

华懋科技（603306）深度研究

气囊布市场空间被低估，优质龙头确定性受益

2018年03月06日

【投资要点】

- ◆ **市占率稳步提升，龙头地位不可撼动。**近年来，随着汽车安全法规的进一步推进和人们对交通安全问题的愈加重视，安全气囊布行业前景广阔。华懋科技作为安全气囊布行业龙头，积极抢占市场份额，同时时间接受益高田破产事件，公司市占率得到稳步提升。
- ◆ **产品、原材料结构不断优化，公司毛利率上升潜力大。**华懋科技主营产品包括安全气囊布和安全气囊袋。近年来，公司不断改善产品结构，高附加值的安全气囊袋占比升高，推动公司盈利能力增强。此外，涤纶进一步替代锦纶成为公司生产安全气囊布的原材料，涤纶价格远低于锦纶，公司生产成本有望降低，推动毛利率提升。
- ◆ **乘用车销量增长，单车气囊用布量提升同时作用打开成长空间。**未来三年，乘用车销量增速放缓但仍确定性增长。单车气囊用布量逐年上升则进一步打开安全气囊布市场空间。同时，SUV销量的“崛起”成为乘用车市场一道亮丽的“风景”。SUV单车气囊用布量增速远高于轿车增速，我们看好SUV“崛起”对安全气囊布市场带来的加速扩容。

【投资建议】

- ◆ 公司未来成长性确定，我们持续看好公司发展。预计华懋科技2017/2018/2019年营业收入分别为10.37/12.32/14.64亿元，归母净利润分别为2.71/3.39/4.32亿元，EPS分别为1.15/1.44/1.83元，对应市盈率分别为21/16/13倍，参考行业可比公司，考虑公司确定性成长空间，给予公司2018年20倍PE，首次覆盖，评级“增持”，六个月目标价：28.8元。

盈利预测

项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	889.57	1037.34	1231.71	1464.03
增长率（%）	31.56	16.61	18.74	18.86
EBITDA（百万元）	336.99	367.02	455.98	574.44
归母净利润（百万元）	262.48	270.58	339.47	432.02
增长率（%）	50.27	3.08	25.46	27.26
EPS（元/股）	1.11	1.15	1.44	1.83
市盈率（P/E）	21.27	20.63	16.45	12.92
市净率（P/B）	4.30	3.87	3.40	2.88
EV/EBITDA	15.06	13.13	10.30	7.82

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 单车气囊配备数增长不及预期
- ◆ 行业竞争加剧、原材料价格上涨超过预期


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

目标价：28.8元

东方财富证券研究所

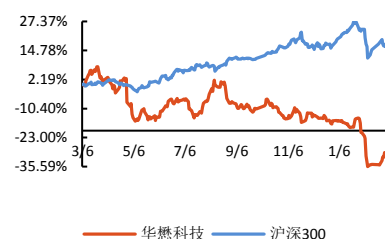
证券分析师：刘志凌

证书编号：S1160517100001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	5583.04
流通市值（百万元）	5028.94
52周最高/最低（元）	37.92/21.09
52周最高/最低（PE）	32.23/19.23
52周最高/最低（PB）	6.24/3.98
52周涨幅（%）	-30.47
52周换手率（%）	159.25

相关研究

正文目录

1. 深耕安全气囊布领域，龙头地位不可撼动	4
1.1. 主营业务突出	4
1.2. 股权结构稳定，高管增持彰显信心	5
1.3. 国内安全气囊布市场龙头，定增扩产正当时	6
1.3.1. 竞争对手均为跨国企业，公司产能遥遥领先	6
1.3.2. 产能利用率高，定增扩产迫在眉睫	7
1.3.3. 未来产能规划合理，龙头地位稳固	8
1.4. 上游原材料供给充足，下游优质客户全覆盖	8
1.4.1. 上游客户合作密切，原材料供给充足	8
1.4.2. 下游客户均为气囊总成巨头，终端来看主流车型皆有覆盖	9
2. 四大核心优势打造行业巨头	10
3. 经营业绩短期承压不改长期看好	12
3.1. 营收稳定增长，利润短期承压	12
3.2. 三大因素助推毛利率回升，利润增长长期有看点	15
3.3. 扩产募资导致 ROE 短期下降，长期将恢复正常水平	15
4. 市占率稳步上升，两大驱动力打开未来市场空间	17
4.1. 不惧竞争，市占率稳步上升	17
4.2. 间接获益高田事件	18
4.3. 驱动力一：我国汽车产销量增长趋势不变	19
4.3.1. 长期看，千人汽车保有量与发达国家差距明显，成长空间巨大	19
4.3.2. 短期看，汽车产销量增长趋势放缓但增长仍然确定、SUV 异军突起	20
4.4. 驱动力二：单车气囊用布量逐年提升	21
4.4.1. “法律法规政策出台+公众安全意识加强”推动单车气囊配置数增加	21
4.4.2. 单车用布量提升速度测算	22
4.4.3. SUV 占比提高进一步带动单车气囊用布量上升	24
5. 盈利预测	25
6. 估值与投资建议	26
7. 多因素驱动	27
8. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 安全气囊工作原理（待用）	4
图表 2: 安全气囊工作原理（工作）	4
图表 3: 公司产品清单	5
图表 4: 公司各业务营收占比（亿元）	5
图表 5: 公司 2016 年各业务毛利占比	5
图表 6: 股权转让后公司股权结构图	6
图表 7: 竞争对手情况	7
图表 8: 华懋科技与竞争对手产能比较（万平米）	7
图表 9: 公司产能及利用率（万平米）	8
图表 10: 公司锦纶消耗量情况	9
图表 11: 国内安全气囊市场格局	10
图表 12: 公司各大客户收入占比（2017H1）	10
图表 13: 安全气囊产业链全析	10
图表 14: 四大优势打造安全气囊布巨头	11
图表 15: 公司研发费用逐年快速上升（万元）	12
图表 16: 营收稳定增长	13
图表 17: 利润短期承压	13
图表 18: 安全气囊布成本构成	13
图表 19: 锦纶价格与毛利率敏感性分析	13
图表 20: 毛利率对比	14
图表 21: 净利率对比	14
图表 22: 三费率走势图	14
图表 23: 销售费用率可比公司对比图	14
图表 24: 管理费用率可比公司对比图	14
图表 25: 财务费用率可比公司对比图	14
图表 26: 锦纶与涤纶价格走势（元/吨）	15
图表 27: 近五年布袋比走势图	15
图表 28: ROE 短期下降	16
图表 29: ROE 明显高于可比上市公司	16
图表 30: 杜邦分析法拆解 ROE	17
图表 31: 市占率稳步上升	18
图表 32: 世界汽车被动安全市场格局（高田破产前）	19
图表 33: 各国汽车千人保有量对比（辆）	20
图表 34: 近五年我国汽车销量走势及预测（万辆）	20
图表 35: 国家相关安全法规	21
图表 36: 销量排名前十乘用车车型安全气囊装车数变化	23
图表 37: 主副驾安全气囊	24
图表 38: 主副驾及前排侧安全气囊	24
图表 39: 天窗气囊	24
图表 40: 外部全副安全气囊	24
图表 41: 各类别乘用车单车气囊用布量增速	25
图表 42: 公司分业务收入预测	25
图表 43: 盈利预测关键财务数据	26
图表 44: 同行业估值比较	26
图表 45: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设	27

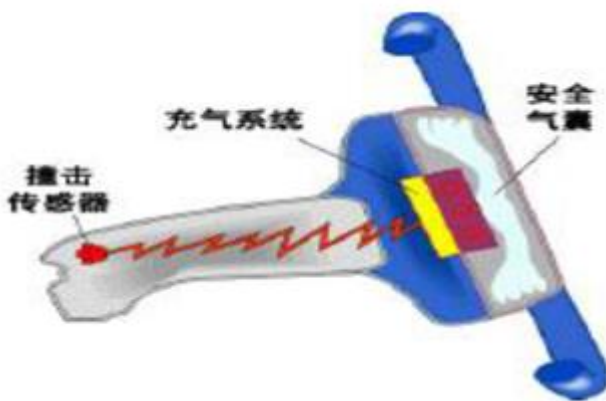
1. 深耕安全气囊布领域，龙头地位不可撼动

1.1. 主营业务突出

华懋科技是汽车安全领域的系统部件提供商。主要产品为汽车安全气囊布、安全气囊袋以及安全带等被动安全系统部件。华懋科技是国内较早实现安全气囊布规模商业化生产的企业之一，也是目前国内安全气囊布细分市场的龙头企业。安全气囊布作为一种安全部件，需要满足精确的透气性、高强度，良好的伸长性能、高弹性、回复性、质量轻、柔软性好、长期使用的稳定性、抗温、抗湿、抗老化、阻燃性、环保性等一系列性能要求。

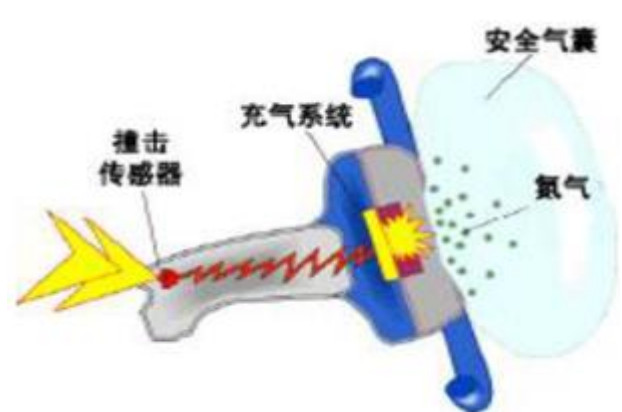
安全气囊包括撞击传感器、充气系统、安全气囊袋等多个部件。公司产品则是下图中的安全气囊（袋）和用来织成袋的安全气囊布。

