

日期: 2017年09月28日

行业: 汽车



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 RMB15.09 元
 上市合理估值 RMB23.75-28.50 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 19.65
 发行后总股本 (百万股) 78.60
 发行数量占发行后总股本 25%

保荐机构 国金证券

主要股东 (IPO 前)

张锡亮 29.83%
 钱光红 21.54%
 无锡博翱投资中心 (有限合伙) 16.49%

收入结构 (2016)

冲压模具 78.91%
 冲压件 20.05%
 其他业务 1.04%

报告编号: QCXGDJ-3

首次报告日期: 2017年9月27日

汽车冲压模具优质生产商

■ 投资要点

公司简介

公司产品包括汽车冲压模具、汽车冲压件等, 配套于麦格纳、奇昊、伊思灵豪森、博泽等跨国汽车零部件供应商, 使用公司模具产品生产的冲压件最终配套于保时捷、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、捷豹路虎、大众、通用、福特、克莱斯勒、本田等品牌车型。除一汽模、东风汽模、比亚迪模具等整车厂附属的汽车模具生产厂家以外, 公司与天汽模、成飞集成、中泰模具、祥鑫科技等同属国内生产规模较大的独立生产商。

汽车制造业是冲压模具最重要的下游应用行业之一, 据统计, 汽车生产中90%以上的零部件需要依靠模具成形, 一般生产一款普通的轿车需要1000至1500多套冲压模具, 约占整车生产所需全部模具产值的40%左右。2014年我国汽车模具市场规模已经达到824.73亿元, 其中汽车冲压模具市场规模达到329.89亿元。在汽车更新换代频率加快、模具采购重心转移、高端模具逐步实现国产化等行业趋势下, 汽车冲压模具市场规模将持续扩大, 相关厂商将同步受益。

盈利预测

预计公司2017年至2019年营业收入为3.88亿元、4.58亿元、5.32亿元, 同比增长22.38%、18.14%、16.26%; 归属于母公司股东的净利润为0.75亿元、0.86亿元、0.95亿元, 同比增长37.20%、14.71%、11.26%; 对应EPS为0.95元、1.09元、1.21元。

合理估值

公司计划发行股份 1965 万股, 发行价 15.09 元, 对应 2016 年发行前 PE 为 17.24 倍。预计募集资金净额 25179.29 万元, 发行费用 4472.56 万元。参考可比公司的估值水平, 我们认为给予公司 2017 年每股收益 25-30 倍市盈率较为合理, 对应估值区间 23.75 元-28.50 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	316.76	387.67	457.97	532.45
年增长率	34.40%	22.38%	18.14%	16.26%
归母净利润	54.44	74.69	85.68	95.33
年增长率	49.72%	37.20%	14.71%	11.26%
每股收益 (元)	0.69	0.95	1.09	1.21

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

公司从事汽车冲压模具及汽车冲压件产品的生产制造，直接客户包括麦格纳集团、博泽集团、李尔公司等，使用公司模具产品生产的冲压件最终配套于保时捷、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、捷豹路虎、大众、通用、福特、克莱斯勒、本田等品牌车型。

表 1 公司主要产品情况

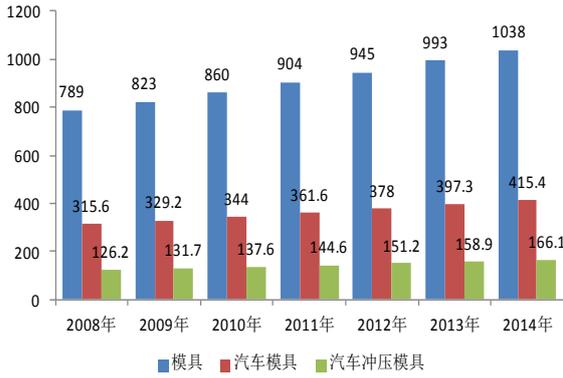
产品名称	主要应用领域	产品图片
汽车冲压模具	主要应用于汽车白车身、车门系统、座椅系统、排气系统等零部件的生产	
汽车冲压件	主要为各类汽车零部件	

