

日期: 2017年10月31日

行业: 汽车



国内领先的汽车同步器组件供应商

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 RMB22.39 元
 上市合理估值 RMB46.0-55.2 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 26.67
 发行后总股本 (百万股) 106.67
 发行数量占发行后总股本 25%

保荐机构 招商证券

主要股东 (IPO 前)

向朝东 25.00%
 徐应超 9.50%
 向星星 9.31%

收入结构 (2017H1)

铜环 32.17%
 钢环 30.18%
 齿毂、齿套 19.58%
 结合齿 11.17%
 其他主营业务 6.73%
 其他业务 0.16%

报告编号: QCXGDJ-4

首次报告日期: 2017年10月31日

■ 投资要点

公司简介

公司主要产品为包括铜质齿环、钢质齿环、齿毂、齿套、结合齿等在内的汽车变速器用同步器组件, 具备同步器总成全产品线供应能力, 产品可应用于乘用车及商用车市场。目前上汽集团、东风汽车集团、一汽集团、大众汽车集团、长安汽车集团、吉利汽车、中国重汽集团、潍柴集团、格特拉克、唐山爱信、万里扬、蓝黛传动、杭州依维柯等均为公司直接或者间接配套的客户。

高端手动变速器和自动变速器国产化是必然趋势, 其中同步器齿环使用量较多的DCT已经成为自主品牌厂商的主攻方向, 其原因在于研发DCT具有技术门槛相对较低、可以使用现有的MT生产线等优势。目前, 包括上汽、长城、吉利、比亚迪、广汽、江淮等在内的主流自主品牌均已建立DCT生产基地, 并陆续推出搭载DCT的车型, DCT在国内自动变速器市场的份额有望不断提升。

盈利预测

预计公司2017年至2019年营业收入为7.82亿元、8.93亿元、10.42亿元, 同比增长21.45%、14.19%、16.69%; 归属于母公司股东的净利润1.47亿元、1.71亿元、1.98亿元, 同比增长16.68%、16.08%、15.94%; 对应EPS为1.84元、2.14元、2.48元。

合理估值

公司计划发行股份 2667 万股, 发行价 22.39 元, 对应 2016 年发行前 PE 为 17.24 倍。预计募集资金净额 55445.67 万元, 发行费用 4268.46 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 46.0 元-55.2 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	643.82	781.94	892.86	1041.87
年增长率	7.10%	21.45%	14.19%	16.69%
归母净利润	126.27	147.33	171.03	198.29
年增长率	18.46%	16.68%	16.08%	15.94%
每股收益 (元)	1.58	1.84	2.14	2.48

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

公司主要产品为包括铜质齿环、钢质齿环、齿毂、齿套、结合齿等在内的汽车变速器用同步器组件，可应用于乘用车及商用车市场，配套客户覆盖上汽、东风、一汽、大众、长安、吉利、中国重汽、潍柴、格特拉克、唐山爱信、万里扬、蓝黛传动、杭州依维柯等国内整车厂商或变速器生产商。

图 1 汽车变速器用同步器主要构成

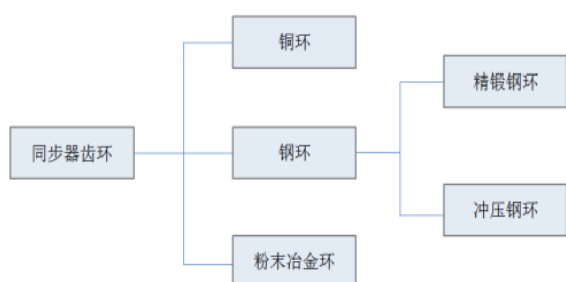


数据来源：招股说明书 上海证券研究所

同步器齿环是汽车变速器中的关键零件，在换挡时通过同步器齿环与齿轮的摩擦作用，快速实现变速器输入轴和输出轴同步，无需人为地通过空挡加、减油门的方式实现齿轮转速的同步，有效消除了换挡的冲击，使得换挡操作简洁轻便并延长变速器的寿命，降低换挡时的油耗。

