中国汽车、工程、建筑、高铁、新能源、电子行业胶粘剂最大供应商	4
1.1. 公司概况：收入、盈利保持稳定增长	4
1.2. 公司股权结构	5
2. 胶粘剂下游需求——传统行业稳定，新兴行业需求高端	6
2.1. 建筑相关领域——经过四十余年发展，环氧树脂胶市场应用已成熟	6
2.2. 包装领域——目前溶剂型胶粘剂为主，未来看好水性聚氨酯胶	6
2.3. 书刊装订——由 EVA 热熔胶走向聚氨酯热熔胶	7
2.4. 汽车行业——轻量化带动胶粘剂需求快速增长	8
2.5. 风力发电——规模扩张，环氧结构胶和环氧基体树脂受益	8
3. 国内行业低端竞争激烈，政府引导向高端转型	10
3.1. 低端产品竞争激烈，高端胶粘剂市场被国外占领	10
3.2. 产业结构调整，回天等高端企业受益	10
4. 汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出	12
4.1. 我国汽车后市场发展历程	12
4.2. 汽车后市场与汽车保有量成正比，未来空间巨大	13
4.3. 目前经营模式下汽车后市场痛点多，O2O 将是未来发展方向	14
4.3.1. 汽车后市场存多种问题	14
4.3.2. 汽车后市场电商有望带来共赢局面	15
4.3.3. 汽车后市场特殊性将导致新兴电商出现	15
5. 反垄断政策下将推动汽车独立后市场获得更大发展	17
6. 大行业中的小公司，汽车后市场领域有天然的渠道和品牌价值	18

图目录

图 1: 公司收入实现快速增长.....	4
图 2: 公司利润年均复合增速 20%.....	4
图 3: 胶粘剂在收入中占比近 70%.....	4
图 4: 胶粘剂是公司毛利的主要来源.....	4
图 5: 公司三费费率情况.....	4
图 6: 公司毛利率和净利率变动情况.....	4
图 7: 胶粘剂与密封剂主要用于建材、包装、木工等.....	6
图 8: 汽车用胶粘剂示意图.....	8
图 9: 国内胶粘剂行业金字塔的竞争格局.....	10
图 10: 我国胶粘剂进口价显著高于出口价格.....	10
图 11: 汽车产业链.....	12
图 12: 汽车后市场服务.....	12
图 13: 汽车销量.....	13
图 14: 汽车保有量.....	13
图 15: 汽车报废量.....	13
图 16: 成熟市场汽车产业链的利润构成.....	14
图 17: 我国汽车产业链利润构成.....	14
图 18: 我国汽车后市场发展趋势.....	14
图 19: 汽车后市场层层加价.....	15
图 20: 电商化经营模式给车主带来实惠.....	15
图 21: 公司历史 PE-BAND.....	18
图 22: 公司历史 PB-BAND.....	18

表目录

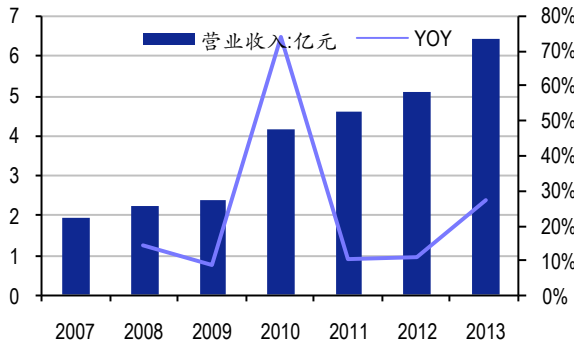
表 1: 公司 2014 年三季报十大股东明细.....	5
表 2: 建筑领域用胶粘剂的性能、用途对比.....	6
表 3: 未来风电行业对胶粘剂的需求测算.....	9
表 4: 我国通过 GL 认证的胶粘剂生产商.....	9
表 5: 胶粘剂行业“十二五”规划提出的六大发展目标.....	11
表 6: 汽车后市场发展历程.....	12
表 7: 国内汽车维修市场模式.....	14
表 8: 国内汽修行业现状.....	15
表 9: 《意见》主要内容.....	17
表 10: 14 年的反垄断调查事件.....	17

1. 回天新材：中国汽车、工程、建筑、高铁、新能源、电子行业胶粘剂最大供应商

1.1. 公司概况：收入、盈利保持稳定增长

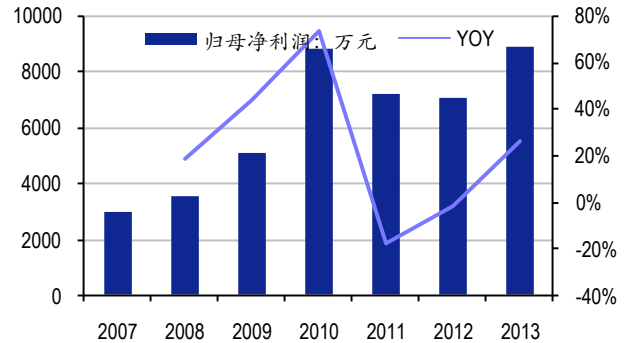
从历史财务数据来看，08年至今公司收入每年均有不同幅度的增长，收入年均复合增速为22%，利润年均复合增速为20%。

图 1：公司收入实现快速增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：公司利润年均复合增速 20%

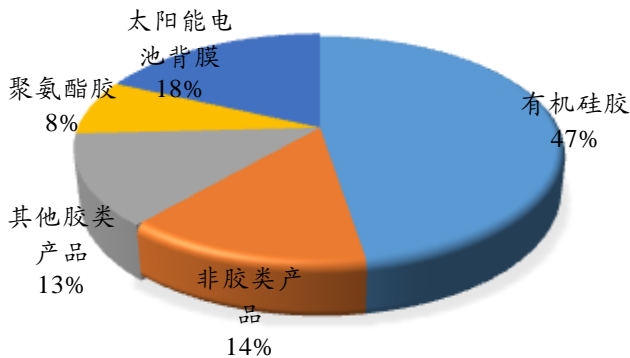


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主要产品为胶粘剂、太阳能电池背膜等，其中胶粘剂产品在公司收入和毛利中占比高达68%和75%，太阳能电池背膜业务起步较晚，未来占比有望提升。

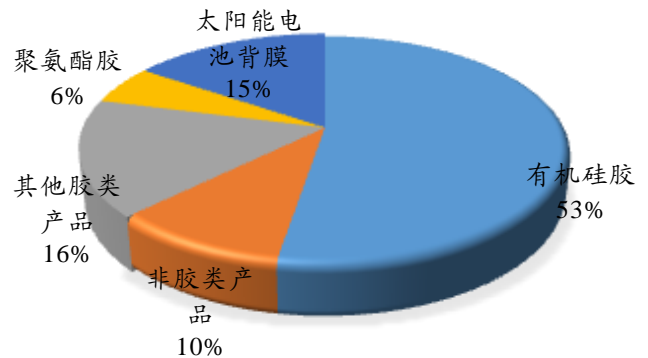
胶粘剂方面，公司目前主要产品有高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧胶、聚氨酯胶等五大类、四十多系列、三百多种工程胶粘剂。广泛用于车辆、工业、电子电器等行业制造和维修，风能和太阳能发电、高速铁路等新兴行业和领域。