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

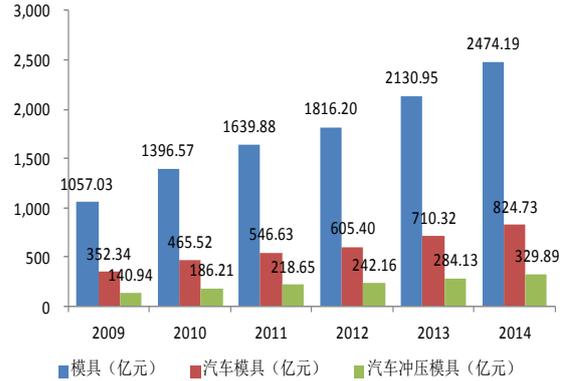
模具分为冲压模具、塑料模具、铸造模具和锻造模具等类型，其中冲压模具约占国内模具销售额的 37%。而汽车制造业是冲压模具最重要的下游应用行业之一，汽车生产中 90% 以上的零部件需要依靠模具成形，一般生产一款普通的轿车需要 1000 至 1500 多套冲压模具，约占整车生产所需全部模具产值的 40% 左右。据公司估算，2014 年我国汽车模具市场规模已经达到 824.73 亿元，其中汽车冲压模具市场规模为 329.89 亿元。

图 1 全球汽车冲压模具行业市场规模（亿美元）

图 2 我国汽车冲压模具行业市场规模（亿元）



数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所



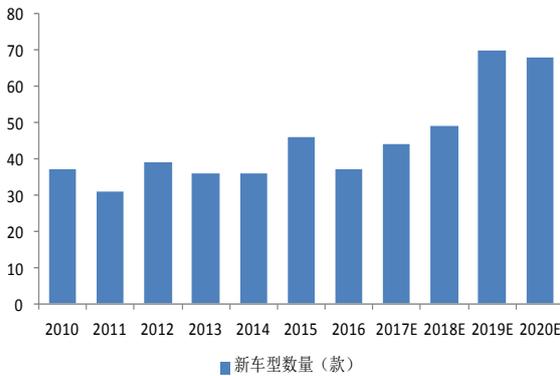
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

汽车模具行业的主要发展趋势包括：

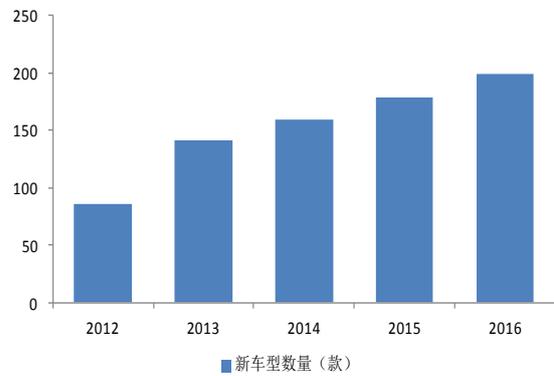
(一) 汽车改款、换代频率加快，推动汽车模具行业发展。近年来汽车市场新车型投放频率加快、开发周期缩短，全新车型开发周期由原来的4年左右缩短到1-3年，改款车型由原来的6-24个月缩短至4-15个月。统计国内新车型投放数量，2016年新车型投放近200款，较2012年上升一倍以上，新车型和改款车型数量的持续增加将显著提升汽车模具市场需求。

图 3 美国市场新车型数量 (款)



数据来源：中泰模具 上海证券研究所

图 4 2012年-2016年国内新车型投放数量 (款)



数据来源：太平洋汽车网 上海证券研究所

(二) 国内汽车冲压模具具备成本优势，采购重心向国内转移。据天汽模估计，国内汽车模具价格仅为欧美和日本的70%和50%左右。成本因素驱动下，汽车模具的采购重心不断从欧美、日本等发达国家转移至发展中国家。

(三) 高端汽车冲压模具市场自给率逐步提高。目前我国低端汽车冲压模具市场供应相对饱和，而高端市场的自给率还仅40%左右。同时随着我国汽车模具产业的技术水平提高，部分企业成功实

现整车零部件、中高端轿车模具的设计生产，高端模具产品逐步实现国产化。据中泰模具，奇瑞、长城、华晨等自主品牌汽车企业先后将整车模具转向国内采购，大众、通用等合资企业也开始在国内采购高端汽车冲压模具。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

全球范围内，日本、美国、德国等发达国家企业仍然在大型精密模具、复合模等高端产品上拥有技术优势，尽管汽车模具产业已向发展中国家内转移，高端模具大多仍需从以上国家进口。全球技术领先的汽车模具企业包括日本的富士工业技术与宫津制作所、意大利柯马公司（COMAU）、德国阿盖尔机械制造有限公司（ALLGAIER）、美国 Autodie 模具集团等。