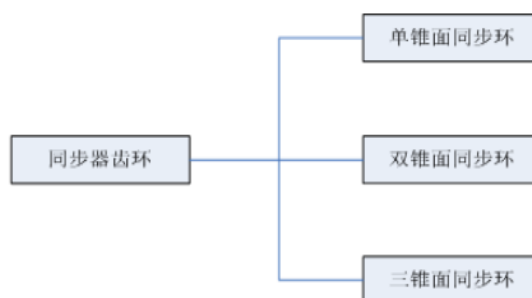
按基体材料和生产工艺的补贴，同步器齿环可以分为多元复杂铜合金齿环、铁基粉末冶金同步环、精锻钢环、冲压钢环，其中铜环在强度、耐磨性、综合机械性能、成本等方面具有优势，主要用于轻载荷变速器；钢环和粉末冶金环加上摩擦材料后摩擦性能好，用于重载荷变速器。按锥面不同，同步器齿环可以分为单锥面同步环、双锥面同步环和三锥面同步环等。

图 2 同步器齿环分类（按基体材料）



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 3 同步器齿环分类（按锥面）



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

（1）变速器国产化加速，有利于同步器行业的发展

汽车变速器按操纵方式分类可以分为手动变速器和自动变速器两大类，其中自动变速器又分为 AMT、DCT、AT、CVT 四种，其中手动变速器、AMT、DCT 都需要用到同步器。目前国内已经能够生产中低端变速器，未来高端手动变速器以及自动变速器将逐步实现国产化，这一趋势有利于同步器行业的发展。

表 1 自动变速器类型及特点

代表类型	传动装置	特点	搭载品牌
AT (液力式机械变速器)	液力变矩器+行星 齿轮组	换挡品质好；结构复杂；控制难度大；传动效率低	通用、福特、克莱斯勒、丰田、本田、三菱、现代、标志、大众、雪铁龙、宝马、奔驰等
CVT (无级式变速器)	液力变矩器+行星 齿轮+钢带-锥形轮	一定范围内速比连续变化，无顿挫感；传动效率低；转矩容量有限	日产、丰田、本田、奥迪、克莱斯勒等
AMT (机械式自动变速器)	离合器+定轴齿轮 组	结构简单、传动效率高、换挡动力终端，平顺性差	菲亚特等
DCT (双离合变速器)	双离合器+定轴齿 轮组	传动效率高、换挡品质好、控制难度大、结构较复杂	大众、奥迪、福特、菲亚特、沃尔沃、保时捷、宝马、奔驰、三菱等

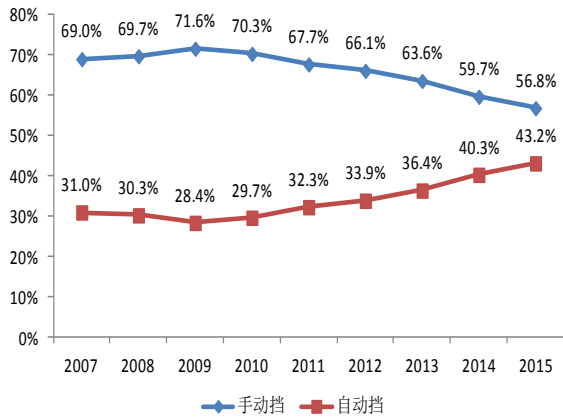
数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

（2）国产 DCT 有望崛起，提高单个变速器齿环用量

自动变速器市场占有率不断提升，2007 年至 2015 年国内乘用车自动挡的渗透率由 31.0% 上升至 43.2%，手动挡的渗透率由 69.0% 下降至 56.8%，预计这一趋势仍将延续。盖世汽车统计，2015 年在售车型中，MT、AT、DCT、CVT、AT 和电动变速器分别占车型数量的 45%、34%、9%、8%、2% 和 2%；手动变速器在外资品牌车型中的占比仅为 34%，而在自主品牌车型中的占比则达到了 56%，

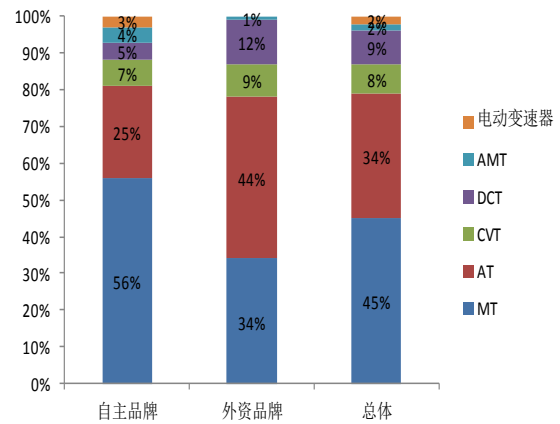
自动变速器在自主品牌中仍有较多向下渗透的空间。

图 4 国内乘用车自动挡渗透率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 2015 年在售乘用车车型变速器结构对比