图 3：胶粘剂在收入中占比近 70%



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

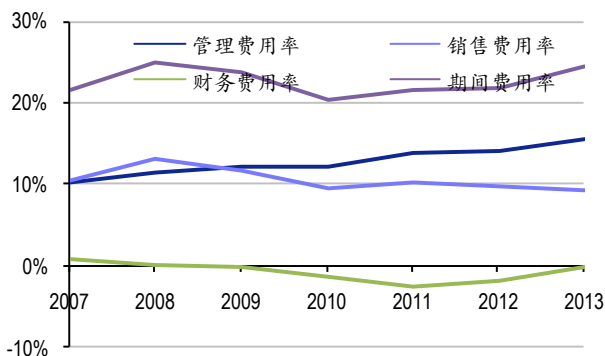
图 4：胶粘剂是公司毛利的主要来源



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

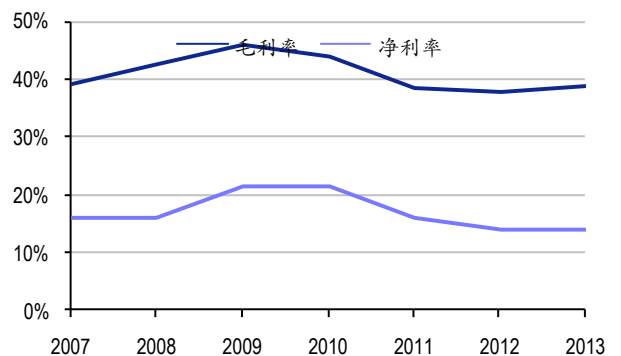
公司毛利率、期间费用率和净利润均为小幅区间波段，相对而言较为平稳，2010年上市后财务压力减轻，财务费用率基本为负。

图 5：公司三费率情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司毛利率和净利率变动情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

章锋先生持有上市公司 3217 万股股份，占总股本的比例为 19%，是公司的实际控制人。公司其余股权相对分散，持股比例均在 5% 以下，目前总经理、副总经理等部分公司高管也持有上市公司股权。

表 1: 公司 2014 年三季度十大股东明细

排名	股东名称	数量(万股)	占总股本比例	股本性质
1	章锋	3,217	19.0%	限售流通 A 股,A 股流通股
2	吴正明	727	4.3%	限售流通 A 股,A 股流通股
3	刘鹏	727	4.3%	限售流通 A 股,A 股流通股
4	新华信托股份有限公司-普利宏铭 1 号	642	3.8%	A 股流通股
5	长江证券股份有限公司	456	2.7%	A 股流通股
6	全国社保基金一一一组合	397	2.4%	A 股流通股
7	TEMASEK FULLERTON ALPHA PTE LTD	393	2.3%	A 股流通股
8	全国社保基金一零七组合	385	2.3%	A 股流通股
9	中信银行股份有限公司-建信恒久价值股票型证券投资基金	315	1.9%	A 股流通股
10	中国宝安集团股份有限公司	249	1.5%	A 股流通股
合 计		42,745	45.29%	

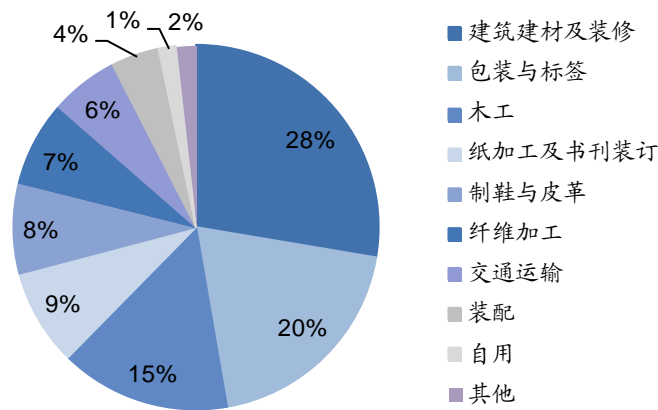
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 胶粘剂下游需求——传统行业稳定，新兴行业需求高端

目前胶粘剂的下游应用领域已从传统的建筑、包装、家具等行业发展到新能源、航空航天等新兴行业，并且用途还在不断扩展之中。

中国胶粘剂工业协会公布数据显示，建筑建材及装修、包装与标签、木工、书刊装订、制鞋等传统领域使用量占比较大，但大部分低端市场经过多年发展后基本成熟与饱和，所用胶粘剂产品同质性强，竞争激烈。风能、太阳能等新能源新兴领域对胶粘剂性能要求严格，用量小但附加值高，产品利润空间大。

图 7：胶粘剂与密封剂主要用于建材、包装、木工等



数据来源：安信证券研究中心

2.1. 建筑相关领域——经过四十余年发展，环氧树脂胶市场应用已成熟

建筑行业的多个工序与材料都需要使用胶粘剂，如建筑施工、市内外装修、建筑物的修补和复合建材的生产等。

环氧树脂胶粘剂有效地解决了新、旧水泥砂浆层及新、旧混凝土层之间界面的粘接问题，并彻底解决了粘接层界面水分，湿度，碱性物质等影响因素，国外多个国家自二十世纪五十年代起就将其用于建筑领域；日本也从上世纪六十年代起迅速开发环氧树脂建筑胶粘剂的技术及市场，目前几乎用于建筑和水泥制品的所有领域；我国环氧树脂结构胶在建筑领域的应用时间也超过了四十年。随着建筑工程的发展，新的施工技术要求促生了各种新型胶粘剂在建筑领域的应用，如聚醋酸乙烯胶粘剂（乳白胶）等。但受益于使用历史较长，目前国内建筑领域胶粘剂的绝大部分市场份额仍被环氧树脂胶粘剂所占据，其他胶粘剂产品只是起到了对环氧树脂胶粘剂某一方面性能的强化替代作用。

表 2：建筑领域用胶粘剂的性能、用途对比

种类	性能	用途
聚乙烯醇缩醛胶粘剂（107 胶）	耐水及耐老化性差	粘贴塑料、配置粘接力高的砂浆
聚醋酸乙烯胶粘剂（白乳胶）	对各种极性材料粘附力高，但耐热性、对溶剂的稳定性、耐水性差	室温下粘接玻璃、陶瓷、混凝土、木材、聚苯乙烯板等
不饱和聚酯树脂	粘接强度高、抗老化和耐热性好，室温常压下固化，但固化收缩大	粘接陶瓷、玻璃、金属、混凝土等
环氧树脂胶粘剂	耐酸碱性好，高低温均可固化且收缩小，粘接力强	金属、大理石、人造板等，粘接混凝土方面性能远超其他胶粘剂
氯丁橡胶胶粘剂	对水、油、弱酸、弱碱和醇类都有良好的抵抗力，但易老化	粘接各种金属和非金属材料
丁腈橡胶胶粘剂	耐油性好、剥离强度高、对非氧化性算抵抗力强	用于粘接橡胶制品以及橡胶制品与金属、木材的粘接

数据来源：安信证券研究中心

2.2. 包装领域——目前溶剂型胶粘剂为主，未来看好水性聚氨酯胶

包装领域用胶粘剂占行业市场份额的 23%左右，主要是用于塑料包装、塑料复合包装材料、纸质包装、标签及表面保护胶带、金属材质包装、压敏型密封胶带和包装用密封胶等领域中。目前包装工业使用的胶粘剂种类主要包括聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、环氧树脂胶等，又分为溶剂类、水类、醇溶性及无溶剂等类型。

溶剂型胶粘剂有着独特的优点：适用基材范围广、复合强度高、可操作性强。并且人们使用溶剂型胶粘剂的历史较长，因此亚非国家包装领域用胶 90%的市场份额被溶剂型胶粘剂占据。但溶剂型胶粘剂在生产、使用的过程中溶剂挥发会污染环境、包装物和危害人类健康，欧美等发达国家已逐步使用无溶剂型和水性胶粘剂替代溶剂型在包装领域的应用。溶剂型胶粘剂有两种升级替代品，一是无溶剂复合胶粘剂，二是水性胶粘剂。其中水性胶粘剂在生产过程中无有害溶剂挥发，无需更换设备或追加投资即可直接使用，是未来理想的包装用胶粘剂品种。值得提出的是虽然水性丙烯酸也属于水性胶粘剂的范畴，但在生产的过程中加入量大量的助剂，对环境也有污染，而水性聚氨酯胶粘剂不添加任何助剂，健康安全保障系数高。

