



汽车橡胶密封条龙头，进口替代百亿蓝海静待发掘

投资要点

- 推荐逻辑：**公司是国内汽车密封条本土企业中的佼佼者。汽车密封条行业进口替代催生百亿市场，公司挤入自主企业销售额前十，市场地位与规模效应双双领先。汽车密封条行业壁垒高筑，公司密封条产品毛利率高达 40% 以上，盈利能力强劲。预计随着欧式密封条逐渐取代日韩式密封条，公司作为本土企业中极少数掌握欧式密封条生产技术的供应商，有望凭借欧式密封条的高售价与高毛利率增厚业绩。公司下游客户主要是上汽通用五菱、吉利、奇瑞等整车厂，配套车型不乏爆款，预计 2017 年主要客户销量增长稳健、明星车型销量维持高位、新车型带来的新订单等有利因素将为业绩提供巨大弹性。
- 百亿进口替代空间，高壁垒高毛利蓝海。**进口替代已成汽车密封件行业主旋律，2015 年汽车密封条市场行业规模 160 亿元，本土企业抢占了 32% 左右的市场份额，预计随着进口替代加剧，本土企业市占率存有进一步提升的空间。汽车密封件行业四大壁垒高筑，阻隔潜在进入者，我们认为行业高毛利率的现状短期内不会发生改变。公司作为内资中极少数具备欧式密封条生产能力的公司，将有望受益于欧式密封条逐步取代日韩式密封条带来市场需求日益增长，高毛利率产品欧式密封条放量指日可待。据此，我们预计公司毛利率有望高企，盈利水平提升可期。
- 下游客户车型周期向好，爆款车型销量爬坡带动公司业绩高速增长。**公司在稳固自主品牌客户的同时，不断开拓外资汽车市场。公司前十大客户贡献 90% 以上营收，上汽通用五菱、吉利、奇瑞作为公司前三大客户，营收贡献率合计达 60% 以上。公司配套车型不乏五菱之光、五菱宏光、帝豪 EC7、传祺 GS4 等明星车型，为业绩提供了强有力的支撑。2017 年预计公司主要客户如上汽通用五菱、吉利、奇瑞等整车厂销量稳健增长，传祺 GS4 等明星车型销量维持高位，加之宝骏 510 等新车上市带来新订单，2017 年公司业绩将持续高速增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.67 元、2.53 元、3.62 元，对应的 PE 为 50 倍、33 倍、23 倍。鉴于公司是本土汽车密封条企业中极少数具备欧式密封条生产能力的供应商，加之配套车型不乏爆款，业绩增速较为确定，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。**下游整车厂销量与新订单或不及预期，进口替代进程或不及预期，原材料价格或大幅上涨。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	423.91	596.25	845.68	1205.73
增长率	40.85%	40.65%	41.83%	42.57%
归属母公司净利润 (百万元)	87.73	150.70	228.50	326.35
增长率	65.06%	71.78%	51.63%	42.82%
每股收益 EPS (元)	0.97	1.67	2.53	3.62
净资产收益率 ROE	27.48%	16.03%	20.33%	23.69%
PE	86	50	33	23
PB	23.66	8.03	6.72	5.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

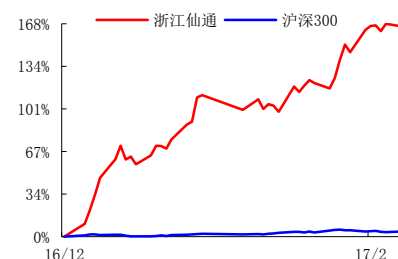
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸

电话: 021-68415819

邮箱: chy@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)	0.90
流通 A 股(亿股)	0.23
52 周内股价区间(元)	31.45-84.22
总市值(亿元)	75.54
总资产(亿元)	5.66