表 2 技术领先的汽车模具企业

公司名称	公司概况
FUJI TECHNICA & MIYAZU INC.	宫津制作所成立于 1950 年，2010 年和日本另外一家主要的模具生产商富士工业技术合并为富士技术宫津公司，2016 年由东洋钢板控股。中国子公司位于烟台。
COMAU	隶属于菲亚特集团，提供车身装配、动力总成、一般工业自动化、机器人、冲压自动化等服务，可用于航空航天、汽车、重工业、铁路、可再生能源等行业。
ALLGAIER	成立于 1906 年，分为汽车冲压模具和干燥及筛分机两部分业务，配套于奔驰、奥迪、宝马等厂商，产品包括冲压车间、模具车间、车身、燃料技术等。
AUTODIE	美国模具生产商，专注于大型复杂模具，世界金属成形行业技术领导者之一

数据来源：招股说明书 公开信息 上海证券研究所

我国汽车模具生产企业在 300 家左右，其中多数为中小型企业，行业集中度较低。公司将全行业企业分为国内大型汽车制造商附属的模具开发企业、国内模具行业的骨干公司和行业内规模较小的厂商三个类别。第一类企业包括一汽模、二汽模、比亚迪模具等，技术水平和生产规模在国内领先，以向相应整车厂配套为主；第二类企业包括天汽模、成飞集成、威唐工业、东莞中泰、祥鑫科技等，技术水平和生产规模相对领先，向各大整车厂或零部件企业供应；第三类企业以代加工为主，技术水平较低。

表 3 行业内主要公司

公司名称	主要产品	配套客户
(一) 整车厂附属模具生产商		
一汽模	汽车车身覆盖件模具、自动化焊接线、检具等汽车车身制造工艺装备及汽车车身冲压件、焊接总成等	一汽、华晨、北汽、上汽、吉利、奇瑞、华菱、东南、力帆、长丰、昌河、东风日产、通用、克莱斯勒、FCA、丰田、大众、奔驰、路虎等
东风汽模	汽车冷冲模、检验夹具、汽车主模型、汽车零部件、模具标准件等	东风、神龙、东风本田、江铃、庆铃、四川丰田、上海大众、通用、奇瑞等
比亚迪模具	汽车模具	比亚迪、日产、路虎、通用等
(二) 独立模具生产商		
天汽模	汽车覆盖件模具	上海通用、上海大众、武汉神龙、一汽大众、一汽丰田、广汽丰田、北京奔驰、北京现代、华晨宝马、广州本田、观致等；奇瑞、长城、华晨金杯等；通用、福特、菲亚特、标致雪铁龙、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、路虎、保时捷、OPEL、塔塔、特斯拉等
成飞集成	汽车覆盖件模具以及锂电池、电源及其配套产品	中国重汽、奇瑞汽车、开瑞汽车、瑞麒、联合卡车、荣威、江铃、福特等；长安汽车、长安福特、长安铃木、奇瑞汽车、四川一汽丰田等
祥鑫科技	汽车、办公用品的模具及冲压件	法雷奥、马勒贝洱、佛吉亚、江森自控、哈曼贝克等（终端客户：保时捷、奥迪、宝马、奔驰、沃尔沃、捷豹、大众等）
东莞中泰	用于冲压汽车白车身、底盘、座椅等金属零部件的冲压模具	麦格纳、玛他多、奇昊、斯诺浦等；福特、欧宝、比亚迪、沃尔沃等（终端客户：福特、大众、奔驰、宝马、奥迪、路虎、通用、雷诺、沃尔沃、尼桑、菲亚特等）
威唐工业	汽车冲压模具	麦格纳、奇昊、伊思灵豪森、马丁瑞尔、科尔士、H&T、博泽等（终端客户：保时捷、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、捷豹路虎、大众、通用、福特、克莱斯勒、本田等）

数据来源：招股说明书 相关公司网站 上海证券研究所

公司属于国内独立汽车模具生产商中规模较大、技术较为先进的企业之一，在冲压模具出口市场具有较高的市场份额。据统计，2016年我国冲压模具出口总额约为人民币54.17亿元，公司当年冲压模具外销收入为2.30亿元，占我国冲压模具出口总额的4.24%。

1.4 公司的竞争优势

公司拥有的主要竞争优势包括：

(1) 技术优势

公司已形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析、到后期的模具设计制造的完整技术工艺，在创新应用能力、模具开发