图表 1: 安全气囊工作原理（待用）



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 2: 安全气囊工作原理（工作）



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

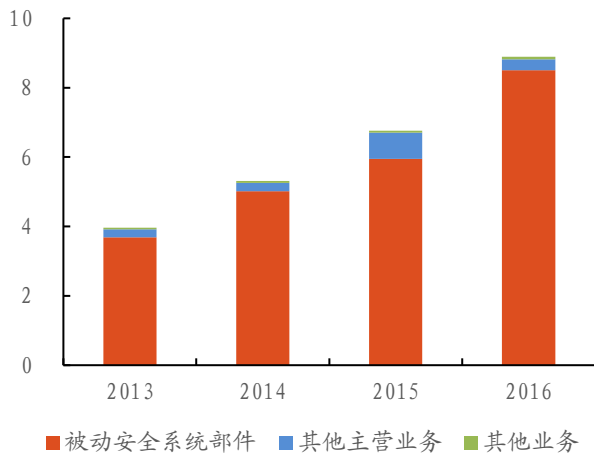
公司产品种类多，新产品包括夹网布、防弹布等。但**公司主营业务突出，安全气囊布和安全气囊袋销售收入占比高达 85% 以上**。公司在 2016 年年报中将安全带业务收入从其他主营业务收入划至被动安全系统部件收入中，安全带业务收入占比 10% 左右，且呈现稳定增长趋势。其他业务收入占比低，且每年保持相对稳定。

图表 3: 公司产品清单

产品名称	特点
安全气囊布	强度高、阻燃性好、耐磨性强等特点，适合用来做 DAB、PAB、SAB、CAB、KAB 等各种类型的气囊。
安全气囊袋	采用国际先进的切割缝纫设备，目前可生产各类气囊产品。同时也是国内首家对 OPW 进行研究开发的生产商。
安全带	可生产各种规格织带（欧标、美标和国标安全带、拉带）
OPW	一次成型气囊袋，国内首家对 OPW 进行研究开发的生产商，是全球仅有的几家 OPW 生产商之一。
防弹布	自主开发出的不同规格的防弹成衣及防弹头盔面料，包括软硬不同系列，已通过实弹测试认可。
夹网布	强度高、抗拉、抗撕、环保；广泛应用于大型户外用品、运动器材、汽车篷盖、灯箱广告、遮阳雨帆布、喷画夹网胶皮、水池布等。

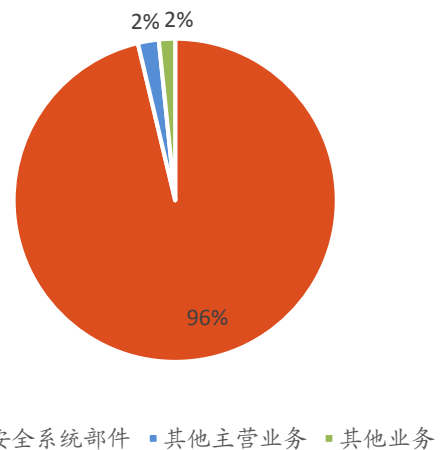
资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 4: 公司各业务营收占比（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5: 公司 2016 年各业务毛利占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 股权结构稳定，高管增持彰显信心

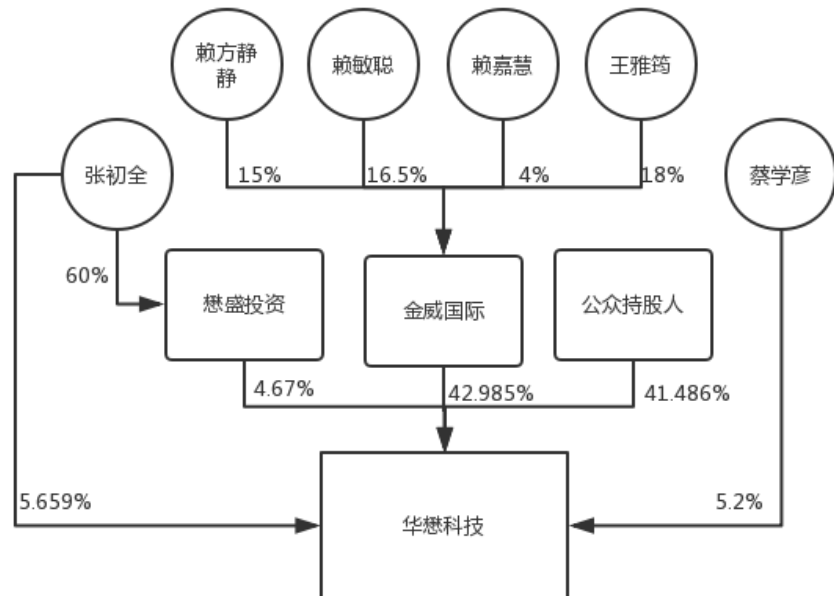
公司实际控制人是赖氏家族。金威国际作为华懋科技的控股股东，目前持有公司 42.985% 股权。赖氏家族通过控股金威国际有限公司间接控股华懋科技，赖敏聪先生、赖方静静女士、王雅筠女士及赖嘉慧女士，分别间接持有公司 7.09%、6.45%、7.74% 和 1.72% 股权，股权结构稳定。

17 年 11 月 28 日，公司控股股东金威国际与张初全、蔡学彦签署《股份转让协议》，通过协议转让方式，以每股转让价格 27.8 元价格转让其持有的华懋科技 2527.08 万股，占总股本 10.7%。当日公司股票收盘价为 29.1 元每股。协议转让价格十分接近市场价格彰显管理层经营信心。转让后，张初全直接持有公司 5.659% 股权，通过懋盛投资间接持有公司 2.8% 股权，蔡学彦直接持有公

司 5.2% 股权。

本次股权转让后，公司管理层持股比例上升，公司股东利益与管理层利益更加紧密地联系在一起。此外，持有更多本公司股权也体现了管理层的经营信心。

图表 6：股权转让后公司股权结构图



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 国内安全气囊布市场龙头，定增扩产正当时

1.3.1. 竞争对手均为跨国企业，公司产能遥遥领先

公司的主要竞争对手均为跨国企业在中国设立的实体，目前产能规模小。这些企业近年来纷纷加大对中国市场的投入，公司的市场份额却不降反升，体现了公司在技术成本规模上的优势。

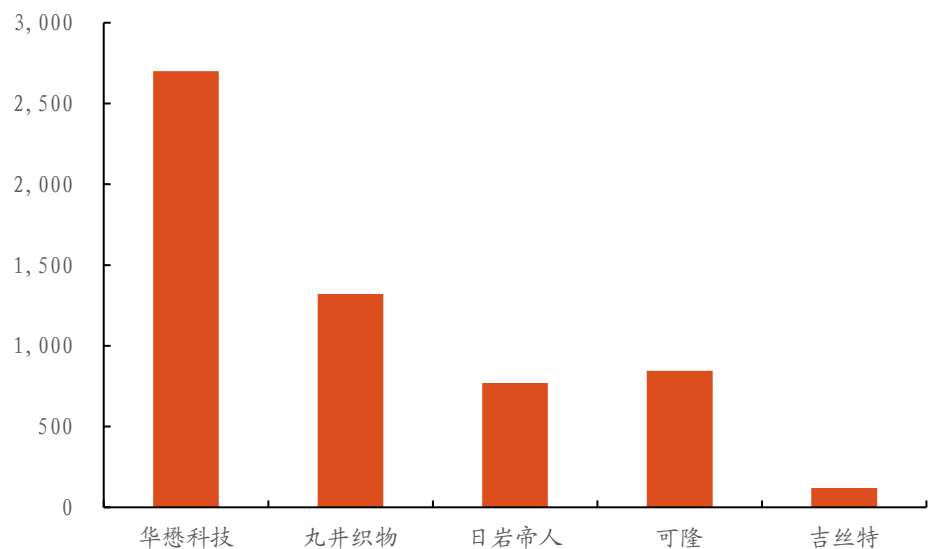
图表 7：竞争对手情况

公司名称	母公司	简介
丸井织物（南通）有限公司	日本东丽	产品包括安全气囊布、水处理膜、无纺布等，2014 年销售额 41.33 亿日元，年产量约 1320 万米
日岩帝人汽车安全用布（南通）有限公司	日岩帝人	年产安全气囊布 770 万米，拟投资约 7200 万元，将产能扩张至 1880 万米（预计 2019 年达产）
吉丝特汽车安全部件（常熟）有限公司	韩国晓星	年产安全气囊布 120 万米，气囊六百多万个，主要客户涵盖延锋百利得、奥托立夫、天合等国际零部件巨头
可隆（南京）特种纺织品有限公司	韩国可隆	现有年产能：安全气囊布 845 万米、安全气囊 950 万个、安全气囊帘 120 万个，安全气囊在我国的市场占有率第一
江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司	韩国杜奥尔	主要生产安全气囊面料，主要客户包括北京现代、东风悦达起亚、沃尔沃、上海摩比斯等
上海博舍纺织科技有限公司	法国博舍工业集团	主要生产和销售安全气囊等尼龙布

资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

公司竞争对手近年来在中国扩充产能，也说明我国被动安全市场的前景被一致看好。目前来看，公司主要竞争对手的产能没有一个超过 1500 万米，远不能与公司产能抗衡。公司在国内安全气囊布市场是绝对的龙头。

图表 8：华懋科技与竞争对手产能比较（万米）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3.2. 产能利用率高，定增扩产迫在眉睫

据行业经验，为配合汽车零部件厂商零库存的要求，公司合理产能利用率应为 80% 左右，预留出 20% 左右的产能一方面可满足下游客户突发性的新的订单需求，另一方面也保证现有订单能够按时交货。

公司于 2005 年具备安全气囊布规模化生产能力。2011 年，公司产能达到

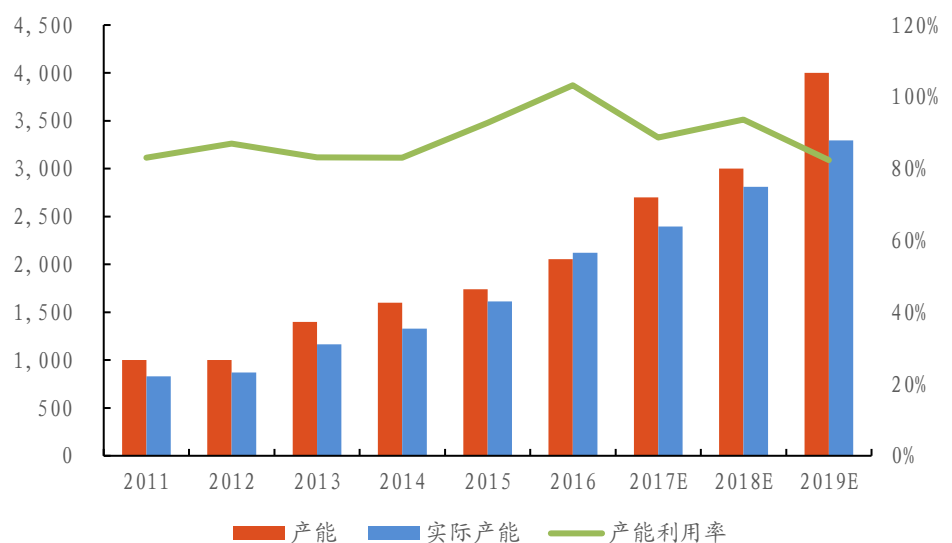
1000 万米。2013 年，公司老厂房设备全部搬迁至新厂房，当年产能达到 1400 万米。2016 年，公司首次公开发行募集资金项目全部投产，产能达到 2054 万米。近年来公司产能利用率持续上升，2016 年公司产能利用率更是达到 103%。公司 2017 年上半年的设备设计产能达到 1,260 万米，实际产能 1,135 万米，产能利用率约 90.08%。长期以来公司实际产能利用率均高于合理产能利用率，体现公司产品供不应求的同时也预示着公司扩充产能的紧迫性与必要性。

1.3.3.未来产能规划合理，龙头地位稳固

据我们测算，公司 2019 年安全气囊布销量将达到 3294 万米。届时，对应公司现有产能，公司的产能利用率将达到 110%。为此，公司适时进行了产能扩充计划。公司三季报称，2017 年八月公司非公开发行股票发行完成，共募集资金净额为 7.02 亿元，用于汽车被动安全系统部件扩建项目。该项目建设期 27 个月，进行工程建设、设备购置。项目建设完成后预计 21 个月内达产，产品包括安全气囊布、安全气囊袋等汽车被动安全系统部件。

该项目建设期完成之后，预计于 2019 年陆续开始投产。公司 2019 年规划产能达到 4000 万米。据我们测算，届时，公司的产能利用率将降至 82%。合理的产能规划将进一步巩固未来三年公司的市场龙头地位。

图表 9：公司产能及利用率（万米）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.4. 上游原材料供给充足，下游优质客户全覆盖

1.4.1.上游客户合作密切，原材料供给充足

目前公司生产安全气囊使用的主要原材料为锦纶工业用丝 66 和涤纶工业丝。2008 年前，全球范围内能够生产锦纶工业用丝 66 的厂商只有少数几家化学纤维企业，例如德国 PHP、英威达、东丽等，我国使用的锦纶工业丝 66 全部需要进口。2008 年后，随着安全气囊国产化进程的加速，国外生产厂商开始在

国内投资设立新厂，例如：德国 PHP 与中国神马集团合资创办神马博列麦（平顶山）气囊丝制造有限公司，年产能约为 11000 吨；英威达公司也于 2008 年在上海成立英威达特种纤维有限公司，年产能为 1.1 万吨，并于 2010 年 10 月宣布在 2013 年使该厂产能翻倍。而公司与德国 PHP、博列麦神马、英威达均建立了合作关系，且各厂生产的锦纶工业丝 66 互相具有高的替代性，公司上游供应商集中但不单一。根据我们测算，公司 2016 年实际产能是 2013 年实际产能的 1.82 倍，如果每单位产能对应原材料需求量不变的话，公司 2016 年原材料需求量为 8219 吨。目前来看，上游锦纶原材料供应充足。

图表 10: 公司锦纶消耗量情况

项目	2011	2012	2013	2014Q1
锦纶采购成本（万元）	12679	13610	16221	4598
锦纶单价（元/公斤）	40.41	39.96	35.92	33.79
锦纶消耗量（吨）	3138	3406	4516	1360.758

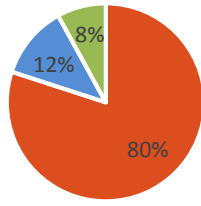
资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

此外，国际安全气囊生产巨头 TRW 成功完成对安全气囊中气体发生器的改造。使得涤纶工业丝不受热含性能限制，可作为安全气囊布的生产原料。公司自 2014 年起开始使用涤纶工业丝作为安全气囊布生产原料。之后，涤纶在原材料占比中持续提高，目前锦纶与涤纶使用量占比已达 6:4。公司生产安全气囊所需涤纶工业丝主要由亚东、海利得、恒立等厂商供应。涤纶工业丝价格远低于锦纶工业丝 66，是锦纶工业丝的完美替代品。

1.4.2. 下游客户均为气囊总成巨头，终端来看主流车型皆有覆盖

下游直接客户来看，公司第一大客户为延锋百利得，公司销售给延锋百利得产品取得的收入占公司总营业收入的 40%-50%；第二大客户为奥托立夫，公司销售给奥托立夫产品取得的收入占公司总营业收入的 25%。值得一提的是，公司从前五大客户取得的收入占公司总销售收入的比值从 2011 年的 71% 提升到 2016 年的 87%。公司下游直接客户皆为国内外安全气囊总成巨头。其中，延锋百利得是 KSS 和延锋汽车饰件系统有限公司在我国共同投资设立的合资公司，KSS 的控股股东为均胜电子，亦是我国本土企业。延锋百利得与华懋科技之间的合作本土情结与地域优势兼备。此外，延锋百利得主要配套美系、欧系和自主品牌，包括上汽大众、上汽通用、一汽大众等；奥托立夫是世界第一大安全气囊生产厂商，覆盖终端客户广泛，对上游安全气囊布和安全气囊袋需求量大，主要配套美系、欧系和自主品牌，包括上汽大众、一汽大众、江淮汽车等；锦州锦恒是我国本土安全气囊制造厂商，在我国安全气囊市场市占率达 12%，主要配套自主品牌，包括一汽、东风、长城、北汽等。

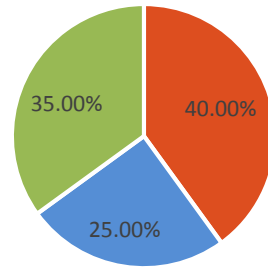
终端客户来看，乘用车市场，2017 年上半年轿车销量前十的车型中，朗逸、捷达、速腾、桑塔纳、宝来；SUV 销量前十的车型中，哈弗 H6、传祺 GS4、途观、博越、哈弗 H2、长安 CS75、宝骏 510、宝骏 560；MPV 销量前十的车型中，五菱宏光、宝骏 730、别克 GL8、瑞风 M3，上述车型都使用到了公司的安全气囊布或安全气囊袋。可见，公司产品的覆盖范围之广。同时，客户品质优良也确保了公司销量增长的可持续性。



- 奥托立夫、延锋百利得等外资企业
- 锦州锦恒
- 东方久乐等内资企业

资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

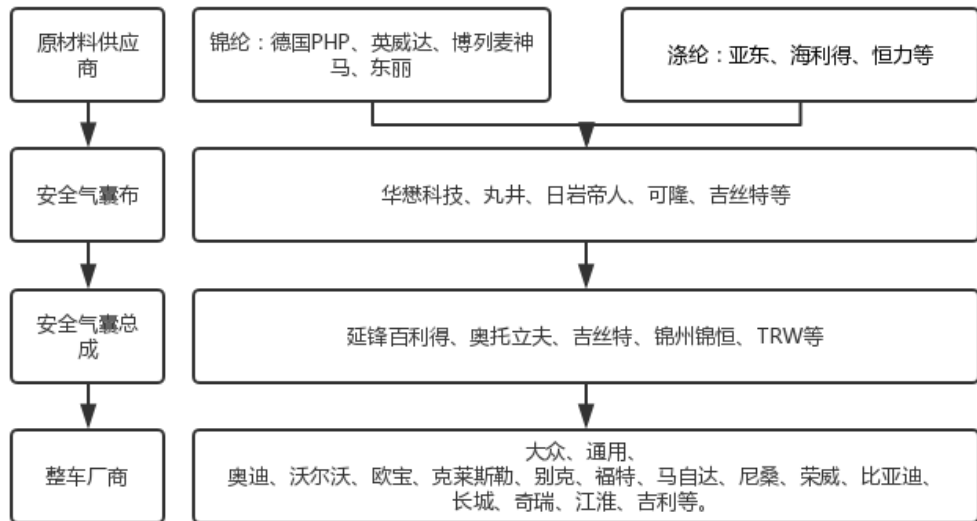
图表 12: 公司各大客户收入占比 (2017H1)



- 延锋百利得
- 奥托立夫
- 锦州锦恒等本土企业

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 安全气囊产业链全析



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 四大核心优势打造行业巨头

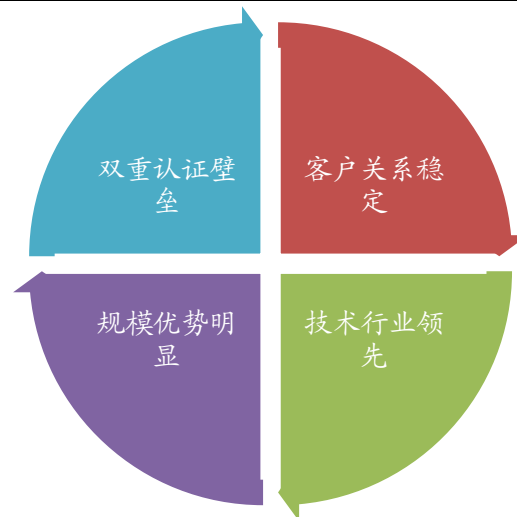
准入门槛高: 安全气囊布生产厂商必须通过汽车行业质量管理体系 ISO/TS16949 和汽车安全气囊总成厂商或整车厂商的双重认证。

上下游客户关系稳定: 安全气囊总成厂商或者整车厂商一旦通过对安全气囊布生产厂商的认证并与其建立起了长期稳定的合作关系, 他们一般不愿意轻易变更供应商, 因为重新对新的供应商进行认证会产生不必要的时间成本和认证成本。此外, 变更供应商也可能面临产品质量风险。由于安全气囊布的质量好坏直接决定了乘车人的出行安全, 安全气囊总成厂商或整车厂商在考虑更换供应商时不得不十分慎重。

规模优势明显：安全气囊布生产前期投入大，公司作为国内较早实现安全气囊布大规模商业化生产且目前国内产能最大的安全气囊布生产厂商，具备明显的先发优势的同时，规模经济效益也不容小觑。

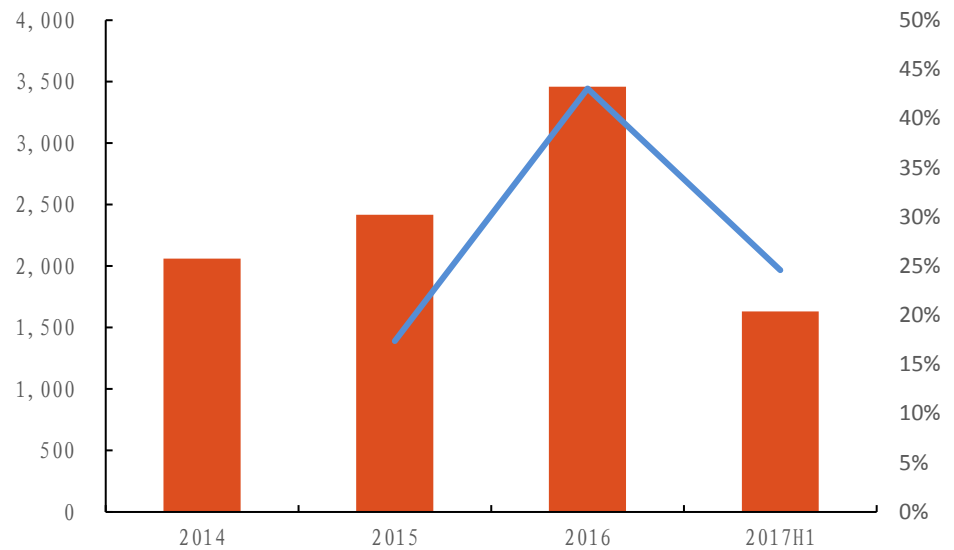
技术行业领先：公司是国内最早对OPW技术进行研究开发的安全气囊布生产厂商。放眼全球范围，拥有OPW生产工艺的安全气囊布生产厂商也只有寥寥几家。OPW高档气囊布即一次成型式气囊布，在织机上直接加工成袋状，无需缝制。与传统缝纫加工方法相比，OPW主要具备以下三个特点：1. 一次成型，减少了原料浪费。节约了人力成本的同时大大提高了生产效率。2. 比传统缝纫方法加工出来的产品更具有气密性，充气后保持时间长。3. 产品间一致性更好，外形更加美观。4. 主要应用于高端车型当中，附加值更高。公司拥有OPW高档气囊布设计产能58万米/年，占2017年总设计产能2.1%。此外，公司的生产设备主要来自于日本、德国等先进机械制造强国。目前，公司已经在OPW一次成型气囊产品和切割生产工序中实现了智能化。同时，在人力集中的缝纫工序中加大了自动花样机的投入。总而言之，公司先进的硬件设施有利于提高生产效率和生产质量，同时降低人工成本。

图表 14：四大优势打造安全气囊布巨头



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 15: 公司研发费用逐年快速上升（万元）



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

公司拥有通过ISO17025国家认可的研发实验室。专利方面拥有一次成型型安全气囊等共19项核心技术的专利, 3项发明专利。公司近年来不断加大研发投入, 研发费用增长率在2016年一度达到43%。公司不断扩展产品种类。目前已经开发出防弹布、夹网布等新产品, 未来可能成为新的利润增长点。

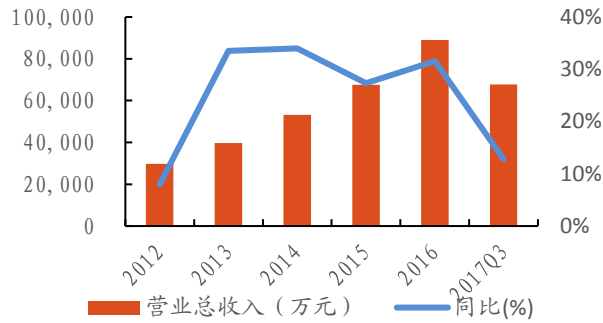
3. 经营业绩短期承压不改长期看好

3.1. 营收稳定增长, 利润短期承压

公司近年来营收和利润稳定快速上升。但是 2017 年前三季度, 公司营收同比增速放缓。利润增速大幅下降。**乘用车整体销量增速的放缓是公司营收增速放缓的主要原因。**2017 年中国汽车市场销量以 2888 万辆收官, 同比增速 3.0%。其中, 乘用车总体销量达到 2471 万辆, 同比增速 1.4%。安全气囊一般只在乘用车上安装, 今年乘用车销量增速远低于去年乘用车销量增速。据中汽协预测, 2018 年乘用车销量会保持 3.6% 的增长速度。

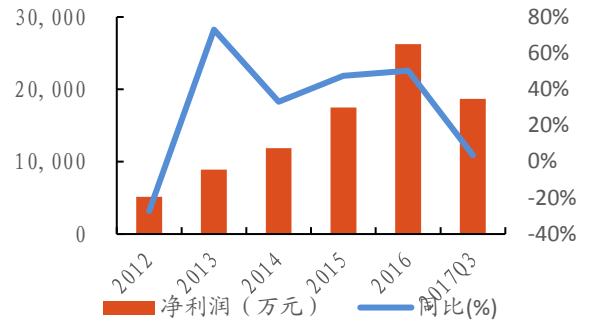
此外, **毛利率下降引起的净利率下降则使得公司净利润增速较之营收增速更大幅度下降。**受限于上游原材料价格上升、人工折旧费用上升等原因, 公司毛利率下降 4 个百分点, 这是公司净利率下降 2.5% 的主要原因。其中, 2017 上半年, 公司为了扩充产能增加了 300 员工。而公司的原材料锦纶和涤纶价格均有一定程度的上升。

图表 16: 营收稳定增长



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

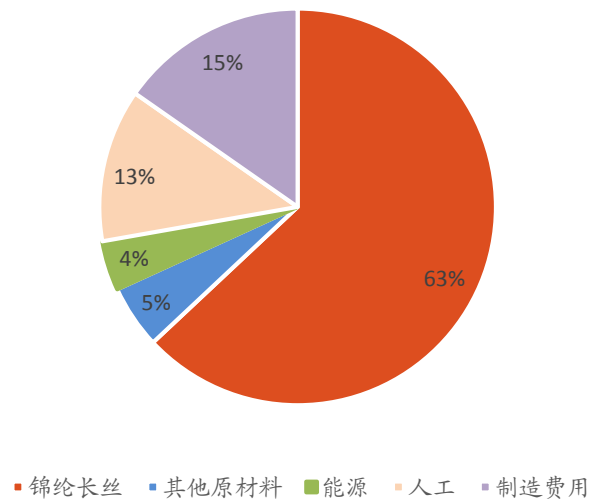
图表 17: 利润短期承压



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

在公司产品的成本构成中, 原材料锦纶 (不考虑涤纶作为原材料的情况) 占比63%, 锦纶价格的变动对公司销售毛利率的影响系数约为-1.1, 代表如果锦纶价格上升10%, 则毛利率下降11%。原材料价格上升对于公司毛利率影响较大。

图表 18: 安全气囊布成本构成



资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

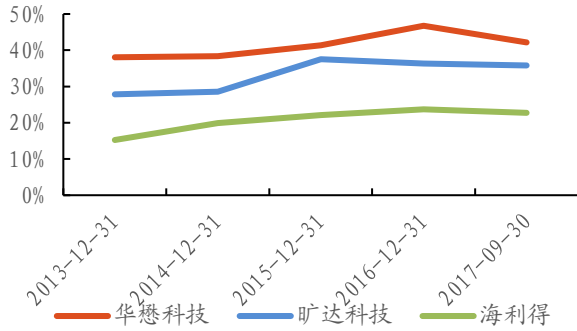
图表 19: 锦纶价格与毛利率敏感性分析

项目	2014年1-3月	2013	2012	2011
销售价格敏感系数	2.411	2.598	2.865	2.595
锦纶长丝敏感系数	-1.105	-1.254	-1.471	-1.285
生产成本敏感系数	-1.411	-1.599	-1.865	-1.595

资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

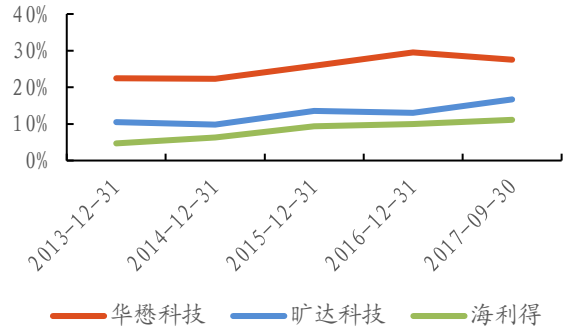
如果加入可比公司对比, 我们发现公司的毛利率和净利率尽管短期滑坡, 但仍明显优于可比公司。可比公司中, 旷达科技主要生产汽车内饰面料, 座椅面料等产品, 海利得主要生产涤纶工业长丝、涤纶帘子布等产品。

图表 20: 毛利率对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

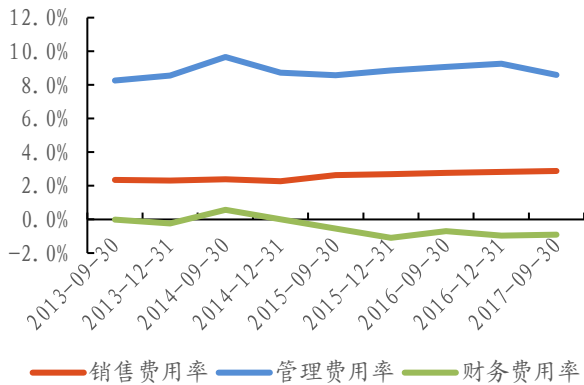
图表 21: 净利率对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

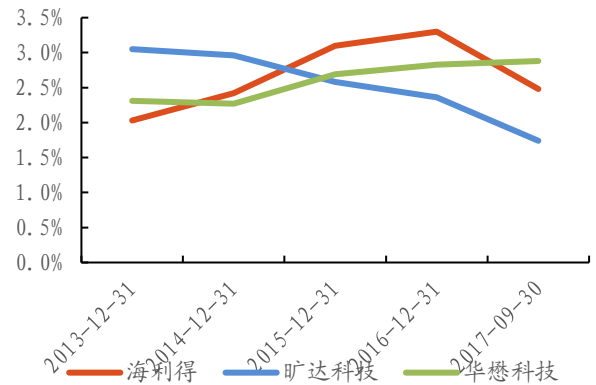
华懋科技近五年来三大费用率均保持了平稳或者微降的趋势。说明公司控制成本和费用的能力突出。在与可比公司对比中,我们发现华懋科技财务费用率处于绝对下游水平,销售费用率和管理费用率在前四年处于下游水平,销售费用率虽然今年有些许提升,但与可比公司相差不大,总体属于可控范围。此外,公司 2017 年 1-3 季度以来管理费用率有些许下降。公司优秀的成本控制能力可为公司未来利润增长保驾护航。

图表 22: 三费率走势图



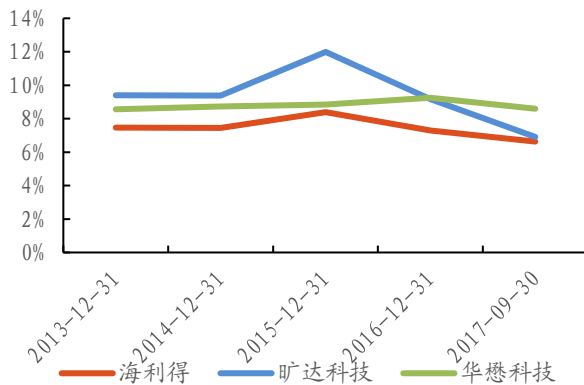
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 销售费用率可比公司对比图



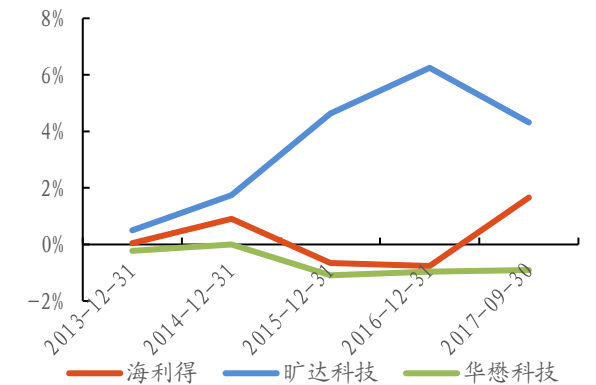
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 管理费用率可比公司对比图



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 财务费用率可比公司对比图



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.2. 三大因素助推毛利率回升，利润增长长期有看点

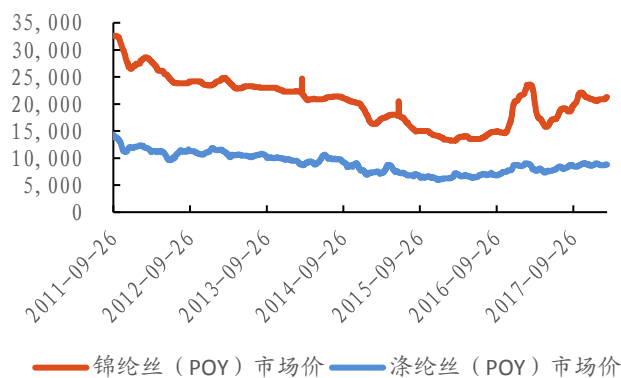
我们认为以下三大原因可助公司毛利率增长重现辉煌：

价格较低的涤纶进一步替代价格较高的锦纶成为主要原材料。由上述敏感性分析得知，原材料价格对于公司毛利率的影响非常大。2017年上半年以来锦纶价格持续攀升，是公司毛利率下滑的重要原因。虽然锦纶价格受国际原油价格影响持续走高，但我们也注意到原材料之间的替代程度正在进一步提高。涤纶与锦纶相比价格更低，近年来原材料锦纶与涤纶的价格比基本稳定在 2:1 到 2.5:1 之间。公司十分重视储备使用涤纶作为安全气囊布生产原料的相关技术，在原材料使用中也一直在提升涤纶的比例，2017年公司生产安全气囊布锦纶与涤纶使用比例达到 6:4。随着涤纶在公司原材料中占比越来越大，公司原材料成本有望持续降低，推动毛利率上升。

公司产品结构优化。高附加值的安全气囊袋占比稳定上升，有利于公司产品毛利率的提升。公司成立伊始，营业收入主要来源于安全气囊布。2012年来公司逐步提升安全气囊袋的销售占比。2015上半年布袋比已达 6:4。向客户直接销售安全气囊袋帮助公司客户省略了将安全气囊布加工成袋的流程，受到客户欢迎。此外，安全气囊袋的毛利率也更高。因此，加大安全气囊袋销售比例既提高了公司的产品竞争力，也提升了公司的盈利能力。此外，根据我们测算，公司虽然对产品价格进行了下调，但由于产品结构的改善（安全气囊袋销售占比的上升）导致每米安全气囊布（安全气囊袋也被折算成对应的安全气囊布米数）价格几乎未发生变化。未来，受益于产品结构的改善，即使公司通过价格战进一步扩大市场份额，安全气囊布单价预计仍然可以保持相对稳定。

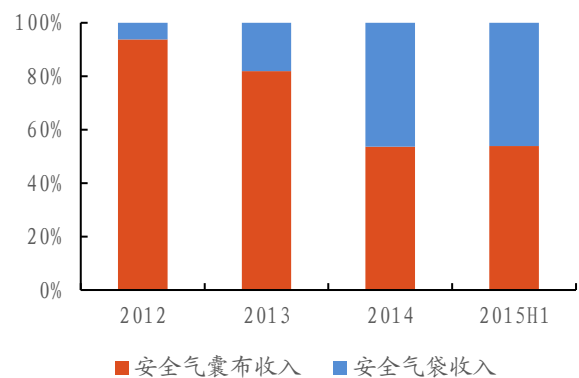
市占率稳步提升，议价权水涨船高。面对激烈的竞争，公司采取了降价竞争的策略，据我们测算，公司降价竞争策略取得不错效果，近年来公司市占率持续攀升。我们预计：在不久的将来，较高的市占率将给公司带来较大的议价权。届时，公司毛利率有望实现稳步提高。

图表 26: 锦纶与涤纶价格走势（元/吨）



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 近五年布袋比走势图



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.3. 扩产募资导致 ROE 短期下降，长期将恢复正常水平

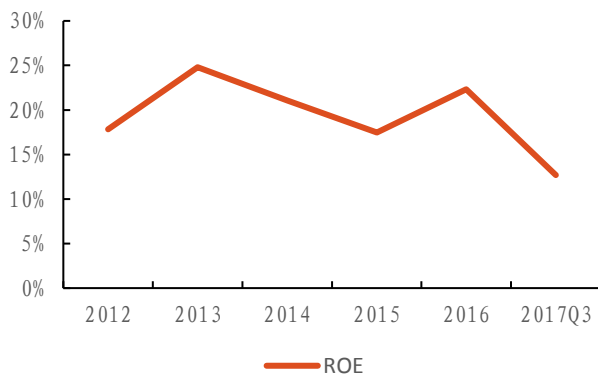
2017年前三季度，公司 ROE 同比下降 2.65 个百分点。即使如此，仍远高于可比公司。通过将 ROE 拆解为总资产收益率和权益乘数，我们发现，总资产收益率由 2016 年前三季度的 15.33% 下降到 2017 年前三季度的 10.89%，总资产收益率下降是 ROE 下降的主要原因。此外，权益乘数也由 2016 年前三季度

的 1.18 下降到 2017 年前三季度的 1.11。

通过继续拆解总资产收益率我们发现，总资产周转率由 2016 年前三季度的 0.45 大幅下降到 2017 年前三季度的 0.35；销售净利率由 2016 年前三季度的 30% 下降到 2017 年前三季度的 27.5%。总资产周转率下降明显，其主要原因是营业收入的增长速度远低于总资产的增长速度。而货币资金的增加则是总资产增加的主要原因。2017 年三季度末公司资产负债表上货币资金余额同比增长 129%，增长约 6.5 亿元，主要原因是 2017 年募集资金暂时未投入到定增扩产项目中去。此外，销售净利率的下滑主要源于公司营业成本的增加，三大期间费用率增加并不明显。营业成本的增加归根到底还是由于原材料价格、人工费用及折旧费用的上升。

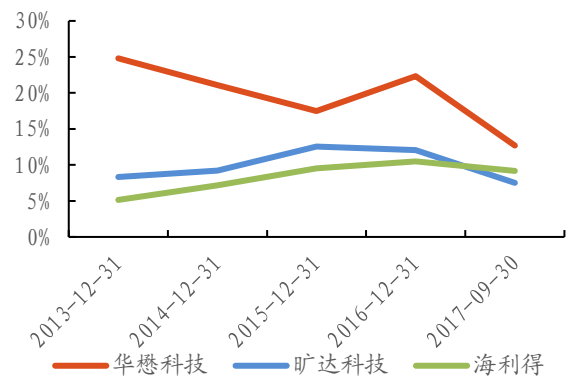
综上所述，公司 ROE 下降的主要原因是扩充产能募集的资金大部分尚未完全使用。即使将来投入到在建工程中，短时间内也不能为公司产生收入。除此之外，原材料价格、人工费用及折旧费用的上升也是公司 ROE 同比下降的部分原因。

图表 28：ROE 短期下降



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

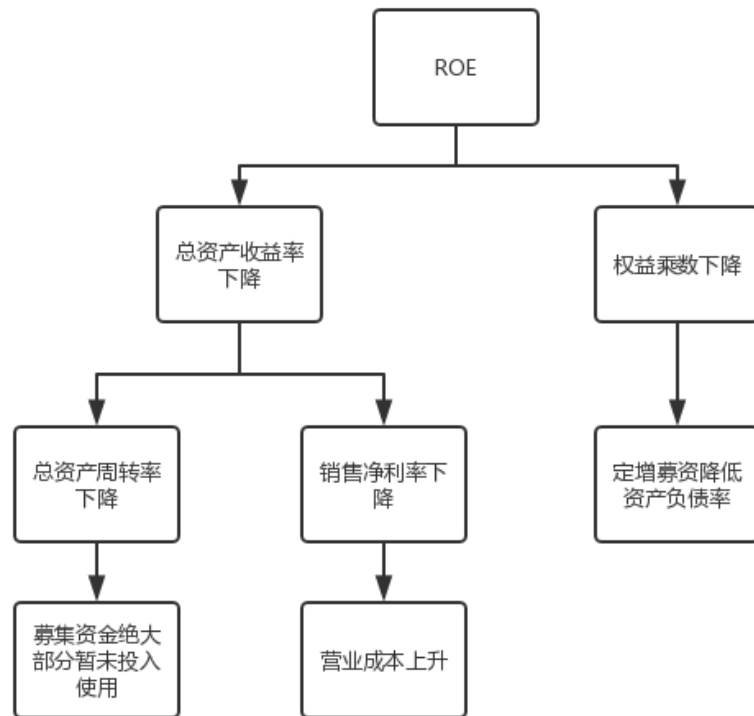
图表 29：ROE 明显高于可比上市公司



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司此次扩充产能项目将于 2019 年陆续开始投产，公司 ROE 将持续恢复直到此次募集资金扩充的产能完全释放。届时，公司的 ROE 预计将恢复到正常水平。

图表 30: 杜邦分析法拆解 ROE



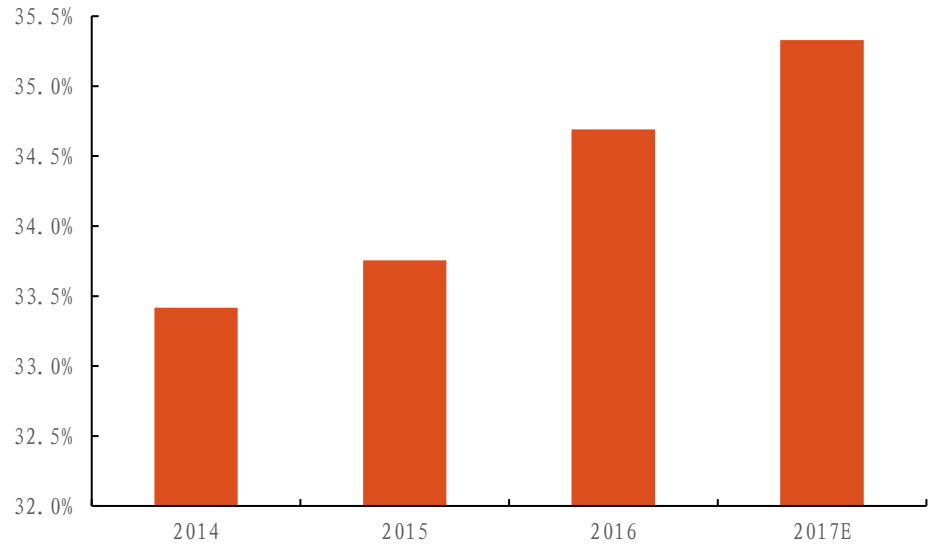
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

4. 市占率稳步上升，两大驱动力打开未来市场空间

4.1. 不惧竞争，市占率稳步上升

目前从国内安全气囊布市场格局来看，华懋科技近年来市占率稳中有升。已经达到 35%-40% 的区间，处于绝对龙头位置。2017 年以来，为了应对主要竞争对手在中国市场的进一步发力，华懋科技采取了低价竞争策略，公司希望通过低价竞争获取更多的市场份额从而提升公司的在定价时的话语权。此外，公司目标市占率为 50%。我们预计公司未来三年市占率仍将以前两年的平均速度稳定提升。

图表 31：市占率稳步上升



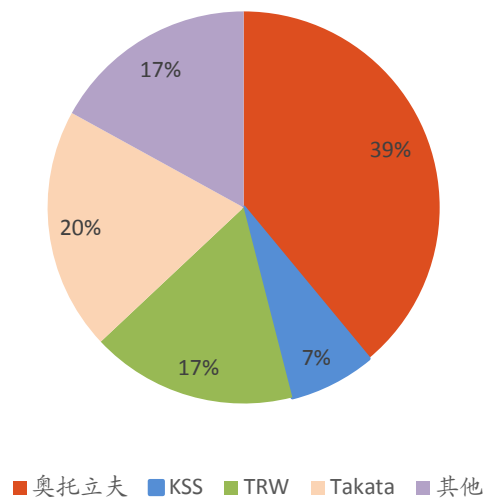
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.2. 间接获益高田事件

高田（Takata）曾为世界三大安全气囊供应商之一，也曾是日本最大的汽车零部件厂之一。在安全气囊领域市场份额达到 20%，仅次于奥托立夫。2017 年 6 月 26 日，高田在日本申请破产保护，同时，高田被美国汽车安全系统制造商 KSS 收购。高田此前在安全气囊增压泵内使用了硝酸铵化学物质，这种物质长时间暴露在炎热和潮湿的环境中，容易分解和变得不稳定。在安全气囊弹出时，这可能会导致金属碎片飞溅出伤及驾驶人和乘客。高田问题气囊在全球范围内已导致 17 人死亡，180 多人受伤。截止于 2017 年五月底，全球因问题气囊被召回的汽车达到 1.2 亿辆。巨额的召回成本使得高田不得不宣布破产。

公司间接获益。高田破产后，其原有的安全气囊市场的份额将被奥托立夫、延锋百利得等其他国际巨头瓜分。而在此之前，华懋科技从未进入到高田公司的配套体系。预计奥托立夫等公司将直接受益高田事件扩大市场份额，作为奥托立夫等公司的上游企业，华懋科技将间接受益，市场份额有望持续提高。

图表 32：世界汽车被动安全市场格局（高田破产前）



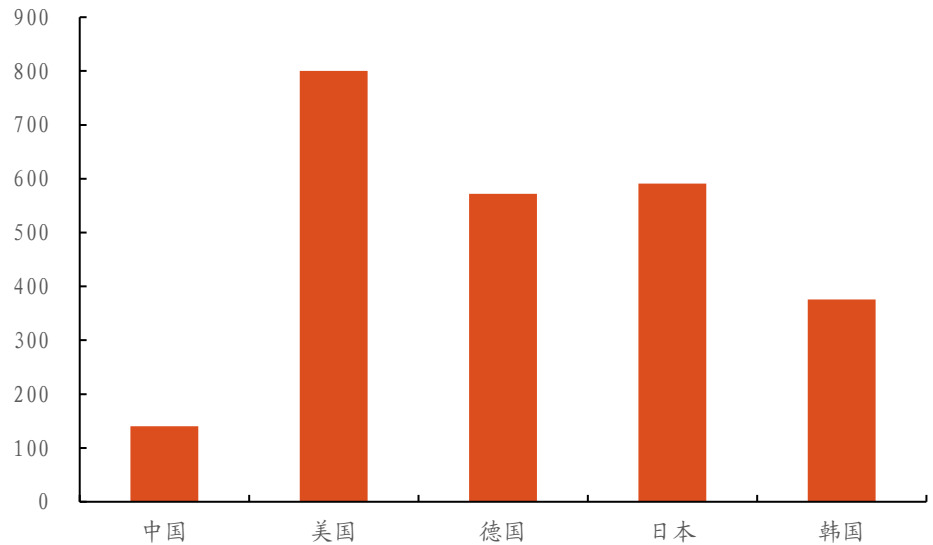
资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

4.3. 驱动力一：我国汽车产销量增长趋势不变

4.3.1. 长期看，千人汽车保有量与发达国家差距明显，成长空间巨大

2016年，我国千人汽车保有量仅为140辆，远低于美国和其他发达国家。相关资料显示，千人汽车保有量主要受人均GDP、人口密度和环境问题等因素影响。长期来看，我们认为我国汽车千人保有量远未达到上限，上升空间巨大。理由如下：1. 我国2017年国内生产总值达到82.7万亿元人民币，同比增长6.9%，人均可支配收入实际增长7.3%。长期来看我国经济保持平稳增长趋势不变，人均可支配收入的持续上升给汽车销量的增长夯实了经济基础。2. 新能源汽车的出现使得汽车出行更加环保，随着新能源汽车技术的升级，环境问题或将不再是汽车销量的“拦路虎”，未来新能源汽车销量的增长潜力巨大。3. 十九大报告中提出的乡村振兴战略有望推动县乡一级市场对私家车需求的上升。与城市地区相比，目前我国农村地区私家车普及率仍然不高，农村经济增长带来的消费升级或使得农村地区成为乘用车销量增长的主要“根据地”。

图表 33: 各国汽车千人保有量对比（辆）

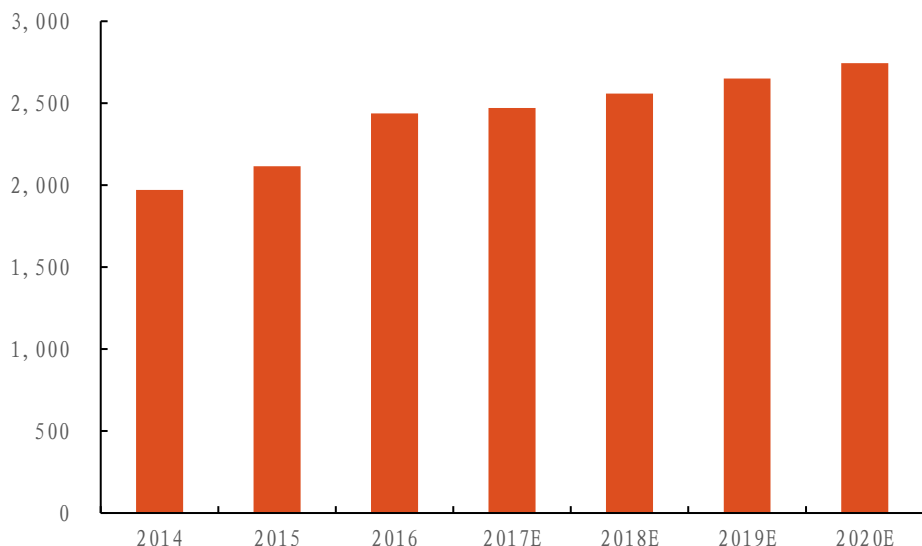


资料来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

4.3.2.短期看，汽车产销量增长趋势放缓但增长仍然确定、SUV 异军突起

中汽协于 2017 年 12 月 13 日发布关于明年中国汽车市场的预测报告。报告指出，明年中国乘用车市场增长态势将延续。销量预计增长 3.6%，达到 2559 万辆。其中，轿车销量 1177 万辆，下降 1%；SUV 销量达到 1152 万辆，增长 12%；MPV 销量 179 万辆，下滑 14%；微客销量 551 万辆，下降 7%。SUV 逐渐崛起大有赶超轿车成为第一大乘用车类型之势。之后，我们对不同类型乘用车分别测算了单车气囊用布量增长速度。我们发现：2017 年，SUV 车型平均单车气囊用布量与轿车车型平均单车气囊用布量相差无几，但 SUV 车型单车气囊用布量年均增长速度比轿车车型单车气囊用布量年均增长速度更快。我们预计乘用车市场 3.6% 的增长速度在未来三年中仍将持续，SUV 的“崛起”则使得安全气囊布市场前景更加广阔。

图表 34: 近五年我国汽车销量走势及预测（万辆）



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

4.4. 驱动力二：单车气囊用布量逐年提升

4.4.1. “法律法规政策出台+公众安全意识加强”推动单车气囊配置数增加

西方发达国家中，美国早在上世纪 90 年代初就通过一项联邦《综合地面运输及效率法案》，该法案要求：自 1998 年 9 月 1 日以后生产的乘用车和轻卡必须安装主副驾驶的前排双气囊；自 2013 年后，在美销售的所有车辆必须安装侧安全气囊。

我国尚未通过立法强制汽车整车制造商安装安全气囊，但也通过一系列安全法规要求整车厂商加强汽车安全设计。未来随着社会公众对安全出行的普遍重视，不排除强制整车厂商安装安全气囊的法规出台的可能性。相关调查显示安全气囊与安全带配合使用可以减少发生事故时车上乘客 60% 的死亡率，政府推动提高安全气囊在我国汽车市场的渗透率能为更多的乘客的出行保驾护航，具有极大意义。此外，消费升级使得人们对所购新车的安全系数更加关心。通常，同一车型，安全气囊配置数更高的款式更受人们的喜爱。

图表 35：国家相关安全法规

颁布时间	法规名称	内容
1999 年	关于正面碰撞乘员保护的设计规则	第一项汽车被动安全技术法规
2003 年	乘用车正面碰撞的乘员保护	实车正面碰撞试验内容列入汽车新产品强制性检验项目中
2006 年	汽车侧面碰撞的乘员保护	2006 年 7 月 1 日后上市的新车型必须要通过相应的侧面和后部碰撞测试才能给予审批

资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

4.4.2. 单车用布量提升速度测算

商用车一般不会安装安全气囊，所以我们只考虑乘用车市场。首先，我们将乘用车分为三类：轿车、SUV 和 MPV。我们未将交叉型乘用车考虑在内的原因是交叉型乘用车销量占比过低。然后，我们选取每一类中 2017 年全年销量最高的十大品牌车型（MPV 销量占比小所以只选取两款车型），对比每款车型 2017 年版本与 2016 年版本安全气囊装车量的不同，测算加权平均每年单车安全气囊用布量增长率，权重为各车型 2017 年全年销量。在测算中，我们使用的关键数据为：前排主驾气囊用布量为 0.8 米/每个；副驾气囊用布量为 1.2 米/每个；前排侧气囊用布量为 0.6 米/每个；头部气囊 1.2 米/每个。在这些车型中，2017 年新上市的车型视作安全气囊单车数未增加（如果去除，单个车型的变化对整体情况影响会较大，导致结果不客观）。我们得到的结果是 2017 年我国乘用车单车平均用布量为 2.71 米，2016-2017 年期间单车安全气囊用布量增长率为 11%。同理，我们测算出 2014-2015、2015-2016 年期间年均单车安全气囊布使用量增长率分别为 12%、10%。

图表 36：销量排名前十乘用车车型安全气囊装车数变化

	2016		2017			
	主副驾气囊	前排侧气囊	主副驾气囊	前排侧气囊	前排头部气囊	后排头部气囊
轿车						
朗逸	●	●	●	●		
英朗	●		●	●		
轩逸	●		●			
卡罗拉	●	●	●	●		
速腾	●	●	●	●		
捷达	●		●			
福睿斯	●	●	●	●		
桑塔纳	●		●			
帝豪	●		●			
宝来	●		●			
SUV						
哈弗 H6	●		●	●		
宝骏 510	●		●			
传祺 GS4	●		●			
途观	●	●	●	●		
博越	●		●			
长安 CS75	●		●			
昂科威	●	●	●	●	●	●
荣威 RX5	●		●			
哈弗 H2	●		●	—	—	—
奇骏	●	●	●	●		
MPV						
五菱宏光	●		●			
宝骏 730	●		●	●		

资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

在观察各车型安全气囊安装数时，我们发现安全气囊数配备更多的车型款式通常在网上的被关注度更高。间接说明群众对行车安全的重视程度。同时，部分车型 2017 年款，如哈弗 H2，虽然未强制安装侧气囊及头部气囊，但也提供了选配方案，而在 2016 年上市的同款车型中不提供该选配方案。此外，我们这里只列举了销量最高的车型，只安装主副驾气囊和前排侧气囊的车型在上述车型中占绝对主流。其实除了安装最基本的前排双气囊和前排侧气囊外，部分较高端品牌还会加配其他类型气囊，如：膝部气囊，头部气囊，外部气囊等等。近日消息，现代摩比斯开发出新型天窗气囊，用来保护在汽车碰撞后发生翻滚情况下乘客的安全，预计 2019 年初投入使用，将首先安装于 SUV 车型中。新型的不同种类的安全气囊的不断推出，体现了汽车厂商在汽车被动安全领域的重视，华懋科技作为上游厂商，持续受益。

我们认为：在不久的将来，主副驾气囊、侧气囊和帘气囊组成的六气囊组合有望成为国内乘用车标准配置。例如，2018 年 1 月 19 日上市的新哈弗 H6 Coupe 售价在 12 万左右，已经实现了六气囊的安全配置。如果单车六气囊成为

标准配置，单车用布量将达到 5.6 米，届时，我国安全气囊布的市场空间预计可以翻一番。

图表 37：主副驾安全气囊



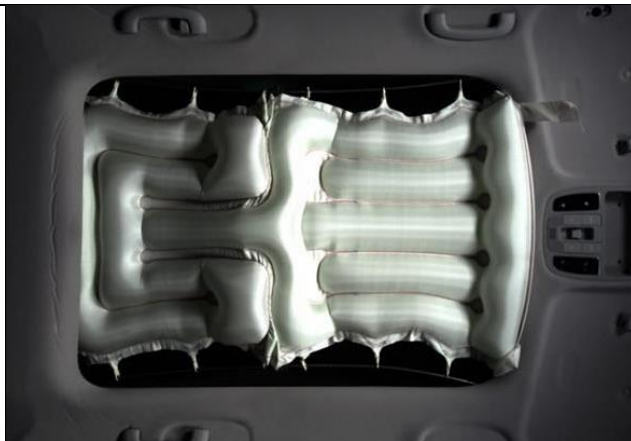
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 38：主副驾及前排侧安全气囊



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 39：天窗气囊



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 40：外部全副安全气囊



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.4.3.SUV 占比提高进一步带动单车气囊用布量上升

通过分类统计各车型安全气囊安装数变化，我们发现各类乘用车安全气囊用布量上升速度有较大区别。SUV 和 MPV 单车安全气囊用布量上升更快，年均增速分别达到 16%和 20%。而轿车单车安全气囊用布量上升较慢，为 6%。中汽协数据显示：2017 年乘用车市场中，SUV 销量表现抢眼，全年累计销量同比增加 13.3%。轿车与 MPV 全年累计销量增速分别为-2.5%，-17.1%。目前，SUV 销量占狭义乘用车比例为 42%。根据中汽协预测，2018 年，SUV 销量将达到 1152 万辆，占狭义乘用车销量比例为 46%。在目前 SUV 和轿车单车气囊用布量相差无几的情况下，SUV 占比的进一步上升将推动整体乘用车市场单车安全气囊配备率增速加快。

图表 41：各类别乘用车单车气囊用布量增速

	轿车	SUV	MPV
16-17 年单车气囊布用量增速	6%	16%	20%
2017 年销量占比	49%	42%	9%
2018 年销量占比	47%	46%	7%

资料来源：汽车之家，中汽协，东方财富证券研究所

5. 盈利预测

关键假设一：此前，据中汽协发布的最新预测，2018年乘用车销量将达到2559万辆。同比2017年增速为3.6%。由于我国汽车市场仍有较大增长空间，我国GDP在未来三年仍能保持较快增长，我们预计未来三年我国乘用车销量年均增长率保持在3.6%。

关键假设二：根据我们选出的样本的测算情况，我们使用过去三年平均单车气囊用布量增速11%作为未来三年乘用车单车年均用布量增速。

关键假设三：据我们测算，2016年和2015年公司安全气囊布市占率较前一年提升了0.34%和0.94%，我们估计公司价格战能取得持续的效果，将过去两年年均市占率增速作为未来三年市占率提升速度，为0.64%。

关键假设四：由于产品结构的进一步改善，公司价格战打响这一正一反的作用，我们预计未来三年公司销售每米安全气囊布对应的单价不变。

关键假设五：由于产品结构与原材料结构持续改善，公司毛利率2017年起年均增长率为5%。（我们对此进行过敏感性分析，假设原材料中涤纶使用量占比2017年起每年上升10%，对应公司毛利率年均增长率为5%。）

关键假设六：公司在2016年年报中将安全带产品收入从其他主营业务收入划分至被动安全系统部件收入中，我们计算了2015年和2016年上半年安全带产品占总营收的比例，并假设其占比在2016年不变。重新将安全带产品收入划分至其他主营业务收入中，通过对比前两年其他主营收入增速情况，我们看好公司安全带产品初期高成长的潜力（2016年安全带市占率仅为3.4%左右），给予其他主营收入未来年均30%的增速水平。其他收入目前来看增速不高，我们预计未来三年该块收入保持平稳。

图表 42：公司分业务收入预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
中国大陆乘用车销量（万）	1970	2115	2438	2471	2559	2650	2745
中国大陆乘用车销量增速		7%	15%	1%	4%	4%	4%
单车用布量（米）	1.97	2.21	2.43	2.71	3.02	3.36	3.74
单车用布量增速		12%	10%	11%	11%	11%	11%
安全气囊用布总量（万平米）	3882	4669	5934	6705	7726	8902	10257
公司大陆收入占比	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%
公司安全气囊布大陆销量（万平米）	1297.1	1576.0	2061.1	2373	2786	3268	3833
公司安全气囊布销量（万平米）	1322	1602	2083	2399	2815	3303	3874
公司市占率	33.42%	33.75%	34.74%	35.40%	36.05%	36.71%	37.37%
市占率增速		0.34%	0.98%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%
安全气囊布（袋）单价（元）	37.9	37.1	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6

安全气囊布营业收入（亿元）	5.0	5.9	7.8	9.0	10.6	12.4	14.6
其他主营业务收入（亿元）	0.2	0.8	1.0	1.3	1.7	2.1	2.8
其他业务收入（亿元）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
公司总营业收入（亿元）	5.3	6.8	8.9	10.4	12.3	14.6	17.4

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 43：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	889.57	1037.34	1231.71	1464.03
增长率（%）	31.56	16.61	18.74	18.86
EBITDA（百万元）	336.99	367.02	455.98	574.44
归母净利润（百万元）	262.48	270.58	339.47	432.02
增长率（%）	50.27	3.08	25.46	27.26
EPS（元/股）	1.11	1.15	1.44	1.83
市盈率（P/E）	21.27	20.63	16.45	12.92
市净率（P/B）	4.30	3.87	3.40	2.88
EV/EBITDA	15.06	13.13	10.30	7.82

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 估值与投资建议

图表 44：同行业估值比较

股票代码	简称	总市值 (亿元)	PE			
			TTM	2017E	2018E	2019E
002516.SZ	旷达科技	88.64	23.20	23.65	22.02	20.38
002206.SZ	海利得	61.64	19.76	18.02	13.84	11.15
601799.SH	星宇股份	142.47	32.90	31.00	23.67	18.32
603788.SH	宁波高发	63.05	29.38	27.01	20.70	16.39
300258.SZ	精锻科技	61.48	24.51	24.18	18.46	14.33
平均:		83.46	27.78	25.08	19.99	16.18
东财“汽车零部件”指数平均		116.28	21.69	19.69	16.46	14.03
603306	华懋科技	55.83	20.76	20.63	16.45	12.92

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 45: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	0.92	股票 Beta	1.03
无风险利率 Rf	3.82%	TV 增长率	4%
市场收益 Rm	15.28%	实际税率	14.39%
风险溢价	11.46%	WACC	15.56%
市场贴现率 Ka	14.36%	股票价值	3120.87 百万
债务利率 Kd	5.00%	每股价值	13.21

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

公司未来成长性确定，我们持续看好公司发展。预计华懋科技 2017/2018/2019 年营业收入分别为 10.37/12.32/14.64 亿元，归母净利润分别为 2.71/3.39/4.32 亿元，EPS 分别为 1.15/1.44/1.83 元，对应市盈率分别为 21/16/13 倍，参考行业可比公司，考虑公司在毛利率、净利率、ROE、成长性方面均优于其他可比公司，给予 18 年 20 倍 PE，首次覆盖，评级“增持”，六个月目标价：28.8 元。

7. 多因素驱动

公司高管近期增持，彰显经营信心。11 月 28 日，公司控股股东通过协议转让方式，以每股转让价格 27.8 元价格转让其持有的华懋科技 2527.08 万股给公司高管，占总股本 10.7%。当日公司股票收盘价为 29.1 元/股。协议转让价格十分接近市场价格彰显管理层经营信心同时也使公司管理层与董事会利益更加一致。

安全气囊布市场空间广阔，公司为细分市场龙头。乘用车市场整体增长趋势仍然确定，叠加单车气囊配备数的上升，安全气囊市场前景广阔。

产品、原材料结构同时优化共同打造公司未来靓丽业绩。公司产品结构不断改善，袋布比不断提高，目前已经达到 4:6，未来有望达到 8:2。安全气囊袋是高附加值产品，产品单价比安全气囊布的单价高出 30-40%。同时，原材料结构进一步优化，目前涤纶占比 40%，锦纶占比 60%。涤纶目前价格为锦纶的一半左右，将来涤纶占比有望继续提升，这将极大地降低生产成本。

龙头地位稳固，公司市占率稳定提升。据我们测算：2014 年公司市占率为 33%，到 2017 年，公司市占率已经上升到 36%。同时，公司产能规划紧紧跟上市场扩张战略步伐，产能利用率在未来趋向合理。短期来看，公司未来三年市占率上升态势不改；长期来看，50%的市占率目标实现有望，届时将极大程度提高华懋科技在销售定价时的话语权。

公司工艺水平领先行业，间接受益高田事件。公司不断加大研发投入，成为国内唯一拥有 OPW 技术的安全气囊第三方供应商。同时也开发出夹网布、防弹布等一系列新产品，打造了一批潜在增长点。此外，高田破产退出市场后，其原有的 20% 的市场份额将被公司下游客户等安全气囊总成厂商瓜分。华懋科技有望间接受益高田事件，营业收入保持快速增长。

8. 风险提示

单车气囊配备数增长不及预期
行业竞争加剧、原材料价格上涨超过预期

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1102.25	1337.58	1566.00	1878.58
货币资金	538.85	794.63	916.12	1119.19
应收及预付	432.09	407.37	498.28	593.41
存货	90.58	94.85	110.86	125.24
其他流动资产	40.73	40.73	40.73	40.73
非流动资产	469.48	502.51	534.37	555.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	396.99	431.54	464.43	484.07
在建工程	22.74	19.29	15.59	12.56
无形资产	36.39	37.83	40.55	44.71
其他长期资产	13.36	13.84	13.80	13.81
资产总计	1571.73	1840.08	2100.37	2433.73
流动负债	270.98	397.10	456.95	491.97
短期借款	29.96	29.96	29.96	29.96
应付及预收	240.96	367.07	426.93	461.95
其他流动负债	0.07	0.07	0.07	0.07
非流动负债	0.88	0.88	0.88	0.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.88	0.88	0.88	0.88
负债合计	271.86	397.98	457.83	492.86
股本	213.90	213.90	213.90	213.90
资本公积	405.75	405.75	405.75	405.75
留存收益	703.04	845.27	1045.71	1344.04
归属母公司股东权益	1299.87	1442.10	1642.54	1940.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1571.73	1840.08	2100.37	2433.73

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	889.57	1037.34	1231.71	1464.03
营业成本	473.68	595.43	682.37	778.42
营业税金及附加	9.50	9.74	12.36	14.22
销售费用	25.13	28.63	34.40	40.65
管理费用	82.32	94.62	112.89	133.97
财务费用	-8.53	-0.58	-1.48	-1.90
资产减值损失	5.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.43	4.43	4.43	4.43
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	306.88	313.93	395.60	503.11
营业外收入	4.47	5.86	5.16	5.51
营业外支出	4.75	3.74	4.24	3.99
利润总额	306.60	316.05	396.52	504.62
所得税	44.11	45.47	57.05	72.61
净利润	262.48	270.58	339.47	432.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	262.48	270.58	339.47	432.02
EBITDA	336.99	367.02	455.98	574.44

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	221.24	335.11	338.59	429.96
净利润	262.48	270.58	339.47	432.02
折旧摊销	38.93	51.55	60.94	71.72
营运资金变动	-83.89	18.23	-57.77	-69.13
其它	3.73	-5.24	-4.05	-4.64
投资活动现金流	-153.10	-78.03	-87.46	-86.56
资本支出	-157.53	-82.46	-91.88	-90.98
投资变动	4.43	4.43	4.43	4.43
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-72.23	-1.30	-129.64	-140.34
银行借款	28.79	0.00	0.00	0.00
债券融资	29.33	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-130.35	-1.30	-129.64	-140.34
现金净增加额	-4.09	255.78	121.50	203.07
期初现金余额	541.77	538.85	794.63	916.12
期末现金余额	538.70	794.63	916.12	1119.19

主要财务比率

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%)				
营业收入增长	31.56	16.61	18.74	18.86
营业利润增长	53.51	2.30	26.02	27.17
归属母公司净利润增长	50.27	3.08	25.46	27.26
获利能力 (%)				
毛利率	46.75	42.60	44.60	46.83
净利率	29.51	26.08	27.56	29.51
ROE	20.19	18.76	20.67	22.26
ROIC	19.95	17.15	18.45	20.41
偿债能力				
资产负债率 (%)	17.30	21.63	21.80	20.25
净负债率	-0.39	-0.53	-0.54	-0.56
流动比率	4.07	3.37	3.43	3.82
速动比率	3.73	3.13	3.18	3.56
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.61	0.63	0.65
应收账款周转率	3.44	3.72	3.62	3.59
存货周转率	6.04	6.28	6.16	6.22
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	1.15	1.44	1.83
每股经营现金流	1.03	1.57	1.58	2.01
每股净资产	6.08	6.74	7.68	9.07
估值比率				
P/E	21.27	20.63	16.45	12.92
P/B	4.30	3.87	3.40	2.88
EV/EBITDA	15.06	13.13	10.30	7.82

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。