相关研究

目 录

1 国内汽车密封条行业佼佼者	1
2 百亿进口替代空间，高壁垒高毛利蓝海	3
2.1 市场容量步入百亿级别，公司挤入内资销售收入前十	3
2.2 四大壁垒阻隔潜在进入者，保障行业毛利率维持高位	4
2.3 高毛利率欧式密封条渐成主流，公司享受技术红利	5
3 配套爆款车型支撑业绩，销量释放与新增订单再添动力	6
3.1 稳固自主品牌客户，开拓合资汽车市场	6
3.2 十大客户贡献大部分营收，配套爆款车型支撑业绩	6
3.3 销量释放+新增订单，未来业绩增量可观	7
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：股权结构.....	1
图 2：汽车密封条产品图示.....	1
图 3：2011 年以来各类产品销售额占营收比重.....	2
图 4：2011 年以来各类产品毛利率.....	2
图 5：2013 年以来产品销量及产能利用率.....	3
图 6：2011 年以来营业收入及其增速.....	3
图 7：2011 年以来归母净利润及其增速.....	3
图 8：2011 年以来毛利率、三费率及净利率.....	3
图 9：国内汽车密封件主要厂商概况.....	4
图 10：日韩式密封条图示.....	5
图 11：欧式密封条图示.....	5
图 12：公司主要客户.....	6
图 13：公司配套的主要明星车型.....	7

表 目 录

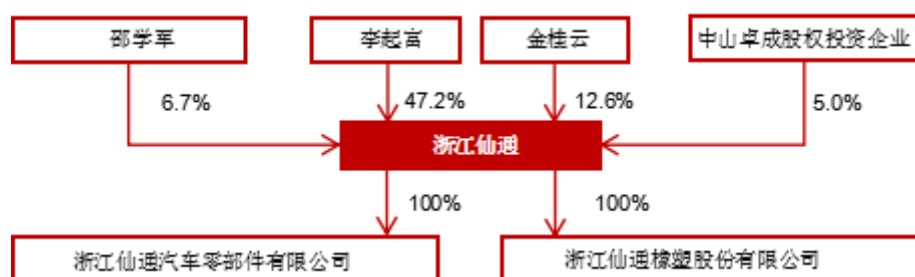
表 1：主要产品.....	1
表 2：2009 年来我国汽车密封条市场需求量测算.....	3
表 3：行业进入壁垒.....	5
表 4：2016 年上半年公司十大客户及销售占比.....	6
表 5：公司盈利预测.....	8

1 国内汽车密封条行业佼佼者

公司为国内汽车密封条行业的佼佼者，汽车密封条的产销规模处于行业前列。公司成立于 1994 年，自设立以来一直从事汽车密封条等汽车零部件的研发、设计、生产和销售，现已成为中国本土汽车密封条行业第一梯队的成员。公司具备较强的工装模具和专用设备开发能力、产品整体配套方案的设计能力和同步开发能力，主要为整车厂配套汽车密封条产品，与本土优秀汽车整车厂长期保持稳定的合作关系，并且逐步开拓合资汽车整车市场，发展前景广阔。

公司的控股股东、实际控制人为李起富，持股比例 47.2%。第二大股东为金桂云，持股比例 12.6%。公司旗下现设有两家全资子公司，分别是浙江仙通汽车零部件有限公司与 2017 年新设立的浙江仙居通用橡塑有限公司。

图 1：股权结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

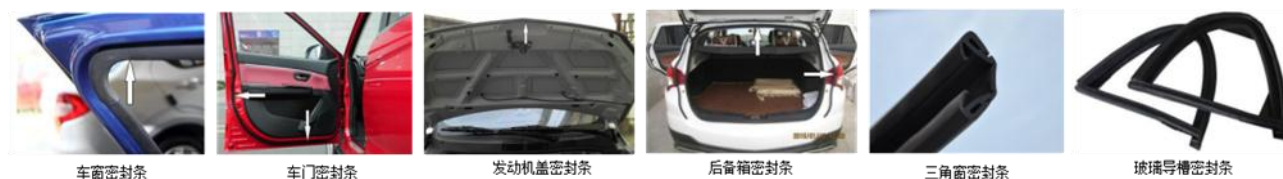
公司主营汽车密封条产品。汽车密封条用于填补车身组成部件间的各种间歇、缝隙，具备减震、防水、防尘、隔音、装饰等功能。此外，公司也生产少量的金属铰压件等其他零部件。