设计、高精度制造技术等方面均有技术优势。

表 4 公司核心技术

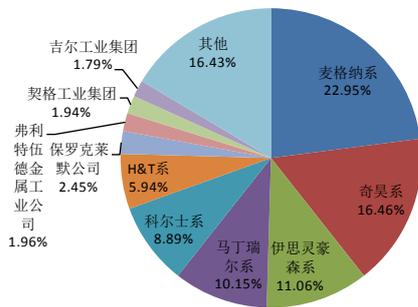
核心技术	作用	关键技术
负角折弯结构设计	解决了传统汽车冲压模具加工复杂工件时工序复杂、精度较低的问题；	新型固定板装配导向装置，精确定位装配孔位
侧冲孔刮料结构设计	消除产品和模具因为不能及时排出废料产生损坏的隐患问题，且节省生产成本；	自主开发的侧冲孔刮料结构设计；高稳定自动侧冲复位技术；精确定位装配孔位
超紧凑型侧滑块翻孔结构设计	解决了传统模具在应对外形比较复杂的冲压件，尤其是同时需要翻两个孔并且带有内扣的产品出现的增加模具行程，冲压孔位精度低、工艺步骤繁杂、生产周期长的问题；	自主开发的超紧凑型侧滑块翻孔结构设计；有限元增量法分析技术
远距离侧冲孔结构设计	克服现有结构的不足，并简化工艺步骤，降低模具成本与生产周期，提高生产效率，完成冲孔大小和位置精度要求比较高的冲压制件；	自主开发的远距离侧冲孔结构设计；模具型面的回弹补偿技术；有限元逆算法分析技术
拉伸模机械延时系统	改善产品容易起皱变形，产品不稳定，上模不能压料与不送做脱料板情况；	自主开发的机械延时系统；采用模具制造信息化管理系统，对模具的整个生命周期进行实时管理；模具型面的回弹补偿技术
拉伸模具成型后定位设计	能有效的解决拉伸过后产品在压边圈上无法准确定位的情况，提供一个很好的解决方案	自主开发的拉伸模具成型后的产品定位设计；采用锥形定位技术；一种产品定位结构技术
连续模中挡料块快速调整技术	解决现有模具设计中挡料机构空间体积较大，且在料宽不可控时送料困难的问题	连续模挡料块快速调整技术；有限元逆算法分析技术；模具制造信息化管理系统；精确定位装配孔位
子母双滑块侧冲结构改进设计	可以完成有负角的工件的侧冲加工，加工完成后，随着模具各个部件复位，工件可以自动脱离模具，能有效提高冲压的质量和速度	子母双滑块侧冲结构设计；模具制造智能检测技术；模具制造信息化管理技术
扭转结构冲压技术	本技术方案解决了一般性结构折弯无法完成的工艺，扭曲角度可以达到 0°~90° 适用广，且结构相对简单稳定，生产稳定，使用寿命长	扭转模具技术，精确定位装配孔位
冲压模具尾部送料感应结构设计	解决传统的感应器结构，料带较长的情况下，送料过程中，料带不能很好的定位，甚至加大步距或者增加工序，从而增加了模具的成本，延长了模具的制造周期问题	在不增加步骤的前提下，完成定位与感应的目的，使模具结构简单，低成本

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

(2) 客户资源优势

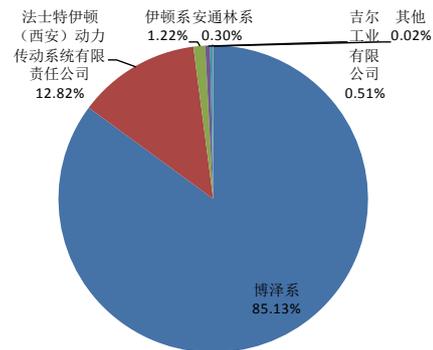
公司产品成功进入欧美市场，与麦格纳、博泽、李尔等知名零部件供应商建立合作，使用公司研发、设计的模具所制造的冲压件，最终配套应用于保时捷、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、捷豹路虎、大众、通用、福特、克莱斯勒、本田等。优质的零部件供应商客户促使公司在技术创新水平和产品质量控制保持在行业前列，并为公司提供长期稳定的产品订单。