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

齿环使用量较多的 DCT 已经成为国内自主品牌厂商在自动变速器领域的主攻方向。在自动变速器的各技术路线中, AT 和 CVT 发展历史较长, 技术更加成熟, 但变速器的供应为国外所垄断; 而 DCT 的发展时间短、技术门槛相对较低、并可以使用现有的 MT 生产线, 各大自主品牌普遍选择进行 DCT 作为自动变速器的突破口。目前, 包括上汽、长城、吉利、比亚迪、广汽、江淮等在内的主流自主品牌均已建立 DCT 生产基地, 并陆续推出搭载 DCT 的车型, DCT 在国内自动变速器行业的市场份额有望不断提升。

表 2 单个变速器使用同步器齿环数量

变速器类型	单个变速器用环数
手动变速器 MT	5~17
自动变速器 AMT (机械自动变速器)	5~17
DCT (双离合自动变速器)	10~17
AT (液力自动变速器)	-
CVT (机械无极自动变速器)	-

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

表 3 自主品牌整车厂自动变速器发展方向

整车厂	技术路线	配套品牌	工厂位置	变速器产能规划
上汽	DCT	上汽通用、荣威、名爵、众泰	上海	24 万台
	CVT	上汽通用五菱	柳州	20 万台
长城	DCT	WEY	保定	100 万台
吉利	AT	吉利	济宁、湘潭	60 万台

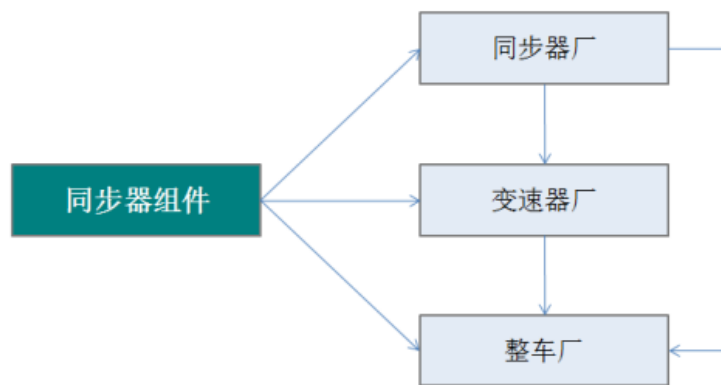
	DCT	吉利	宁波	30万台
比亚迪	DCT	比亚迪	深圳	-
广汽	DCT	广汽传祺	杭州	-
江淮	DCT	江淮	六安	30万台

数据来源：公开信息 上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

我国从上世纪八十年代开始广泛应用汽车同步器技术，并在八十年代中期逐步实现同步器齿环的国产化。目前国内汽车同步器市场以整车配套市场为主，并且市场集中度较高，仅有少数企业进入同步器组件高端产品的生产制造领域，包括公司、武汉协和齿环有限公司、代傲同步技术制造（无锡）有限公司、常州光洋轴承股份有限公司等。整车配套市场上，整车厂及变速器厂一般倾向于和同步器企业形成稳定的合作关系，同步器组件生产企业若要通过认证需要进行大量的固定资产投资和长期的技术积累，认证过程一般需要2~3年时间，形成了较高的市场进入壁垒。而行业内的中小企业则主要面向售后维修市场，市场竞争激烈、毛利率水平较低。

图 6 同步器配套模式



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 4 公司主要竞争对手

公司名称	主要产品	配套客户
武汉协和齿环有限公司	成立于 1995 年 11 月，为中日合资企业，主营业务是研发、制造、销售汽车变速箱同步器齿环产品	一汽、长安、唐山爱信、大同齿轮、法士特、依维柯、江铃、奇瑞、吉利、江淮、比亚迪、日产、上海通用、神龙、长城、格特拉克、现代岱摩斯
代傲同步技术制造（无锡）有限公司	德资企业，主营业务为开发生产同步器齿环及零部件，主要产品包括传统黄铜同步环和覆盖新式涂层的钢质同步环	-