表 1：主要产品

产品类别	具体产品
汽车密封条	车门框密封条、门上密封条、车门内外水切、风挡外饰胶条、三角窗玻璃密封条、行李箱密封条、车门玻璃导槽、天窗密封条、车顶饰条、装饰条等
金属铰压件等其他零部件	车门玻璃导轨、拉门滑轨、行李架垫片等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

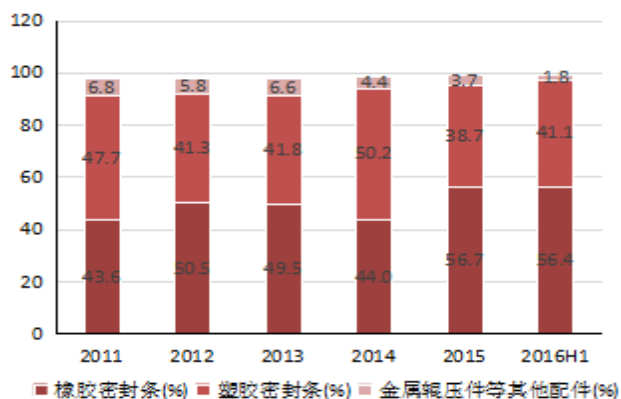
图 2：汽车密封条产品图示



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

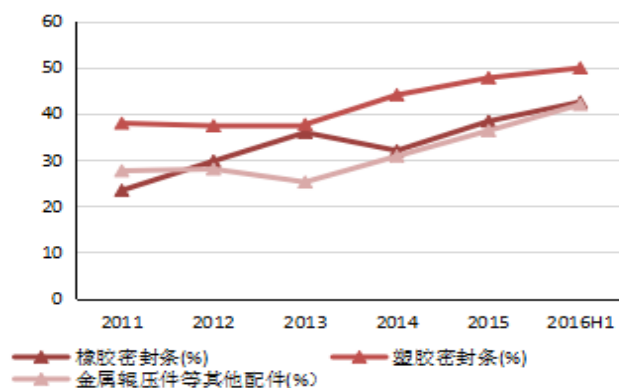
汽车密封条产品贡献 90% 以上的主营业务收入。公司主营业务收入为橡胶密封条、塑胶密封条、金属辊压件及其他汽车配件的生产和销售。汽车密封条销售额占营业收入比重逐年增加，至 2016 年上半年已高达 97.5%，其中橡胶密封条销售额占营业收入比重约为 56%，塑胶密封条占比约为 41%。金属辊压件销售额占营业收入比重呈逐年下滑趋势，2016 年上半年该比例仅为 1.8%。公司各类产品毛利率均呈增长趋势，2014 年后橡胶密封条、塑胶密封条以及金属辊压件的产品毛利率均达 30% 以上，2016 年上半年三者的毛利率更上一层楼，均突破 40%，其中塑胶密封条的产品毛利率高达 49.9%。

图 3：2011 年以来各类产品销售额占营收比重



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2011 年以来各类产品毛利率



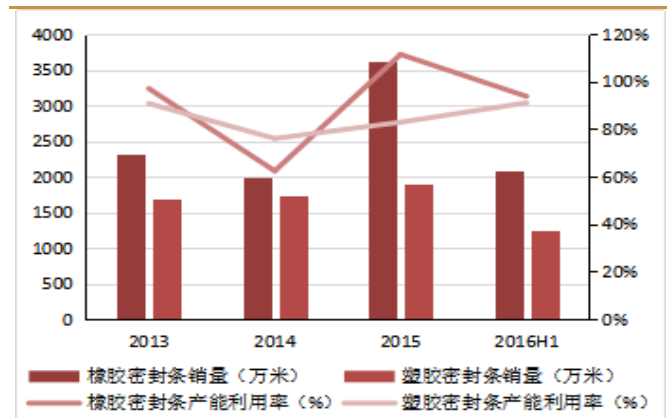
数据来源：wind，西南证券整理

产能利用充分。2014 年因新旧产能交接过渡而导致的产能利用率略有下滑，随着人员、订单、管理能力逐步到位，新增产能逐渐释放，2016 年公司塑胶密封条和橡胶密封条产能利用率均高达 90% 以上。