图 5 2016 年公司冲压模具十大客户



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 6 2016 年公司冲压件五大客户



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 5 公司主要客户情况

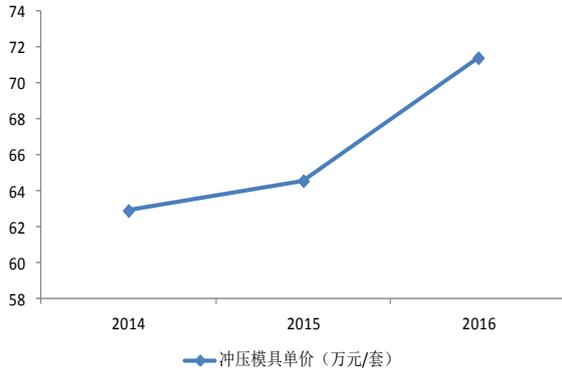
公司名称	公司概况
麦格纳	全球领先的汽车零部件供应商，在 29 个国家设有 321 家制造工厂，102 个产品开发、工程和销售中心，产品包括车身、底盘、外饰、座椅、动力总成、电子、主动驾驶辅助、镜像、闭锁及车顶系统等。
奇昊	奇昊汽车系统拥有 8000 多名员工和在 11 个国家的近 30 个生产基地，是奇昊集团最大的事业部，为欧洲、亚洲和北美客户提供复杂的车身部件，全球生产网络囊括成型、接合、轻量化设计和表面处理等核心工艺。
伊思灵豪森	德国艾文德集团旗下品牌之一，是研发和生产商用车新型座椅系统及技术弹簧的全球领先企业，产品用于卡车、客车、工程机械等。在 20 个国家拥有 50 家工厂。
马丁瑞尔	总部位于加拿大，北美第二大的金属成形厂商，轻量化部件的市场领导者，产品包括金属部件、流体管理系统、装配线等，在全球有 44 家分支机构。
博泽	产品包括车门和后备厢们、座椅调节系统、电机和驱动系统等，配套约 80 家整车厂商和超过 40 家供应商，在全球 23 个国家拥有超过 25000 名员工。

数据来源：招股说明书 公开信息 上海证券研究所

(3) 产品结构优化

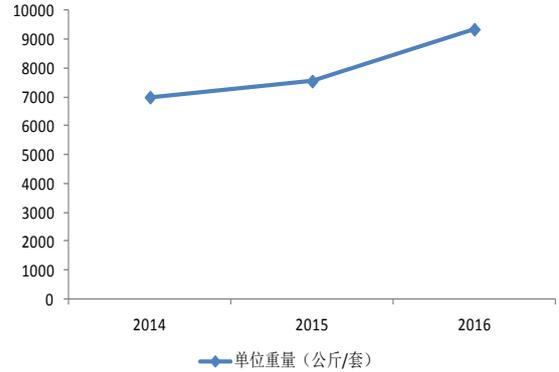
随着公司生产技术的提高和生产经验的积累，公司逐渐承接更多中大型、结构更为复杂的模具，冲压模具的单位重量由 2014 年的 6998.39 公斤/套上升至 2016 年 9348.76 公斤/套，单价也由 2014 年的 62.91 万元/套提高至 2016 年的 71.42 万元/套。

图 7 公司冲压模具单价 (万元/套)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

图 8 公司冲压模具单位重量 (公斤/套)



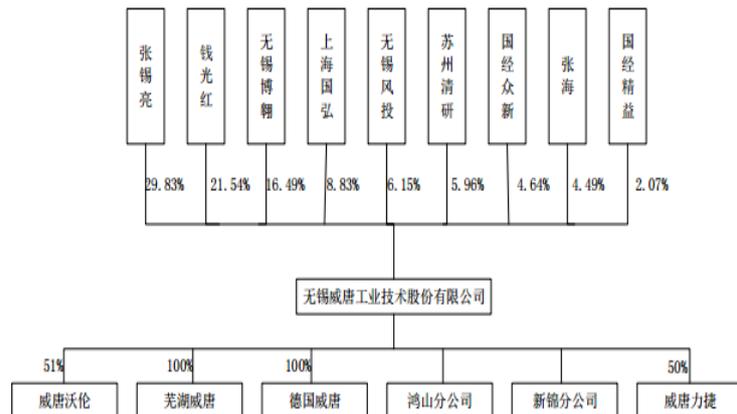
数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

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, 实际控制人的简况

公司前身无锡威唐工业技术有限公司成立于 2008 年 4 月, 2015 年 11 月整体变更为股份公司。公司控股股东、实际控制人张锡亮直接持有公司 64.72% 的股份, 并通过无锡博翱间接持有公司 16.49% 的股份, 合计持有公司发行前 46.32% 的股份。