常州光洋轴承股份有限公司 主营业务为汽车精密轴承的研发、生产和销售，主要产品为滚针轴承、滚子轴承、离合器分离轴承与轮毂轴承单元、锥环、同步器、行星排等，运用于汽车变速器、离合器、重卡车桥和轮毂等重要总成

一汽、东风、上汽、长安、重汽、奇瑞、吉利、长城、东南、江铃、江淮、陕汽、采埃孚、伊顿、爱信、格特拉克、法雷奥、TCM

数据来源：招股说明书 相关公司网站 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司经过长期品牌、技术、客户的积累，在生产规模、技术水平、配套能力等方面均处于行业领先水平。

(1) 客户资源优势

依靠产品良好的品质和稳定的配套能力，公司在近年来的业务发展中积累了大量的优质客户，上汽集团（上汽通用、上海大众、上海汽车、上汽通用五菱）、东风汽车集团（东风日产、东风乘用车）、一汽集团（一汽大众、一汽轿车、一汽解放）、大众汽车集团（大连大众、天津大众）、长安汽车集团（长安福特、长安铃木、长安汽车）、吉利汽车、中国重汽集团、潍柴集团（法士特、株洲齿轮）、格特拉克、唐山爱信、万里扬、蓝黛传动、杭州依维柯等均为公司直接或者间接配套的客户。

图 7 2015 年公司主要客户销售收入占比 (%)

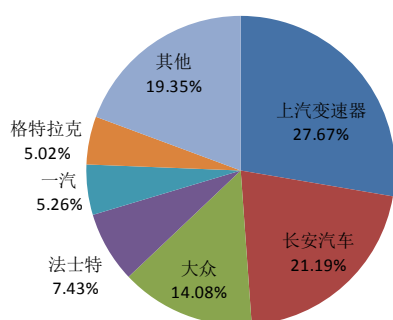
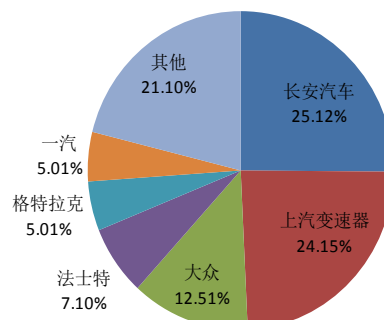


图 8 2016 年公司主要客户销售收入占比 (%)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

(2) 技术研发优势

公司掌握原材料铜合金制造技术、关键模具设计和制造技术、精密锻造技术、热处理技术、数控加工技术、摩擦材料粘附技术等关键技术，在国内同行业中处于领先水平。模具设计技术方面，公司不断缩小和跨国公司的差距，占据国内领先地位；专用设备的设计和制造方面，公司根据产品和工艺特点自行设计了多台专用设备

备，确保产品工艺质量、提高生产效率；此外，公司引进德国舒勒全自动冲压生产线、德国进口制齿倒角复合加工生产线等具有国际先进水平的高精度生产设备，以提高产品质量，扩大生产能力。

表 5 公司核心技术

技术名称	技术简介	所处阶段
同步器齿环加工技术	采用精密锻压及机加有机结合的制造工艺，不仅有利于原材料的节约，提高生产效率，并且齿环的强度得到显著的提升。	批量应用
冲压钢环成型技术	利用材料的塑形原理，在常温下采用板材直接成形齿环；该技术不仅极大的提高生产效率及原材料的利用率，而且产品具有重量轻、尺寸一致性好、强度高优点。	批量应用
中间环加工技术	采用冲压及机加有机结合的制造工艺，改善了锥形薄壁件加工过程的变形，不仅显著提升生产效率，并且产品的一致性好，强度高。	批量应用
同步器制造技术	采用国际、国内先进的加工工艺及设备，生产效率高、产品尺寸一致性好、自动化程度高。	批量应用
变速器结合齿加工技术	采用旋分制齿、倒角工艺，齿形精度高、一致性好，效率比普通滚齿、倒角工艺提高 3 倍。	批量应用
DCT 双离合主转毂支撑加工技术	采用五轴车铣复合加工中心车加工、钻高精度细孔，并采用高压气淬、热能去毛刺等新工作生产，节省能源、有利环保，生产效率高。	批量应用
同步器齿套加工技术	采用国际、国内先进的加工工艺及设备，缩减生产流程，生产效率高、产品尺寸一致性好、自动化程度高，一人操作多条生产线。	批量应用
同步器齿套大、小径压淬成形技术	利用类似产品变形控制，结合我公司产品自身特点，采用工装改进，使用大、小径定位进行压淬处理，保证各种齿套尺寸一致性好、合格率高、质量稳定等优点。	批量应用
齿毂组合加工技术	采用国际先进生产设备，优化制造工艺，一次装夹加工多工位，显著提升生产效率，保证了产品质量。	批量应用
同步器齿套热后硬车自动化加工技术	采用国内先进的加工工艺及设备，自动化上下料，生产效率高、产品尺寸一致性好、自动化程度高。	批量应用
全自动成像检验技术	采用工业高清晰成像系统，实现齿环数字化成像，做到检测点明确，检测动作迅速干脆，2 秒/件，无错检漏检现象，检测结果可以量化分级，不同的缺陷分类，减少人工。	批量应用
铜管节材技术	精确控制挤制铜管的尺寸，直接切成齿圈，不再加工内外圆，就用于锻造，材料利用率提高 9.24%，减少对铜等重要资源的消耗。	批量应用