受益于新产能释放，2015 年营收、净利大增。2011-2015 年，公司营业收入年均复合增速 12.8%，营业收入在 2014 年出现小幅下滑 6.7% 是由于上述提及的产能利用率下降所致。随着新产能释放与新订单到位，2015 年公司营业收入大增，同比增长 40.9%。2016 年上半年，公司实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 15.6%。2011-2015 年，公司净利率年均复合增速 27%，其中 2015 年增速尤为突出，高达 65.1%。预计募投项目的开展将进一步扩充产能，用以满足下游不断扩张的需求，为公司业绩的持续增长打开空间。

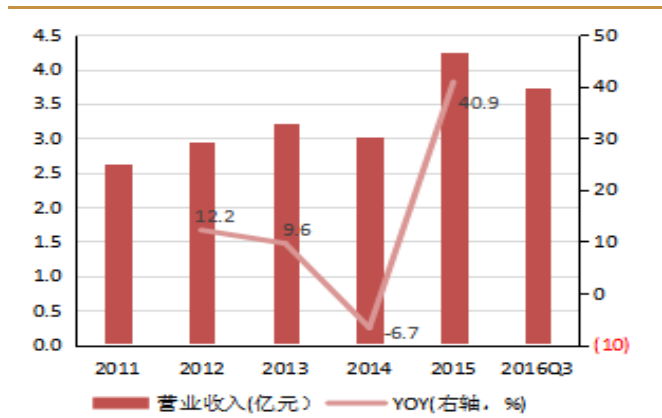
毛利率逐年攀升，三费率较为稳定。2011-2015 年，公司毛利率、净利率逐年攀升，毛利率从 2011 年的 31.4% 上升至 2016 年上半年的 45.3%。究其原因，从下游来看，原材料价格下行，塑胶密封条的主要原材料钢带和塑料粒子市场价格整体呈现下降趋势。从自身来看，经多年发展公司的成本控制能力逐步加强。从下游来看，公司与整车厂的供应关系日趋稳定，欧式密封条、亮条水切等高毛利率产品销售占比逐步增加。上述因素综合影响下，公司毛利率上升趋势明显。公司三费率管控得当，长期维持在 16% 左右，故公司净利率随毛利率的攀升而不断增长，2016 年上半年高达 22.3%。

图 5：2013 年以来产品销量及产能利用率



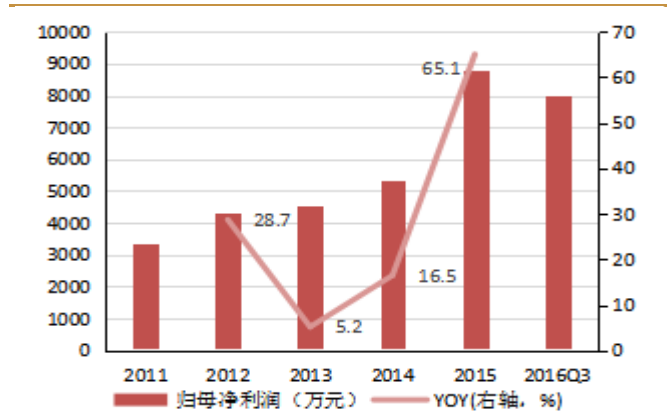
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 6：2011 年以来营业收入及其增速



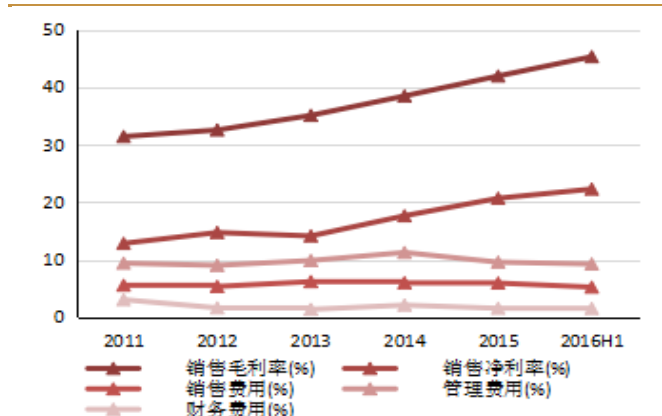
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2011 年以来归母净利润及其增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2011 年以来毛利率、三费率及净利率