图 9 公司股权结构 (IPO 前)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

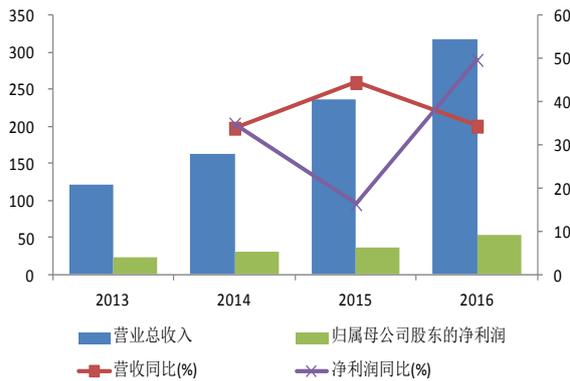
2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司业绩持续较快增长。2014 年至 2016 年公司分别实现营业收入 1.63 亿元、2.36 亿元、3.17 亿元, 同比增长 33.92%、44.47%、

34.40%；实现归属母公司股东的净利润 0.31 亿元、0.36 亿元、0.54 亿元，同比增长 34.97%、16.35%、49.72%。

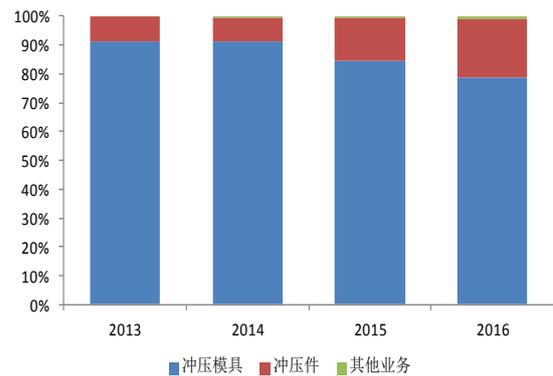
从产品结构来看，2016 年公司冲压模具、冲压件和其他业务销售收入分别为 2.50 亿元、0.64 亿元、0.03 亿元，占全年营收的 78.91%、20.05%和 1.04%。冲压件占营收的比例逐年提高，由 2013 年的 8.49% 上升至 2016 年的 20.05%，冲压模具的比例相应由 2013 年的 91.36% 下降至 2016 年的 78.91%。

图 10 2013 年~2016 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 11 2013 年~2016 年主营构成（百万元）

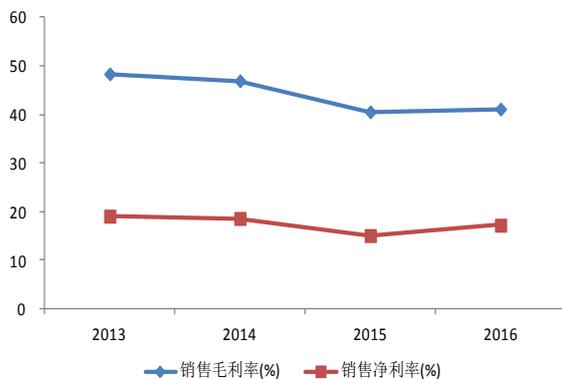


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

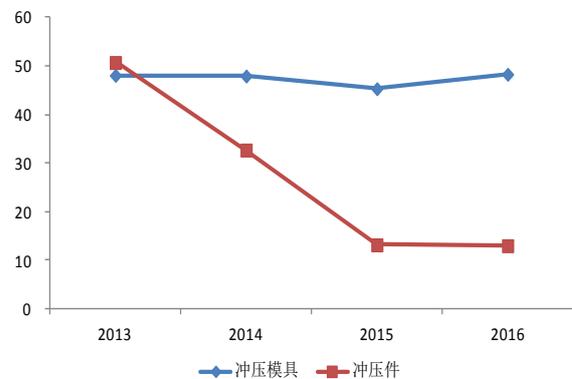
2014 年至 2016 年，公司销售毛利率分别为 46.94%、40.55%、41.13%，销售净利率为 18.61%、15.09%、17.22%，出现小幅下降。其中冲压模具的毛利率基本稳定，而冲压件的毛利率由 2013 年的 50.71% 下降至 2016 年的 13.00%。

图 12 2012 年~2016 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 13 2014 年~2016 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

公司本次拟发行 1965 万股，发行价 15.09 元/股，募集资金拟投入精密汽车冲压模具升级扩建项目、研发中心建设项目和补充流动资金等。

表 6 募集资金运用计划 (万元)

	项目名称	项目投资 总额	使用募集 资金量
1	精密汽车冲压模具升级扩建项目	23165.11	21000.00
2	研发中心建设项目	6558.48	3179.29
3	补充流动资金	4000.00	1000.00
	合计	33723.59	25179.29