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

(3) 全产品线供应优势

公司在同步器齿环的基础上不断扩充结合齿、齿毂、齿套等其他同步器组件产品，目前已具备同步器组件全产品线供应能力，有

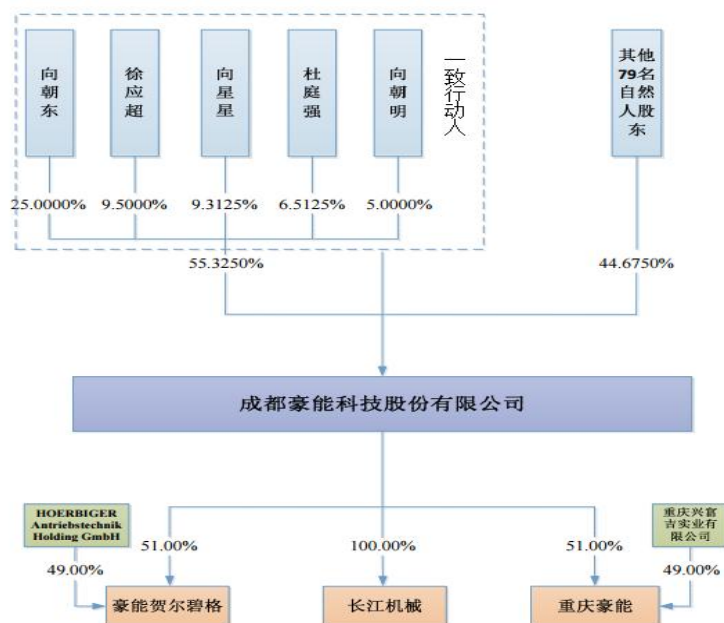
效提升了各零部件之间的匹配性，有助于进一步扩大市场份额。同时，公司掌握多项核心技术和产品快速设计开发的综合能力，能够配套多重不同品牌、不同档次及不同结构的重型车、中型车、轻型车、微型车、轿车全系列车型，形成行业领先的配套能力。

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

公司前身成都豪能机械有限公司成立于 2006 年 9 月，2008 年 3 月整体变更为股份公司。公司控股股东、实际控制人为向朝东，直接持有公司 25.00% 的股份，徐应超、向星星、杜庭强、向朝明为其一致行动人。

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

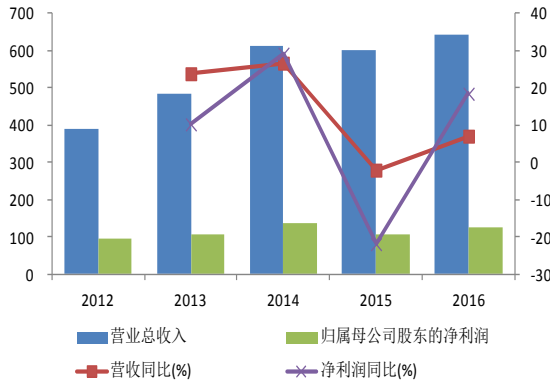
2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2014 年至 2016 年公司分别实现营业收入 6.13 亿元、6.01 亿元、6.44 亿元，同比增长 26.68%、-2.01%、7.10%；实现归属母公司股东的净利润 1.36 亿元、1.07 亿元、1.26 亿元，同比增长 29.21%、-21.86%、18.46%。

