

钧达股份 (002865)

证券研究报告

2017 年 05 月 08 日

多元化客户策略+多区域渗透布局 维持业绩增长

- 汽车新股系列报告七

深耕汽车塑料内外饰领域，逐渐加码一级配套领域。公司主要从事汽车塑料内外饰件的研发、生产和销售。主要产品分为五大类，分别为仪表板、保险杠、门护板、装配集成及其他饰件。公司作为一级配套商的主要客户包括海马汽车、长丰猎豹、北汽野马、南北大众、东风日产、郑州日产等；作为二级配套商的主要客户包括康奈可、广州河西、佛吉亚等；公司作为一级配套商业务逐年增加，到 2016 年达 74%。近年公司盈利状况良好，财务费用和研发费用率均小幅下滑；2015 和 2016 年公司营业收入分别为 7.7、9.2 亿元，同比增长-7%、21%；净利润分别为 0.46、0.56 亿元，同比增长-18%、21%。此外，公司主要三类产品仪表板、保险杠、门护板的市场占有率分别约为 2.5%、1.0%、1.9%，为行业内的佼佼者。

绑定海马，广拓客户，保障业绩稳定增长。海马汽车为公司股东（4%股权），也是一直以来公司最大的客户。公司跟随海马的发展，先后于多地布局生产基地，目前公司产品近乎配套海马汽车所有的热销车型，2016 年其贡献公司营收占比约为 37%；近年，公司对海马的最低单车配套价值（营收/车企产量）逐年攀升，到 2016 年达约 1,558 元。2017 年第一季度，海马汽车累计汽车销量为 48,861 辆，同比下降 19%，预计 2017 年海马汽车销量或达 20 万辆，虽较 2016 年将有所下降，但依旧能为公司贡献 3 亿左右的营业收入，企稳公司业绩。此外，2017 年一季度，2016 年合计贡献营收比达 13%的长丰猎豹和四川野马汽车销量可观，累计销量分别达 29,497 辆和 6,712 辆，分别同比增长 37%、8%，两者最低单车价值分别约为 942 元、1,068 元；除三大客户外，公司配套于东风日产、郑州日产、南北大众等整车厂，有效的分散单一客户业绩下滑的风险，保障公司业绩的持续增长。

就近布局配套+确定性研发项目，保障业绩持续增长。公司目前在海口、苏州、开封、郑州、佛山、重庆、武汉、柳州等地建立了生产基地，直接配套区域内的客户；其中，重庆、武汉、柳州基地为近期新增或计划新增基地，有望较快拓展新客户，从而增厚业绩。此外，公司目前与客户确定合作的项目多达 34 个，分别处于产品设计阶段（12）、产品试制阶段（15）以及模具开阶段（7），未来产品的逐步释放将助力公司业绩增长。

IPO 助力公司克服产能瓶颈，缓解产能不均。公司门护板、保险杠类产品产能利用率一直处于高位，分别达 83%和 103%，而仪表盘的产能利用率仅有 59%，产能不均现象严重。IPO 募投项目将新增 55 万套高品质汽车塑料内外饰件产能，达产后将有效解决公司产能不均的境况。此外，目前已有多个客户对公司的预建产能存在合作意向，甚至已签订合同。预计项目正式达产后，将为公司年均新贡献增销售收入 6.7 亿元，净利润 0.7 亿元。

投资建议：预计 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.73 元、0.83 元，对应 PE 分别为 42 倍、35 倍、30 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济环境不及预期，客户汽车销量不及预期等

投资评级

行业	汽车 /
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	25.39 元
目标价格	28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	120.00
流通 A 股股本(百万股)	30.00
A 股总市值(百万元)	3,046.80
流通 A 股市值(百万元)	761.70
每股净资产(元)	6.33
资产负债率(%)	62.50
一年内最高/最低(元)	25.39/10.86

作者

崔琰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100005
cuiyan@tfzq.com

姜周鑫 联系人
louzhouxin@tfzq.com

张程航 联系人
zhangchenghang@tfzq.com

周沐 联系人
zhoumu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	765.50	922.47	1,096.23	1,277.40	1,433.88
增长率(%)	(7.03)	20.51	18.84	16.53	12.25
EBITDA(百万元)	93.38	112.59	105.06	118.68	132.08
净利润(百万元)	46.08	55.75	71.77	87.93	100.16
增长率(%)	(18.01)	20.98	28.72	22.52	13.92
EPS(元/股)	0.38	0.46	0.60	0.73	0.83
市盈率(P/E)	66.11	54.65	42.45	34.65	30.42
市净率(P/B)	6.05	5.45	3.56	3.23	2.92
市销率(P/S)	3.98	3.30	2.78	2.39	2.12
EV/EBITDA	0.00	0.00	27.35	21.31	20.49

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 深耕汽车塑料内外饰领域 逐渐加码一级配套领域.....	3
2. 锁定海马 广拓客户 保障业绩稳定增长.....	7
2.1. 注重技术研发 终成汽配领域佼佼者.....	7
2.2. 绑定海马企稳业绩 多元化客户策略分散风险.....	8
2.3. 就近布局配套+确定性研发项目 确保业绩持续增长.....	9
3. IPO 助力公司克服产能瓶颈 缓解产能不均.....	10
4. 盈利预测与估值.....	12
5. 附录：财务分析图表.....	13

图表目录

图 1：公司主要产品实际应用情况.....	3
图 2：2014-2016 公司费用营收占比（单位：%）.....	6
图 3：2014-2016 公司研发投入占比（单位：%）.....	6
图 4：公司技术发展历程.....	7
图 5：2016 年公司前 5 大客户（单位：%）.....	7
图 6：2014-2016 年公司主要产品市占率（单位：%）.....	7
图 7：公司与海马协同发展历程.....	8
图 8：海马配套最低单车价值（单位：元）.....	8
图 9：2014-2016 年公司主要产品产能情况（单位：万件）.....	10
图 10：2014-2016 年公司主要产品产能利用率（单位：%）.....	10
图 11：公司期末固定资产情况（单位：亿元）.....	11
图 12：公司期末在建工程情况（单位：亿元）.....	11
表 1：公司主要产品、用途.....	3
表 2：公司主要产品配套车厂、配套产品与明细车型.....	4
表 3：公司战略规划布局.....	9
表 4：公司当前自主研发项目一览.....	9
表 5：IPO 募集资金投资项目（单位：万元）.....	11
表 6：募投项目基本情况.....	11
表 7：行业内的各上市公司对比（截止至 2017/4/24）.....	错误!未定义书签。

1. 深耕汽车塑料内外饰领域 逐渐加码一级配套领域

匠心精神造就精湛工艺，产品系列齐全，可为整车厂提供一体化内外饰件配套服务。公司主要从事汽车塑料内外饰件的研发、生产和销售。主要产品分为五大类，分别为仪表板、保险杠、门护板、装配集成及其他饰件。经过多年积累和不断发展，公司目前已具备自主设计、开发、制造高端搪塑仪表板等关键汽车塑料零部件的能力，并形成了涵盖多平台车型、多工艺结合的系统级塑料零部件产品的生产能力。

表 1：公司主要产品、用途

产品类别	产品名称
仪表板类	硬塑仪表板、搪塑仪表板、副仪表板、仪表板附件
保险杠类	前保险杠、后保险杠、前格栅、扰流板、裙边饰板及轮眉等
门护板类	前门饰板、后门饰板、尾门饰板、A/B/C 立柱饰板
装配集成	提供仪表板前端模块音响、空调装配集成
其他饰件	雨刮盖板、行李支架、水箱支架、挡泥板、其他

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

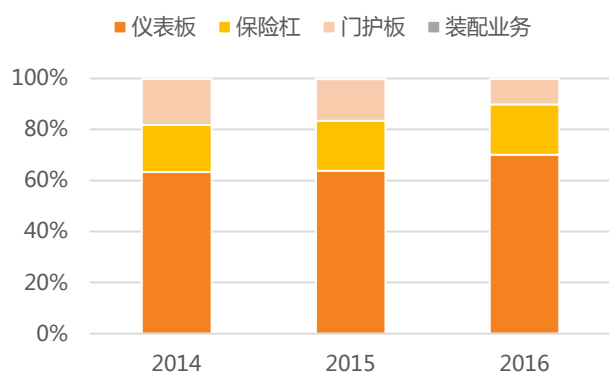
图 1：公司主要产品实际应用情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

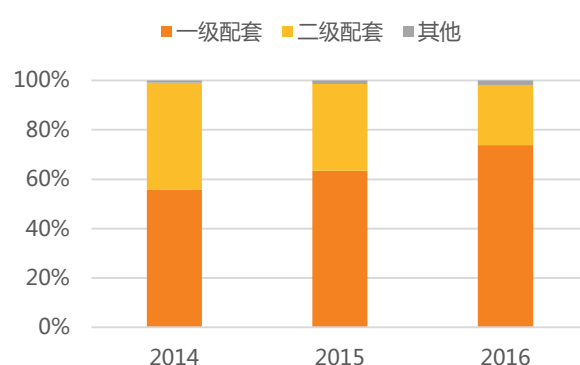
主营业务突出，客户逐渐多元化，形成“自主”+“合资”双核心驱动模式。公司主营业务集中于汽车塑料内外饰件产品，营收占比在 98%以上，仪表板、保险杠和门护板产品为主要销售收入来源。其中，仪表板产品表现突出，营收占比逐年增长，从 2014 年的 52% 上升至 2016 年的 60%。此外，受益于长丰猎豹、江铃汽车和野马汽车新车型销售良好的势头公司一级配套收入比例持续增长，由 56% 上升至 74%。此外，公司在稳固并加强原有一级配套客户的基础上，积极拓展进入合资车型的供应商体系，目前已为一汽大众、东风日产、广汽集团提供多款车型内外饰件产品，形成“自主”+“合资”双核心驱动的发展模式，提升了公司的整体竞争力，同时分散了公司的经营风险。

图 2：产品结构占比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 3：业务结构占比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