数据来源：wind，西南证券整理

2 百亿进口替代空间，高壁垒高毛利蓝海

2.1 市场容量步入百亿级别，公司挤入内资销售收入前十

市场规模快速扩大，2015 年公司市占率 2.5% 左右。由于汽车密封条不易损坏，使用寿命较长，因此市场需求主要集中在整车配套领域，售后维修市场规模相对较小。随着近年来整车行业发展迅猛，汽车密封条市场的市场规模也快速扩大。若按单车需要 45 米左右的密封条进行简单测算，我国汽车密封条市场需求从 2009 年的 6.2 亿米扩张到 2015 年的 11.0 亿米，年均复合增速 10%。根据中国汽车工业协会汽车相关工业分会的统计，2015 年我国汽车密封条行业市场规模约为 160 亿元人民币，而公司汽车密封条销售收入约为 4 亿元，故 2015 年公司汽车密封条产品市占率达 2.5% 左右。

表 2：2009 年以来我国汽车密封条市场需求量测算

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
汽车产量 (万辆)	1379.1	1826.5	1841.9	1927.2	2211.7	2372.29	2450.3
需求量 (亿米)	6.2	8.2	8.3	8.7	10.0	10.7	11.0

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司挤入全国销售收入前十。近年来，汽车密封条行业进口替代愈演愈烈，内资厂商有望与外资品牌形成均衡的竞争格局。根据中国汽车工业协会汽车相关工业分会的统计，2015年我国汽车密封条行业实现销售收入 160 亿元左右，主要的 33 家企业占据了 95%左右的市场份额，其中外资与合资企业市场份额约为 63%左右，本土密封条生产企业的市场份额约为 32%左右。公司与贵航股份、建新赵氏集团等本土领先企业已进入全国销售收入前十位。虽然目前本土企业市占率相对较低，但随着进口替代加剧，预计本土企业市占率存在较大的提升空间。

图 9：国内汽车密封件主要厂商概况

序号	公司	外资成分	主要产品	
合资及外资汽车密封条生产企业				
1	上海申雅密封件有限公司	全球最大的汽车车身密封系统制造商 Cooper-Standard Holdings INC.持有该公司 47.5% 股权	车门门框密封条、车门头道密封条、车窗导槽密封条、发动机盖密封条、行李箱密封条	上海汽车、长安福特
2	北京万源瀚德汽车密封系统有限公司	国际著名汽车密封条和减震器生产企业 Henniges Automotive 投资 60%股权	车门密封条、玻璃滑槽密封条、内外腰线密封条、行李箱口密封条、风挡密封条、导水槽密封条、发动机罩密封条、其它密封条	一汽大众的奥海通用的别克康、毕加索、普汽车有限公
3	鬼怒川橡塑（广州）有限公司	日本鬼怒川橡胶株式会社设立的外商投资企业	车门密封条、玻璃导槽、车门头道、车窗侧条、挡风玻璃密封条、发动机软垫、胶垫、挡泥板、防水膜、各种胶管、大包围以及各种汽车橡塑精品等	东风日产、广
4	上海西川密封件有限公司	西川橡胶工业株式会社（日本车用密封条领域市场占有率第一，100%控股子公司）	车窗、车门、车身等相关部位的密封胶条	丰田、本田、
5	天津星光橡塑有限公司	日本 TOYOTA GOSEI 公司设立的独资企业	机动车用、工业用橡胶、橡胶制品及相关的模具和设备	一汽夏利、一汽丰田、沈阳
6	和承汽车配件（太仓）有限公司	韩国和承集团投资，投资总额为 4,000 万美元	汽车用密封条及油压管	现代、悦达起
本土密封条生产企业				
1	贵州贵航汽车零部件股份有限公司红阳密封件公司	-	橡胶、塑料、热塑弹性体、带金属骨架、静电植绒、表面喷涂密封条及汽车各部位用密封条，	上海大众、江淮汽车、上汽产、广州本田
2	建新赵氏集团有限公司	-	汽车橡胶减震与密封系列产品	一汽大众、上海奇瑞、哈飞井出口美国、
3	重庆嘉轩汽车密封件有限公司	-	汽车密封件及相关橡塑制品	服务日系、欧
4	浙江仙通橡塑股份有限公司	-	车门框密封条、门上密封条、车门内外水切、风挡外饰胶条、三角窗玻璃密封条、行李箱密封条、车门玻璃导槽、天窗密封条、车顶饰条、装饰条等汽车密封条	雪佛兰、通用