从产品结构来看，2016 年公司铜环、钢环、齿毂齿套、结合齿

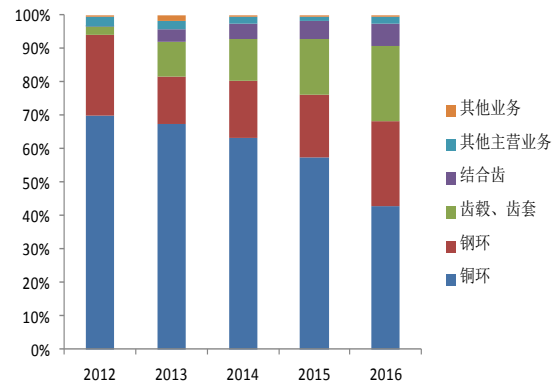
等业务销售收入分别为 2.75 亿元、1.64 亿元、1.45 亿元、0.43 亿元，占全年营收的 42.76%、25.51%、22.52%和 6.63%。齿毂、齿轮和结合齿的比例不断提高。

图 10 2012 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 2012 年~2016 年主营构成 (百万元)

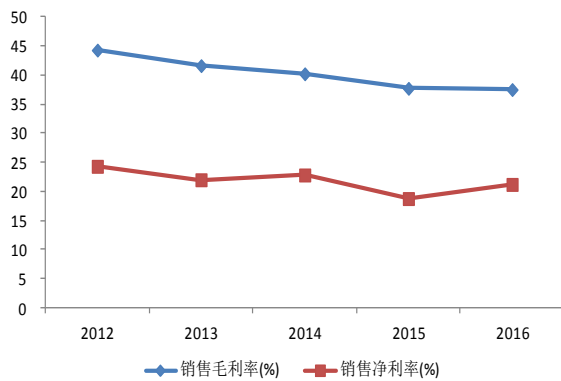


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

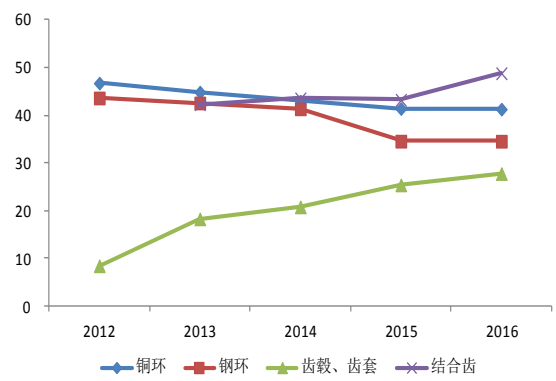
公司整体毛利率水平保持平稳下降趋势。2014 年至 2016 年，公司销售毛利率分别为 40.23%、37.73%、37.52%，销售净利率为 22.84%、18.79%、21.22%。其中铜环、钢环毛利率小幅下降，齿毂齿套、结合齿毛利率保持上升趋势。

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 2012 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 2667 万股，发行价 22.39 元/股，募集资金拟投入泸州长江机械有限公司整体搬迁项目、双离合变速器用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目、汽车同步器冲压中间环生产线

技术改造项目、汽车同步器冲压中间环生产线二期技术改造项目、汽车同步器冲压齿环生产线改造项目等项目。

表 6 募集资金运用计划 (万元)

	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	泸州长江机械有限公司整体搬迁项目	50,000	35,465
2	双离合变速器 (DCT) 用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目	32,000	30,291
3	汽车同步器冲压中间环生产线技术改造项目	2,420	1,378
4	汽车同步器冲压中间环生产线二期技术改造项目	7,700	7,700
5	汽车同步器冲压齿环生产线改造项目	23,700	23,700
	合计	115,820	98,534

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

公司期间费用率保持稳定, 2014 年至 2016 年期间费用率分别为 13.37%、15.29%、15.29%。其中销售费用率分别为 2.08%、2.41%、2.85%, 管理费用率分别为 10.58%、12.53%、11.95%, 财务费用率分别为 0.72%、0.35%、0.50%。

图 14 2013 年~2016 年期间费用率 (%)