我国溶剂型胶粘剂仍是包装用胶的主流选择，我们认为主要原因包括溶剂型优势突出、使用历史较长、我国环保概念相对薄弱、法律法规并不健全、胶粘剂企业并无动力研发新工艺、水性胶粘剂价格较为昂贵等。

从包装企业的成本来看，薄膜和包装设备展包装总成本的 70%，胶粘剂、油墨和其他材料各占 10%左右。随着我国对环保及食品安全的重视，下游包装企业有动力选择对其总成本影响不大的安全环保胶粘剂产品，水性聚氨酯胶粘剂发展前景广阔。

罗门哈斯公司认为欧洲和美国软包装主要采用水性和无溶剂系列胶粘剂，中国的软包装市场无疑也要朝着更加环保和卫生的方向发展，因此早在 2001 年，罗门哈斯就已经开始进军中国市场，也是中国市场最先实现商业化的水性胶粘剂企业。目前，罗门哈斯在全球软包装行业水性胶粘剂市场的占比约为 90%，国内许多知名的蛋黄派、饼干、方便面、麦片和豆奶产品包装均制定使用罗门哈斯生产的水性胶粘剂，这也在一定程度上促进了国内水性胶粘剂的推广。

但在看到未来成长空间的同时也应当清楚在国家强制性政策出现前，新产品替代的速度是一个缓慢而漫长的过程，未来几年溶剂型胶粘剂仍将是国内塑料包装应用的主流。

2.3. 书刊装订——由 EVA 热熔胶走向聚氨酯热熔胶

胶订是书刊普遍采用的装订方式，因此胶粘剂是书刊装订的重要配套材料，正是这种巨大的市场需求使得国内许多胶粘剂生产商投入大量资金研发出各种类型的书刊装订用胶粘剂，主要包括动物明胶、PVAc 乳液、EVA 热熔胶和聚氨酯胶等。由于现今印刷市场对胶粘剂有着更高的要求，明胶只在制作书壳方面有着一定的应用；PVAc 乳液的水分子渗透或蒸发后而凝固，设备效率受到限制，生产商更倾向于使用固体胶；EVA 热熔胶初粘、热粘性强，但折合不方便；聚氨酯胶粘剂有较强的粘附力和耐久性、对油墨中的油脂不敏感；而双重固化聚氨酯胶凝固速度、扒圆性更突出，能满足对扒圆有特殊需求的书刊的装订。

EVA 热熔胶具有良好的粘接性和弹性，占据了国内书刊装订胶市场的绝大部分份额。但 EVA 热熔胶价格昂贵，具有记忆性等缺点，想要打开书本时它倾向于合上、合上后又倾向于打开、书籍被阅读时装订处会形成凹槽。而聚氨酯热熔胶生产工艺简单，成本低廉，记忆效应不明显，弹性、韧性好、粘接强度高，是 EVA 热熔胶的理想替代产品。

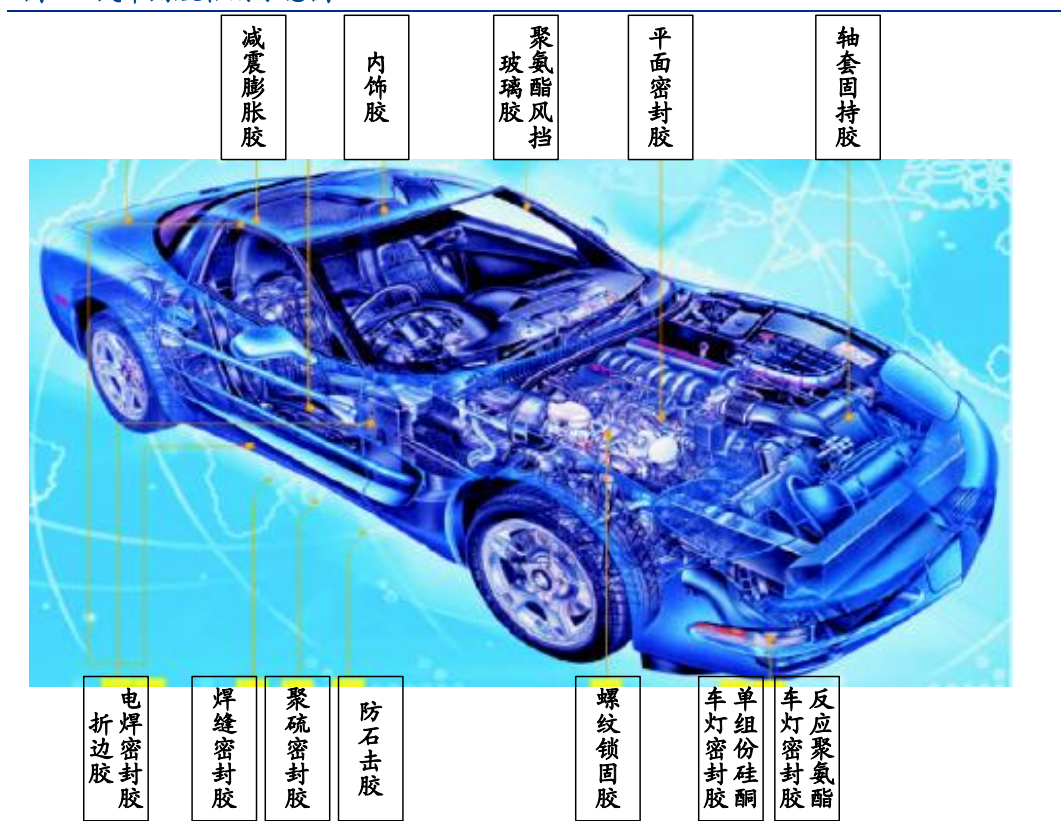
尽管聚氨酯热熔胶性能非常突出，但目前仍存在一些技术问题。聚氨酯热熔胶初粘力不强，不耐热，固化慢，需要在预热箱里充入氮气以尽量避免胶粘剂与空气中的水分接触，施胶量少使得对机台运行的平稳性要求高。

但随着人们对文化享受的追求，书刊的个性化、耐用性、耐收藏性、翻平性和安全性会越来越受重视，聚氨酯热熔胶符合未来的发展方向，通过降低价格、提高操作性能和适当扩宽适用性后聚氨酯热熔胶将会逐步在书刊胶装领域占据主导地位。

2.4. 汽车行业——轻量化带动胶粘剂需求快速增长

汽车行业对胶粘剂的使用可分为焊接车间用胶、涂装车间用胶、总装用胶、内饰用胶和装配件用胶等大类，主要胶种包括丙烯酸酯厌氧胶、硅橡胶、聚氨酯胶和乙烯-醋酸乙烯热熔胶等。

图 8：汽车用胶粘剂示意图



数据来源：安信证券研究中心

随着能源和环境压力的增大，汽车的轻量化越来越得到政府的重视和鼓励，成为了我国汽车工业发展的主要方向。汽车轻量化的进程会加大铝、镁、陶瓷、塑料、玻璃纤维和碳纤维复合材料等轻质材料在汽车上的应用，而多数材料是无法焊接、铆接的，需要使用工程胶粘剂进行粘接。同时，玻璃钢部件在汽车上应用的增加也加大了对基体树脂的需求量。

汽车轻量化发展不仅会提高胶粘剂的消耗量，而且也对胶粘剂提出了更高的要求，如对新型工程塑料、复合材料粘接强度高，耐候性和耐疲劳性好等要求，高端特殊性能的工程胶粘剂企业应当注重新产品的研发以适应下游需求的变化。