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 四大壁垒阻隔潜在进入者，保障行业毛利率维持高位

汽车密封件行业供求双方集中度较高，供应体系封闭，客户认证谨慎耗时，设计研发生产程序复杂，产品成本控制专业化水平高，行业外企业很难进入。我们认为，汽车密封件行业高毛利的现状短期内不会发生改变，公司作为销售占比前十的本土企业，随着募投项目的产能释放，规模效应进一步加强，未来有望继续维持较强的盈利能力。

表 3：行业进入壁垒

四大壁垒	壁垒概况
供求双方集中度相对较高形成的准入壁垒	汽车密封条属于发展较为成熟的汽车零部件行业，供求双方的市场集中度均相对较高，供应体系较为封闭。
客户认证壁垒	成为合格供应商的认证过程需要 1-3 年，正式参与项目又需要 1-2 年
技术开发和生产制造壁垒	汽车密封条的设计开发和生产制造程序复杂，对供应商的设计、开发、生产能力要求高
成本控制壁垒	成本控制的关键在于降低废品率，提高自制模具和工装设备的比率，提高材料配方工艺水平等。专业化程度高，新进入者难以管控。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.3 高毛利率欧式密封条渐成主流，公司享受技术红利

汽车车窗玻璃导槽密封条可分为欧式密封条与日韩式密封条，与日韩式导槽不同，欧式导槽直接用胶条替代钣金件，性能更为优越，售价也更高。欧式密封条的生产技术基本掌握在外资厂商手中，公司是内资中极少数完全掌握生产欧式密封条生产工艺的厂商，高技术门槛叠加外资垄断市场格局使得公司欧式密封条产品享有较高的毛利率溢价。

目前，欧式密封条呈逐步取代日韩式密封条的趋势。随着市场需求日益增长，公司高毛利率的欧式密封条产品将逐步放量，公司综合毛利率有望更上一层。

图 10：日韩式密封条图示



数据来源：公司产品,西南证券整理

图 11：欧式密封条图示



数据来源：公司产品,西南证券整理

3 配套爆款车型支撑业绩，销量释放与新增订单再添动力

3.1 稳固自主品牌客户，开拓合资汽车市场

公司下游客户主要是整车厂，目前公司不仅与上海汽车、南京汽车、广汽、吉利、奇瑞、长安等本土优秀汽车整车厂维持长期稳定的合作关系，还成功开拓了主要由外资厂商占据的合资汽车整车市场，成为了上海通用、上汽通用五菱的一级供应商，以及丰田、本田、日产、奔驰、现代起亚等品牌的二级供应商。

图 12：公司主要客户



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 十大客户贡献大部分营收，配套爆款车型支撑业绩

前十大客户贡献 90%以上营收，上汽通用五菱、吉利、奇瑞作为公司前三大整车厂客户，营收贡献率合计达 60%以上。公司所配车型中有多款是国内市场的爆款，如全国微型车销量冠军-五菱之光，全国 MPV 销量冠军-五菱宏光，以及 SUV 明星车型广汽 GS4、宝骏 560 等。配套明星车型为公司汽车密封条销量提供了强有力的支撑。