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

公司期间费用率稳步改善, 2014 年至 2016 年期间费用率分别为 23.12%、20.96%、19.70%。其中销售费用率分别为 6.54%、6.74%、8.66%, 管理费用率分别为 15.78%、14.15%、12.35%, 财务费用率分别为 0.80%、0.07%、-1.31%。

图 14 2013 年~2016 年期间费用率 (%)

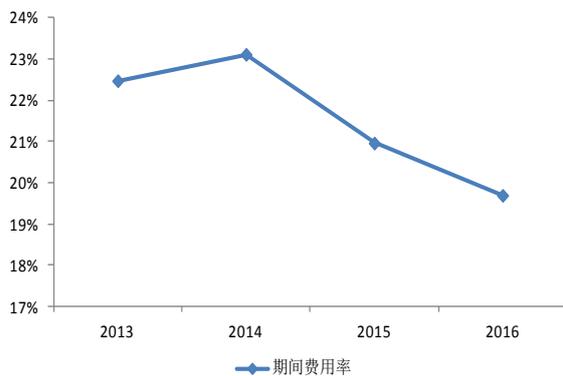
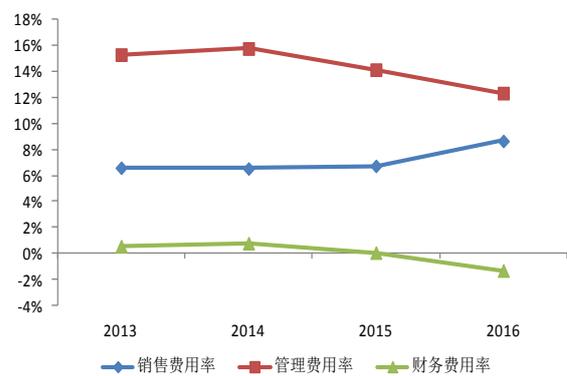


图 15 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



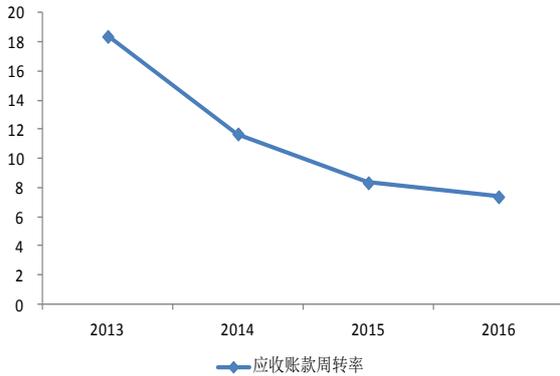
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

公司应收账款周转率下降, 存货周转率上升。2014 年至 2016 年公司应收账款周转率分别为 11.69、8.34、7.38, 存货周转率分别为 1.87、2.25、2.42。

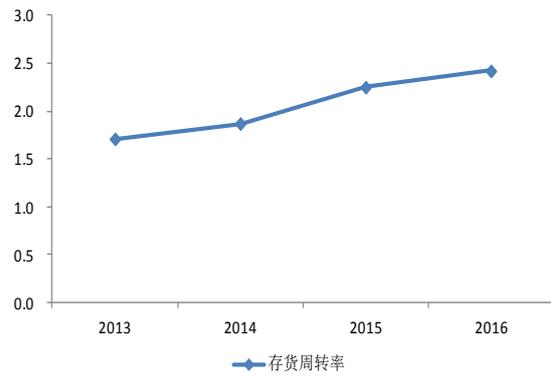
2017 年 09 月 28 日

图 16 2013 年~2016 年应收账款周转率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 17 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

假设公司汽车模具、冲压件等各类产品销售收入稳步增长、毛利率参考今年一季度及上半年水平并保持稳定, 预计公司 2017 年至 2019 年营业收入为 3.88 亿元、4.58 亿元、5.32 亿元, 同比增长 22.38%、18.14%、16.26%; 归属于母公司股东的净利润 0.75 亿元、0.86 亿元、0.95 亿元, 同比增长 37.20%、14.71%、11.26%; 对应 EPS 为 0.95 元、1.09 元、1.21 元。

表 7 盈利预测结果

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	235.69	316.76	387.67	457.97	532.45
年增长率 (%)	44.47%	34.40%	22.38%	18.14%	16.26%
归属于母公司股东的净利润 (百万元)	36.36	54.44	74.69	85.68	95.33
年增长率 (%)	16.35%	49.72%	37.20%	14.71%	11.26%
每股收益 (元)	0.46	0.69	0.95	1.09	1.21