2.5. 风力发电——规模扩张，环氧结构胶和环氧基体树脂受益

全球石油能源资源的日益缺乏，全球各国政府逐步重视和扶持新能源产业的发展，风能作为非常重要的可再生资源正得到越来越多的利用。根据全球风能理事会和中国可再生能源学会风能专业委员会统计，2005-2010 年间全球新增风电装机容量的年均增长率为 29.2%，我国的增长率为 95.5%。

然而在经历高速增长后，2009 国家开始对风电行业进行调控，发布的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》中包括风电设备行业，受此影响 2011 年风电新增装机容量同比下滑 5%。而《国家能源“十二五”规划》中指出未来风电仍将是一个重要的发展方向，我们认为未来风电行业虽难以出现较长时期的持续高速增长，但还是有望维持正增长的。

2010 年国内风电装机容量为 0.42 亿 KW，根据《中国风电发展报告 2010》预测，到 2020 年我国风电累计装机容量将达到 2.3 亿 KW，尚需新增 1.88 亿 KW，年均增速 18.5%。目前国内风电机组多数为 1.5MW 的机型，每个机组要三个叶片，每个叶片需要环氧结构胶 0.35 吨、环氧基体树脂 2 吨。按照此标准进行测算，新增环氧结构胶和环氧基体树脂需求 13.2 万吨和 75.2 万吨，十年均值也高达 1.32 万吨和 7.52 万吨。

表 3：未来风电行业对胶粘剂的需求测算

产品	用途	未来新增装机容量 (亿 KW)	需求 (kg/每 1.5MW)	未来新增需求 (万吨)
有机硅胶	风能电机等	1.88	120	1.5
环氧结构树脂胶	风电叶片上下壳体的粘接	1.88	1050	13.16
环氧基体树脂	风电叶片模具和叶片的主体材料	1.88	6000	75.2

数据来源：安信证券研究中心

风电叶片使用寿命应当大于 20 年，因此胶粘剂生产企业需要通过国际权威的德国劳氏认证（GL 认证）以及用户的测试和体验，因此行业进入壁垒较高，全球通过认证企业也仅为 20 多家，我国为 7 家。

表 4：我国通过 GL 认证的胶粘剂生产商

国家	公司
比利时	亨斯曼
中国	回天新材 康达新材 北京天山新材料技术股份有限公司 南京海拓复合材料有限责任公司 上海固瑞泰复合材料科技有限公司 惠展电子材料（上海）有限公司 烟台德邦科技有限公司 天津联美化学工业有限公司
法国	SICOMIN
德国	Ashland Composite Polymers 巴斯夫 Büfa Gelcoat Plus 陶氏化学 德国汉高 迈图特种化工
韩国	Nagase (Europa) GmbH Kukdo Chemical Co Kumho P&B Chemicals Inc.
挪威	Reichhold A.S.
泰国	Aditya Birla Chemicals Ltd
英国	Gurit (UK) Ltd.
美国	3M Renewable Energy Division ITW Plexus

数据来源：安信证券研究中心

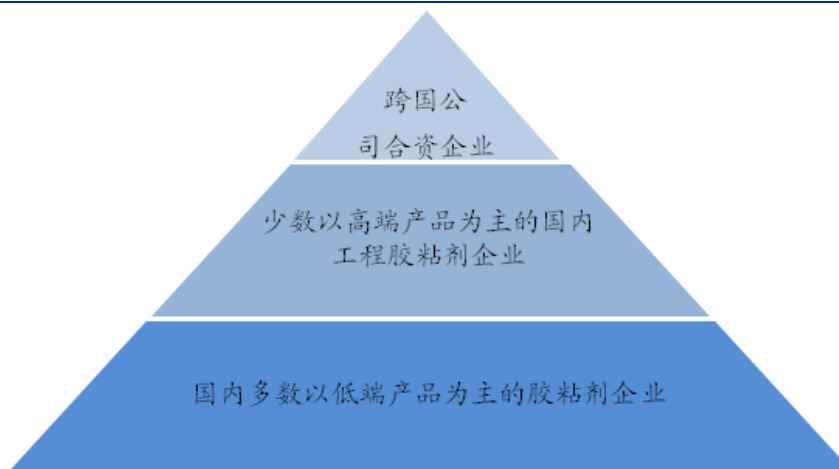
3. 国内行业低端竞争激烈，政府引导向高端转型

3.1. 低端产品竞争激烈，高端胶粘剂市场被国外占领

我国胶粘剂行业集中度较低，中小企业居多且较为分散。中国胶粘剂工业协会数据显示，2009 年底我国胶粘剂生产企业已达到 800 余家（不包括年销售额≤500 万元企业），但规模以上企业（年销售额≥1.0 亿元）不足 150 家。并且产品以技术水平不高的普通产品为主，利润率较低，例如：用于书本无线装订的 EVA 热熔胶、热熔压敏胶及其标签、氯丁胶、普通有机硅胶等。

胶粘剂的高端应用市场如汽车、高铁、风电、航空航天等基本被汉高、3M、西卡等外资品牌占据，国内企业产量较少。中端市场被外资和部分国内企业共同分割。近年来随着国内胶粘剂公司研发投入增加和技术的突破，高端市场的占比也正逐渐增多，高端胶粘剂的市场空间大，附加值高，是未来的主要发展方向

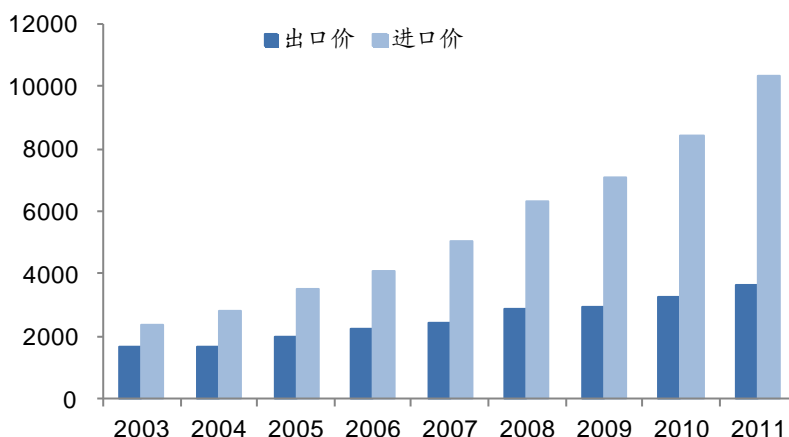
图 9：国内胶粘剂行业金字塔的竞争格局



数据来源：安信证券研究中心

从进出口均价可以看出，国内胶粘剂低端产品多用于出口，主要是一些通用型胶粘剂产品和相关原料，如厌氧胶、 α -氰基丙烯酸酯瞬干胶、有机硅密封胶、热熔胶等；而进口胶粘剂多为高端用品，如接枝型氯丁橡胶、EVA（乙烯-醋酸乙烯共聚物）、PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）、SIS（苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯）、PA（聚酰胺）和环氧等合成树脂。

图 10：我国胶粘剂进口价显著高于出口价格



数据来源：安信证券研究中心

3.2. 产业结构调整，回天等高端企业受益

《产业结构调整指导目录(2011 年本)》将国内行业划分为鼓励类、限制类和淘汰类三种。热熔型、反应型胶粘剂符合绿色的发展趋势得到国家政策支持；而溶剂型胶粘剂由于环保性差、技术含量低、成本高等因素被划分至限制类产业，市场正逐步萎缩；而聚乙烯

醇缩甲醛胶污染性大、毒性强，未来将逐步被淘汰。

根据中国胶粘剂行业协会“十二五”规划目标，2011-2015 年国内胶粘剂产量增速为 10%，销售额增速为 12%，产品向高附加值、高技术含量方向发展。并且随着国内节能减排和环保政策的从严，环境友好型胶粘剂逐渐成为市场的主流并被广泛应用到各个领域，预计未来产量增速将显著高于胶粘剂行业的整体增速。