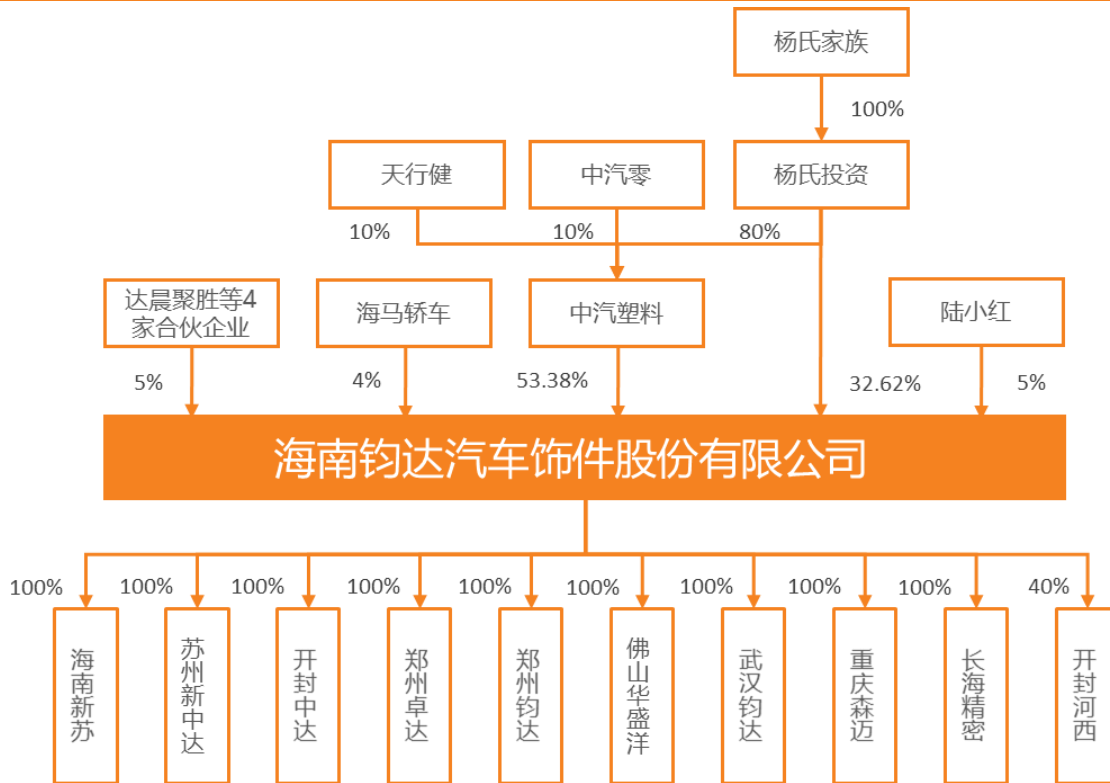
表 2：公司主要产品配套车厂、配套产品与明细车型

整车厂	配套产品	配套车型
海马汽车	仪表板、副仪表板、保险杠、水箱支架	福美来、普力马、S3、S7、M3、M5、M6、M2、S5、M8
力帆汽车	仪表板、副仪表板、保险杠	LF620、XC60、LF820、650 等
东风日产	仪表板、保险杠、门护板	奇骏、逍客
郑州日产	仪表板、保险杠、门护板	NV200、御轩、P11、C16A
东风柳汽	仪表板、副仪表板	风行、菱智、BS3、SX5
神龙汽车	搪塑表皮	标致 308、标致 408
一汽大众 / 奥迪	搪塑表皮、内饰件	新迈腾、CC、A3、Golf7
上海大众	内饰件	Yeti
长安马自达	仪表板、门护板、座椅饰件	福特嘉年华、马自达 3、CX30
北奔重汽	内、外饰件	北奔 V3 重卡
山西大运	仪表板、门护板	大运重卡
三一重工	仪表板、门护板	CB311、CB318
奇瑞汽车	门护板、立柱饰板	优派、优雅
长丰猎豹	仪表板、副仪表板	CS62、CS7、CS10、CS9
华泰汽车	仪表板、门护板	宝力格、路胜 E70
江铃汽车	仪表板、副仪表板、保险杠等	陆风 X5、E33
江西五十铃	仪表板	RT50、RF10
川汽野马	仪表板、副仪表板、保险杠等	B60X、B62
观致汽车	外饰件	CF14K、CF16
西安沃尔沃	保险杠	500S
广汽集团	外饰件、搪塑表皮	A56、GS5
众泰汽车	仪表板、副仪表板	B12、S21
东风小康	副仪表板	507
海马汽车	仪表板、副仪表板、保险杠、水箱支架	福美来、普力马、S3、S7、M3、M5、M6、M2、S5、M8 等
力帆汽车	仪表板、副仪表板、保险杠	LF620、XC60、LF820、650 等

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司股权结构集中,旗下拥有子、分公司 11 家。公司实际控制人为杨氏家族成员杨仁元、陆小红等,通过杨氏投资直接和间接合计控制公司 91%的股份。除海南新苏、郑州钧达、武汉钧达、重庆森迈、长海精密存在少量亏损外,公司的其它全资子公司苏州新中达、开封中达、郑州卓达、佛山华盛洋经营情况良好,2016 年净利润分别为 643、2,512、1,605、55 万元。此外,参股公司开封河西也有较好经营表现,2016 年净利润达 2,216 万元。

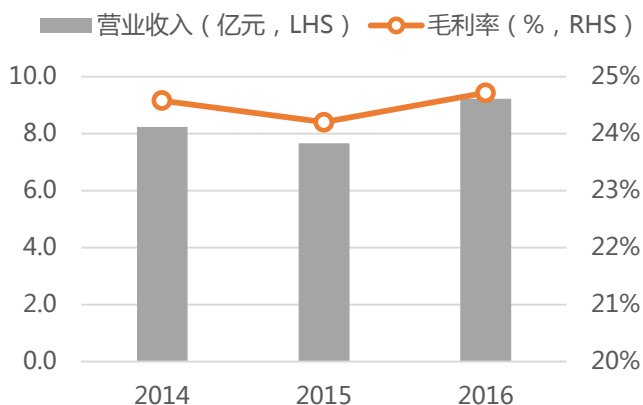
图 4: 海南钧达股权结构及各子公司情况



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

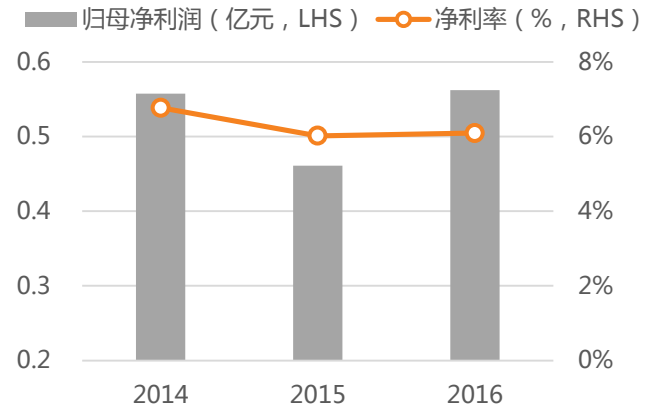
公司目前经营状况良好,三费费用率相对稳定。2015 年至 2016 年,公司营业收入分别为 7.7 亿元、9.2 亿元,分别同比增长-7%、21%;净利润分别为 0.46 亿元、0.56 亿元,分别同比增长-18%、21%。公司综合毛利率和净利率以为维持在 24%和 6%左右。此外,公司三费费用率基本保持稳定,财务费用率和研发费用率均小幅下滑。

图 6: 2014-2016 公司营业收入与毛利率 (单位: 亿元, %)



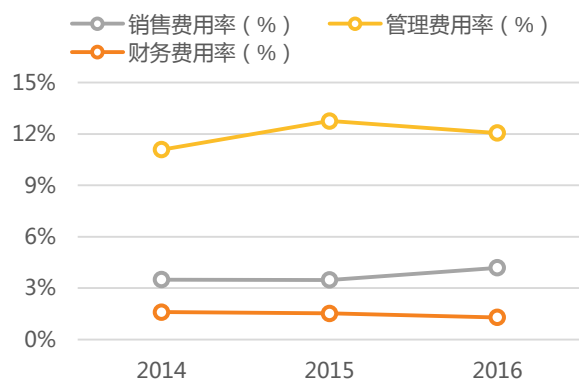
资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 7: 2014-2016 公司归母净利润及净利率 (单位: 亿元, %)



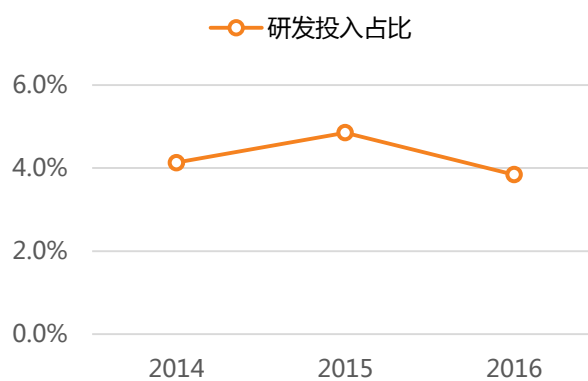
资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 2：2014-2016 公司费用营收占比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 3：2014-2016 公司研发投入占比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2. 锁定海马 广拓客户 保障业绩稳定增长

2.1. 注重技术研发 终成汽饰领域佼佼者

公司注重技术的引进与研发，目前为国产化率领先的汽车零部件厂商之一。公司自建立之初，就立足高起点，以吸收新技术、新工艺来实现公司技术的快速发展。2003 年设立之初，公司生产汽车塑料内外饰零部件严重依赖海外技术。如今，公司已拥有包括 3 项发明专利在内的 82 项专利技术，并具备自主设计、开发、制造高端搪塑仪表板等关键汽车塑料零部件的能力，形成了涵盖多平台车型、多工艺结合的系统级塑料零部件产品的生产能力。

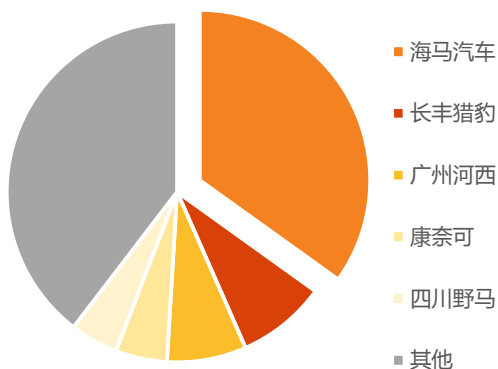
图 4：公司技术发展历程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

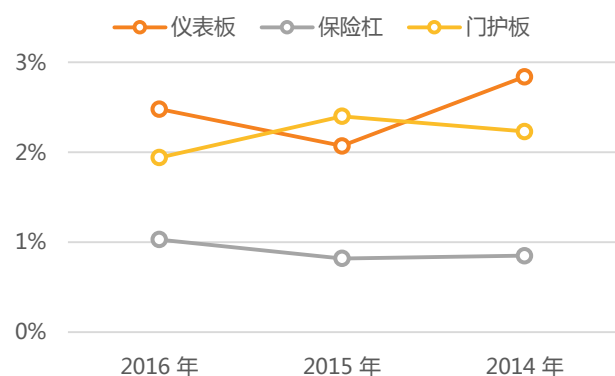
优异的技术、质量保证了公司市场地位，并积累了一批优质客户。公司配套的车型涵盖了自主品牌及日系、德系、美系、法系车型。2016 年，公司的前五大客户中，公司作为一级配套商向海马汽车、长丰猎豹和四川野马提供产品，营收占比分别为 36.6%、8.9%以及 4.8%；同时公司作为二级配套商向广州河西与康奈可供货，营收占比分别为 7.9%和 5.1%。此外，按公司 2016 年销售仪表板、保险杠、门护板分别销售 69.8、57.1 和 54.6 万台，按 2016 年汽车产量 2811.9 万辆估算；2016 年，三类产品的市场占有率应分别约为 2.5%、1.0%（按公司计算方法，一辆车需要 2 套保险杠）和 1.9%，为行业内的佼佼者。

图 5：2016 年公司前 5 大客户（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 6：2014-2016 年公司主要产品市占率（单位：%）

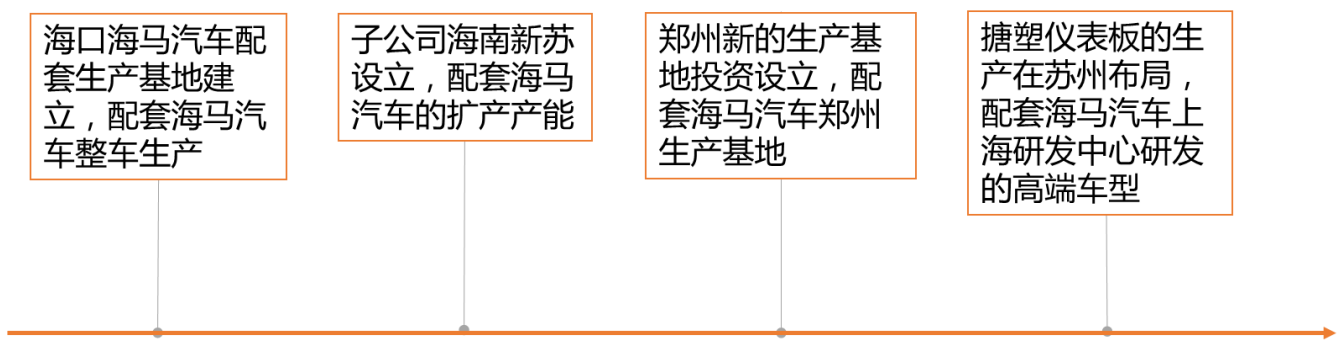


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2.2. 绑定海马企稳业绩 多元化客户策略分散风险

大客户持有公司 4% 股权，与公司合作历史悠久，客户粘性极强。公司在成立之初，根据与海马汽车达成的合作意向，在海口建立起为海马汽车配套的生产基地，后来不断随海马汽车的发展和扩展不断发展，先后在海南、郑州、苏州布局生产基地。目前，海马汽车持有公司 4% 股权，且为公司一直以来的第一大客户，2014 至 2016 年，海马汽车的营收贡献比均超过 25%，2016 年达 37%。此外，公司向海马汽车旗下子公司一汽海马、海马轿车、海马商务汽车等销售汽车塑料内外饰件产品，产品近乎配套海马汽车所有的热销车型，客户粘性极强。