表 4：2016 年上半年公司十大客户及销售占比

序号	客户名称	配套车型	销售额 (万元)	占营业收入 比重
1	上汽通用五菱汽车股份有限公司（含重庆/青岛分公司）	宝骏 330、宝骏 560、宝骏 630、宝骏 630 两厢、双排货车、五菱 CN050V、 五菱宏光 、五菱宏光 S、五菱宏光 S1、五菱宏光 V、五菱宏图、五菱荣光、五菱荣光 S、五菱兴旺、 五菱之光新款 、雪佛兰 SPARK	9518.2	37.2%
2	浙江远景汽配有限公司	帝豪 EC7 、吉利熊猫、吉利自由舰、全球鹰	3245.3	12.7%
3	奇瑞汽车股份有限公司（含大连/鄂尔多斯/备件分公司）	C3R、艾瑞泽 3、艾瑞泽 5、风云 2、奇瑞 A13T、奇瑞 A3、奇瑞 C3、奇瑞 E5、奇瑞瑞虎 3、旗云、新 QQ	3117.9	12.2%
4	广州汽车集团乘用车有限公司	传祺 GS4 、广汽传祺	2338.2	9.2%
5	南京汽车集团有限公司	MG5、荣威 350、荣威 350 改款	1568.0	6.1%

序号	客户名称	配套车型	销售额 (万元)	占营业收入 比重
6	嘉兴滋荣汽车配件有限公司（包括滋荣技研贸易（上海）有限公司）	北汽 C50E、本田 2CN、本田 Accord、本田 CIVIC、本田 CRV 等	1086.6	4.3%
7	重庆长安汽车股份有限公司	CS35、长安之星三代、致尚 XT	955.7	3.7%
8	上海通用汽车有限公司（包括上海通用东岳汽车有限公司）	赛欧 3、 新赛欧	908.5	3.6%
9	和承汽车配件（太仓）有限公司	现代、雪佛兰科鲁兹	684.1	2.7%
10	南京长安汽车有限公司	长安欧力威、长安欧尚	584.2	2.3%
合计			24006.8	93.9%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理（加粗字体车型为明星车型）

3.3 销量释放+新增订单，未来业绩增量可观

预计公司配套主要客户如上汽通用五菱、吉利、奇瑞等整车厂 2017 年销量稳健增长，五菱之光、五菱宏光、帝豪 EC7、传祺 GS4、宝骏 560 明星车型销量维持高位，加之宝骏 510 等新车上市带来的新订单，我们认为，2017 年公司业绩增量十分可观，2018 年有望维持高速增长。

图 13：公司配套的主要明星车型



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

假设 1: 公司募投项目新产能的释放有助改善公司供不应求现状, 进一步强化规模效应, 降低生产成本。随着欧式密封条市场需求加剧, 公司高毛利的欧式密封条产品占比提升, 综合毛利率有望更上一层。预计 2017 年橡胶密封条毛利率达 44%, 塑胶密封条毛利率达 51%, 金属辊压件等其他配件毛利率达 41%。

假设 2: 预计 2017、2018 年汽车市场整体销量增速为 8%, 公司下游整车厂销量增长稳健, 明星车型销量维持高位, 配套新车型带来新订单, 公司产品销量增幅显著。

表 5: 公司盈利预测

		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入 (百万元)	423.9	596.2	845.7	1205.7
	YOY		40.65%	41.83%	42.57%
	成本 (百万元)	243.9	335.4	455.6	633.3
	毛利率 (%)	42%	44%	46%	47%
橡胶密封条	收入 (百万元)	240.2	348.3	501.5	727.2
	YOY		45%	44%	45%
	成本 (百万元)	148.1	205.5	285.9	400.0
	毛利率 (%)	38%	41%	43%	45%
塑胶密封条	收入 (百万元)	164.1	238.0	333.2	466.4
	YOY		45%	40%	40%
	成本 (百万元)	85.8	123.7	163.3	226.2
	毛利率 (%)	48%	48%	51%	52%
金属辊压件等其他配件	收入 (百万元)	19.6	10.0	11.0	12.1
	YOY		-36%	10%	10%
	成本 (百万元)	10.1	6.0	6.2	7.2
	毛利率 (%)	36%	38%	41%	42%

数据来源: wind, 西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.67 元、2.53 元、3.62 元, 对应的 PE 为 50 倍、33 倍、23 倍。鉴于公司是本土汽车密封条企业中极少数具备欧式密封条生产能力的供应商, 加之配套车型不乏爆款, 业绩增速较为确定, 首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

