

输送带龙头扩产在即，养老业务轻装启程 买入（首次）

2019年04月01日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,358	1,461	1,957	2,453
同比（%）	19.4%	7.6%	33.9%	25.3%
归母净利润（百万元）	156	216	284	371
同比（%）	39.0%	37.8%	31.7%	30.9%
每股收益（元/股）	0.36	0.50	0.66	0.87
P/E（倍）	29.27	21.23	16.13	12.32

投资要点

- 公司是工业输送带龙头：**公司专业从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售三十余年，在橡胶工业协会下面的行业里连续八年排名第一，产品被广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等行业。目前，公司拥有橡胶输送带产能 5000 万平方米/年，2019 年将新增产能 1000 万平方米/年。
- 供给侧格局优化，需求端稳定增长：**随着供给侧改革的深入及环保监管的趋严，行业开始进入转型升级期，大部分低端、非正规输送带小企业逐渐退出，输送带行业的集中度进一步提高，龙头企业的盈利能力得到显著提升。同时下游煤矿、钢铁、港口、电力、水泥五大重工业领域的规模化发展和产量稳定增长，进一步为输送带产业的需求增长提供了坚实基础。
- 输送带应用渗透加速，公司产品结构调整向高端化发展：**为应对绿色清洁的交通运输要求，我国机动车排放监管力度不端提高，重污染柴油货车的监管日益严格，以输送带为代表经济环保的运输方式有望迎来新的发展机遇。公司一贯注重新产品研发和创新能力建设，通过不断创新研发模式，显著提高产品的技术含量和附加值。目前，公司以管状输送带、长距离输送带等为代表的高端产品推广顺利，未来有望通过持续优化产品结构，进一步提升盈利能力。
- 前瞻布局养老产业，轻资产模式迎接蓝海：**我国已进入老龄化社会，人口老龄化加速了我国养老服务的需求，但老年人生活照料的需求与养老服务的供给出现了严重错位，养老产业有望迎来前所未有的发展机遇。公司积极推进养老健康产业布局，定位于轻资产养老服务运营商，学习和借鉴日本医疗养老相结合的先进模式，有望打造出新的利润增长点。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 14.61 亿元、19.57 亿元和 24.53 亿元，归母净利润分别为 2.16 亿元、2.84 亿元和 3.71 亿元，EPS 分别为 0.50 元、0.66 元和 0.87 元，当前股价对应的 PE 分别为 21.2X、16.1X 和 12.3X。参考橡胶的平均行业估值水平及行业集中度有望继续提高的趋势，同时考虑到公司所处的行业龙头地位及新增产能带来成长性的预期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新增产能进度低于预期，市场需求存在下降的风险，原材料价格有继续下跌的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.68
一年最低/最高价	5.55/10.89
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	3551.44

基础数据

每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	19.81
总股本(百万股)	428.50
流通 A 股(百万股)	332.53

相关研究

内容目录

1. 公司是工业输送带行业龙头	4
1.1. 输送带行业龙头，两大产业布局明确	4
1.2. 公司发展稳健，业绩实现稳定增长	5
2. 格局优化，结构调整，输送带业务后劲足	6
2.1. 受益于环保监管趋严，供给端格局优化	7
2.2. 下游多为工业大客户，需求端稳定增长	8
2.3. 柴油货车治理趋严，输送带渗透有望加速	8
2.4. 研发持续投入，高端产品竞争力凸显	9
3. 前景广阔，积极布局，养老业务轻装上阵	10
3.1. 人口老龄化加剧，养老产业或迎黄金发展期	11
3.2. 立足桐乡，医养结合，积极践行轻资产模式	12
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	14
5.1. 新增产能进度低于预期	14
5.2. 市场需求存在下降风险	14
5.3. 原材料价格有继续下跌风险	14