表 5：胶粘剂行业“十二五”规划提出的六大发展目标

目标	具体要求
产量和销售额保持平稳较快增长	产量年均增长 10%，销售额年均增长 12%，到 2015 年末我国胶粘剂产量达 717 万吨，销售额可达 1038 亿元
产品结构优化升级	限制溶剂类通用型胶粘剂的发展，大力发展水基型、热熔型等环境友好型胶粘剂，大力发展高新技术产品，力争在 2015 年末行业高附加值产品产值的比例达到 30% 以上
新产品开发取得实效	产品品种增多，特别是一些高新技术和特种型产品明显增多，能基本满足各领域多层次生产、消费的需要，规模以上（年销售额在 1 亿元以上）企业新产品产值率达 30% 以上
健全和完善质量保障体系	产品检测与评价、质量保障和产品标准等体系建设将加强和完善，质量监管力度将进一步加大，产品质量水平迈上一个新台阶，重点产品的采标率将达到 100%，产品中
节能减排和环保工作取得明显进展	有毒有害物质含量明显下降，全部达到或低于国家和行业标准，并向国际标准看齐。溶剂型产品快速增长势头将得到有效遏制，基本实现低毒和无毒溶剂在溶剂型产品中的全覆盖，溶剂用量降低 10% 以上，溶剂型产品生产企业全部建立废气回收和处理装置，降低资源和能源消耗，加强废旧物质的回收利用，力争在“十二五”末期单位产品能耗下降 10% 以上，原材料消耗降低 5% 以上
品牌建设取得成效	规划建设 10~12 个质量好、知名度高、市场竞争力强，发展势头强劲的产品品牌为国内外同行业中的知名品牌，自主品牌销售收入占销售额的 60% 以上

数据来源：安信证券研究中心

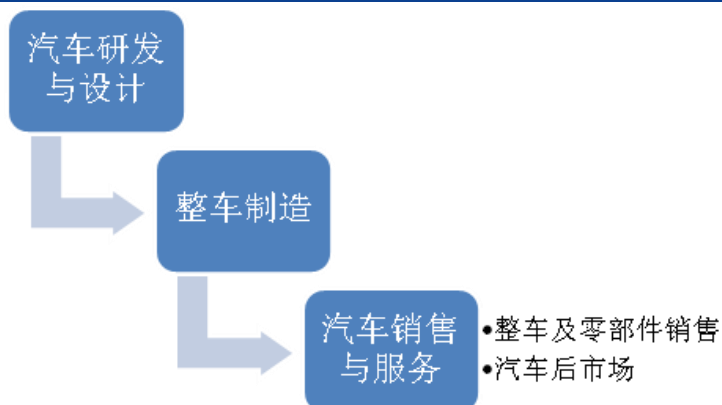
4. 汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出

近年来，国内居民可支配收入的增长带动了家庭购置乘用车的需求，乘用车销售和售后市场进入快速发展阶段，特别是乘用车的售后维修和养护服务迎来了巨大的市场空间

4.1. 我国汽车后市场发展历程

汽车产业链主要包括汽车设计和研发、整车制造，整车及零部件的生产和销售和汽车后市场。

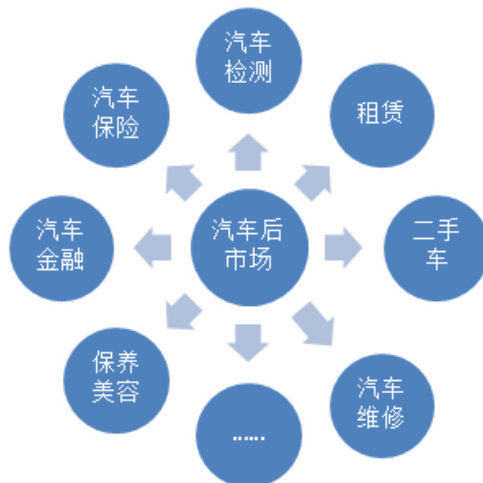
图 11: 汽车产业链



数据来源：安信证券研究中心

汽车后市场是指汽车销售以后，围绕汽车使用过程中的各种服务，它涵盖了消费者买车后所需要的一切服务。也就是说，汽车从售出到报废的过程中，围绕汽车售后使用环节中各种后继需要和服务而产生的一系列交易活动。

图 12: 汽车后市场服务



数据来源：安信证券研究中心

我国的汽车后市场起步于 90 年代，大体来说经历了四个阶段，目前来看，汽车后市场进入平缓发展的阶段，市场格局基本形成，大体的情况是每个地区有 2-3 家区域性的龙头店，品牌快修快保店与 4S 站并行，国外汽车服务连锁巨头进入中国。

表 6: 汽车后市场发展历程

发展阶段	时间段	服务对象
第一阶段：起步	1990 - 1996 年	公务车
第二阶段：快速发展	1997 - 2006 年	公务车为主，私车 15%
第三阶段：洗牌阶段	2007 - 2010 年	私车，50%公务车 50%
第四阶段：格局基本稳定	2011 年以后	私家车为主

数据来源：安信证券研究中心

在中国，汽车后市场主要有以下五大渠道：一是发展起来的汽车 4S 站；二是传统大中型

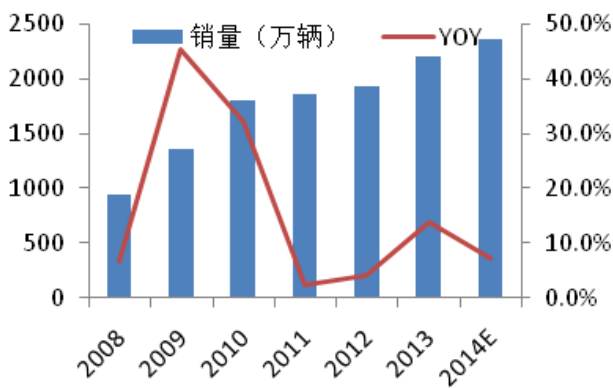
维修厂；三是汽车维修路边店；四是汽车专项服务店；五是品牌快修美容装饰连锁店。这五大渠道在面积大小，设备投资，人员素质，地点便利性，服务质量，服务时间和收费标准等方面各有千秋，短期可以共存，但随着市场的发展变化，经过逐步变化的汽车4S站和国际知名的品牌快修保养美容连锁店是两大主要渠道。

4.2. 汽车后市场与汽车保有量成正比，未来空间巨大

我国汽车销量在 2009 和 2010 年间出现井喷式增长，目前中国的汽车销量已经处在一个很高的平台，汽车销量增速放缓，未来几年将保持低速增长。据统计，2013 年，我国汽车产量达到了 2211.7 万辆，销量达 2198.7 万辆，连续五年居世界第一。

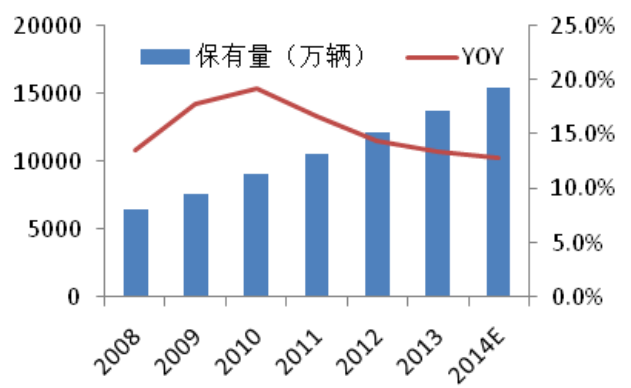
随着近几年汽车销量的不断增长，我国的汽车保有量也快速增加，尤其是 2009 和 2010 年增速较快。据统计，2013 年，我国汽车保有量已达 1.37 亿辆，预计 2014 年国内汽车保有量将达到 1.5 亿辆。