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

4.1 宏观经济及下游汽车行业波动风险

公司的下游客户集中在受经济政策和市场周期影响较大的汽车领域, 如果公司客户经营状况受到宏观经济下滑的不利影响, 可能带来订单减少、销售困难、回款缓慢等不利影响。

4.2 对国外市场依存度较高的风险

公司产品主要以出口为主，外销收入占比较高。如果未来贸易政策发生重大变化或出口国经济形势恶化，可能对公司相关的出口业务产生不利影响。

4.3 汇率波动的风险

公司外销收入占营收比例较高，同时由于公司模具业务生产周期较长、外销业务的合同以外币定价等因素，如果汇率出现大幅波动，可能会影响公司经营业绩。

4.4 发行人成长性风险

如公司所处行业发展前景、行业地位、业务模式、自主创新能力、技术水平和研发能力、产品或服务的质量及市场前景、营销能力等因素出现不利变化，可能导致公司预期成长性无法顺利实现。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

选取上市公司中汽车模具及冲压件生产商天汽模、华达科技、黎明股份作为参考，2017年、2018年可比公司平均PE分别为28.81倍、23.94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
天汽模	002510.SZ	8.20	0.17	0.21	0.27	48.98	39.61	30.69
华达科技	603358.SH	45.16	1.82	2.11	2.51	24.84	21.38	18.02
黎明股份	603006.SH	19.85	0.67	0.78	0.86	29.64	25.44	23.10
可比公司平均		-	-	-	-	34.49	28.81	23.94

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 2017 年 9 月 26 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 1965 万股，发行价 15.09 元，对应 2016 年

发行前 PE 为 17.24 倍。预计募集资金净额 25179.29 万元，发行费用 4472.56 万元。

参考可比公司的估值水平，我们认为给予公司 2017 年每股收益 25-30 倍市盈率较为合理，对应估值区间为 23.75-28.50 元。

六、附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	88	254	287	368
存货	86	96	122	135
应收账款及票据	52	55	71	75
其他	7	9	10	13
流动资产合计	232	414	491	591
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	123	242	255	264
在建工程	0	0	0	0
无形资产	34	39	43	47
其他	7	5	5	5
非流动资产合计	167	288	307	319
资产总计	399	702	797	910
短期借款	15	0	0	0
应付账款及票据	52	66	76	92
其他	57	39	44	51
流动负债合计	124	106	121	143
长期借款&应付债券	5	5	5	5
其他	5	5	5	5
非流动负债合计	10	10	10	10
负债合计	134	116	130	153
少数股东权益	18	18	18	18
股东权益合计	265	587	667	756
负债和股东权益	399	702	797	910
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	55	75	86	96
折旧和摊销	16	41	52	58
营运资本变动	24	2	36	4
经营活动现金流	57	114	100	147
资本支出	(38)	(165)	(70)	(70)
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	(43)	(162)	(67)	(67)
股权融资	0	252	0	0
负债变化	0	(15)	0	0
股息支出	4	5	6	6
融资活动现金流	28	235	0	1
净现金流	48	187	34	81

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	317	388	458	532
营业成本	186	220	265	312
营业税金及附加	4	5	6	7
营业费用	27	34	40	46
管理费用	39	48	57	66
财务费用	(4)	(3)	(6)	(7)
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	61	84	97	109
营业外收支净额	4	4	4	4
利润总额	65	88	101	112
所得税	10	13	15	17
净利润	55	75	86	96
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	54	75	86	95
财务比率分析				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	34.40%	22.38%	18.14%	16.26%
EBITDA 增长率	48.49%	55.25%	16.73%	11.16%
EBIT 增长率	51.72%	29.87%	11.83%	10.60%
净利润增长率	53.40%	37.20%	14.71%	11.26%
毛利率	33.86%	33.97%	33.63%	41.13%
EBITDA/总收入	25.60%	32.48%	32.10%	30.69%
EBIT/总收入	20.70%	21.96%	20.79%	19.78%
净利润率	17.22%	19.31%	18.75%	17.94%
资产负债率	29.37%	16.47%	16.35%	16.85%
流动比率	2.10	3.91	4.07	4.12
速动比率	1.24	3.00	3.05	3.17
总资产回报率(ROA)	17.47%	12.12%	11.94%	11.57%
净资产收益率(ROE)	22.00%	13.12%	13.20%	12.91%

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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。