图表目录

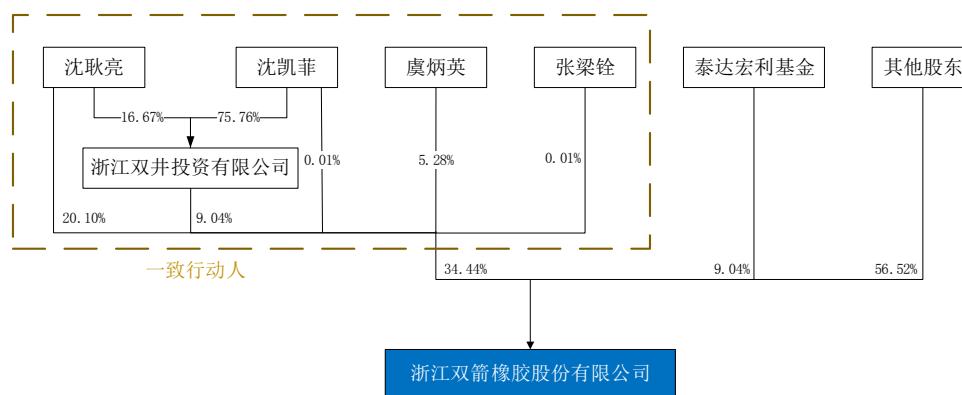
图 1: 双箭股份股权结构	4
图 2: 双箭股份橡胶输送带产品结构	5
图 3: 公司营业收入及其增速	6
图 4: 公司净利润及其增速	6
图 5: 公司主营业务收入结构 (百万元)	6
图 6: 公司主营业务毛利结构 (百万元)	6
图 7: 输送带的主要分类	7
图 8: 我国原煤产量 (当月值: 万吨)	8
图 9: 我国粗钢产量 (当月同比: %)	8
图 10: 2017 年货车污染物排放量 (单位: 万吨)	9
图 11: 管状输送带示例	10
图 12: 管状输送带结构	10
图 13: 长距离输送带示例	10
图 14: 我国 60 岁以上人口 (百万) 及其占比	11
图 15: 我国 65 岁以上人口 (百万) 及其占比	11
图 16: 中国养老机构床位数 (万张)	11
图 17: 中国每千人养老床位 (张)	11
图 18: 医养结合养老服务模式	13
表 1: 2019 年度中国橡胶工业百强企业前五名	7
表 2: 近年养老政策	12
表 3: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	13
表 4: 可比公司估值表	14

1. 公司是工业输送带行业龙头

浙江双箭橡胶股份有限公司是在原桐乡市双箭集团有限责任公司基础上设立的股份有限公司，总部位于浙江省桐乡市，于2010年4月2日在深圳证券交易所上市。公司是国内工业输送带行业的龙头企业，连续八位列“中国输送带十强企业”之首，近年来公司在养老健康产业领域也有重要布局，正以积极的姿态培育传统业务之外新的利润增长点。

公司董事长和控股股东为沈耿亮先生，另外沈耿亮和沈凯菲为父女关系，沈耿亮和虞炳英为夫妻关系，双井投资由沈耿亮和沈凯菲控股，沈耿亮、虞炳英、沈凯菲和张梁铨为一致行动人，合计持股占比34.44%。

图1：双箭股份股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 输送带行业龙头，两大产业布局明确

公司专业从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售三十多年，产品被广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等需要物料输送的行业。作为输送带产品国家标准、行业标准的主要起草单位之一，公司在橡胶工业协会下面的行业里连续八年排名第一，在业内享有较高声誉。目前，公司拥有橡胶输送带产能5000万平方米/年，2019年将新增产能1000万平方米/年。

公司生产的橡胶输送带产品按骨架材料分为棉帆布芯输送带、尼龙帆布芯输送带、聚酯帆布芯输送带、整芯输送带、钢丝绳芯输送带和芳纶输送带等，可根据客户需要定制，使产品具有耐高温、耐碱、阻燃、节能、防撕裂等特殊性能，多项产品获得国家知识产权局发明和实用新型专利。

图 2：双箭股份橡胶输送带产品结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，公司积极推进养老健康产业布局，培育传统业务之外新的利润增长点。公司于 2012 年组建了桐乡和济颐养院，之后尝试以轻资产养老模式进行对外扩张，目前已有 4 个养老院，床位超过 1000 张，包括桐乡和济颐养院、苏州红日养老公寓、桐乡和济颐养院凤鸣分院、桐乡和济颐养院二期。同时，公司积极探索医养结合的发展模式，借鉴和学习日本养老机构的运营经验，以更先进的理念和运营模式加大市场开拓力度，扩大品牌知名度，提升养老业务在行业内的地位。

未来公司将立足于做强输送带业务，并逐步从传统的橡胶输送带制造商向物料输送系统整体解决方案提供商及运行服务商转变，同时按照“做大养老产业，打造知名品牌”的战略构想，公司会进一步完善养老产业布局，力图打造养老产业内的标杆企业。

1.2. 公司发展稳健，业绩实现稳定增长

公司产品的下游市场主要集中在煤炭、钢铁、港口、水泥、电力等行业，与宏观经济周期呈现出高度关联性。2015 年，世界经济的复苏不及预期，国内外经济持续低迷并面临不断下行压力；2016 年，公司下游的钢铁、水泥、煤矿等客户行业受国内外宏观经济和供给侧改革的影响，国内外输送带市场需求萎缩。在此期间受行业供给结构性过剩、需求萎缩的影响，公司营收和净利均出现不同幅度的下降。但随着供给侧改革的深入，大量中小产能退出市场，行业格局持续优化，加之高附加值产品占比不断提升，盈利能力持续增强，公司的龙头优势日益凸显。2018 年公司生产各类输送带 4,226.65 万平方米，同比增加 12.29%，销售各类输送带 4,165.38 万平方米，同比增加 13.51%；实现营业收入 135,814.16 万元，同比增长 19.36%；归属于上市公司股东的净利润 15,637.06 万元，同比增长 38.98%。同时，公司公告 2019 年 1-3 月预计归母净利润为 2,662.08-3,549.44 万元，同比上升 50%-100%，主要原因系高端产品占比提高，销售毛利率提升所致。