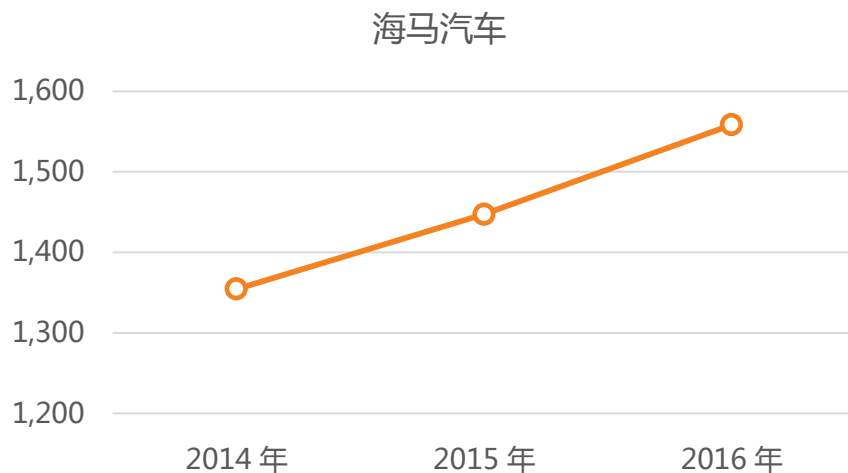
图 7：公司与海马协同发展历程



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

与海马汽车合作良好，最低单车价值量不断提升，企稳公司业绩。2014 年至 2016 年，公司对海马汽车的营收分别约为 2.3 亿元、2.6 亿元、3.3 亿元，而海马汽车销量分别约为 18.1 万辆、18.2 万辆、21.6 万辆，海马汽车的配套最低单车价值逐年攀升，分别为 1,354 元，1,447 元，1,558 元。在一季度汽车行情整体不景气的环境下，海马汽车前三月累计汽车销量为 48,861 辆，同比下降 19%，预计 2017 年海马汽车或达 20 万辆，较 2016 年将有所下降，但依旧能为公司贡献 3 亿左右的营业收入，企稳公司业绩。

图 8：海马配套最低单车价值（单位：元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

客户多元化，分散海马汽车销量下滑风险，保障公司业绩稳定增长。长丰猎豹和四川野马汽车作为公司一级配套业务内的第二、三大客户，2016 年累计营收占比约为 13%。2017 年一季度，长丰猎豹和四川野马销量可观，累计销量分别达 29,497 辆、6,712 辆，分别同比增长 37%、8%；最低单车价值分别约为 942 元、1,068 元。此外，公司产品尚配套于东风日产、郑州日产、南北大众、广汽集团、江铃汽车等客户的车型中，有效的分散了单一客户对公司业绩的影响，有效的保障公司业绩的持续增长。

2.3. 就近布局配套+确定性研发项目 确保业绩持续增长

公司积极与客户实现就近配套，提升产品供应效率，增强客户粘性。为实现与客户的近距离对接，公司在海口、苏州、开封、郑州、佛山、重庆、武汉、柳州等地建立了生产基地，直接配套珠三角、长三角、西南、中部汽车产业集群，并可辐射东北、京津汽车产业集群，实现全国性的区域布局。其中，柳州基地、重庆二期基地和武汉基地为近期新设或在建基地，如今武汉基地尚未配套客户，而柳州、重庆基地的现有配套客户数量也较少；以海南、佛山、河南、苏州基地的客户渗透率来看，公司的配套能力较强，有望较快拓展重庆、武汉、柳州的客户，从而增厚公司业绩。

表 3：公司战略规划布局

生产基地	现有客户	区域覆盖潜在客户
海南基地	一汽海马、长丰猎豹、东风柳汽	-
佛山基地	东风柳汽、法尔捷克、陆风汽车、西川大协、广汽集团、佛吉亚、长丰猎豹	福田汽车、北汽集团、广汽丰田、广汽本田、东风日产、一汽大众、长安标致、比亚迪
河南基地	海马汽车、郑州日产、康奈可、河西工业、河南奇瑞、宇通客车、日立化成、西川大协、长安客车、山西大运、一汽丰田、西沃客车	东风日产、江铃重汽、长城汽车
苏州基地	佛吉亚、华泰汽车、三一重工、奇瑞汽车、长春派格、唐纳森、延峰内饰、观致汽车、南京李尔、江西五十铃、众泰汽车	上海汽车、饰尔杰、宁波华翔、南京马自达、悦达起亚
重庆基地	力帆汽车、川汽野马、东风小康	长安汽车、长安福特、长安铃木、北汽银翔、重庆柳微、红岩重卡
武汉基地	-	神龙汽车、东风汽车、通用汽车、东风本田、东风日产、广汽菲亚特、广汽三菱
柳州基地	东风柳汽	上汽通用五菱、一汽柳特、五菱汽车

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

与客户合作不断深化，保障业绩稳定增长。公司近期的主要研发项目多达 34 个，其中处于产品设计阶段、产品试制阶段以及模具开阶段的项目个数分别为 12 个、15 个和 7 个，客户覆盖了海马汽车、郑州日产、江铃汽车、长丰猎豹、力帆、柳汽、川汽等主要客户。未来项目参与车型的逐渐落地，将稳步助力公司业绩增长。

表 4：公司当前自主研发项目一览

序号	项目名称	所处阶段
1	郑州日产 C16A 电动车格栅项目	模具开发
2	郑州日产 C16A MC 电动车格栅项目	模具开发
3	郑州日产 P11MC 主、副仪表板、前保险杠项目	产品设计
4	郑州日产 P15 主、副仪表板、前保险杠、前格栅项目	产品设计
5	海马汽车 M3 改款主、副仪表板、前保险杠、前格栅项目	产品设计
6	海马汽车 S5 商改雾灯盖项目	产品设计
7	海马汽车 S5 改款主、副仪表板、前后保险杆、前格栅项目	产品设计
8	海马汽车 M3 电动车主、副仪表板、前后保险杠项目	产品试制
9	海马汽车 S8 主、副仪表板、前保险杆项目	产品设计
10	江铃 K816 前后保险杠、前格栅、后牌照、扰流板项目	产品试制
11	康奈可 341 仪表板本体项目	产品试制
12	康奈可 H60A 仪表板本体项目	产品试制

13	江铃 E33 主、副仪表板总成项目	产品试制
14	江铃重汽 JH476 顶柜项目	产品试制
15	江西五十铃 PSA05 主、副仪表板项目	模具开发
16	福特 H62X 门框内饰装饰条项目	产品设计
17	江森 X55 仪表板中小件项目	模具开发
18	一汽海马 M5-18 水箱支架项目	模具开发
19	一汽海马 SA02 主、副仪表板、保险杠项目	产品设计
20	力帆 X60 二代主、副仪表板、保险杠项目	产品设计
21	力帆 CA10 改前、后保险杠项目	模具开发
22	力帆 CP08C 项目	产品设计
23	柳汽 CM7C 主、副仪表板总成项目	产品试制
24	柳汽 SX6A 主、副仪表板项目	产品试制
25	柳汽 SX3 仪表板中小件项目	产品试制
26	柳汽 SX7 副仪表板项目	产品设计
27	川汽 M302 前后保险杠总成项目	产品试制
28	川汽 B62 主、副仪表板项目	产品试制
29	川汽 T70 改款副仪表板项目	产品试制
30	长丰猎豹 CS9 主、副仪表板项目	产品试制
31	长丰猎豹 CS10 改款主、副仪表板项目	产品设计
32	陕汽 K01 主、副仪表板总成项目	模具开发
33	东风小康 F507S 主、副仪表板项目	产品试制
34	东风 CMP 水箱支架项目	产品试制

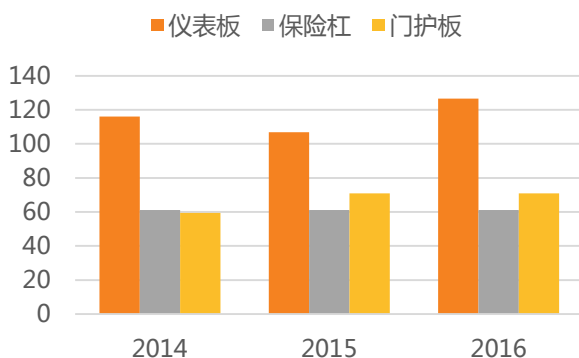
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3. IPO 助力公司克服产能瓶颈 缓解产能不均

公司目前面临产能不均的窘境。2016 年，公司门护板、保险杠类产品产能利用率一直处于高位，分别达 83%和 103%，其中保险杠产能面临严重瓶颈，而仪表盘的产能利用率仅有 59%，产能利用率较为低下，公司目前面临严重产能不均的境况。

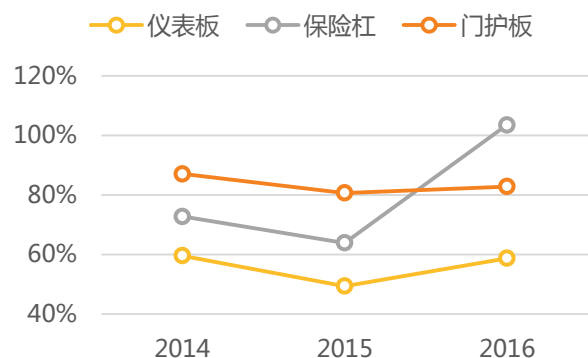
募投项目缓解产能不均，提升研究能力，增强盈利能力。此次募投资金将用于新增 55 万套汽车塑料内外饰件，还将用于苏州新中达研发中心的建设项目，从而在释放产能与改善局部产能不均衡的同时，提高技术研究能力，使公司产品向高端产品转型。此外，目前公司的预建产能已获得了海马汽车、康奈可、佛吉亚、广汽、五十铃、东风柳汽、江铃控股、郑州日产等客户的合作意向，甚至是合同；预计项目正式达产后，将为公司年均贡献增收销售收入 6.7 亿元，净利润 0.7 亿元。

图 9：2014-2016 公司主要产品产能情况（单位：万件）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 10：2014-2016 公司主要产品产能利用率（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

表 5: IPO 募集资金投资项目 (单位: 万元)

序号	募集资金项目	项目总投资额	募集资金使用量	实施主体
1	佛山华盛洋年产 25 万套汽车塑料内外饰件生产项目	19,809	8,736	佛山华盛洋
2	郑州钧达年产 30 万套汽车内外饰件生产项目	13,600	10,600	郑州钧达
3	苏州新中达研发中心项目	4,800	3,000	苏州新中达
合计		38,209	22,336	-

资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

- 1) **佛山华盛洋年产 25 万套汽车塑料内外饰件生产项目:** 公司在佛山设立生产基地, 既可以降低生产成本和物流成本, 更为进入珠三角集群核心竞争区域的重要举措。项目产品定位于高品质的汽车零部件产品, 具体包括仪表板、保险杠、门护板及其他饰件, 项目建设期为 3 年 4 个月。预计达产后, 将贡献年销售收入约 3.76 亿元, 利润总额约 0.54 亿元。
- 2) **郑州钧达年产 30 万套汽车内外饰件生产项目:** 郑州钧达项目将进一步提升公司在郑州地区的配套能力, 进一步增强公司的竞争力; 本项目产品定位于高品质的汽车零部件产品, 具体包括仪表板、保险杠及其他饰件。本项目建设期为 2 年。项目达产后, 预计达产后, 将贡献年销售收入约 3.03 亿元, 利润总额约 0.45 亿元。

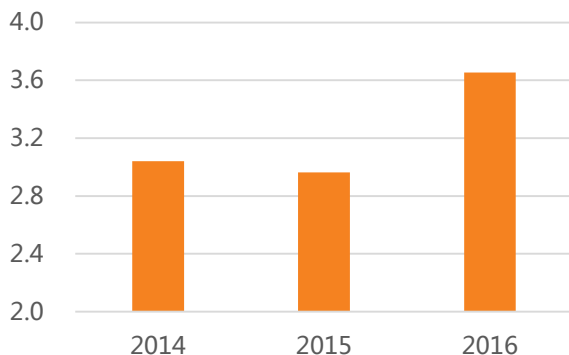
表 6: 募投项目基本情况

项目	佛山华盛洋项目	郑州钧达项目
投资总额 (万元)	19,809	13,600
其中: 建设投资 (万元)	18,410	12,439
销售收入 (达产后) (万元)	36,667	30,342
财务内部收益率 (税后)	19%	19%
利润总额 (达产后) (万元)	5,402	4,510
投资回收期 (税后) (年)	8	7
销售利润率 (达产后) (%)	15	15

资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

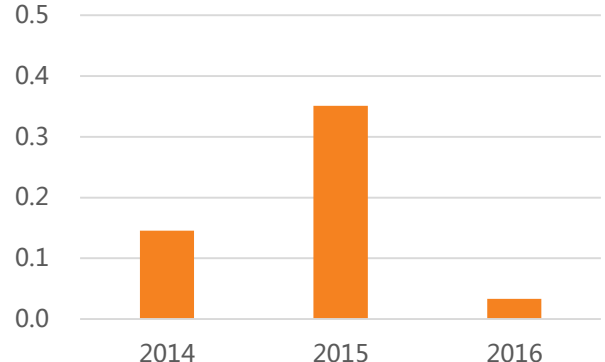
项目建设先行一步, 抢占市场先机, 产能将提前释放。2014-2016 年公司在建工程账面余额分别为 1,454.8 万元、3,509.3 万元和 336.2 万元, 主要为公司及各子公司投资建设厂房和设备工程所形成。其中, 2015 年末, 在建工程主要为佛山华盛洋新建厂房建设, 预计该项目最早将于 18 年开始达产, 并为公司贡献业绩。