图 13: 汽车销量



数据来源: wind, 安信证券研究中心

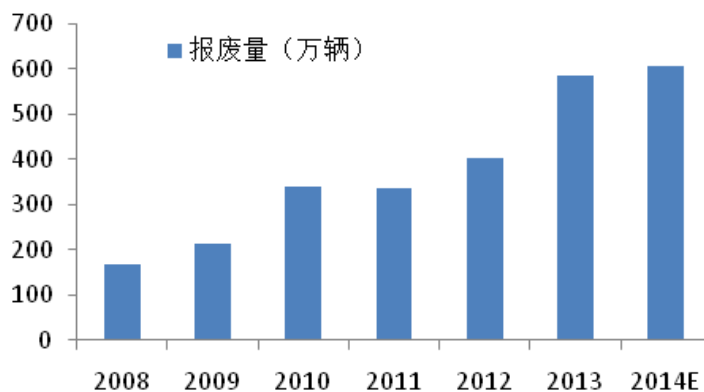
图 14: 汽车保有量



数据来源: wind, 安信证券研究中心

目前中国约有 9000 万辆乘用车，平均车龄约在 3.5 年左右，根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加，目前中国乘用车售后维修市场的年均增长率超过 20%。

图 15: 汽车报废量



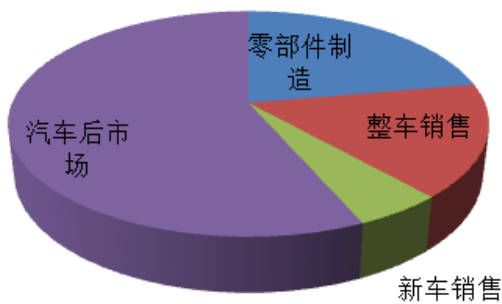
数据来源: wind, 安信证券研究中心

汽车产业链利润主要分布在三个部分：整车的生产和销售、零部件的生产和销售、汽车后市场。从欧美等发达国家的汽车工业发展史来看，汽车发展初期整车生产和销售占据利润的主导地位，但在完全成熟的市场中，三者的比例就会出现大的变化，具体到分配整车生产销售占 20%，零部件占 20%，而其余的 60% 则来源于汽车后市场。以美国市场为例，美国经销商的利润结构在 1985 年至 1991 年间迅速成熟，1985 年，美国经销商对新车销售的依赖度高达 77%，而 1991 年，新车销售的利润贡献度已下降到 25%，二手车和后市场业务迅速增加。在此后的二十年间，其汽车经销商的利润结构基本保持稳定，至 2011 年，新车销售降低至 22%，而后市场业务增至 62%。

汽车后市场的利润是汽车整车或零部件的 3 倍。据相关资料显示：汽车制造业每投入 1

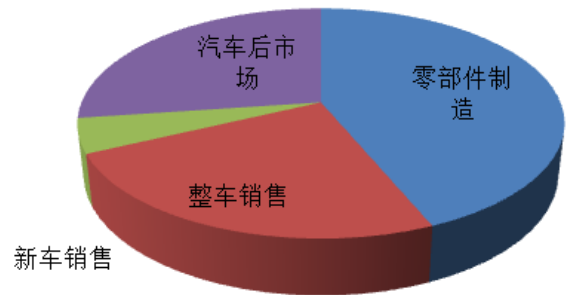
元钱，将会带动售后消费 24-34 元，一辆中档汽车每年用在装饰美容上的费用可以达到 5000-6000 元。

图 16: 成熟市场汽车产业链的利润构成



数据来源: 安信证券研究中心

图 17: 我国汽车产业链利润构成



数据来源: 安信证券研究中心

根据统计, 2005 年我国汽车后市场的营业额为 880 亿元, 到 2009 年增加到 2400 亿元, 2012 年增至 4600 亿元左右, 年复合增长率为 26.9%。预计到 2015 年, 我国后市场规模有望达到 7660 亿, 2020 年市场规模将破万亿, 市场规模空间巨大。

图 18: 我国汽车后市场发展趋势



数据来源: 安信证券研究中心

4.3. 目前经营模式下汽车后市场痛点多, O2O 将是未来发展方向

4.3.1. 汽车后市场存多种问题

随着汽车产业的逐渐成熟, 整车销售的利润空间将逐渐下滑, 并向汽车后市场转移, 中国汽车后市场市场空间虽大, 却还未形成成熟的市场环境, 中国的汽车后市场目前仍存在很多问题。

以维修市场为例, 中国的维修经营市场中, 整车制造商体系占主导地位, 一方面是因为整车厂对汽车零部件流通渠道进行控制, 另一方面独立售后市场普遍呈现集中度低、规模小、市场乱的特点, 缺少全国性品牌连锁企业, 导致消费者这种渠道的认可度低。

表 7: 国内汽车维修市场模式

经营模式	经营主体	特点	数量	销售收入规模
非独立汽车维修市场	由受整车厂控制和技术管理支持的特约维修站或 4S 店	管理上和维修技术由整车厂统一指导	5%	~60%
独立汽车维修市场	不受整车厂控制的独立经营的维修市场	零部件从经销商处采购, 少量也从厂家直接采购, 经常使用非正厂的零部件	95%, 22 万家	~40%

数据来源: 《汽车工业研究》, 安信证券研究中心

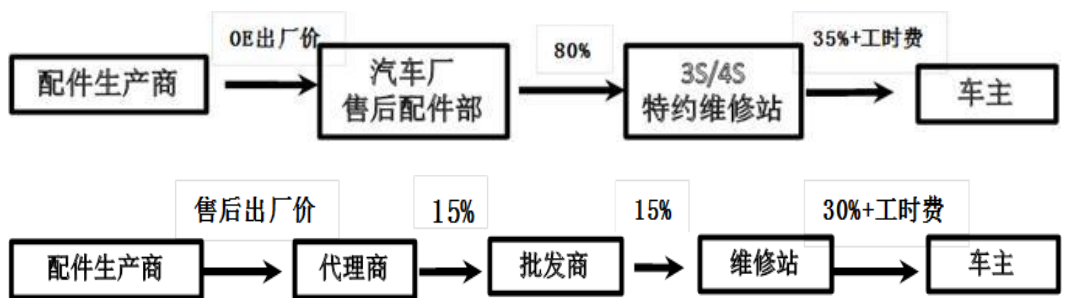
表 8: 国内汽修行业现状

痛点	具体表现
缺乏相关的法律法规, 市场体系、秩序混乱	汽车维修服务企业数量庞大、类型繁多, 却没有完善的法规体系和缺乏统一的管理、整体规划以及有效的制度监管, 导致了维修企业发展良莠不齐
维修渠道过于集中	市场主要集中在汽车生产厂商的 4S 特约维修站手中, 但是特约维修站价格奇贵, 维修周期长; 零售渠道基本上是空白, 难以满足消费者的潜在需求
未形成规模经济, 缺乏成本优势	我国汽车维修服务企业数量多, 但是市场主要以汽车生产厂商的 4S 店为主, 加以各种连锁和独立小型维修服务企业并存。维修服务市场结构分散, 难以满足车主消费者对维修服务的需求, 而且难以保证服务质量
维修专业水平低, 人才缺乏, 流动性大	汽车修理技术水平普遍较低, 人才结构和知识结构不合理, 制约了服务业的发展
配件价格高, 假冒伪劣产品较多	假冒伪劣配件目前占到整体配件市场份额一半以上

数据来源: 安信证券研究中心

在目前特约维修站和 4S 店模式占据市场主导地位的情况下, 汽车后市场服务通过多级经销商和维修站的层层加价到达消费者, 最终的价格较高。

图 19: 汽车后市场层层加价

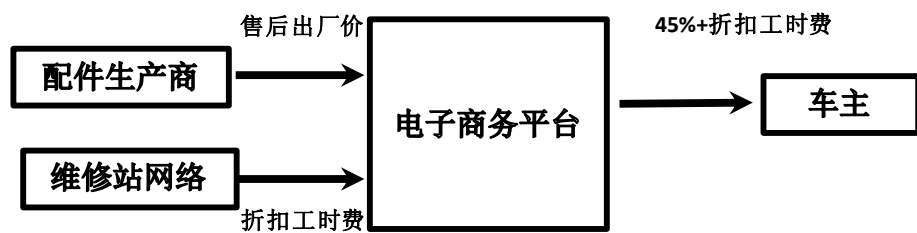


数据来源: 安信证券研究中心

4.3.2. 汽车后市场电商有望带来共赢局面

汽车后市场电商将成为未来发展的趋势, 电商在去中介化 (配件 B2C)、费用透明化 (配件及服务费用透明) 和用户体验改善等方面发挥很大作用, 且能创造车主、配件厂、维修站三方共赢的局面。

图 20: 电商化经营模式给车主带来实惠



数据来源: 安信证券研究中心

这种模型假定加价率定为 45%, 比 4S 店和独立维修站分别便宜了 40% 和 18%。给车主带来了价格上的实惠。此商业模式的价值在于缩短了供应链, 并提供给客户完整的服务解决方案。

4.3.3. 汽车后市场特殊性将导致新兴电商出现

汽车后市场所提供的服务与一般的商品不同, 线上的交易完成仅仅是交易的一部分, 商品的线下服务将是汽车后市场电商的重要内容。因此我们认为, 汽车后市场电商线下服务的极端重要性是主流电商企业较难逾越的门槛, 因此反而可能将有一批新兴的同时能提供线上线下良好的用户体验并能实现车主、维修站、配件厂三者共赢的电商崛起。

汽车后市场目前处于百花齐放阶段, 模式也多样化, 我们总结为以下几类:

- 1、淘汽档口、中驰车福。是以卖件为主，将汽配搬到网上。优点在于价格低、种类丰富、做平台，轻资产。不足在于这些是淘宝的汽配版，竞争对手京东、天猫等更有优势，抢占了维修店和经销商的配件利差。
- 2、车仆、A 车展、博世车联、海拉、壳牌换油中心、米其林驰加等。自建连锁店，自采配件，直营店或者加盟连锁店销售与换装。优点是网上下单的 O2O 模式，连锁管理给客户良好的体验，赚钱模式是产品+服务。缺点是选择自有品牌给客户没有选择权，连锁店经营管理难度较大。
- 3、途虎、特维轮、养车无忧等。自采配件，卖给车主，指定特约安装点或者直营店安装。优点是轻资产、做平台，配件价格低吸引车主，对安装点软约束，组织存量资源解决服务问题。缺点是没有解决客户体验问题，抢占维修点配件利差。
- 4、车易安等。汽车后市场的美团。优点是轻资产，只做平台。客户、维修点、配件供应商系统集成，指定维修与养护的标准——品牌产品+位置+服务+定价。不足是只解决了产品与服务标准化问题，未解决客户体验问题。

虽然各种模式各有优缺点，但我们认为，汽车后市场将在不断的摸索中逐步前行，改革已势不可挡，未来必将有企业从中胜出。

5. 反垄断政策下将推动汽车独立后市场获得更大发展

《汽车品牌销售管理实施办法》规定汽车品牌经销商应当在汽车品牌供应商授权范围内从事汽车品牌销售、售后服务、配件供应。其中，售后维修使用的配件由整车厂定价并供应，同时维修技术信息也被厂家所控制，社会维修企业无法从正规途径获取，因此消费者缺少选择。

在现行的法律法规下，汽车后市场垄断情况十分严重，品牌授权4S店的原厂零配件价格和服务费用奇高。分析来看，我国汽车售后市场的零整比数据普遍较高。所谓“零整比”，即市场上车辆全部零配件价格与整车价格的比值。调查数据显示，比值系数最高的某合资企业国产车型竟达12:1，也就是说买全部零配件的花费，能买12辆同款新车。其余车型中500%至700%的比比皆是，调查覆盖的18款车型中竟有10款超过400%。而国外市场零整比通常为3:1。

2014年8月1日，国家工商总局发布《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》。该规定的发布使得未来多品牌混合经营模式成为可能，打破之前4S店的单一销售模式，消除汽车销售上的垄断。

2014年9月18日，交通部颁布《关于征求促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》，提出了打破汽车生产企业对于汽车维修技术和配件渠道的垄断措施，提出了“同质配件”概念，鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自有品牌的独立售后配件。

表9：《意见》主要内容

政策	内容
工商总局《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》	◇ 自今年10月1日起，停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作
	◇ 从事汽车品牌销售的汽车经销商(含总经销商)，其营业执照经营范围统一登记为“汽车销售”
	◇ 已将营业执照经营范围登记为“××品牌汽车销售”的汽车总经销商和汽车品牌授权经销商，可以申请变更登记为“汽车销售”。
交通部《关于征求促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》	◇ 明年起汽车生产企业要向授权维修企业和独立经营者公开汽车维修技术资料
	◇ 鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和独立售后配件
	◇ 允许授权企业向非授权维修企业或终端用户转售

数据来源：安信证券研究中心

反垄断政策的出台，促使维修市场开放度更高、包容性更强、竞争更加充分，对我国维修业乃至汽车后市场的发展产生深远影响。未来随着国家打破整车厂商对下游OES市场的垄断，独立品牌连锁企业面临发展良机。

表10：14年的反垄断调查事件

时间	政策/反垄断事件	主要内容/调查结果
2014-7-2	商务部调查科力远、丰田中国、PEVE、新中源和丰田通商	认定科力美公司对中国混合动力汽车企业产生封锁效应（为丰田混动车供货），要求科力美应该在投产后3年内实现产品的对外销售
2014-8-1	国家工商总局调查汽车经销商领域	停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作
2014-8-4	上海发改委和江苏物价局调查奔驰上海办事处	奔驰下调维修配件价格、克莱斯勒等企业紧跟下调产品和零部件价格
2014-8-6	发改委调查日本12家汽车零部件企业	认定其在汽车零部件和轴承价格上有垄断行为
2014-8-13	湖北物价局调查武汉4家宝马4S店	认定4家宝马4S店协商统一收取PDI检测费构成价格垄断
2014-8-13	湖北物价局和发改委调查一汽-大众奥迪	奥迪德国总部接受中国当局向其开出的2亿元反垄断罚单
2014-8-17	江苏物价局调查苏州、无锡、淮安、扬州、丹阳5市的奔驰经销商	认定其为纵向价格垄断，对下游售后市场的零部件价格以及维护保养价格进行控制
2014-8-20	发改委调查日本8家汽车零部件公司、4家轴承公司	8家零部件公司被处罚金8.32亿，4家轴承公司被处罚金4亿，合计12.3亿，是反垄断开出的最高金额罚

数据来源：安信证券研究中心

6. 大行业中的小公司，汽车后市场领域有天然的渠道和品牌价值

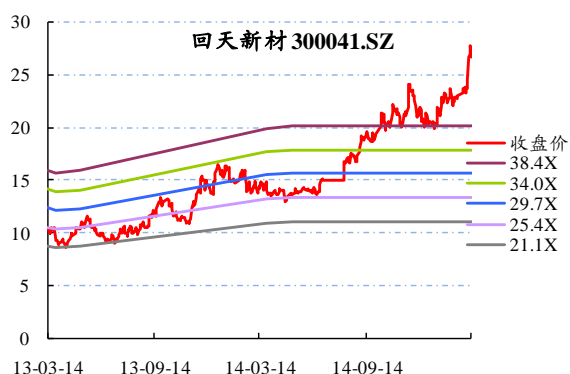
目前国内胶粘剂行业上市公司有回天胶业、高盟新材、硅宝科技和康达新材等，各公司几亿元左右的收入相对于国内行业 600 亿左右的销售总额而言所占份额极低，未来发展空间广阔。

公司的汽车维修用胶市场占有率为 30%，在汽车制造用胶市场的份额为 12%，二者比较而言，汽车制造领域所用胶粘剂的需求量和价格均更高。但汽车制造领域进入壁垒较高，需要经过认证和考察，目前国内汽车整车胶粘剂市场是以汉高公司产品为主。公司也正在逐步开拓，目前已在客车和商用车领域取得突破口，未来一旦进入新厂商的供货渠道，市场空间巨大，公司产品销量将会出现大幅增长。

公司汽车用胶粘剂用于整车和后市场两个领域，后市场方面公司经销商五百多家，在汽车后市场有天然的渠道价值和品牌价值，尤其是商用车领域。目前中国 9000 万辆乘用车的平均车龄约 3.5 年，根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加且市场将逐步从 4S 店转向独立维修市场，因此我们判断明年将是独立维修市场需求大增长元年。目前独立后市场存在服务质量差、价格高、标准规则缺乏等问题，考虑到汽车后市场电商在去中介化、费用透明化和用户体验改善等方面将发挥很大作用，能带来车主、配件厂、维修站三方共赢的局面，因此我们强烈看好该领域的颠覆性变化，具备渠道资源的企业能够从中实现渠道价值变现。

我们预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.92 和 1.31 元，胶粘剂和新材料业务稳步、快速增长，公司与软银建立股权基金带来外延预期，互联网浪潮下，具备渠道资源的企业有望显著受益于汽车后市场的崛起，给予公司买入-A 评级，12 个月目标价 50 元。

图 21：公司历史 PE-BAND



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 22：公司历史 PB-BAND



数据来源：wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	505.7	642.1	915.4	1,211.0	1,592.5	成长性					
减:营业成本	315.3	393.9	565.0	732.7	942.8	营业收入增长率	10.8%	27.0%	42.6%	32.3%	31.5%
营业税费	3.6	3.2	4.5	6.0	7.9	营业利润增长率	-0.9%	18.0%	36.8%	46.3%	44.2%
销售费用	48.3	58.8	83.8	110.8	145.7	净利润增长率	-1.8%	25.7%	23.3%	42.3%	42.0%
管理费用	71.8	99.5	141.8	187.6	246.7	EBITDA 增长率	6.6%	40.5%	22.0%	38.3%	38.5%
财务费用	-9.9	-1.7	-1.4	-1.2	-1.3	EBIT 增长率	2.3%	33.9%	37.9%	47.1%	44.5%
资产减值损失	4.2	3.7	5.0	4.3	4.3	NOPLAT 增长率	4.6%	32.1%	35.4%	47.1%	44.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.5%	22.8%	18.4%	7.7%	17.3%
投资和汇兑收益	-	0.7	0.2	0.3	0.4	净资产增长率	4.5%	6.8%	7.0%	9.7%	12.7%
营业利润	72.5	85.5	117.0	171.2	246.9	利润率					
加:营业外净收支	8.1	17.2	12.0	12.4	13.9	毛利率	37.7%	38.7%	38.3%	39.5%	40.8%
利润总额	80.6	102.7	129.0	183.6	260.8	营业利润率	14.3%	13.3%	12.8%	14.1%	15.5%
减:所得税	9.8	13.8	19.3	27.5	39.1	净利润率	14.0%	13.8%	12.0%	12.9%	13.9%
净利润	70.7	88.9	109.6	156.0	221.6	EBITDA/营业收入	16.4%	18.1%	15.5%	16.2%	17.1%
						EBIT/营业收入	12.4%	13.1%	12.6%	14.0%	15.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	169	193	158	112	80
货币资金	258.3	175.4	102.3	132.5	127.4	流动营业资本周转天数	157	150	149	152	149
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	427	324	250	233	225
应收帐款	130.0	176.8	163.4	337.6	332.9	应收帐款周转天数	71	86	67	74	76
应收票据	25.0	31.6	70.0	62.0	101.5	存货周转天数	70	72	68	69	67
预付帐款	55.2	47.6	155.4	85.2	213.0	总资产周转天数	704	605	458	383	332
存货	109.5	146.0	201.0	260.5	334.3	投资资本周转天数	408	397	335	285	244
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.7%	9.1%	10.5%	13.6%	17.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	7.9%	9.1%	11.4%	14.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	10.8%	11.4%	12.6%	15.6%	21.0%
投资性房地产	19.6	18.9	18.9	18.9	18.9	费用率					
固定资产	274.6	413.3	389.2	365.0	340.9	销售费用率	9.6%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
在建工程	71.1	17.0	17.0	17.0	17.0	管理费用率	14.2%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
无形资产	91.2	89.5	87.3	85.1	83.0	财务费用率	-1.9%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	3.2	4.4	2.8	3.0	3.1	三费/营业收入	21.8%	24.4%	24.5%	24.5%	24.6%
资产总额	1,037.8	1,120.3	1,207.3	1,367.0	1,571.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	21.0	资产负债率	11.7%	12.6%	13.2%	15.9%	17.6%
应付帐款	52.0	64.7	79.1	119.4	138.8	负债权益比	13.2%	14.4%	15.2%	18.9%	21.4%
应付票据	3.5	4.0	1.7	8.2	5.2	流动比率	7.05	5.52	5.30	4.81	4.56
其他流动负债	26.4	36.0	49.9	55.2	78.2	速动比率	5.71	4.12	3.76	3.38	3.19
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-6.35	-49.15	-83.43	-145.10	-189.36
其他非流动负债	39.4	36.6	28.8	34.9	33.5	分红指标					
负债总额	121.3	141.3	159.5	217.6	276.7	DPS(元)	0.16	0.16	0.24	0.32	0.45
少数股东权益	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	分红比率	37.3%	30.4%	37.2%	35.0%	34.2%
股本	105.6	169.0	169.0	169.0	169.0	股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%
留存收益	809.9	809.1	877.9	979.3	1,125.1						
股东权益	916.5	979.0	1,047.8	1,149.3	1,295.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.42	0.53	0.65	0.92	1.31
净利润	70.7	89.0	109.6	156.0	221.6	BVPS(元)	5.42	5.79	6.20	6.80	7.66
加:折旧和摊销	20.4	32.7	26.3	26.3	26.3	PE(X)	71.1	56.6	45.9	32.2	22.7
资产减值准备	4.2	3.7	-	-	-	PB(X)	5.5	5.1	4.8	4.4	3.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-92.5	-89.6	-148.8	59.2	71.2
财务费用	-	-	-1.4	-1.2	-1.3	P/S	9.9	7.8	5.5	4.2	3.2
投资损失	-	-0.7	-0.2	-0.3	-0.4	EV/EBITDA	14.5	22.3	34.6	24.8	18.0
少数股东损益	-	-	-	-	0.1	CAGR(%)	30.2%	35.6%	15.1%	30.2%	35.6%
营运资金的变动	-48.5	-111.0	-168.2	-97.6	-198.3	PEG	2.4	1.6	3.0	1.1	0.6
经营活动产生现金流量	16.8	6.6	-33.9	83.3	48.0	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-125.6	-73.0	0.2	0.3	0.4	REP					
融资活动产生现金流量	2.3	-16.8	-39.4	-53.4	-53.5						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