图 3：公司营业收入及其增速（百万元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 4：公司净利润及其增速（百万元）



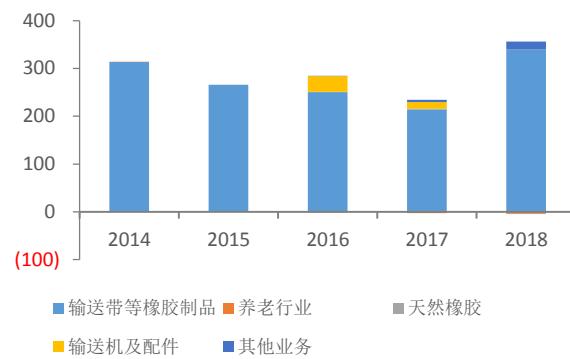
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 5：公司主营业务收入结构（百万元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：公司主营业务毛利结构（百万元）

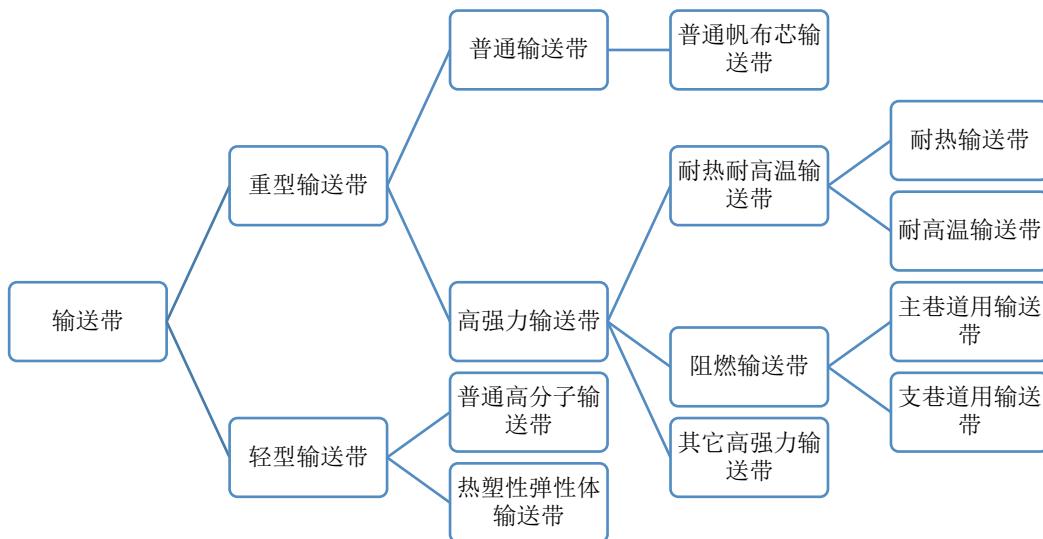


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. 格局优化，结构调整，输送带业务后劲足

作为带式输送机的主要部件，输送带的结构一般包括骨架材料、覆盖层和打底材料，其中覆盖层是决定输送带性能和用途的重要功能部分。根据覆盖层所用原料的不同，输送带可以分为重型输送带和轻型输送带两大类，前者以橡胶（包括天然胶及合成胶）为主要原料，使用范围集中在重工业、基础设施建设领域，也就是我们通常所说的工业输送带；后者则主要使用高分子材料，主要应用在食品、电子等轻工业领域。

图 7：输送带的主要分类



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

2.1. 受益于环保监管趋严，供给端格局优化

目前，全球输送带市场超过 8 亿平方米/年，主要供应商多为发达国家从事橡胶制品业务的跨国公司。其中，英国芬纳公司和德国大陆公司是最大的两家输送带制造商，产能约为 6000-8000 万平方米/年，在全球主要消费市场拥有工厂；其次为日本普利司通、日本横滨、日本阪东化学及我国的双箭股份，产能约为 2000-5000 万平方米/年。