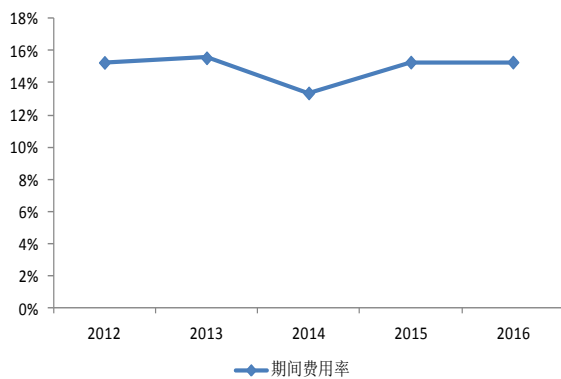
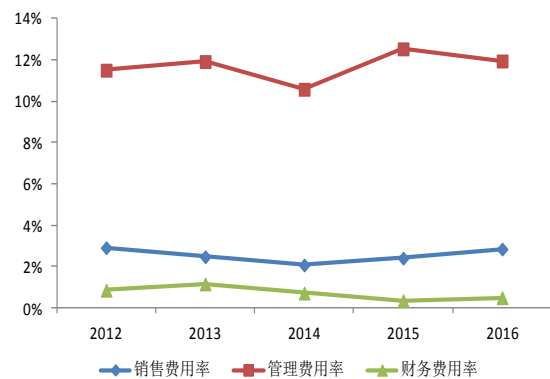


图 15 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



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、存货周转率保持稳定。2014 年至 2016 年公司应收账款周转率分别为 3.88、3.87、3.85, 存货周转率分别为

3.28、2.69、2.54。

图 16 2013 年~2016 年应收账款周转率 (%)

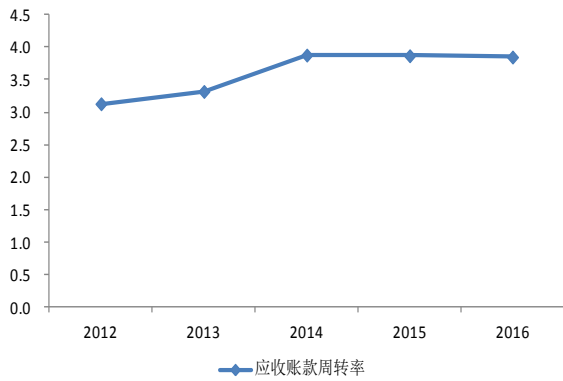
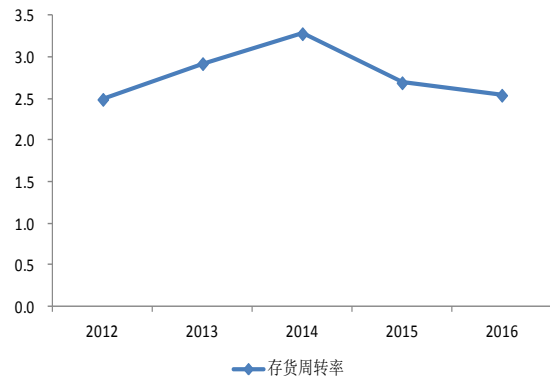


图 17 2013 年~2016 年存货周转率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

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

假设公司钢环、齿毂齿套、结合齿等产品销售收入保持稳定增长,且整体毛利率水平基本稳定,预计公司 2017 年至 2019 年营业收入为 7.82 亿元、8.93 亿元、10.42 亿元,同比增长 21.45%、14.19%、16.69%;归属于母公司股东的净利润 1.47 亿元、1.71 亿元、1.98 亿元,同比增长 16.68%、16.08%、15.94%;对应 EPS 为 1.84 元、2.14 元、2.48 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)	601.12	643.82	781.94	892.86	1041.87
年增长率 (%)	-2.01%	7.10%	21.45%	14.19%	16.69%
归属于母公司股东的净利润 (百万元)	106.60	126.27	147.33	171.03	198.29
年增长率 (%)	-21.86%	18.46%	16.68%	16.08%	15.94%
每股收益 (元)	1.33	1.58	1.84	2.14	2.48

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 经济周期波动的风险

汽车变速器用同步器组件的行业景气度主要取决于下游整车行业市场状况,受到宏观经济影响较大,如果宏观经济发生周期性

波动，公司客户经营状况恶化，可能对公司业务量和应收账款回收情况产生不利影响。

4.2 产品替代的风险

汽车变速器中，MT、AMT、DCT 使用同步器，而 AT、CVT 则不使用同步器，如果 AT 和 CVT 的市场份额提升，可能影响公司业务规模扩张。

4.3 产品价格下降风险

国内汽车市场整车价格呈现下降趋势，下游整车厂商通过降低零部件采购价格的方式来转移整车降价的压力，从而缩小上游零部件企业的盈利空间，可能对公司产品价格产生不利影响。

4.4 公司业绩下滑风险

受整车行业发展速度、产品市场需求变化以及价格波动等因素的影响，公司近年净利润水平有所波动。如果不能持续开发新产品、有效调整产品结构并降低经营成本，则公司存在业绩下滑的风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

选取与公司业务相近的精锻科技、双环传动、蓝黛传动作为参考，2017 年、2018 年可比公司平均 PE 分别为 26.59 倍、18.83 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
精锻科技	300258.SZ	15.77	0.47	0.63	0.83	33.49	24.89	19.00
双环传动	002472.SZ	10.61	0.27	0.37	0.50	38.66	28.75	21.25
蓝黛传动	002765.SZ	10.48	0.30	0.40	0.65	34.94	26.14	16.23
可比公司平均	-	-	-	-	-	35.70	26.59	18.83

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 10 月 31 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 2667 万股，发行价 22.39 元，对应 2016 年发行前 PE 为 17.24 倍。预计募集资金净额 55445.67 万元，发行费用 4268.46 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 46.0 元-55.2 元。

六、附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	55	495	555	564
存货	156	227	211	300
应收账款及票据	350	402	457	546
其他	45	69	62	90
流动资产合计	606	1,193	1,284	1,500
长期股权投资	6	6	17	17
固定资产	548	698	781	800
在建工程	47	0	0	0
无形资产	37	42	46	49
其他	27	31	20	20
非流动资产合计	665	778	864	885
资产总计	1,271	1,970	2,148	2,385
短期借款	16	0	0	0
应付账款及票据	212	251	279	340
其他	28	9	9	10
流动负债合计	256	261	287	350
长期借款&应付债券	45	75	75	75
其他	113	94	94	94
非流动负债合计	159	169	169	169
负债合计	414	430	456	519
少数股东权益	75	87	101	117
股东权益合计	856	1,541	1,692	1,867
负债和股东权益	1,271	1,970	2,148	2,385
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	137	159	185	215
折旧和摊销	41	101	122	137
营运资本变动	34	120	16	159
经营活动现金流	137	145	287	192
资本支出	(206)	(220)	(210)	(160)
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	(214)	(211)	(201)	(151)
股权融资	0	554	0	0
负债变化	0	14	0	0
股息支出	0	29	34	40
融资活动现金流	65	541	(27)	(31)
净现金流	(12)	475	59	10

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	644	782	893	1,042
营业成本	402	486	556	649
营业税金及附加	6	7	8	9
营业费用	18	19	22	25
管理费用	77	91	104	122
财务费用	3	0	(5)	(6)
资产减值损失	1	1	1	1
投资收益	(4)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	132	176	207	241
营业外收支净额	26	11	11	11
利润总额	159	188	218	252
所得税	22	28	33	38
净利润	137	159	185	215
少数股东损益	10	12	14	16
归属母公司净利润	126	147	171	198
财务比率分析				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	7.10%	21.45%	14.19%	16.69%
EBITDA 增长率	24.61%	42.79%	15.90%	14.82%
EBIT 增长率	19.48%	16.37%	13.25%	16.13%
净利润增长率	20.94%	16.68%	16.08%	15.94%
毛利率	37.52%	37.79%	37.71%	37.72%
EBITDA/总收入	31.20%	36.68%	37.23%	36.63%
EBIT/总收入	24.78%	23.74%	23.55%	23.43%
净利润率	21.22%	20.39%	20.73%	20.59%
资产负债率	30.45%	21.80%	21.24%	21.75%
流动比率	2.42	4.58	4.47	4.29
速动比率	1.76	3.71	3.74	3.43
总资产回报率 (ROA)	12.96%	9.42%	9.79%	10.24%
净资产收益率 (ROE)	16.16%	10.13%	10.75%	11.33%

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±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±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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。