图 11: 公司期末固定资产情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 12: 公司期末在建工程情况 (单位: 亿元)



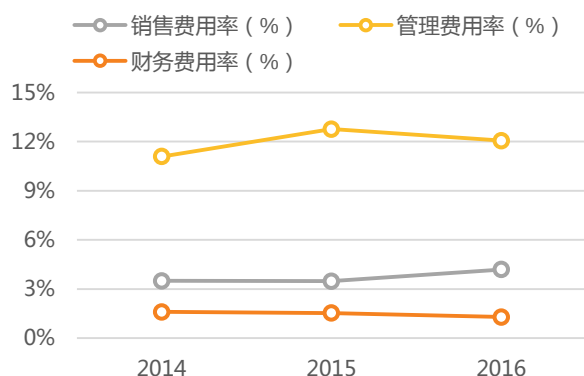
资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

2017 至 2019 年, 我们预计公司主营业务收入分别约为 11.0 亿元、12.8 亿元、14.34 亿元, 同比增长 18.8%、16.5%、12.3%; 净利润分别约为 0.71 亿元、0.87 亿元、0.98 亿元, 同比增长 28.7%、22.5%、13.9%; 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.73 元、0.83 元, 对应 PE 分别为 42 倍、35 倍、30 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

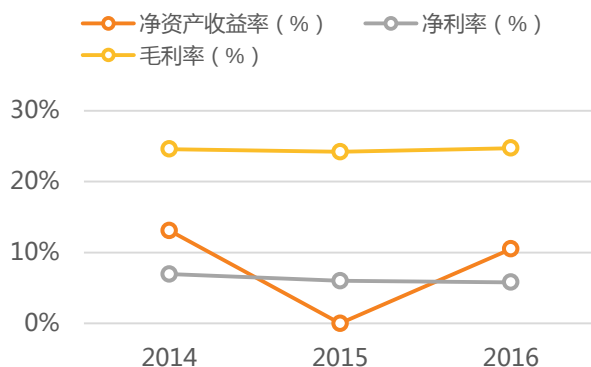
5. 附录：财务分析图表

图 18：2014-2016 公司费用营收占比（单位：%）



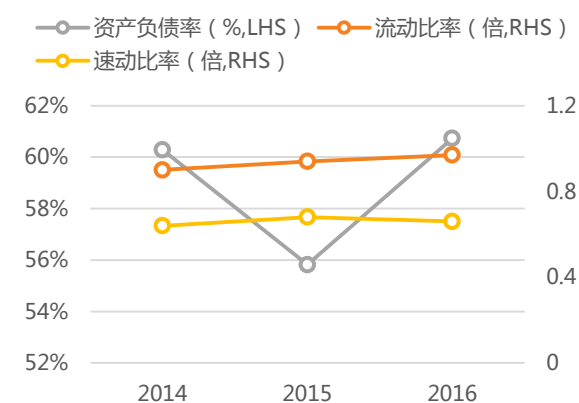
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 19：2014-2016 公司盈利能力分析（单位：%）



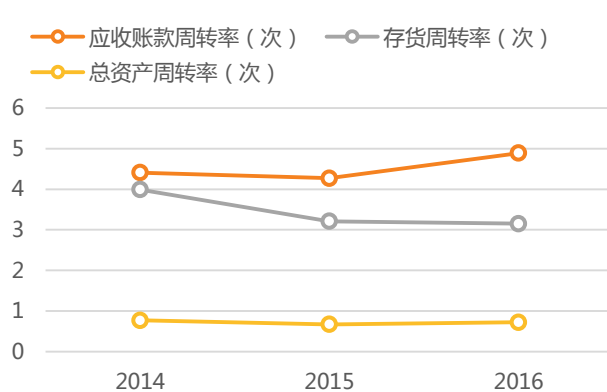
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 20：2014-2016 公司偿债能力分析（单位：倍，%）



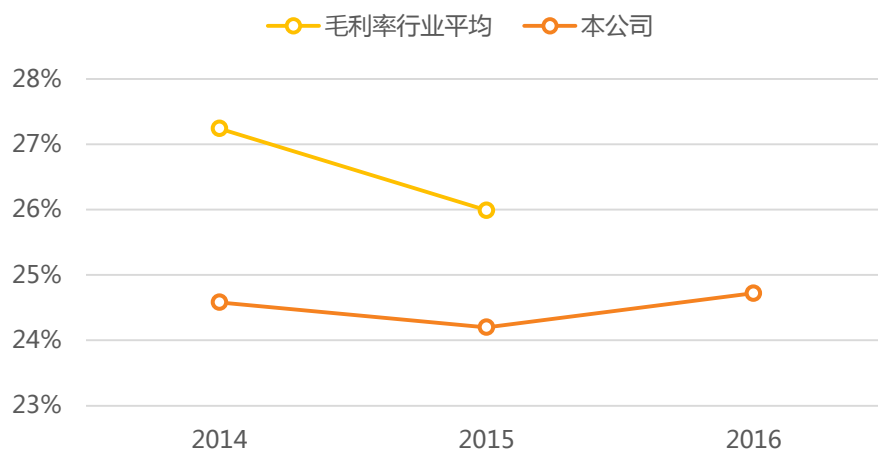
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 21：2014-2016 公司运营能力分析（单位：次）



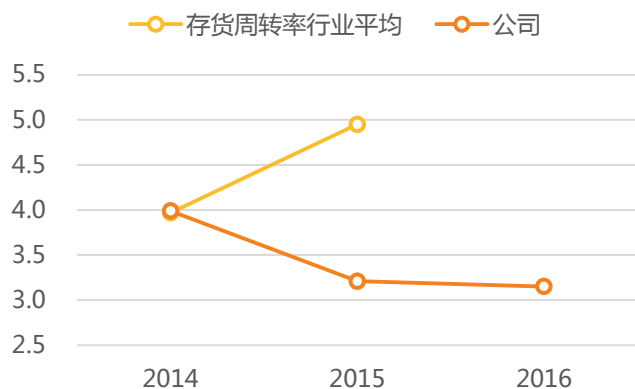
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 22：行业对比——毛利率（单位：%）



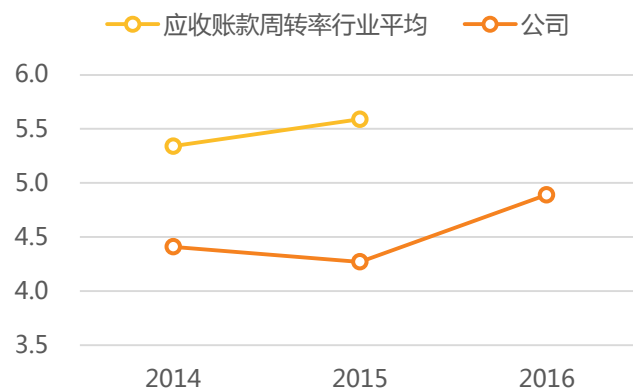
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 23：行业对比——存货周转率（单位：次）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 24：行业对比——应收账款周转率（单位：次）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	122.79	200.17	142.17	473.25	293.91
应收账款	172.24	207.26	280.27	212.34	340.61
预付账款	6.19	5.62	17.73	3.74	20.65
存货	169.74	252.67	212.06	354.83	261.73
其他	128.96	130.61	152.32	177.50	183.47
流动资产合计	599.93	796.33	804.54	1,221.66	1,100.37
长期股权投资	31.92	33.98	33.98	33.98	33.98
固定资产	296.33	365.48	397.54	434.99	459.95
在建工程	35.09	3.36	74.02	86.41	71.25
无形资产	63.65	69.62	67.62	65.62	63.62
其他	113.36	156.52	65.61	32.80	33.87
非流动资产合计	540.35	628.97	638.78	653.80	662.67
资产总计	1,140.28	1,425.30	1,443.32	1,875.46	1,763.04
短期借款	207.60	119.84	0.00	0.00	0.00
应付账款	257.33	415.58	298.14	568.90	416.72
其他	171.57	282.67	238.48	358.30	297.51
流动负债合计	636.50	818.09	536.62	927.19	714.23
长期借款	0.00	34.00	43.87	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	13.42	8.41	7.28	9.70
非流动负债合计	0.00	47.42	52.29	7.28	9.70
负债合计	636.50	865.52	588.90	934.47	723.94
少数股东权益	0.00	0.25	(0.24)	(1.60)	(3.65)
股本	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	173.80	173.80	367.16	367.16	367.16
留存收益	413.78	469.53	734.66	822.58	922.75
其他	(173.80)	(173.80)	(367.16)	(367.16)	(367.16)
股东权益合计	503.78	559.78	854.42	940.99	1,039.10
负债和股东权益总	1,140.28	1,425.30	1,443.32	1,875.46	1,763.04

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	46.08	53.60	71.77	87.93	100.16
折旧摊销	91.75	115.61	19.28	22.16	24.54
财务费用	13.55	12.76	5.61	(0.91)	(3.06)
投资损失	(6.93)	(8.86)	(5.63)	(5.63)	(5.63)
营运资金变动	(28.06)	2.34	(139.32)	337.15	(271.16)
其它	1.68	(2.60)	(0.49)	(1.36)	(2.05)
经营活动现金流	118.08	172.84	(48.78)	439.35	(157.19)
资本支出	66.99	73.61	125.01	71.13	29.91
长期投资	6.93	2.06	0.00	0.00	0.00
其他	(146.77)	(168.49)	(238.08)	(137.15)	(55.96)
投资活动现金流	(72.86)	(92.82)	(113.07)	(66.02)	(26.05)
债权融资	217.93	169.92	56.01	12.85	13.69
股权融资	(11.71)	(11.89)	217.75	0.91	3.06
其他	(218.77)	(206.47)	(169.92)	(56.01)	(12.85)
筹资活动现金流	(12.56)	(48.44)	103.84	(42.26)	3.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	32.67	31.58	(58.00)	331.08	(179.34)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	765.50	922.47	1,096.23	1,277.40	1,433.88
营业成本	580.27	694.48	817.91	955.49	1,075.62
营业税金及附加	4.75	8.78	8.55	10.35	11.90
营业费用	26.62	38.63	46.37	55.44	62.52
管理费用	97.64	111.23	137.36	158.65	175.36
财务费用	11.71	11.89	5.61	(0.91)	(3.06)
资产减值损失	6.63	7.21	5.90	6.58	6.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.93	8.86	5.63	5.63	5.63
其他	(13.86)	(17.73)	(11.25)	(11.25)	(11.25)
营业利润	44.81	59.13	80.16	97.42	110.60
营业外收入	7.26	7.45	6.78	7.16	7.56
营业外支出	0.44	0.13	0.28	0.29	0.23
利润总额	51.63	66.44	86.66	104.30	117.92
所得税	5.54	12.84	15.38	17.73	19.81
净利润	46.08	53.60	71.27	86.57	98.11
少数股东损益	0.00	(2.15)	(0.49)	(1.36)	(2.05)
归属于母公司净利润	46.08	55.75	71.77	87.93	100.16
每股收益（元）	0.38	0.46	0.60	0.73	0.83

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-7.03%	20.51%	18.84%	16.53%	12.25%
营业利润	-28.19%	31.96%	35.56%	21.54%	13.52%
归属于母公司净利润	-18.01%	20.98%	28.72%	22.52%	13.92%
获利能力					
毛利率	24.20%	24.72%	25.39%	25.20%	24.98%
净利率	6.02%	6.04%	6.55%	6.88%	6.99%
ROE	9.15%	9.96%	8.40%	9.33%	9.61%
ROIC	13.39%	12.45%	20.15%	11.76%	21.07%
偿债能力					
资产负债率	55.82%	60.73%	40.80%	49.83%	41.06%
净负债率	65.26%	52.84%	57.98%	41.52%	43.15%
流动比率	0.94	0.97	1.50	1.32	1.54
速动比率	0.68	0.66	1.10	0.93	1.17
营运能力					
应收账款周转率	4.28	4.86	4.50	5.19	5.19
存货周转率	4.37	4.37	4.72	4.51	4.65
总资产周转率	0.67	0.72	0.76	0.77	0.79
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.46	0.60	0.73	0.83
每股经营现金流	0.98	1.44	-0.41	3.66	-1.31
每股净资产	4.20	4.66	7.12	7.85	8.69
估值比率					
市盈率	66.11	54.65	42.45	34.65	30.42
市净率	6.05	5.45	3.56	3.23	2.92
EV/EBITDA	0.00	0.00	27.35	21.31	20.49
EV/EBIT	0.00	0.00	33.50	26.20	25.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com