尽管跨国公司在市场份额和技术方面具有一定优势，但由于其生产成本较高，而且面临本土市场逐渐萎缩的问题，跨国公司开始以投资设厂、生产外包等方式将生产环节转移到输送带消费市场。而我国成为承接发达国家输送带产业转移的国家，目前的输送带产量已经超过全球总产量的三分之一，是全球第一大生产国和消费国。不过虽然我国输送带生产企业众多，但企业规模普遍较小，随着供给侧改革的深入及环保监管的趋严，对规模和环保水平的要求越来越高，行业内部洗牌加速，大部分低端、非正规输送带小企业逐渐退出，使得输送带行业集中度进一步提高，行业开始进入转型升级期。

表 1：2019 年度中国橡胶工业百强企业前五名

排名	企业名称	主营收入（亿元）	备注
1	浙江双箭橡胶股份有限公司	13.23	专业生产橡胶输送带，品种齐全
2	山东康迪泰克工程橡胶有限公司	12.08	德国大陆的合资公司，主营高端输送带产品
3	浙江三维橡胶制品股份有限公司	10.83	输送带和传动带业务均有涉及
4	三力士股份有限公司	8.13	主营产品为用于农机的传动带
5	无锡宝通科技股份有限公司	7.38	已转型手游，传统的输送带业务开始萎缩

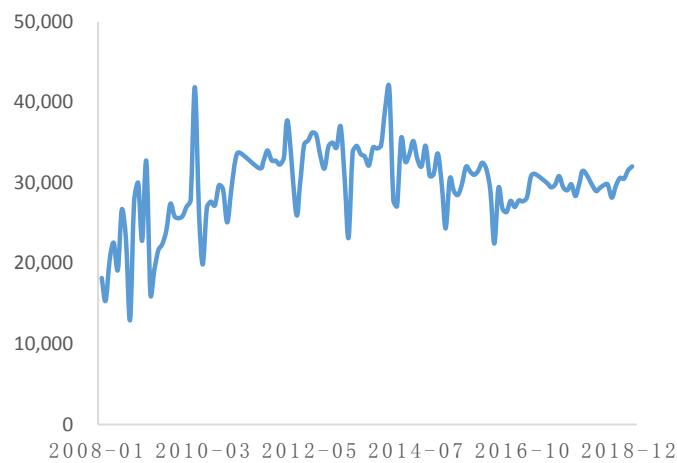
数据来源：中国橡胶网，东吴证券研究所

2.2. 下游多为工业大客户，需求端稳定增长

工业输送带用于物料输送，被广泛应用在煤矿、钢铁、港口、电力、水泥五大重工业领域，上述行业份额占输送带下游市场的 90% 以上。2018 年，我国煤炭产量达 36.8 亿吨，粗钢产量达 9.28 亿吨，发电量达 6.8 万亿千瓦时，水泥产量约 21.77 亿吨，均为世界第一。可以说这些行业的规模化发展，为输送带产业的需求增长提供了坚实基础。

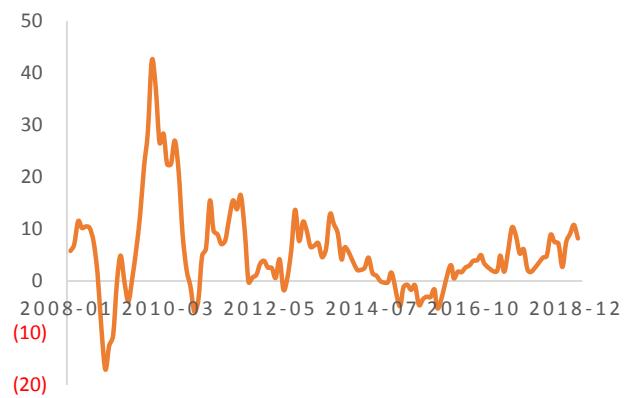
煤炭和钢铁行业是输送带的重要应用市场。随着供给侧结构性改革的深入，我国煤炭产业加快了淘汰落后产能的步伐，优质产能得到有序释放，原煤产量逐步恢复至 3 亿吨/月，而国有重点煤矿煤炭产量占全国煤炭产量的比重已由 2016 年的 49.8% 提高至 2018 年的 53.3%。根据《中国橡胶》的估计，目前在大型煤矿企业中每亿吨煤矿至少需要 4.4 亿元的输送带用量，如果所有煤矿企业都使用输送带运煤，那么现有煤矿领域每年输送带需求超过 150 亿元。同样，钢铁行业在经历了去产能的过程后，产量已出现恢复性增长，2018 年我国粗钢产量突破 9 亿吨，创历史新高，输送带需求量也相应增加。同时由于用于该行业的输送带多为耐热耐高温输送带，使用寿命较短，平均几个月就需要更换一次，所以替换性需求也成为支撑输送带需求增长的重要因素。

图 8：我国原煤产量（当月值：万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：我国粗钢产量（当月同比：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

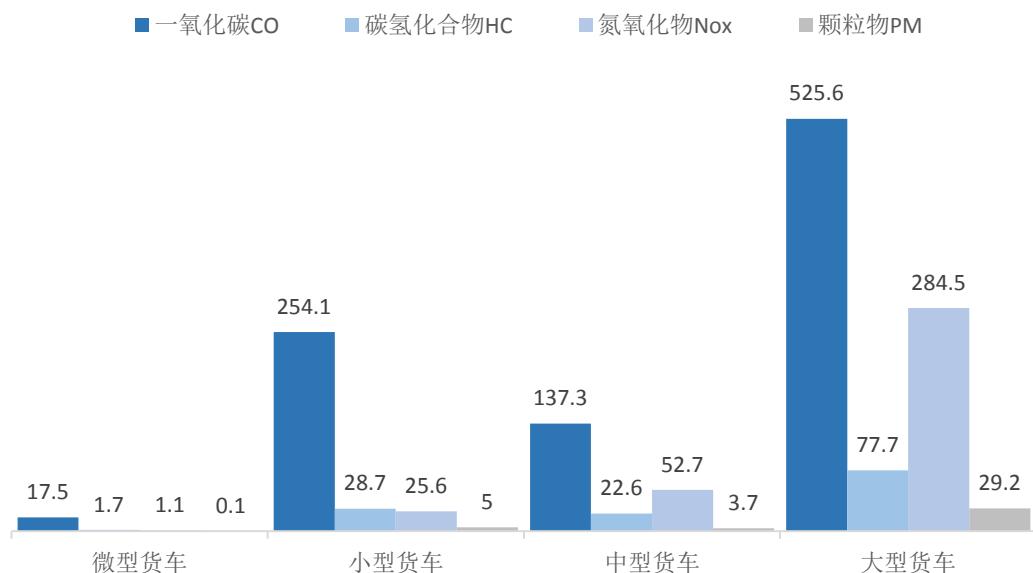
2.3. 柴油货车治理趋严，输送带渗透有望加速

汽车产业在重塑我们的生活方式、社会文化和城市布局的同时，也带来一些负外部性。一般来说，汽车发动机内燃料燃烧不充分，会造成排放尾气中包含一氧化碳 (CO)、碳氢化合物 (HC)、氮氧化合物 (NO_x) 等有害气体，若不加处理直接排放至大气，就会引起并加重雾霾，对人类健康造成危害。

根据生态环境部发布的《中国机动车环境管理年报》，2017 年我国柴油车保有量约

为 1,956.7 万辆，占全国汽车保有量比例约 9.4%。虽然柴油车保有量占比较小，却贡献了绝大部分的污染物排放。根据前瞻产业研究院的统计，2017 年，全国柴油车氮氧化物排放量为 363.9 万吨，颗粒物排放量为 48.8 万吨，分别占汽车排放总量的 68.3%、100%，可见针对柴油货车实施专项治理是减少大气污染物排放的关键。

图 10：2017 年货车污染物排放量（单位：万吨）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

2019 年 1 月 4 日，生态环境部、国家发展和改革委员会等 11 部门联合印发《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》，提出到 2020 年，柴油货车排放达标率明显提高，柴油和车用尿素质量明显改善，柴油货车氮氧化物和颗粒物排放总量明显下降，重点区域城市空气二氧化氮浓度逐步降低，机动车排放监管能力和水平大幅提升，全国铁路货运量明显增加，绿色低碳、清洁高效的交通运输体系初步形成。所以随着国家出拳治理柴油货车污染，以输送带为代表的经济环保的运输方式有望迎来新的发展机遇。

2.4. 研发持续投入，高端产品竞争力凸显

随着输送带行业的日益成熟，行业内不同产品的细分市场竞争出现了一定程度的分化，中、低端产品由于进入门槛低，竞争日趋激烈；高性能、高规格产品则因技术壁垒高，市场参与者少，发展空间较大。公司一贯注重新产品研发和创新能力建设，通过不断创新研发模式，优化生产工艺，显著提高了产品的技术含量和附加值。目前，公司以管状输送带、长距离输送带等为代表的高端产品推广顺利，未来有望通过持续优化产品结构，进一步提升盈利能力。

管状输送带：以织物芯或钢丝绳作为芯体骨架，以高弹性、高耐磨、高强力橡胶为工作面组成的新型运输产品，主要用于输送粉状、颗粒状等易污染环境的物料。其特点是密闭输送物料，可实现物料环境双向保护、大倾角输送，同时输送线路可按空间曲线

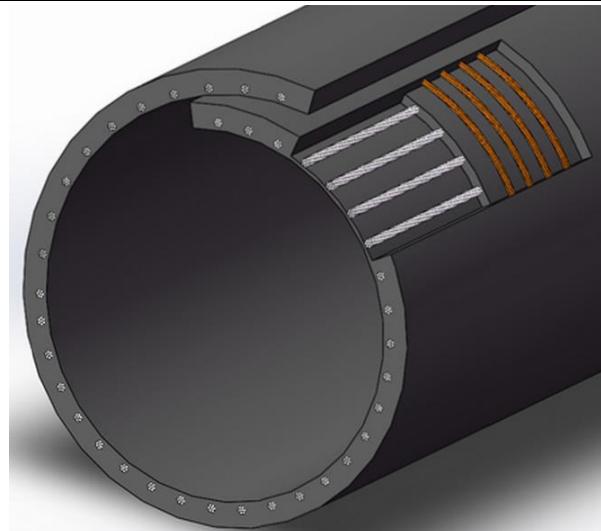
灵活布置。

图 11：管状输送带示例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 12：管状输送带结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

长距离输送带：公司为湖州南方物流有限公司“空中运输走廊”项目提供的橡胶输送带长达 22 公里，是目前全国最长的耐高温、全封闭、全架空输送带。该项目将企业生产的水泥熟料直接运送至码头，形成“空水联运”模式，与传统货车运输模式相比，每天可减少运输车辆往返约 2400 车次，节约运输成本约 50%，且真正实现了“零排放”运输。

图 13：长距离输送带示例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 前景广阔，积极布局，养老业务轻装上阵

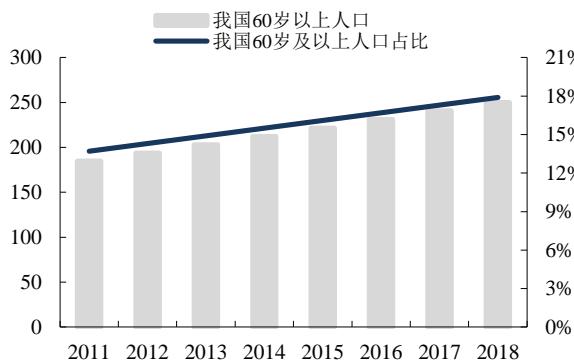
随着医疗水平的提高，我国人均预期寿命已由 1981 年的 67.9 岁提高到 2016 年的

76.5岁，位于发展中国家的前列。但与此同时，我国人口老龄化问题日益突出，老年人生活照料的需求与养老服务的供给出现了严重的错位，养老产业有望迎来前所未有的发展机遇。

3.1. 人口老龄化加剧，养老产业或迎黄金发展期

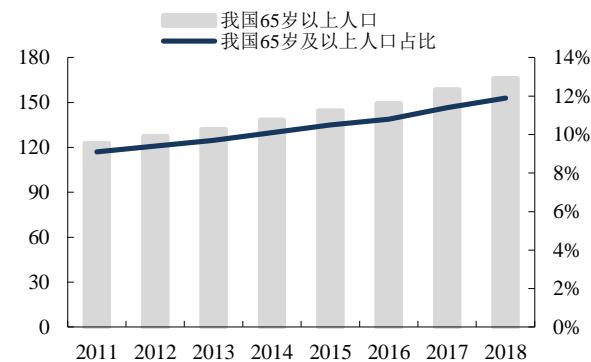
我国是世界上老年人口最多的国家，截至2018年底，全国60岁以上老年人口达到2.5亿，占总人口的17.9%；全国65岁以上老年人口已有1.66亿，占总人口的11.9%，按照联合国65岁老人占总人口的7%的标准，我国已进入老龄化社会，而且自2017年我国每年新增60岁以上老人超过一千万，人口老龄化速度仍在不断加剧。

图14：我国60岁以上人口（百万）及其占比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图15：我国65岁以上人口（百万）及其占比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

在养老市场刚性需求不断增长的同时，养老服务的供给结构却与需求结构之间出现了显著错配。2018年，全国养老服务床位共746.4万张，每千人养老床位不足30张，这与“十三五”养老规划每千名老人养老床位35-40张，存在明显差距。同时，与养老服务相伴相生的是医疗服务。有研究表明，60岁以上老年人是残疾率最高的人群，他们的平均余寿虽然约为19年，但是有50%左右的时间基本处于患病或失能的状态，所以和其他年龄群体相比，60岁以上老年人对医疗护理服务具有更加强烈的需求。

图16：中国养老机构床位数（万张）

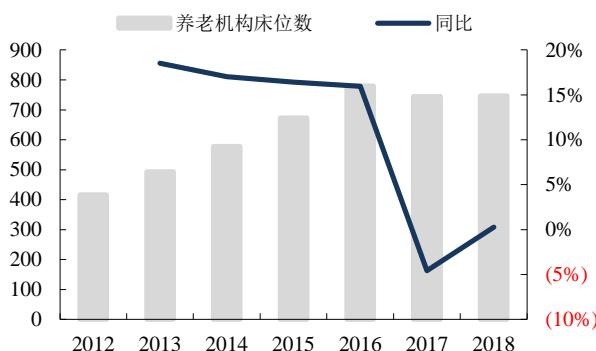


图17：中国每千人养老床位（张）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

面对沉重的养老压力，国家相继出台了相关政策，鼓励民营资本进入，推进公建民营、民办公助，促进医养结合等新型养老模式。在政策和民营资本的助推下，养老产业有望迎来黄金发展期。

表2：近年养老政策

颁布时间	政策	主要内容
2013/9	《关于加快发展养老服务的若干意见》	通过公建民营等方式管理运营，积极鼓励民间资本通过委托管理等方式推进民办公助
2015/2	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	对民办养老机构提供的养老服务免征营业税，允许民办养老机构利用有偿取得的土地使用权
2016/7	《关于中央财政支持开展居家和社区养老服务改革试点工作的通知》	支持通过购买服务、公建民营、民办公助、股权合作等方式，鼓励社会力量管理运营居家和社区养老服务设施
2017/2	《关于加快推进养老服务业放管服改革的通知》	鼓励各地采取公建民营等方式，将产权归政府所有的养老服务设施委托企业或社会组织运营
2017/11	关于养老机构内部设置医疗机构取消行政审批实施备案管理的通知	养老机构内部设置诊所、卫生所、医务室、护理站，取消行政审批，实施备案管理，促进医养结合发展
2018/9	《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》	重新取消养老机构设置许可；建立养老机构分类管理制度，加快推进公办养老机构转制为企业或开展公建民营，建立健全养老领域公建民营相关规范，着力解决托底保障职能与公建民营不协调问题

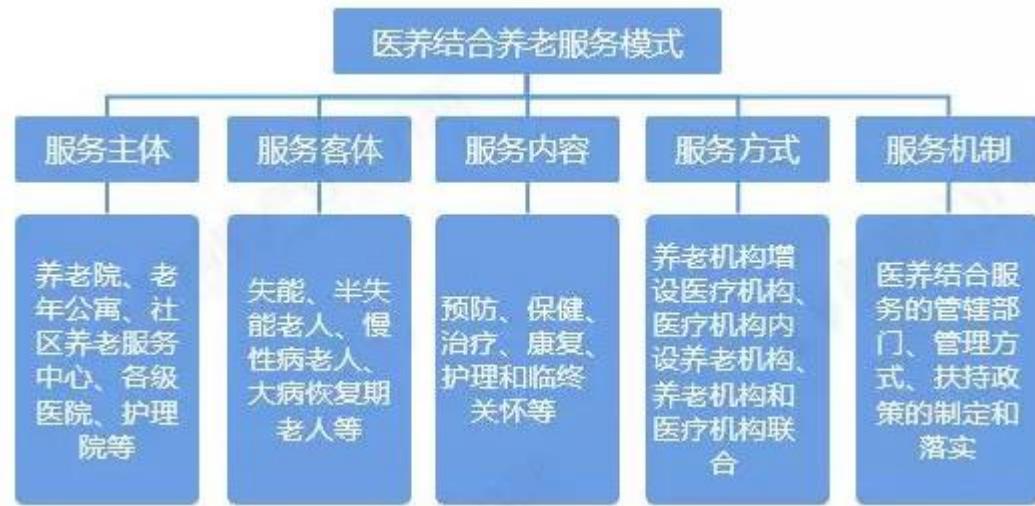
数据来源：各部委官网，东吴证券研究所

3.2. 立足桐乡，医养结合，积极践行轻资产模式

公司自发展之初就承担起了桐乡当地的养老社会福利建设，在承担企业社会责任的同时，公司意识到了养老产业的广阔前景，进而涉足养老服务业。目前，公司立足于养老服务运营商，积极探索医疗和养老的结合服务模式，区别于房地产商进入养老产业的重资产模式，最终实现轻资产化运营，打造出新的利润增长点。

目前公司共有4个养老院，床位超过1000张，包括桐乡和济颐养院、苏州红日养老公寓、桐乡和济颐养院凤鸣分院、桐乡和济颐养院二期，其中桐乡和济颐养院“一床难求”，在当地赢得了良好的口碑。而第一家桐乡和济护理院也已取得营业执照，预计19年中开业，届时“医养结合”的模式可以得到更大程度的践行。

图 18：医养结合养老服务模式



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

关键假设：2019 年新增 1000 万平米产能，产销量共计 4500 万平米，毛利率提高至 29%；2020 年和 2021 年产能分别为 7000 万平米、8000 万平米，产销量分别为 5500 万平米、6500 万平米，毛利率分别为 30%、32%。

2019~2021 年养老业务的入住率分别提高至 70%、80%、90%。

盈利预测与估值：我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 14.61 亿元、19.57 亿元和 24.53 亿元，归母净利润分别为 2.16 亿元、2.84 亿元和 3.71 亿元，EPS 分别为 0.50 元、0.66 元和 0.87 元，当前股价对应的 PE 分别为 21.2X、16.1X 和 12.3X。参考橡胶的平均行业估值水平及行业集中度有望继续提高的趋势，同时考虑到公司所处的行业龙头地位及新增产能带来成长性的预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018A	2019E	2020E	2021E
橡胶输送带	营业收入	1,311.76	1,440.00	1,925.00	2,405.00
	毛利	339.6	417.6	577.5	769.6
养老服务	营业收入	14.17	21.26	31.9	47.8
	毛利	-3.95	1.3	6.9	15.8

数据来源：wind，东吴证券研究所整理

表4：可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E		P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	
双箭股份	45.76	10.68	0.36	0.50	0.66	29.27	21.23	16.13
宝通科技	62.13	15.66	0.70	0.92	1.14	23.68	17.06	13.79
玲珑轮胎	216.24	18.02	1.05	1.25	1.53	15.63	14.37	11.80
金陵饭店	31.53	10.51	0.23	0.30	0.35	44.74	35.42	29.75

资料来源：wind（除双箭股份外为wind一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

5.1. 新增产能进度低于预期

2019年公司将新增1000万平方米/年输送带产能，约占现有产能的25%，存在投产进度低于预期的风险。

5.2. 市场需求存在下降风险

公司下游主要为煤炭、钢铁、港口、水泥、电力等行业，与宏观经济周期高度关联，在经济下行压力下，市场需求存在下降的风险。

5.3. 原材料价格有继续下跌风险

公司产品的主要原材料为天然橡胶和合成橡胶，虽然公司采取了一定的囤货措施，但如果天然橡胶价格持续下跌，会导致公司采购成本偏高，存在对业绩产生不利影响的风险。

双箭股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,581	2,069	2,914	3,214	营业收入	1,358	1,461	1,957	2,453
现金	311	729	976	1,224	减: 营业成本	1,011	1,042	1,373	1,667
应收账款	419	439	710	730	营业税金及附加	8	9	11	14
存货	259	268	426	417	营业费用	76	100	135	171
其他流动资产	592	634	802	844	管理费用	66	88	117	147
非流动资产	548	544	670	768	财务费用	-13	8	43	70
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	10	0	0	0
固定资产	322	320	447	546	加: 投资净收益	8	16	20	25
在建工程	6	5	6	6	其他收益	-3	-1	-1	-1
无形资产	25	24	22	21	营业利润	183	230	297	408
其他非流动资产	195	195	195	195	加: 营业外净收支	4	3	3	4
资产总计	2,129	2,613	3,584	3,982	利润总额	187	234	300	411
流动负债	421	810	1,622	1,768	减: 所得税费用	34	52	70	84
短期借款	0	95	1,070	938	少数股东损益	-3	-34	-54	-44
应付账款	0	171	54	220	归属母公司净利润	156	216	284	371
其他流动负债	421	543	497	611	EBIT	178	221	310	439
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	229	267	370	522
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	422	810	1,622	1,769	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	-4	-38	-92	-135	每股收益(元)	0.36	0.50	0.66	0.87
归属母公司股东权益	1,711	1,841	2,053	2,348	每股净资产(元)	3.99	4.30	4.79	5.48
负债和股东权益	2,129	2,613	3,584	3,982	发行在外股份(百万股)	429	429	429	429
					ROIC(%)	8.5%	8.9%	7.6%	10.7%
					ROE(%)	9.0%	10.1%	11.7%	14.8%
					毛利率(%)	25.6%	28.7%	29.9%	32.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	11.5%	14.7%	14.5%	15.1%
经营活动现金流	147	442	-447	682	资产负债率(%)	19.8%	31.0%	45.3%	44.4%
投资活动现金流	15	-27	-167	-156	收入增长率(%)	19.4%	7.6%	33.9%	25.3%
筹资活动现金流	-159	2	861	-279	净利润增长率(%)	39.0%	37.8%	31.7%	30.9%
现金净增加额	8	418	247	247	P/E	29.27	21.23	16.13	12.32
折旧和摊销	51	46	60	82	P/B	2.67	2.49	2.23	1.95
资本开支	26	-4	126	98	EV/EBITDA	18.61	14.63	12.38	7.96
营运资本变动	-52	223	-760	226					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>