下游整车厂销量与新订单或不及预期, 进口替代进程或不及预期, 原材料价格或大幅上涨。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	423.91	596.25	845.68	1205.73	净利润	87.73	150.70	228.50	326.35
营业成本	246.11	335.43	455.60	633.26	折旧与摊销	20.65	31.26	37.83	45.87
营业税金及附加	3.23	4.19	6.11	8.63	财务费用	6.76	-4.53	-9.89	-10.80
销售费用	25.30	38.76	54.97	78.37	资产减值损失	4.17	-2.00	1.00	2.00
管理费用	40.68	57.24	80.34	120.57	经营营运资本变动	-44.20	-73.44	-83.59	-133.46
财务费用	6.76	-4.53	-9.89	-10.80	其他	-4.00	6.39	3.39	5.03
资产减值损失	4.17	-2.00	1.00	2.00	经营活动现金流净额	71.11	108.39	177.24	234.98
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-18.66	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-20.18	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38.84	-110.00	-110.00	-110.00
营业利润	97.67	167.16	257.55	373.70	短期借款	58.20	-98.80	0.00	0.00
其他非经营损益	6.54	6.20	6.31	6.28	长期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	104.21	173.36	263.86	379.97	股权融资	0.00	492.71	0.00	0.00
所得税	16.48	22.66	35.36	53.62	支付股利	-27.07	-22.34	-44.78	-72.74
净利润	87.73	150.70	228.50	326.35	其他	-14.58	-10.47	9.89	10.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1.55	361.09	-34.88	-61.94
归属母公司股东净利润	87.73	150.70	228.50	326.35	现金流量净额	33.81	359.48	32.36	63.04
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	57.14	416.62	448.98	512.02	成长能力				
应收和预付款项	175.26	248.43	346.19	496.94	销售收入增长率	40.85%	40.65%	41.83%	42.57%
存货	71.06	100.08	136.26	191.52	营业利润增长率	70.55%	71.16%	54.07%	45.10%
其他流动资产	0.00	0.28	0.26	0.44	净利润增长率	65.06%	71.78%	51.63%	42.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	54.95%	55.02%	47.24%	43.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	215.03	286.08	350.55	406.98	毛利率	41.94%	43.74%	46.13%	47.48%
无形资产和开发支出	16.57	14.68	12.78	10.88	三费率	17.16%	15.34%	14.83%	15.60%
其他非流动资产	11.66	21.25	30.84	40.43	净利率	20.69%	25.27%	27.02%	27.07%
资产总计	546.72	1087.41	1325.86	1659.21	ROE	27.48%	16.03%	20.33%	23.69%
短期借款	98.80	0.00	0.00	0.00	ROA	16.05%	13.86%	17.23%	19.67%
应付和预收款项	111.80	144.97	199.49	278.91	ROIC	23.53%	28.94%	33.02%	37.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.51%	32.52%	33.76%	33.90%
其他负债	16.85	2.11	2.32	2.63	营运能力				
负债合计	227.45	147.08	201.80	281.55	总资产周转率	0.88	0.73	0.70	0.81
股本	67.68	90.24	90.24	90.24	固定资产周转率	2.26	2.81	3.39	4.10
资本公积	55.36	525.51	525.51	525.51	应收账款周转率	3.60	3.52	3.55	3.56
留存收益	196.22	324.57	508.30	761.91	存货周转率	3.65	3.76	3.73	3.78
归属母公司股东权益	319.26	940.33	1124.06	1377.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	319.26	940.33	1124.06	1377.66	资产负债率	41.60%	13.53%	15.22%	16.97%
负债和股东权益合计	546.72	1087.41	1325.86	1659.21	带息债务/总负债	43.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.34	5.26	4.65	4.29
					速动比率	1.03	4.57	3.97	3.60
					股利支付率	30.86%	14.83%	19.60%	22.29%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	125.08	193.90	285.49	408.76	每股收益	0.97	1.67	2.53	3.62
PE	86.11	50.13	33.06	23.15	每股净资产	3.54	10.42	12.46	15.27
PB	23.66	8.03	6.72	5.48	每股经营现金	0.79	1.20	1.96	2.60
PS	17.82	12.67	8.93	6.27	每股股利	0.30	0.25	0.50	0.81
EV/EBITDA	45.69	36.72	24.79	17.14					
股息率	0.36%	0.30%	0.59%	0.96%					

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 15 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	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn