

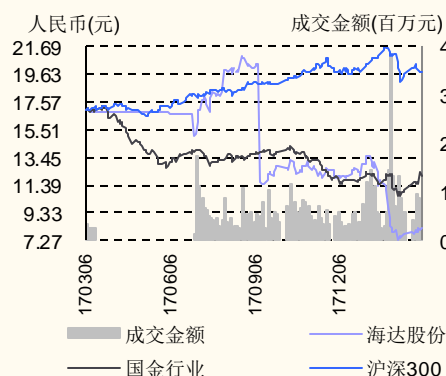
海达股份 (300320.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 8.22 元
 目标价格 (人民币): 10.50-10.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 452.96
 总市值 (百万元) 4,506.26
 年内股价最高最低 (元) 21.05/7.27
 沪深 300 指数 4018.10



橡胶部件龙头，产品渐次布局、进入成长期

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.283	0.266	0.392	0.489	0.604
每股净资产 (元)	2.85	1.72	2.11	2.59	3.21
每股经营性现金流 (元)	0.09	-0.01	0.21	0.27	0.57
市盈率 (倍)	62.08	48.53	20.97	16.80	13.61
行业优化市盈率 (倍)	36.39	36.39	36.39	36.39	36.39
净利润增长率 (%)	26.18%	64.31%	67.00%	24.81%	23.45%
净资产收益率 (%)	9.94%	14.98%	20.49%	20.75%	20.71%
总股本 (百万股)	293.35	528.03	580.84	580.84	580.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内橡胶部件细分龙头，业绩进入爆发期。**海达股份主营业务为橡胶零配件的研发、生产和销售，产品主要功能为密封和减振。经过多年布局，轨交和汽车用橡胶产品逐步进入收获期。2017 年公司营业收入同比增长 51%，归母净利润同比增长 69%。其中轨交业务收入增长 55%，汽车业务收入增长 53%，成为业绩增长及未来发展的核心驱动力。
- **发展思路清晰，不断拓展下游行业。**公司凭借船舶和集装箱行业起家，船用舱盖橡胶部件全球市占率超过 60%，集装箱橡胶部件国内市占率超过 50%。公司积极拓展下游应用领域，依次进入轨交、建筑、汽车等行业，新业务领域逐个进入收获期。公司在盾构隧道止水和车辆密封保持高市占率；汽车行业由点带面，从天窗密封件拓展到整车密封和汽车减振产品；建筑领域同门窗、幕墙企业合作，打入国际市场。公司不断进入并拓展客户和产品范围，发展动力充足。
- **建筑市场稳定，航运静待回升，汽车、轨交空间广阔。**航运领域密封件，受航运周期影响，订单有复苏但仍处于底部；建筑领域三元乙丙橡胶替代 PVC 的进程中，需求相对稳定；轨交领域，公司推出复兴号动车组风挡，成功实现进口替代，复兴号成为采购主力带动产品销售快速增长；汽车领域，天窗密封保持高市占率，整车密封产品进入高速增长，汽车减振崭露头角。
- **外延与内生并举，开启新阶段。**2015 年之前公司以内生发展为主，围绕橡胶密封和减振，在产品 and 下游领域深耕细作。2015 年起公司辅以外延发展，通过设立并购基金进行产业投资，出资 2500 万参股晋飞碳纤 5% 股权，涉足轻量化产业。2017 年公司完成收购科诺铝业，外延发展走出实质一步。科诺主营汽车天窗铝挤压型材，与海达在下游客户相覆盖，以此形成汽车密封与轻量化的双重布局。

投资建议

- 我们认为公司发展思路清晰，汽车、轨交业务进入收获期；外延拓展走出实质一步，为长期发展赋能。我们预测公司 2018-2020 年归母净利润 2.28、2.84、3.51 亿元，三年复合增速 36%，对应 PE 为 21、17、14 倍，给予“买入”评级，6-12 个月目标价 10.5 元。

风险

- 轨道交通及建筑领域建设周期较长的风险；原材料价格大幅上涨的风险。

司景喆 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001
 (8621)60870938
 sijz@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

时代 联系人
 (8621)60893123
 shidai@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

内容目录

1、海达股份：橡胶密封减振龙头，发展思路清晰.....	4
1.1、公司以船用密封件起家，产品渐次布局四大领域.....	4
1.2、轨交、汽车领域进入收获期，经营业绩大幅增长.....	4
2、建立竞争优势，布局广阔市场.....	7
2.1、汽车、轨交空间广阔，建筑、船运市场稳定.....	7
2.2、供货能力、客户资源优势明显.....	17
3、收购科诺铝业，开启新增长.....	19
3.1、科诺铝业：天窗导轨型材制造商，近年成长迅速.....	19
3.2、互补协同，携手拓展汽车部件市场.....	22
4、盈利预测.....	23
5、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：公司产品分为四大应用领域.....	4
图表 2：公司近年营业收入.....	5
图表 3：公司近年归母净利润.....	5
图表 4：公司近年分产品收入情况.....	5
图表 5：2017 年公司各产品收入占比.....	5
图表 6：公司分产品毛利率情况.....	6
图表 7：公司毛利率与净利率.....	6
图表 8：公司各类产品发展周期表.....	6
图表 9：公司处于橡胶制品业中的橡胶零件制造业.....	7
图表 10：我国橡胶零件制造业收入规模不断增长.....	7
图表 11：公司各领域市场空间及份额.....	8
图表 12：我国高铁新增里程及预计.....	8
图表 13：高速动车组采购需求.....	8
图表 14：我国城轨新增里程及预计.....	9
图表 15：城轨车辆采购需求.....	9
图表 16：复兴号采购数量及预计.....	9
图表 17：轨交产品市场空间.....	10
图表 18：我国乘用车产量及增速.....	10
图表 19：轿车产量排名前十车企（万辆）.....	10
图表 20：国内汽车天窗渗透率.....	11
图表 21：橡胶密封件在汽车中的使用位置.....	11
图表 22：公司汽车领域产品发展思路：从零到整、从少到多.....	12
图表 23：公司整车密封客户大幅扩容.....	12
图表 24：2015-2017 年公司汽车整车密封件订单项目变化.....	12

图表 25: 我国金属集装箱产量.....	13
图表 26: 我国集装箱出口量.....	13
图表 27: 我国造船行业三大指标.....	14
图表 28: 公司航运领域主要客户及份额.....	14
图表 29: 公司航运产品历史收入及毛利率.....	14
图表 30: 我国竣工房屋面积及对应密封条用量.....	15
图表 31: EPDM 与 PVC 的性能比较.....	15
图表 32: 公司建筑产品的应用.....	16
图表 33: 特斯拉太阳能屋顶.....	16
图表 34: 特斯拉太阳能屋顶橡胶密封件需求测算.....	17
图表 35: 公司历年毛利率与原材料价格关系.....	18
图表 36: 公司部分核心技术.....	18
图表 37: 公司跨领域技术融合应用实例.....	19
图表 38: 公司各领域主要客户.....	19
图表 39: 科诺铝业主要产品.....	20
图表 40: 科诺铝业近年营业收入.....	20
图表 41: 科诺铝业利润率逐年攀升.....	20
图表 42: 科诺铝业产品的终端客户.....	21
图表 43: 铝挤压材行业主要上市公司.....	21
图表 44: 科诺铝业的竞争优势.....	21
图表 45: 收购对价表.....	22
图表 46: 募集配套资金安排.....	22
图表 47: 行业可比公司估值.....	23
图表 48: 公司分产品收入预测.....	24

1、海达股份：橡胶密封减振龙头，发展思路清晰

1.1、公司以船用密封件起家，产品渐次布局四大领域

- 海达股份主营业务为橡胶零配件的研发、生产和销售，产品主要功能为密封和减振。公司渐次进入航运、轨道交通、建筑、汽车四大领域，形成了船用舱盖橡胶部件、集装箱橡胶部件、盾构隧道止水橡胶密封件、轨道车辆橡胶密封条、建筑橡胶密封条、轨道减振橡胶部件、汽车橡胶密封条等八大类产品。

图表 1：公司产品分为四大应用领域



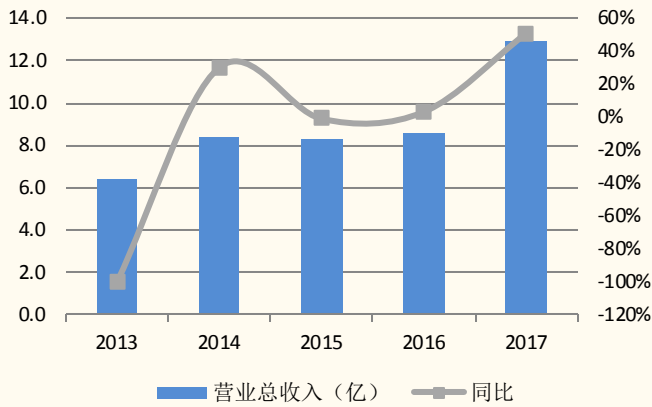
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 1990 年代末，公司前身海达有限以生产船用橡胶密封产品起家，借助国际造船市场向亚洲及中国转移的契机，实现了部分船用橡胶密封产品的进口替代，并成功发掘了优质客户——国际著名船舶舱口盖供应商麦基嘉，与其建立了长期合作关系。
- 2000 年后，北京、上海、广州等一线城市地铁进入快速发展期，公司开发出盾构隧道止水橡胶密封件产品，成功抓住轨交行业机遇，并将产品延伸到轨道车辆的密封、减振等子领域。
- 2004 年，公司进入建筑、汽车领域等消费领域，下游行业的蓬勃发展，带来了橡胶零配件产品的巨大市场需求，公司获得了更快的发展机遇。

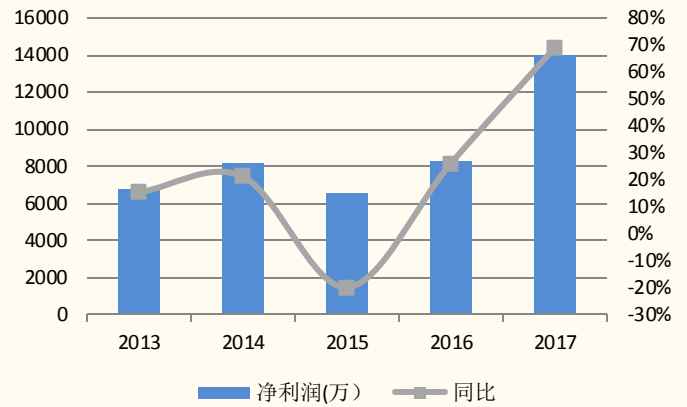
1.2、轨交、汽车领域进入收获期，经营业绩大幅增长

- 公司近五年来业绩保持平稳增长，收入从 2013 年的 6.4 亿增长到 2017 年的 12.9 亿元，净利润从 2013 年的 6760 万元增长到 2017 年的 1.4 亿元。除去 2015 年因部分轨交项目缓建及航运需求下降的影响，公司利润出现了下滑，其余年份利润基本维持在 20% 增长。
- 2017 年公司业绩大幅增长，营业收入同比增长 51%，达到 12.92 亿元；归母净利润同比增长 69%，达到 1.4 亿元。其中，增长最快的领域为轨道交通和汽车用产品，轨交相关产品实现收入 4.95 亿元、同比增长 55%，汽车产品收入 4.34 亿元，同比增长 53%，带动公司整体业绩实现高增长。建筑与航运产品需求平稳，收入稳中有升。

图表 2：公司近年营业收入



图表 3：公司近年归母净利润

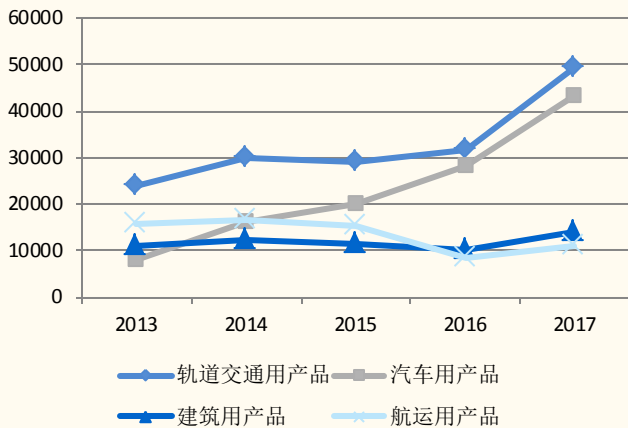


来源：wind，国金证券研究所

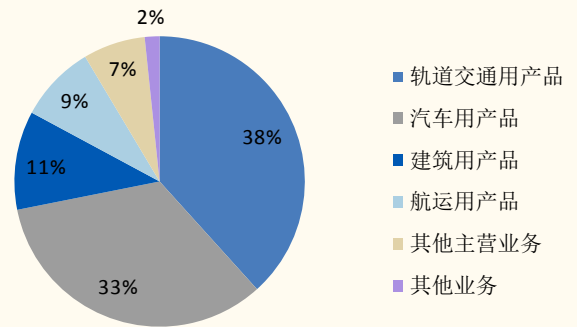
来源：wind，国金证券研究所

- 截至 2017 年末，公司轨交产品在手订单达 6 亿元。汽车领域，受益国内汽车天窗普及率逐年上升，公司产品销售显著增长，年内新增一汽、吉利、北汽新能源等整车密封客户。

图表 4：公司近年分产品收入情况



图表 5：2017 年公司各产品收入占比

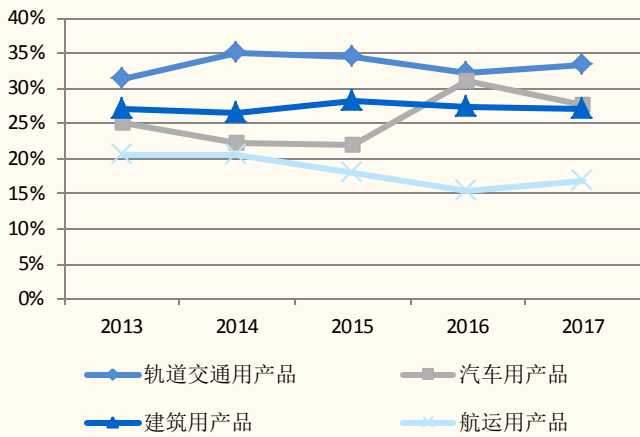


来源：wind，国金证券研究所

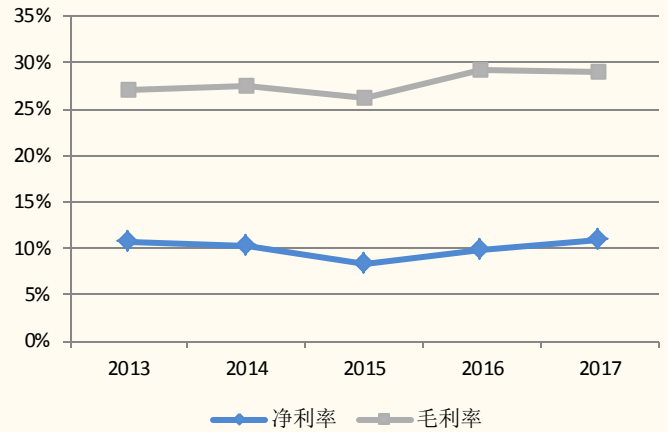
来源：wind，国金证券研究所

- 产品综合毛利率接近 30%，净利率约 10%。其中，轨交产品毛利率最高，由于资质要求较高，行业竞争环境缓和，毛利率保持在 35%左右；汽车产品毛利率在 28%左右，产品由天窗密封拓展到整车密封，毛利率近年稳中有升；建筑产品毛利率稳定，船用产品受下游需求低迷影响，毛利率有所下降。

图表 6：公司分产品毛利率情况



图表 7：公司毛利率与净利率



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

■ 公司产品线发展周期表：

进入期——汽车减振产品、建筑隔震产品、特斯拉太阳能屋顶密封件；

成长期——轨道减振产品、轨道车辆风挡；

爆发期——汽车密封产品；

成熟期——航运橡胶密封产品、建筑密封产品、盾构密封产品。

图表 8：公司各类产品发展周期表

	1990 年代末	2000-2003	2004-2008	2008-2012	2012-至今
特斯拉太阳能屋顶密封件					进入期
建筑隔震部件					进入期
汽车减振橡胶部件					进入期
轨道车辆风挡				进入期	成长期
轨道减振橡胶部件			进入期	成长期	成长期
汽车橡胶密封条			进入期	成长期	爆发期
建筑橡胶密封条		进入期	成长期	爆发期	成熟期
盾构隧道止水橡胶密封件		进入期	成长期	爆发期	成熟期
轨道车辆橡胶密封条		进入期	成长期	爆发期	成熟期
集装箱橡胶部件	进入期	成长期	爆发期	成熟期	
船用舱盖橡胶部件	进入期	成长期	爆发期	成熟期	

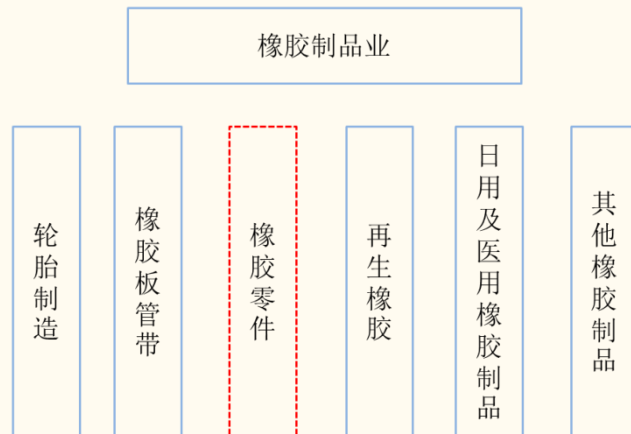
来源：公司公告，招股说明书，国金证券研究所

2、建立竞争优势，布局广阔市场

2.1、汽车、轨交空间广阔，建筑、船运市场稳定

- 橡胶制品行业品种繁多，主要包括七大类产品：（1）轮胎制造；（2）橡胶板、管、带；（3）橡胶零件；（4）再生橡胶；（5）日用及医用橡胶制品；（6）其他橡胶制品。2015 年我国橡胶制品业收入规模 1.01 万亿元，利润总额 600 亿元。

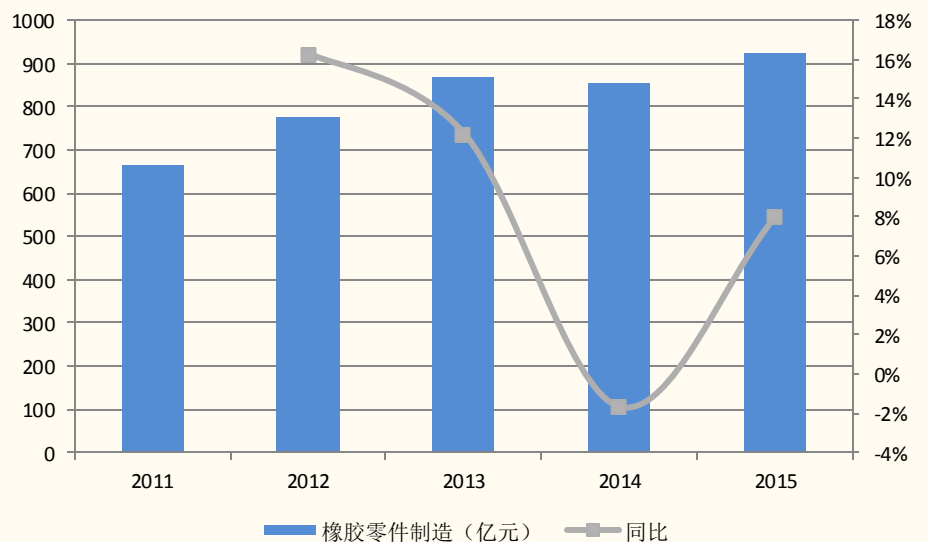
图表 9：公司处于橡胶制品业中的橡胶零件制造业



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 公司属于橡胶零配件制造业，为各部门提供密封及减振产品。橡胶零配件应用领域广泛，已经渗透至国民经济和国防建设的各个领域，2015 年橡胶零件制造业整体实现销售收入 923.11 亿元，同比增长 8%。公司主要为轨交、建筑、机械、汽车、航运等各行业提供各种橡胶零配件，实现密封或减振等功能。

图表 10：我国橡胶零件制造业收入规模不断增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 公司产品涉及橡胶零件的四个细分行业：轨交、汽车、建筑、航运，其中汽车和轨交是近年业绩增长的核心。

图表 11: 公司各领域市场空间及份额

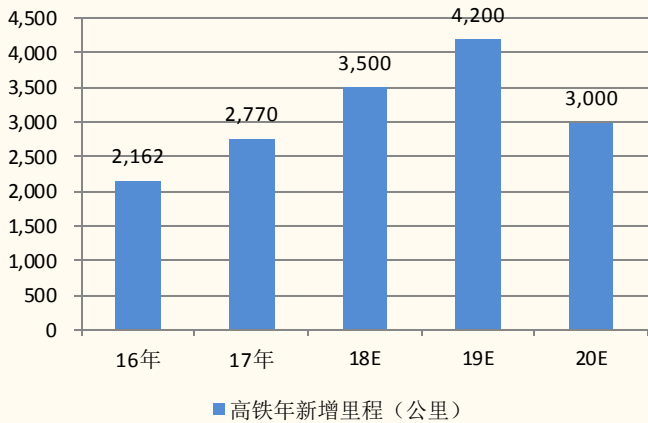
产品领域	收入规模	市场空间	对应份额	市场情况
轨交	4.9 亿元	年市场需求约 31 亿元; 市场规模稳定	15.80%	新品推出, 仍有提升空间
汽车	4.3 亿元	汽车密封橡胶件 年市场需求 160 亿元; 市场规模稳中有升	2.70%	客户&产品拓展, 快速增长期
建筑	1.4 亿元	年市场空间 100 亿元; 预计将有小幅下降	1.40%	市场分散, 大幅提升不易
航运	1.1 亿元	年市场需求约 2 亿元; 市场复苏向好	55%	垄断竞争, 地位稳定

来源: 公司公告, 国金证券研究所

(1) 轨交领域: 高铁、城轨通车景气周期, 新产品放量带动业绩增长

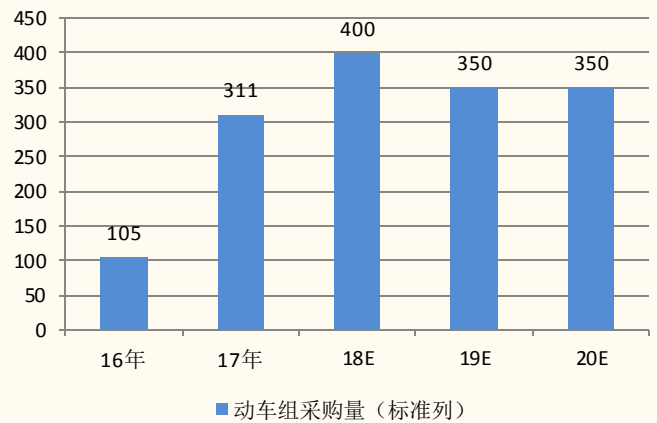
- 《中长期铁路网规划》提出到 2020 年, 铁路网规模达到 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里; 远期规划, 铁路网规模 20 万公里, 其中高速铁路 4.5 万公里, 国内高铁建设总体空间仍较大。铁总 2018 年工作计划, 预计新增高铁里程 3500 公里, 根据现有在建高铁线路及批复项目规划, 预计十三五后三年, 每年高铁新增里程在 3000-4000 公里; 对应动车组年均采购需求 300-400 列、即 2400-3200 辆。

图表 12: 我国高铁新增里程及预计



来源: 国家铁路局, 国家发改委, 国金证券研究所

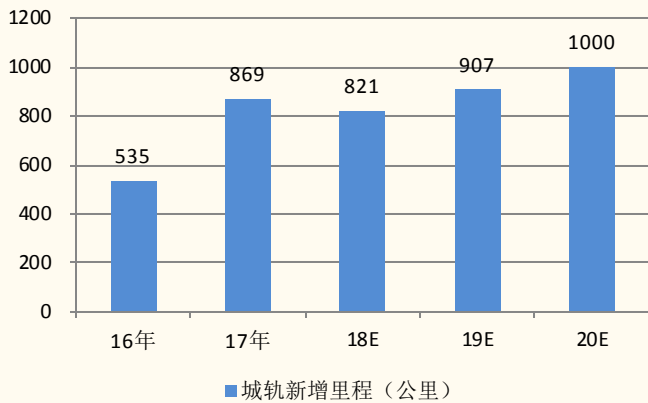
图表 13: 高速动车组采购需求



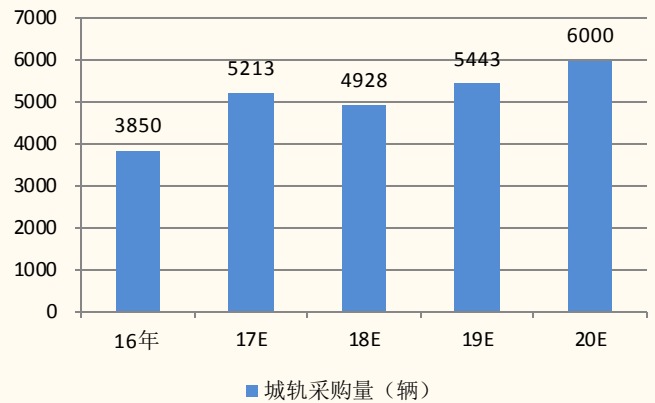
来源: 国家铁路局, 国金证券研究所

- 截至 2017 年底, 我国累计有 34 个城市, 建成投运城轨线路 5021.7 公里。2017 年新增 4 个运营城市、33 条线路、868.9 公里运营里程。在建线路长度超过 5000 公里, 十三五末全国城轨运营里程预计超过 8000 公里, 预计每年新增里程 800-1000 公里, 对应车辆采购 4800-6000 辆。

图表 14：我国城轨新增里程及预计



图表 15：城轨车辆采购需求

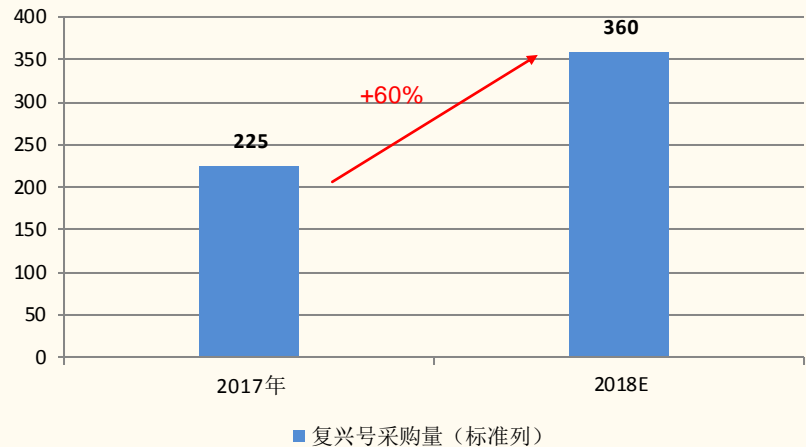


来源：城市轨道交通协会，国金证券研究所

来源：城市轨道交通协会，国金证券研究所

- 轨交三大产品年均市场空间合计 30.6 亿元，推出新产品提升市场份额。公司目前轨交产品构成中，以隧道止水密封件最高、占比约 60%。车辆密封产品，2017 年推出新品复兴号动车组风挡，并开始批量销售，带动收入明显增长。复兴号动车组预计将成为国内高铁采购主力车型，公司新产品目前份额超过 90%，几近独家垄断，充分受益复兴号的招标采购。轨道减振产品收入相对较小，主要用于城轨地铁、重载铁路，公司将通过与扣件厂合作拓宽产品销售范围。

图表 16：复兴号采购数量及预计



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 盾构隧道止水橡胶密封件，用于盾构隧道管片接缝的防水材料，主要客户为中国中铁、中国铁建等铁路等轨道交通建设公司。地铁 70%-80% 为地下线路，其中 70% 以盾构法挖掘，预计地铁每年新增的盾构隧道长度将达到 400 公里以上，此外还有高铁隧道、过江隧道、市政排污等超过 200 公里，合计每年盾构隧道止水密封件市场容量约 4 亿元。
- 轨道车辆密封条，主要用于轨道车辆门、窗等的密封。(1) 高铁：每年动车组采购量 300-400 列、即 2400-3200 辆；(2) 城轨：每年地铁车辆采购需求 4800-6000 辆。每辆高铁动车组用橡胶密封条价值 10 万元，每辆地铁车辆用橡胶密封条 3 万元，测算轨道车辆密封条年均市场空间约 4.4 亿元。

图表 17: 轨交产品市场空间

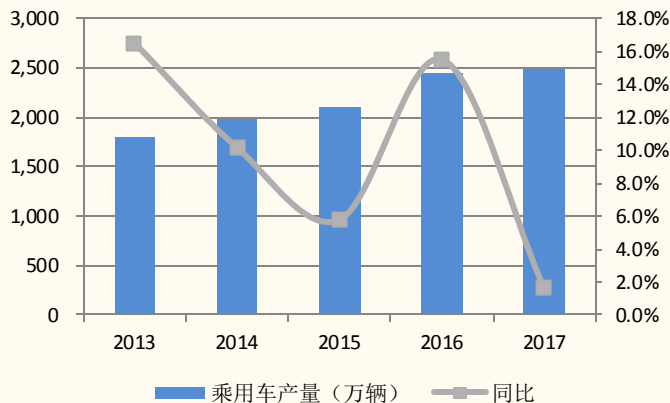
产品类型	用途	用量	市场需求
盾构止水	用于盾构隧道管片接缝的防水材料	每公里隧道需要止水密封件60-65万元	地铁每年新增盾构隧道长度超过400公里，加上高铁隧道、公路、市政管网等超过200公里；总体市场规模4亿元
车辆密封	用于轨道车辆门窗等的密封	每辆高铁动车组用橡胶密封条10万元，每辆地铁用橡胶密封条3万元	每年高铁车辆需求2400-3200辆，地铁车辆需求4800-6000辆，对密封件每年市场需求约4.42亿元
轨道减振	用于轨道交通沿线的减振降噪	视不同线路情况，沿线居民区及车站用量较高，郊区较低	每年市场需求约23亿元

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

(2) 汽车领域：由点带面，步入成长

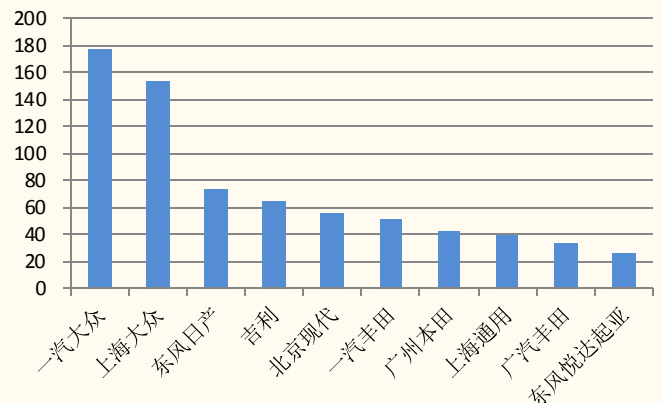
- 根据中国汽车工业协会数据，2017年我国汽车产量2902万辆，同比增长3.2%，其中乘用车产量2481万辆、同比增长1.6%。我国汽车产销量增速放缓，但整体规模庞大，产销量保持全球第一。

图表 18: 我国乘用车产量及增速



来源：中汽协，国金证券研究所

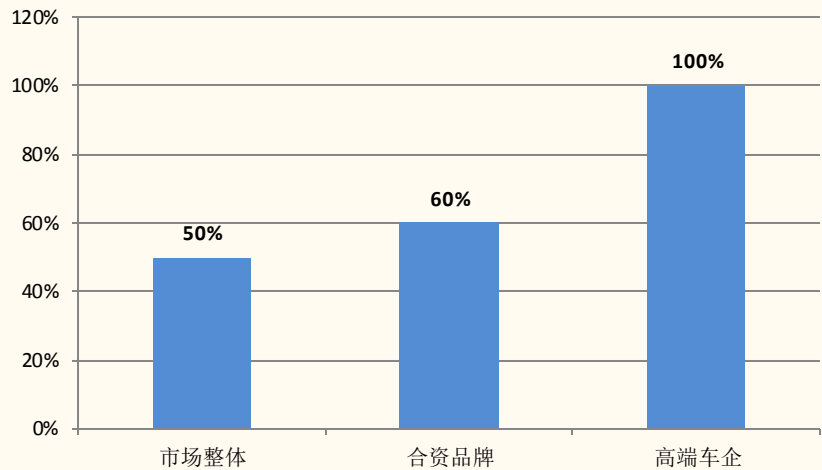
图表 19: 轿车产量排名前十车企 (万辆)



来源：中汽协，国金证券研究所

- 近年来汽车天窗逐步变为行业的标准配置，天窗应用迈向大型化和全景化，汽车天窗密封部件需求快速增长。根据盖世汽车网数据，国内现配置有天窗的车型达到50%以上；大众、通用等合资品牌车型天窗配置比为60%；高端车企配置比例高达100%。

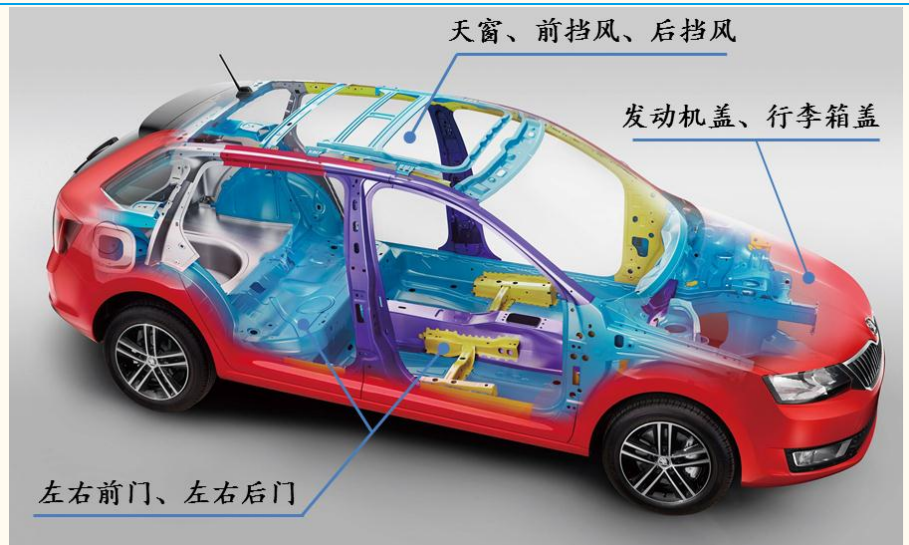
图表 20：国内汽车天窗渗透率



来源：盖世汽车网，国金证券研究所

- 汽车密封件主要用于汽车的门、窗、罩盖等部位，合称“四门三窗两盖”，用于保持车内温度、防止雨水等进入车内，起到密封、减振以及装饰等作用。

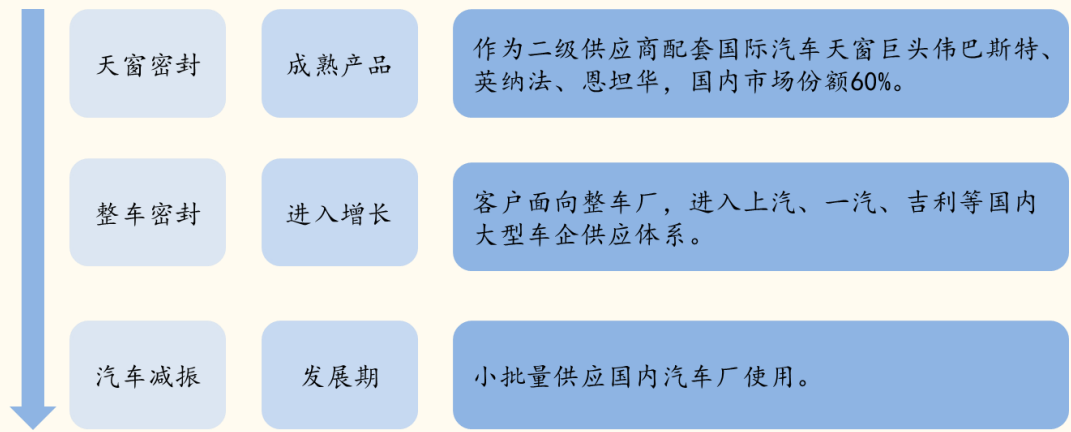
图表 21：橡胶密封件在汽车中的使用位置



来源：盖世汽车网，国金证券研究所

- 汽车密封市场规模可观，年市场需求约 160 亿。以乘用车为例，每辆汽车需要使用密封条整套配件价格约 600-700 元，2017 年国内乘用车销量 2481 万辆，对应乘用车密封条市场规模约 160 亿元。
- 产品拓展：从天窗到整车，从密封到减振。公司在汽车天窗密封条行业享有较高知名度，是伟巴斯特、英纳法、恩坦华等天窗供应商的长期合作伙伴。公司以天窗密封带动整车密封，2013 年开始逐步量产前期开发的整车密封条，逐步进入北汽股份、上汽荣威、吉利汽车、一汽大众等主机厂的供应商体系。伴随新车型的上市，公司整车密封件将迎来快速发展，销售收入有望超过天窗密封件。公司以密封带动减振，2015 年开始研发汽车减振部件，2016 年产品获得华晨汽车等工厂的认可并获得整车悬置件的订单，十多个车型的减振产品正在开发研制。

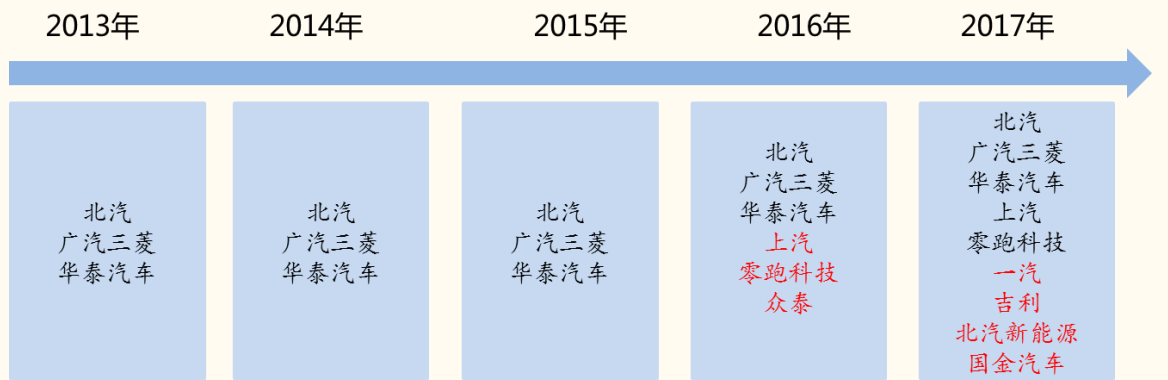
图表 22：公司汽车领域产品发展思路：从零到整、从少到多



来源：公司公告，国金证券研究所

- 新增客户大幅扩展，整车密封进入爆发期。2013 年，公司整车密封产品进入北汽、广汽三菱和华泰汽车供应体系，取得初步发展。经历三年时间的培育，2016 年整车密封业务开始加速，新增上汽、领跑科技、众泰三家整车客户。2017 年，又增加一汽、北汽新能源、国金汽车。

图表 23：公司整车密封客户大幅扩容



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016-2017 公司整车客户及在手订单快速增长，项目数量由 2015 年的 8 个，增长到 2017 年的 24 个，两年时间增长 200%。公司整车密封产品步入爆发期，得益于前期在汽车领域客户的深入布局，以及航运、轨交领域的橡胶密封产品技术和口碑积淀。

图表 24：2015-2017 年公司汽车整车密封件订单项目变化

序号	2015 年		2016 年		2017 年	
1	北汽	北汽 C30D 整车密封条	北汽	北汽 C30D 整车密封条	北汽	北汽 C30D 整车密封条
2		北汽 C31D 整车密封条		北汽 C31D 整车密封条		北汽 C31D 整车密封条
3		北汽 C33D 项目整车密封条		北汽 C33D 项目整车密封条		北汽 C33D 项目整车密封条
4		北汽 C50E 项目整车密封条		北汽 C50E 项目整车密封条		北汽 C50E 项目整车密封条
5		北汽 C60F 项目整车密封条		北汽 C60F 项目整车密封条		北汽 C60F 项目整车密封条
6		北汽 C61X 整车密封条		北汽 C61X 整车密封条		北汽 C61X 整车密封条

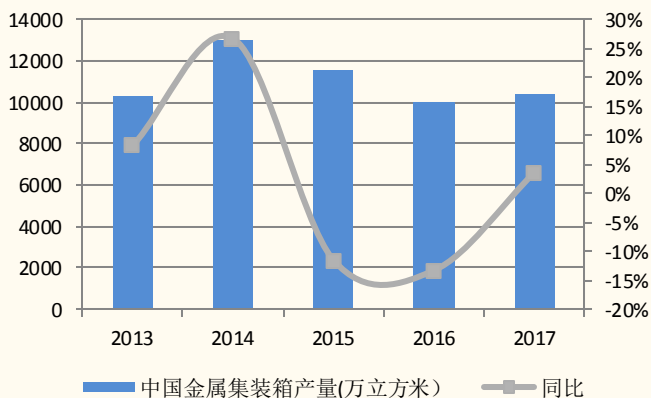
7	广汽三菱	广汽三菱 3E45 项目门条和门框条	广汽三菱	广汽三菱 3E45 项目门条和门框条	北汽新能源	C11CB 车门密封条
8	华泰汽车	华泰 A25 项目整车密封条		广汽三菱 4B 车型整车密封条	广汽三菱	广汽三菱 3E45 项目门条和门框条
9			华泰汽车	华泰 A25 项目整车密封条		
10			上汽	上汽荣威整车及天窗密封条	华泰汽车	NS 整车门系统密封条
11				AS26 上汽荣威整车及天窗密封条		华泰 A25 项目整车密封条
12			上汽大通	SK81 整车密封条	上汽	AS26 上汽荣威整车及天窗密封条
13				SV91 整车密封条		上汽荣威 AS2X 全景天窗密封条
14			零跑科技	S01 整车密封条		上汽荣威整车及天窗密封条
15			大冶汉龙汽车	众泰 L10 整车密封条	上汽大通	SK81 整车密封条
16						SV63 整车密封条
17						SV91 整车密封条
18					吉利汽车	CC11 整车静态密封条
19						CS11 整车静态密封条
20					一汽大众	EBO 门洞密封条&门下密封条
21					一汽股份	EV 整车密封条
22					一汽红旗	HS5 全车密封条
23					国金汽车	K01 全车密封条
24					零跑科技	S01 整车密封条

来源：公司公告，国金证券研究所，红色部分为相比上年新增项目

(3) 航运领域：航运低位徘徊，公司保持份额、静待行业复苏

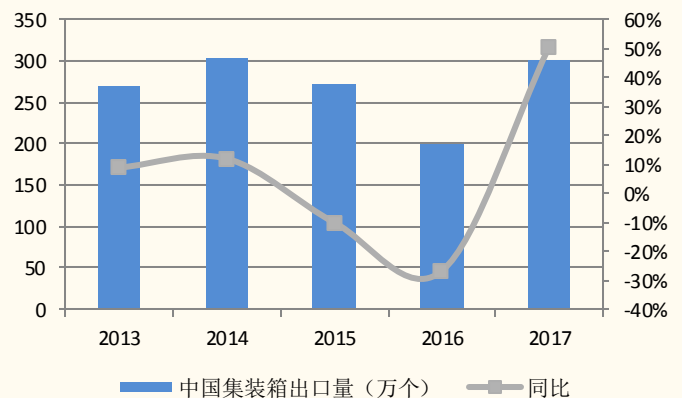
- 集装箱行业需求回暖。金属集装箱是远洋运输中最重要的载体，中国承担了全球 95% 以上集装箱的制造。我国金属集装箱产量 2015-2016 年下降，2017 年实现小幅增长 4%，达到 10348 万立方米；同时，集装箱出口大幅增长 51%，达到 300 万个，接近了 2014 年水平。总体来看，集装箱行业出现回暖态势。

图表 25：我国金属集装箱产量



来源：国家统计局，国金证券研究所

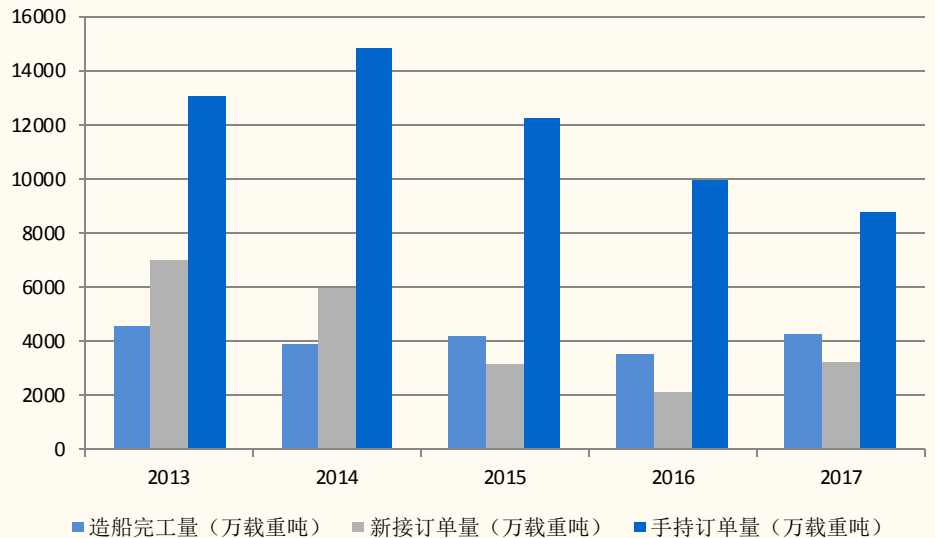
图表 26：我国集装箱出口量



来源：海关总署，国金证券研究所

- **造船行业新接订单复苏，手持订单仍处于低位。**造船业三大指标分别是造船完工量、新接订单量、手持订单量。2017 年我国造船完工量和新接订单量都有所增长，其中新接订单量为 3223 万载重吨、增长 53%；造船完工量 4268 万载重吨、增长 21%。但由于全球航运总体不景气以及对库存订单的消化，我国手持订单量仍处在低位。

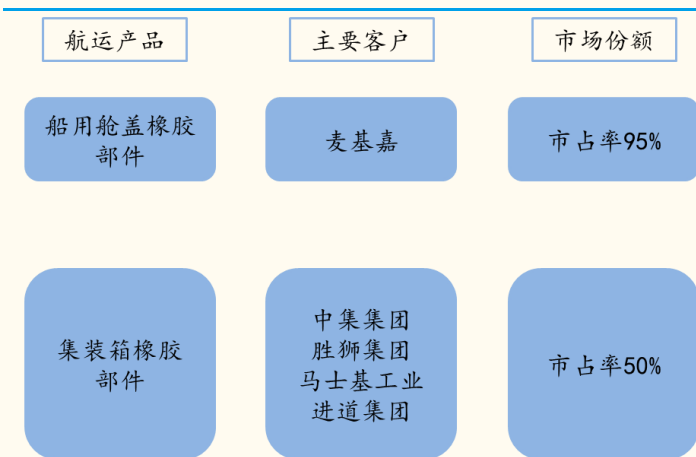
图表 27：我国造船行业三大指标



来源：工信部，国金证券研究所

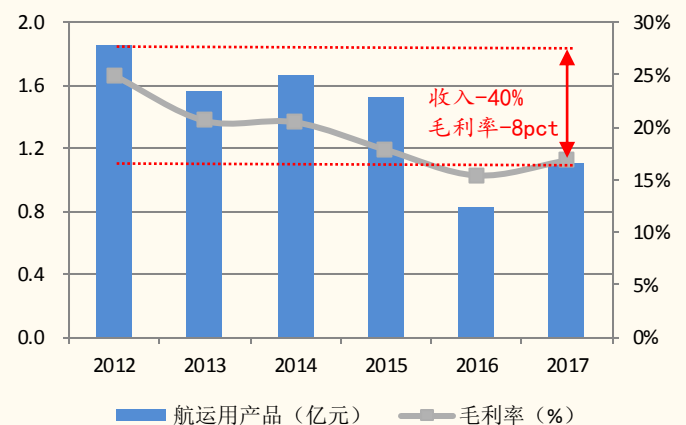
- **保持市场垄断地位，静待行业复苏。**公司集装箱橡胶部件和船用舱盖橡胶部件产品市场前景与航运业的景气程度密切相关。航运橡胶产品是公司起家业务，与大客户深度绑定，船舶舱盖橡胶部件供应国际巨头麦基嘉，集装箱橡胶件供给中集集团、胜狮集团、马士基工业等集装箱制造龙头。公司船用舱盖橡胶部件全球市占率超过 60%，集装箱橡胶部件国内市占率超过 50%。
- 从历史业绩分析，公司航运产品收入最高点为 2012 年，当年实现销售收入 1.86 亿元，毛利率达 24.9%。此后收入规模与毛利率持续下降。2017 年收入 1.11 亿元，是高峰期的 60%；毛利率 16.9%，相比高点下降 8 个百分点。近年航运业务收入随下游周期波动，但公司始终保持着领先的竞争地位，一旦行业复苏，公司有望率先受益，并存在较大的利润弹性空间。

图表 28：公司航运领域主要客户及份额



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：公司航运产品历史收入及毛利率

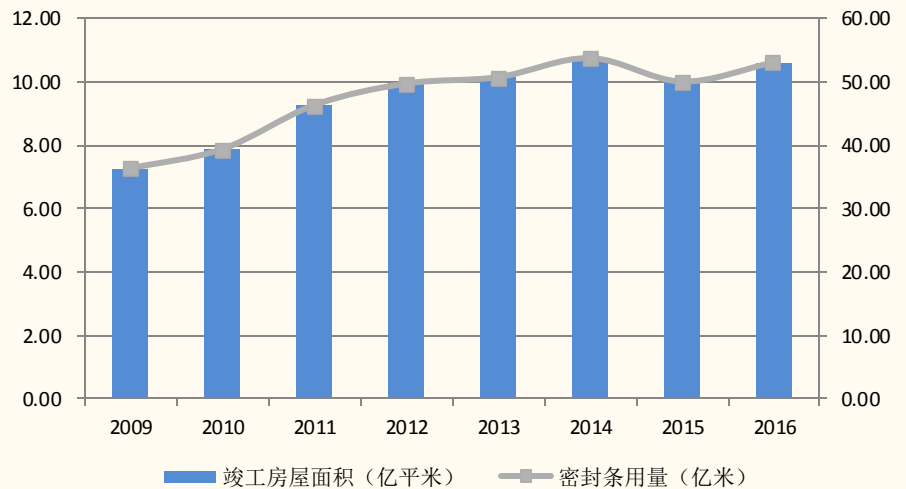


来源：公司公告，国金证券研究所

(4) 建筑领域：需求稳定，EPDM 替代 PVC 是趋势

- **整体空间 100 亿，市场需求较为分散。**根据统计局数据，2017 年我国新增房屋竣工面积约 10.15 亿平米，按门窗面积占建筑面积的 25%-30%比例计算，门窗年需求量约 2.5-3 亿平米；再以每平米门窗使用建筑密封条 5 米估算，我国门窗密封条年需求量约 13.75 亿米；我国幕墙产量约 1.56 亿平米，以每平米幕墙使用建筑密封条 4 米估算，幕墙密封条年需求 6.24 亿米。两者合计约 20 亿米，以每米价格 5 元估算，建筑领域橡胶密封件市场空间约 100 亿元。

图表 30：我国竣工房屋面积及对应密封条用量



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **建筑橡胶密封条主要应用于建筑的门窗和幕墙密封。**国内此前主要采用 PVC 材料，其抗老化性较差、易变形，使得密封性能降低甚至丧失，行业趋势是采用抗老化性能优良的 EPDM（三元乙丙橡胶）材料取代 PVC 材料。随着节能环保的大力推行，EPDM 材料在国内应用愈加广泛，公司三元乙丙橡胶密封条业务仍保持较高的市场需求。

图表 31：EPDM 与 PVC 的性能比较

性能	EPDM	PVC
外观	有质感、呈亚光	呈亮光
味道	微腥味、橡胶味	塑料味
质感	弹性好，尤其在低温时弹性变化小	柔软但弹性差，尤其低温硬度变化大
韧性	易回复、韧性好	拉伸后回复慢，韧性差
寿命	20-30年	1-3年

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **公司进入建筑橡胶密封条的研发时间较早，21 世纪初期已研发出相关产品，**并成功应用于上海浦东国际机场项目中。2007 年起公司正式进入该领域，与江河幕墙、沈阳远大、金螳螂幕墙等国内著名的门窗、幕墙企业合作紧密，并与旭格、海德鲁、阿鲁克等国外著名的建筑门窗、幕墙系统供应商建立了良好的合作关系。公司橡胶密封产品已广泛应用于国内外知名建筑

项目，如上海环球金融中心、上海世博会中国馆、浦东国际机场、冰岛歌剧院、美国匹兹堡会展中心等。

图表 32：公司建筑产品的应用



来源：公司网站，国金证券研究所

(5) 牵手特斯拉，拓展新能源应用

- 2017 年 9 月，公司在新能源橡胶密封产品获得突破，与特斯拉公司签署太阳能屋顶密封件采购合同，通过其考核并进入供应商体系，为与特斯拉其他业务板块合作奠定基础，同时也为扩展其他太阳能领域业务带来积极的影响。

图表 33：特斯拉太阳能屋顶

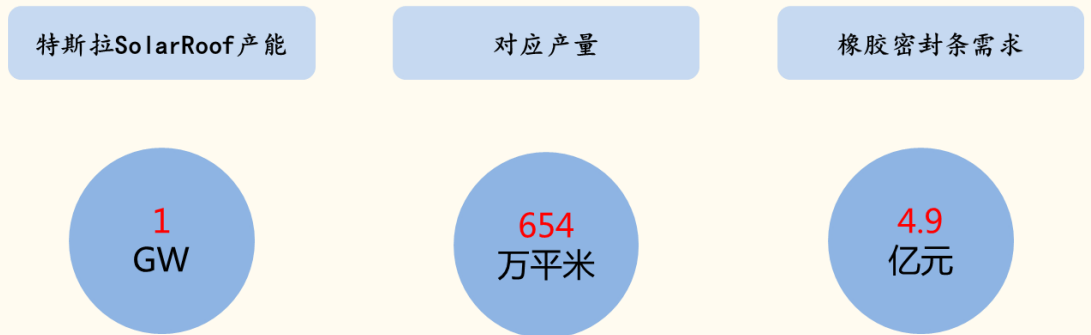


来源：Tesla 官网，国金证券研究所

- 特斯拉于 2016 年 10 月推出“太阳能屋顶”，它将太阳能生产与美观耐用的玻璃屋顶相结合，能够将阳光转化为电能，并通过 Powerwall 电池存储能量实现用电自给自足。特斯拉太阳能屋顶由两种类型的玻璃瓦片构成，太阳能瓦片和非太阳能瓦片，可以通过控制两种类型的瓦片数量来调节所需产生的电量。定价为每平方英尺均价为 21.85 美元，约合人民币 1580.2 元/每平方米。
- 特斯拉太阳能屋顶于 2018 年在纽约布法罗的 Gigafactory2 开始批量生产，并且属于供不应求的卖方市场。据特斯拉数据，每平方英尺发电功率为 14W（约合每平方米 153W），预计 2019 年实现 1GW 的产能，据此推算

对应太阳能屋顶产量约 654 万平方米。以每平米太阳能屋顶使用橡胶密封条 5 米估算，年需求量为 3270 万米；假设价格为每米 15 元，则特斯拉太阳能屋顶带来的橡胶密封件市场空间达 4.9 亿元。

图表 34：特斯拉太阳能屋顶橡胶密封件需求测算

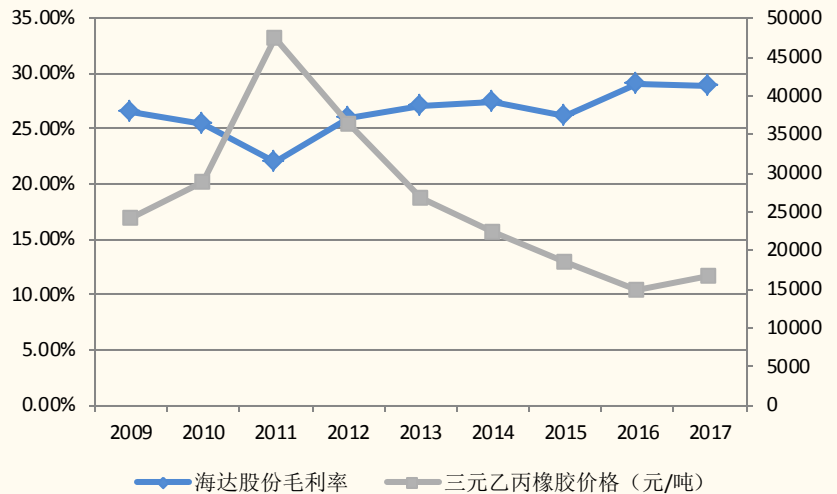


来源：36kr，国金证券研究所

2.2、供货能力、客户资源优势明显

- 公司橡胶零件产品生产的关键流程为混炼、挤出成型、硫化、注压接角、金属处理等。公司竞争优势在于：1、规模化采购，降低原材料价格；2、生产工艺和技术成熟，能够大批量稳定及时供货，在汽车行业尤其关键；3、与大客户建立稳定合作关系，轨交、汽车领域认证周期长，但是取得资质后订单稳定；4、多领域产品技术互相借鉴融合。
- 大批量采购，具备原材料价格优势。公司生产的橡胶零配件产品，以三元乙丙橡胶为主要原料，此外还使用少量的天然橡胶和丁苯橡胶、顺丁橡胶等合成橡胶，橡胶材料成本占公司原材料总成本的 40%左右。公司与主要供应商建立长期合作关系，以规模化采购换取优惠价格，主要原材料采购价格较市场价降低。
- 原材料价格温和上涨之下，对公司毛利率负面影响较小。从历史数据看，除 2011 年日本大地震的极端影响，造成三井化学等供应商减产，三元乙丙橡胶价格大幅上涨，公司毛利率下降 3.5 个百分点。随后市场供应恢复稳定、价格回落，公司毛利率稳步回升。当前三元乙丙橡胶价格在 1.75 万元/吨附近，随原油价格呈温和上涨趋势，总体处于历史较低水平。公司通过大批量采购取得优惠价格，并且可在价格大幅上涨时向下游客户传导，预计盈利能力保持稳定。

图表 35：公司历年毛利率与原材料价格关系



来源：隆众化工，国金证券研究所

- 多年行业积累，具备工艺配方及大批量稳定供货能力。** 橡胶零配件行业中，配方和工艺是竞争的核心，优质的配方和工艺可在同等成本下生产性能更优的产品，或同等性能指标下降低产品成本，取得优质配方和工艺就获得了行业领先地位。公司在长期的生产经营中，取得了“高效、低烟、阻燃技术”、“可控海绵橡胶发泡技术”、“复合共挤连续硫化生产技术”等一系列领先的技术工艺。

图表 36：公司部分核心技术

核心技术	技术水平	技术优势
高效、低烟、低毒阻燃技术	国际领先	生产的产品满足国际最高标准，有效提升产品阻燃、抑烟、减毒的功能，可完全实现进口替代。
可控海绵橡胶发泡技术	国内领先	有效提升产品的减振性能和抗疲劳成都，荷载疲劳循环次数达到400万次。
复合共挤连续硫化生产技术	国内领先	提高产品膨胀倍率，提高密封与防水效果，耐久性可达100年；高温加硫环节采用一段法炼胶，有效缩短加工时间。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司依托多领域经营的特点，将在不同领域的成功技术进行借鉴融合，跨领域解决客户痛点，形成差异化的竞争优势，巩固市场地位。**

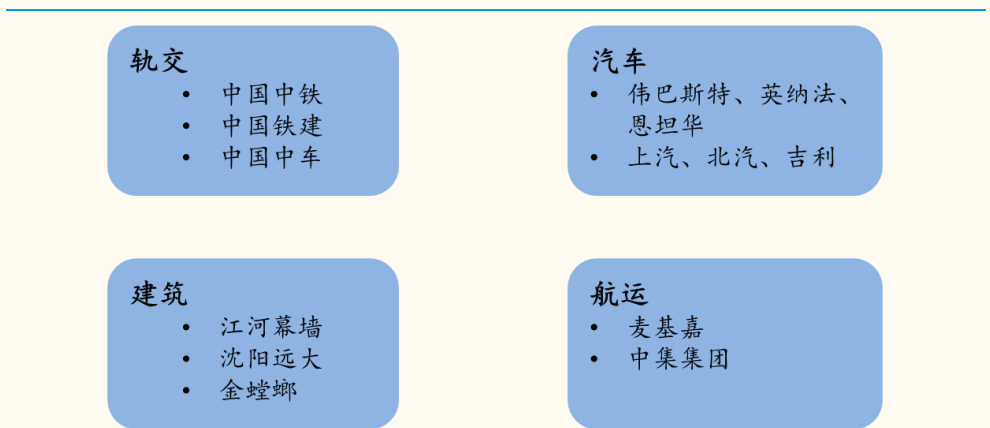
图表 37: 公司跨领域技术融合应用实例

技术名称	原应用领域	新应用领域
船用舱盖用支撑块生产技术	船用橡胶	轨道减振
船用密封条热硫化胶粘技术	船用橡胶	轨道车辆
无卤阻燃、低烟、低毒三元乙丙橡胶配方技术	轨道车辆	建筑密封
高倍率、大截面遇水膨胀橡胶挤出连续硫化生产技术	盾构止水	建筑密封
表面光滑涂层技术	汽车密封条	盾构止水
表面光滑涂层技术	汽车密封条	建筑密封

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **与下游客户建立稳定合作关系。**对于铁路、汽车、建筑等行业, 客户认证期较长, 一旦选定供应商, 不会轻易改变。多年行业积淀, 公司在橡胶密封和减振领域积累了较多的优质客户。航运领域, 公司绑定了国际船用舱口盖巨头麦基嘉, 以及集装箱龙头中集集团等; 轨交领域, 公司客户为中铁、中建及中国中车; 汽车领域, 天窗密封产品供应伟巴斯特, 整车密封产品进入上汽、北汽、吉利等汽车厂商配套体系。

图表 38: 公司各领域主要客户



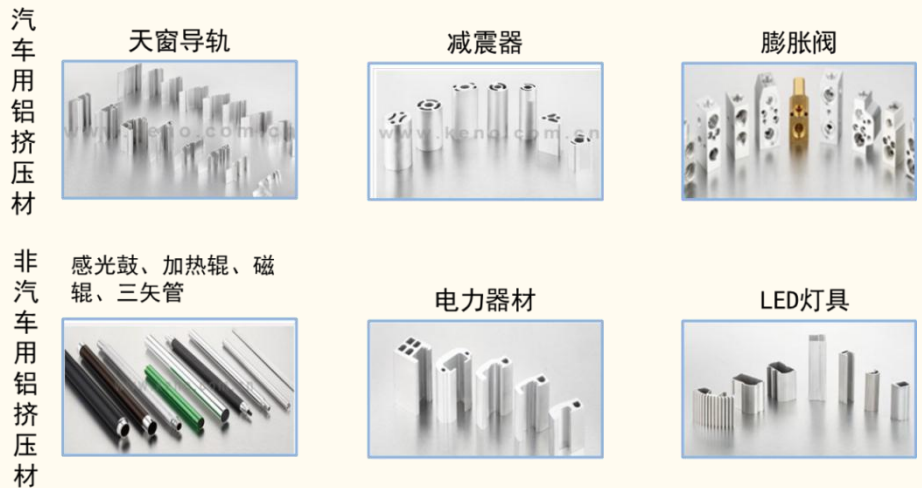
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、收购科诺铝业, 开启新增长

3.1、科诺铝业: 天窗导轨型材制造商, 近年成长迅速

- 科诺铝业是一家专业研制、生产工业铝合金型材的公司, 主要产品有车用工业铝挤压材, 包括天窗导轨型材、汽车减震器、助力泵、膨胀阀等, 以及非车用铝挤压材, 包括感光鼓、加热辊、磁辊、电力器材等。

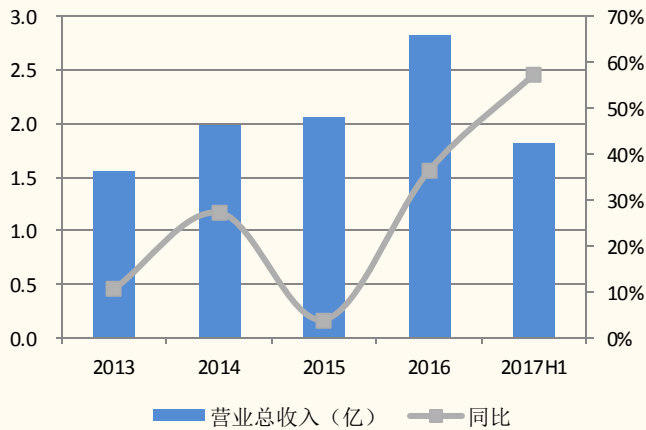
图表 39: 科诺铝业主要产品



来源: 收购报告书, 国金证券研究所

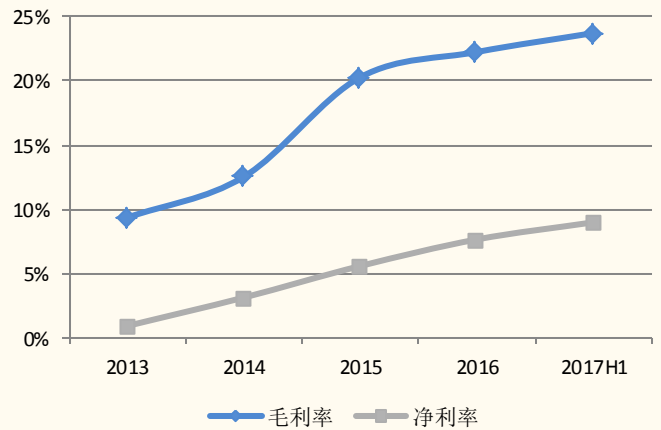
- 科诺铝业 2016 年实现营业收入 2.82 亿元, 同比增长 36%, 实现归属于母公司股东的净利润分别为 2162 万元、同比增长 87%, 经营业绩快速增长。

图表 40: 科诺铝业近年营业收入



来源: 收购报告书, 国金证券研究所

图表 41: 科诺铝业利润率逐年攀升



来源: 收购报告书, 国金证券研究所

- 科诺铝业在产业链中主要作为三级供应商向二级供应商供货, 应用于伟巴斯特、英纳法和恩坦华的汽车天窗系统, 终端客户为各大汽车整车厂。公司客户集中度较高, 主要为宁波市裕民机械工业有限公司、宝威汽车部件(苏州)有限公司、上海英汇科技发展有限公司等汽车零部件厂商。公司部分产品作为二级供应商直接向一级供应商供货, 如上海毓恬冠佳汽车零部件有限公司等。最终产品于宝马、奔驰、奥迪、大众、通用、福特等品牌的不同车型。

图表 42：科诺铝业产品的终端客户



来源：收购报告书，国金证券研究所

- 科诺在天窗导轨铝材细分行业中占有较强的优势，在工业铝挤压材行业的主要同行业公司包括：亚太科技、利源精制、闽发铝业、罗普斯金等。

图表 43：铝挤压材行业主要上市公司

名称	主营业务
亚太科技	主营精密铝管、专用型材和高精度棒材等汽车铝挤压材，是国内汽车铝挤压材主要供应商，2016 年营业收入 27.13 亿元，净利润 29677.22 万元。
利源精制	主要从事各种铝合金型材产品的开发、生产和销售，产品包括工业铝型材、工业铝材深加工产品和建筑铝型材。2016 年营业收入 25.58 亿元，净利润 55028.48 万元。
闽发铝业	主要从事各种铝型材产品的设计研发、生产和销售，2016 年销售收入 10.42 亿元，净利润 1670.71 万元。
罗普斯金	是目前中国铝合金挤型生产行业中，开发种类多、产品范围广、规模和实力一流的专业性大型企业，2016 年销售收入 9.77 亿元，净利润 14082.2 万元。

来源：收购报告书，国金证券研究所

- 汽车天窗导轨型材具有断面结构复杂、悬臂大、尺寸精密度高和硬度容许偏差值小等特点，科诺铝业具有强大的模具开发能力、天窗导轨高精度尺寸控制技术、产品硬度偏差控制技术，在汽车天窗导轨型材细分市场拥有较为明显的技术优势。

图表 44：科诺铝业的竞争优势

竞争优势	描述
技术优势	已掌握工业铝挤压材的产品研发、模具开发、生产加工和质量检验相关工艺技术，拥有多项专利技术，可以满足不同客户、不同产品的需求。特别是在汽车天窗导轨型材细分市场拥有较为明显的技术优势。
质量优势	建立了完善的质量管理体系，配备成套检测设备可以对入厂的原材料、过程产品及出厂产品进行系统而全面检测，确保产品质量完全达到客户要求。
客户优势	通过宁波裕民机械工业有限公司、宝威汽车部件（苏州）有限公司、宁海县振业汽车部件有限公司等下游直接客户，科诺铝业的主导产品汽车天窗导轨型材已应用于伟巴斯特、英纳法和恩坦华的汽车天窗系统。

管理优势	科诺铝业建立了系统、完善的管理制度，通过每日的生产班前会、产品评审会等精细化管理手段，提高生产运营效率。同时自主培养并吸引了一大批汽车铝挤压行业管理人才、技术人才，拥有专业、经验丰富的核心团队。
------	---

来源：收购报告书，国金证券研究所

3.2、互补协同，携手拓展汽车部件市场

- 2017年6月，海达股份公告收购预案，拟通过发行股份及支付现金形式，收购科诺铝业共计95.32%的股权，其中股份对价2.22亿元、现金对价1.07亿元。科诺铝业业绩承诺为2017-2019年度的净利润分别不低于3000万元、3600万元、4300万元。2018年1月31日，标的公司股权过户完成，科诺铝业成为海达股份控股子公司。

图表 45：收购对价表

支付对价	金额（万元）	所占比例
现金对价	10715.95	31.0152%
股份对价	22218.88	64.3083%
合计	32934.83	95.3235%

来源：收购报告书，国金证券研究所

- **行业协同，加快布局汽车轻量化。**汽车行业在我国仍具有广阔的市场发展前景，加之全球汽车轻量化趋势加速，汽车铝化趋势明显。汽车天窗渗透率的提高以及汽车天窗大型化和全景化的趋势将带来汽车天窗导轨型材市场需求的较快增长。海达股份看好科诺未来发展前景，随着收购后汽车轻量化铝合金新材料项目的展开，公司有望在汽车轻量化发展的过程中抓住产业机会并保持技术领先地位。
- **资源互补，下游客户共享。**海达股份的汽车天窗密封条主要为全球领先汽车天窗系统企业伟巴斯特、英纳法和恩坦华进行配套，科诺铝业的主导产品汽车天窗导轨型材已应用于伟巴斯特、英纳法和恩坦华的汽车天窗系统。二者在下游领域有所重合，可以通过资源共享、互补，实现效益最大化。
- **募投项目扩充汽车轻量化产能。**本次募集配套资金除支付收购所需现金对价之外，还将用于科诺铝业年产3万吨汽车轻量化铝合金新材料项目的建设。项目总投资额约为2.3亿元，建设期12个月，通过新建厂房以及办公、生活和公用配套设施等，购置先进生产线，形成年产高性能汽车轻量化铝合金新材料3万吨的生产能力，达产后预计形成年销售收入8.1亿元。

图表 46：募集配套资金安排

项目名称	项目预计投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
支付本次交易的现金对价	10715.95	10715.95
年产3万吨汽车轻量化铝合金新材料项目	23278.00	10484.05
支付本次交易相关费用	1000.00	1000.00
合计	34993.95	22200.00

来源：收购报告书，国金证券研究所

4、盈利预测

- 考虑科诺铝业并表因素，我们预测公司 2018-2020 年营业收入为 21/27/33 亿元，分别同比增长 65%/27%/23%；归母净利润分别为 2.28/2.84/3.51 亿元，分别同比增长 67%/25%/23%；EPS 分别为 0.39/0.49/0.60 元，对应 PE 分别为 21/17/14 倍。
- 我们认为公司发展思路清晰，汽车、轨交业务进入收获期；外延拓展走出实质一步，为长期发展赋能。公司 18 年对应 PEG 仅为 0.33，参考同行业可比公司估值及业绩成长性，给予“买入”评级，6-12 个月目标价 10.5 元。

图表 47：行业可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值	16年营业收入	16年净利润	PE-TTM	18PE	18PEG
300320.SZ	海达股份	45.06	8.56	0.83	31	21	0.33
603239.SH	浙江仙通	45.48	5.86	1.50	24	15	0.45
600523.SH	贵航股份	40.86	33.61	1.73	25	--	--
000887.SZ	中鼎股份	205.29	83.84	9.01	21	15	0.71
600458.SH	时代新材	66.31	116.41	2.42	208	23	0.14
603111.SH	康尼机电	124.36	20.10	2.40	54	21	0.33
000976.SZ	华铁股份	134.04	18.62	0.31	189	24	0.86
	中位数				40	21	0.45

来源：wind，国金证券研究所

5、风险提示

- 盾构止水及轨道减振项目周期较长且价格固定，存在应收账款及成本波动的风险。
- 橡胶等原材料价格大幅上涨，降低公司盈利能力的风险。

图表 48：公司分产品收入预测

项 目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
轨交						
销售收入（百万元）	289.89	318.31	494.68	750.00	975.00	1,200.00
增长率（YOY）	-3.56%	9.80%	55.41%	51.61%	30.00%	23.08%
毛利率	34.45%	32.05%	33.41%	32.00%	31.00%	30.00%
占总销售额比重	38.28%	40.33%	41.89%	35.21%	36.14%	36.20%
占主营业务利润比重	49.17%	44.02%	48.33%	41.24%	41.67%	40.78%
汽车						
销售收入（百万元）	202.06	283.85	433.62	690.00	960.00	1,300.00
增长率（YOY）	25.47%	40.48%	52.76%	59.13%	39.13%	35.42%
毛利率	21.90%	31.17%	27.63%	27.60%	27.00%	27.00%
占总销售额比重	26.68%	35.96%	36.72%	32.39%	35.59%	39.21%
占主营业务利润比重	21.79%	38.18%	35.04%	32.72%	35.73%	39.76%
建筑						
销售收入（百万元）	113.09	103.73	141.89	165.00	190.00	215.00
增长率（YOY）	-8.14%	-8.28%	36.79%	16.29%	15.15%	13.16%
毛利率	28.11%	27.36%	26.92%	27.00%	26.00%	26.00%
占总销售额比重	14.93%	13.14%	12.01%	7.75%	7.04%	6.49%
占主营业务利润比重	15.65%	12.25%	11.17%	7.66%	6.81%	6.33%
航运						
销售收入（百万元）	152.26	83.43	110.82	130.00	150.00	170.00
增长率（YOY）	-8.78%	-45.20%	32.83%	17.30%	15.38%	13.33%
毛利率	17.86%	15.42%	16.85%	16.90%	17.20%	17.50%
占总销售额比重	20.11%	10.57%	9.38%	6.10%	5.56%	5.13%
占主营业务利润比重	13.39%	5.55%	5.46%	3.78%	3.56%	3.37%
科诺铝业						
销售收入（百万元）				395.27	422.65	430.22
增长率（YOY）				#DIV/0!	6.93%	1.79%
毛利率				21.50%	21.00%	20.00%
占总销售额比重				18.55%	15.67%	12.98%
占主营业务利润比重				14.60%	12.24%	9.75%
销售总收入（百万元）	757.30	789.32	1181.02	2130.27	2697.65	3315.22
销售总成本（百万元）	554.20	557.58	839.06	1548.33	1972.24	2432.53
毛利（百万元）	203.10	231.74	341.95	581.94	725.41	882.69
平均毛利率	26.82%	29.36%	28.95%	27.32%	26.89%	26.63%

来源：wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	829	856	1,292	2,130	2,698	3,315	货币资金	113	73	104	150	180	200
增长率		3.3%	50.9%	64.9%	26.6%	22.9%	应收账款	453	538	781	1,018	1,207	1,386
主营业务成本	-612	-607	-918	-1,548	-1,972	-2,433	存货	144	203	295	382	448	533
%销售收入	73.9%	70.9%	71.1%	72.7%	73.1%	73.4%	其他流动资产	6	16	23	34	42	52
毛利	217	249	373	582	725	883	流动资产	716	829	1,203	1,584	1,878	2,170
%销售收入	26.1%	29.1%	28.9%	27.3%	26.9%	26.6%	%总资产	65.7%	68.5%	73.4%	76.5%	77.7%	78.6%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-15	-18	-22	长期投资	20	33	34	34	34	34
%销售收入	0.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	333	325	353	408	460	509
营业费用	-34	-59	-91	-138	-175	-215	%总资产	30.6%	26.8%	21.5%	19.7%	19.0%	18.4%
%销售收入	4.1%	6.9%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%	无形资产	14	18	41	36	37	38
管理费用	-82	-73	-82	-128	-162	-199	非流动资产	373	381	436	487	540	590
%销售收入	9.9%	8.6%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	34.3%	31.5%	26.6%	23.5%	22.3%	21.4%
息税前利润 (EBIT)	95	109	190	301	371	447	资产总计	1,089	1,211	1,640	2,071	2,418	2,760
%销售收入	11.5%	12.7%	14.7%	14.1%	13.7%	13.5%	短期借款	71	45	195	248	254	88
财务费用	-2	0	-8	-12	-13	-7	应付款项	200	278	458	608	666	821
%销售收入	0.3%	0.0%	0.6%	0.6%	0.5%	0.2%	其他流动负债	29	31	38	67	85	105
资产减值损失	-9	-9	-14	-13	-12	-12	流动负债	300	354	692	922	1,004	1,013
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0	其他长期负债	7	6	12	6	6	6
%税前利润	n.a.	n.a.	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	负债	307	360	703	928	1,010	1,019
营业利润	84	100	168	276	346	428	普通股股东权益	765	835	910	1,112	1,369	1,694
营业利润率	10.1%	11.6%	13.0%	13.0%	12.8%	12.9%	少数股东权益	18	15	26	31	38	47
营业外收支	4	3	4	4	5	6	负债股东权益合计	1,089	1,211	1,640	2,071	2,418	2,760
税前利润	88	103	172	280	351	434	比率分析						
利润率	10.6%	12.0%	13.3%	13.2%	13.0%	13.1%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-18	-19	-30	-48	-60	-74	每股指标						
所得税率	20.3%	18.4%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.224	0.283	0.266	0.392	0.489	0.604
净利润	70	84	142	233	291	360	每股净资产	2.607	2.847	1.724	2.105	2.593	3.208
少数股东损益	4	1	2	5	7	9	每股经营现金净流	0.328	0.086	-0.007	0.206	0.274	0.569
归属于母公司的净利润	66	83	140	228	284	351	每股股利	0.045	0.061	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	7.9%	9.7%	10.9%	10.7%	10.5%	10.6%	回报率						
							净资产收益率	8.60%	9.94%	14.98%	20.49%	20.75%	20.71%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.04%	6.85%	8.32%	11.00%	11.76%	12.71%
净利润	70	84	142	233	291	360	投入资本收益率	8.88%	9.90%	13.75%	17.96%	18.53%	20.28%
少数股东损益	4	1	2	5	7	9	增长率						
非现金支出	41	43	53	40	42	46	主营业务收入增长率	-0.98%	3.25%	50.94%	64.93%	26.63%	22.89%
非经营收益	3	0	4	4	11	5	EBIT增长率	-19.33%	14.30%	74.64%	58.57%	23.25%	20.52%
营运资金变动	-18	-101	-203	-168	-200	-110	净利润增长率	-19.77%	26.18%	64.31%	67.00%	24.81%	23.45%
经营活动现金净流	96	25	-4	109	145	300	总资产增长率	5.09%	11.15%	35.42%	26.29%	16.76%	14.16%
资本开支	-31	-12	-48	-73	-78	-77	资产管理能力						
投资	-20	-12	-9	-1	0	0	应收账款周转天数	191.2	195.5	166.5	155.0	145.0	135.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	80.3	104.3	99.0	90.0	83.0	80.0
投资活动现金净流	-51	-24	-57	-74	-78	-77	应付账款周转天数	105.8	131.3	128.5	120.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	9	0	0	0	固定资产周转天数	145.4	136.1	97.3	59.8	50.2	42.9
债权募资	-10	-26	134	52	6	-166	偿债能力						
其他	-24	-17	-75	-41	-43	-38	净负债/股东权益	-5.48%	-3.25%	9.76%	8.54%	5.22%	-6.46%
筹资活动现金净流	-34	-42	68	11	-37	-204	EBIT利息保障倍数	38.6	-358.8	23.5	25.2	28.4	61.5
现金净流量	11	-41	7	46	30	20	资产负债率	28.15%	29.75%	42.90%	44.83%	41.79%	36.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	3
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.86

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH