

海利得 (002206.SZ)

2020 年 03 月 09 日

涤纶工业丝龙头业绩迎拐点，未来成长可期
——公司首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

龚道琳（联系人）

gongdaolin@kysec.cn

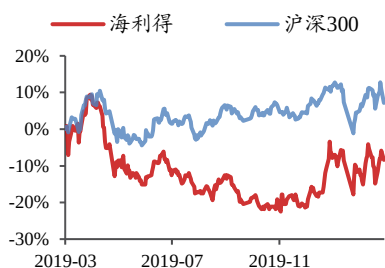
证书编号：S0790120010015

吉金（联系人）

jijin@kysec.cn

证书编号：S0790120030003

日期	2020/3/9
当前股价(元)	4.08
一年最高最低(元)	5.35/3.43
总市值(亿元)	49.90
流通市值(亿元)	39.64
总股本(亿股)	12.23
流通股本(亿股)	9.71
近 3 个月换手率(%)	89.83

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 涤纶工业丝龙头业绩迎拐点，未来成长可期，首次覆盖，给予“增持”评级

公司是深耕行业近 20 年的涤纶工业丝行业龙头，主要生产涤纶工业丝（车用丝占比约 70%）、轮胎帘子布、塑胶材料三大类产品。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.25、3.78、4.98 亿元，EPS 分别为 0.27、0.31、0.41 元/股，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 15.3、13.2、10.0 倍。随着中美贸易摩擦缓解，我们预计公司 2020 年将迎来业绩拐点，且公司越南工厂逐步投产以及石塑地板继续放量贡献业绩，公司未来成长可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 下游需求持续看好，车用丝和轮胎帘子布业务保持增长

汽车销量转暖和安全气囊渗透率的提升将促进车用丝需求稳步增长。据我们测算，以未来汽车产量增速为 2% 的温和增长，安全气囊配置率每年上升 2% 计，我国涤纶气囊丝未来增速将保持在 14% 左右。子午化率和汽车保有量增长带动帘子布需求向上。2018 年底我国轮胎子午化率约为 85%，与欧美国家近 100% 的子午化率相比，还有较大上升空间，涤纶帘子布将进一步取代锦纶帘子布的市场份额。据我们测算，我国轮胎子午化率以每年增长 3% 计，涤纶帘子布需求增速为 4% 左右。公司的车用丝和帘子布产品已分别绑定全球领先的汽车安全总成厂商和轮胎制造商，未来将受益于下游需求增长和绑定效应保持强劲的发展势头。

● 石塑地板和越南工厂双轮驱动，成长潜力蓄势待发

公司石塑地板持续放量，增长空间广阔。公司石塑地板新增产能 1200 万平方米将于 2020-2021 年陆续投放。公司的石塑地板产品已经进入欧美知名品牌 OEM 供应体系，我们看好公司的石塑地板将随欧美市场需求的快速增长同步放量，增长空间广阔，将持续为公司贡献业绩。越南项目优势突出，蓄势待发。公司在越南建设年产 11 万吨差别化涤纶工业丝项目，预计产能将于 2020-2021 年逐步投放。众多轮胎和安全气囊行业龙头已在越南布局，越南工厂为就近配套下游市场提供了有利条件。同时越南具有较大的税收优势。据我们测算，在仅考虑企业所得税的情况下，相较于同等产能的国内工厂，海利得越南工厂的净利率将提升 2.2%-3.7%。

● **风险提示：**原材料价格波动、产能投放不及预期以及下游需求萎靡等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,186	3,569	4,014	4,636	5,350
YOY(%)	24.1	12.0	12.5	15.5	15.4
净利润(百万元)	314	351	325	378	498
YOY(%)	23.0	11.9	-7.4	16.2	31.8
毛利率(%)	22.6	21.5	18.8	19.2	20.3
净利率(%)	9.8	9.8	8.1	8.2	9.3
ROE(%)	11.0	12.1	10.9	11.2	12.9
EPS(摊薄/元)	0.26	0.29	0.27	0.31	0.41
P/E(倍)	15.9	14.2	15.3	13.2	10.0
P/B(倍)	1.7	1.7	1.7	1.5	1.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 差别化涤纶工业丝龙头，三大业务板块引领公司发展.....	4
1.1、 涤纶工业丝行业龙头专注经营三大主业	4
1.2、 公司产业链完善，竞争优势突出	5
1.3、 财务情况：做精做强主营业务，业绩稳步增长.....	6
2、 涤纶工业丝行业格局持续改善，车用丝应用带动整体需求向上.....	8
2.1、 需求端：车用丝产品驱动涤纶工业丝需求持续增长.....	8
2.2、 供给端：涤纶工业丝行业集中度与国内产能占比不断提高.....	13
2.3、 公司绑定全球领先的汽车安全总成厂商，新增产能消化无忧.....	15
3、 轮胎子午化率和汽车保有量不断攀升，帘子布需求持续看好.....	16
3.1、 涤纶帘子布主要应用于半钢子午线轮胎	16
3.2、 供给端：国内行业集中度较高，CR5 约 70%.....	17
3.3、 需求端：汽车保有量增加和子午化率的提升驱动帘子布需求稳定增长.....	18
3.3.1、 2019 年全球涤纶帘子布市场需求为 62.4 万吨左右，中国需求（含出口）占比 45%.....	18
3.3.2、 全球汽车保有量增加和国内子午化率提升驱动涤纶帘子布需求稳定增长.....	19
3.4、 公司作为后起之秀，努力提升市场占有率	20
4、 石塑地板和越南工厂双轮驱动，公司未来成长可期.....	21
4.1、 石塑地板持续放量，增长空间广阔	21
4.1.1、 PVC 地板市场空间广阔，欧美市场引领行业发展.....	21
4.1.2、 国内 PVC 地板制造商以 OEM、ODM 的形式为欧美品牌供应产品.....	23
4.1.3、 公司石塑地板持续放量，是未来业绩增长的重要一极.....	24
4.2、 全力打造越南工厂，公司未来成长可期	24
4.2.1、 布局越南工厂，向全球化行业领袖迈进.....	24
4.2.2、 布局越南工厂提升公司全球竞争力.....	25
4.2.3、 全球贸易环境不确定性增加，越南税收优势明显.....	26
5、 盈利预测与估值	27
6、 风险提示	29
附：财务预测摘要.....	30

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰，高氏家族为实际控制人	5
图 2： 公司主营产品具有较为完整的产业链	5
图 3： 上市以来公司营收稳步增长	6
图 4： 2013-2018 年公司归母净利润连续增长 6 年	6
图 5： 公司营收主要来源为涤纶工业丝、帘子布和灯箱布.....	7
图 6： 公司产品出口比例约为 70%.....	7
图 7： 涤纶工业长丝和帘子布贡献毛利占比约 84%.....	7
图 8： 公司整体毛利率和净利率略有下降	7
图 9： 公司各产品毛利率：涤纶工业长丝和帘子布毛利率均保持较高水平	8
图 10： 费用率维持在较低区间	8
图 11： 公司加大资本开支致资产负债率有所上升.....	8
图 12： 中国涤纶工业丝表观消费量从 2016 年开始回升.....	10
图 13： 车用丝产品应用占比达 40%.....	10

图 14:	全球和中国乘用车销量增速自 2018 年负增长.....	10
图 15:	2019 年乘用车月销量同比降幅有所缩窄	10
图 16:	6 个安全气囊配置较为常见	11
图 17:	侧气囊效果图: 碰撞时可提供更全方位的保护.....	11
图 18:	外部侧方安全气囊规格更大	12
图 19:	涤纶工业丝性价比突出, 替代尼龙 66 长丝优势明显.....	12
图 20:	中国产能占比持续攀升	14
图 21:	车用丝产品认证流程: 一般需要 1-2 年时间	16
图 22:	帘子布是轮胎的重要骨架材料	17
图 23:	2019 年我国帘子布出口去向主要为泰国、欧洲和日本.....	19
图 24:	全球汽车保有量保持增长	19
图 25:	全球半钢子午胎替换需求保持稳定增长	19
图 26:	我国轮胎子午化率持续提升	20
图 27:	帘子布业务持续贡献营收	21
图 28:	2014 年帘子布毛利转正后持续增长	21
图 29:	PVC 地板根据形态可分为卷材和片材 (石塑地板)	22
图 30:	我国 PVC 地板行业发展势头较为强劲.....	22
图 31:	PVC 地板出口金额持续增长	22
图 32:	出口去向主要为欧美市场 (以美国为首)	22
图 33:	美国 PVC 地板进口金额快速增长.....	23
图 34:	欧盟 PVC 地板进口金额维持高位.....	23
图 35:	2018 年美国进口地面装饰材料: PVC 地板居首	23
图 36:	进口 PVC 地板占欧盟进口地面装饰材料的 28.5%	23
图 37:	2018 年石塑地板营收同比增长 46%.....	24
图 38:	2018 年石塑地板毛利同比增长 50%.....	24
表 1:	公司产品及产能情况介绍: 深耕主营业务, 产能逐渐扩张保证未来发展.....	4
表 2:	涤纶工业长丝产品应用广泛	9
表 3:	相关部门近期频频出台政策刺激汽车消费	10
表 4:	Autoliv 安全气囊营收增速基本与全球汽车销量增速同步	13
表 5:	我国涤纶安全气囊丝需求增速或将维持在 14% 左右	13
表 6:	2019 年全球产能统计: 中国产能占比达 70% 左右	15
表 7:	涤纶帘子布主要应用于半钢子午胎	17
表 8:	涤纶帘子布行业集中度较高, 前五名企业占据 70% 的产量供应	18
表 9:	我国轮胎子午化率的提升所带来的涤纶帘子布需求增速为 4% 左右	20
表 10:	打造越南工厂, 完善海外战略布局	25
表 11:	众多公司下游企业和竞争对手也在越南布局.....	25
表 12:	越南税收优势明显	26
表 13:	越南项目税收优势测算: 仅考虑所得税情况下, 越南项目净利率将提升 2.2%-3.7%.....	27
表 14:	公司业务拆分及盈利预测	28
表 15:	可比公司盈利预测与估值	29

1、差异化涤纶工业丝龙头，三大业务板块引领公司发展

1.1、涤纶工业丝行业龙头专注经营三大主业

海利得是深耕行业近 20 年的涤纶工业丝龙头。公司位于浙江省海宁市，专注于主业经营，主要生产涤纶工业长丝、涤纶帘子布、塑胶材料三大类产品。公司产品分别为具有较高技术壁垒的涤纶高模低收缩丝、涤纶安全带丝、涤纶气囊丝三大车用丝，宽幅灯箱布、蓬盖布以及天花膜、石塑地板等塑胶和装饰材料，以及以自产高品质高模低收缩丝为原丝的高端涤纶帘子布。其中涤纶工业长丝中的车用丝和涤纶帘子布下游应用主要为车用安全带、安全气囊以及汽车轮胎。公司自 2001 年成立以来，历经近 20 年的稳定发展和扩张，已成为集科研、生产、销售为一体的国家重点高新技术企业。公司产品遍布全球，远销美洲、欧洲、非洲、东南亚及中东等 80 余个国家和地区。

目前，公司具有 21 万吨涤纶工业丝生产产能，其中车用丝产能 15 万吨，包括气囊丝 3.2 万吨、安全带丝 4 万吨和高模低收缩丝 7.8 万吨；其余 6 万吨为非车用丝产能。公司目前涤纶帘子布产能已达 4.5 万吨，其中 1.5 万吨为 2019 年新投放产能。公司涤纶工业丝原材料聚酯的总产能为 30 万吨，其中 20 万吨是 2019 年 3 月投产的新产能。石塑地板是公司塑胶材料板块重点发展方向，目前年产能为 500 万平方米，新增产能 1200 万平方米将在 2020-2021 年逐步投放。

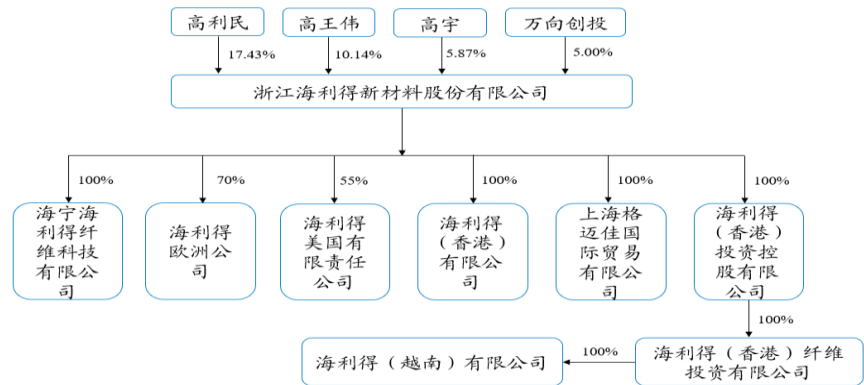
表1: 公司产品及产能情况介绍：深耕主营业务，产能逐渐扩张保证未来发展

产品		品种	产能	总产能
现有产能	聚酯切片		30 万吨	30 万吨
	涤纶工业长丝	车用安全气囊丝	3.2 万吨	21 万吨
		车用安全带丝	4 万吨	
		车用高模低收缩丝	7.8 万吨	
		非车用丝	6 万吨	
	帘子布		4.5 万吨	4.5 万吨
	塑胶材料	石塑地板	500 万平方米	500 万平方米
灯箱布/涂层蓬盖材料		塑胶材料系列 20000 万平方米/年；PVC 压延材料 90000 吨		
PVC 膜				
2020-2021 年新增产能	越南项目	高强丝	4 万吨+	11 万吨
		低收缩丝	5 万吨+	
		高模低收缩丝	1 万吨	
	塑胶材料	石塑地板	1200 万平方米	1200 万平方米

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司股权结构清晰，高氏家族为实际控制人。公司实际控制人为高利民及其一致行动人高王伟、高宇，三人合计持股比例 33.44%。公司旗下共有 6 家子公司，分别为：海宁海利得纤维科技有限公司、海利得欧洲公司、海利得美国有限责任公司、海利得（香港）有限公司、上海格迈佳国际贸易有限公司、海利得（香港）投资控股有限公司，其中海宁海利得纤维科技有限公司的主营业务为生产制造加工，其余公司主营业务均为商品流通。海利得（越南）有限公司目前已经变更为全资曾孙公司。

图1：公司股权结构清晰，高氏家族为实际控制人

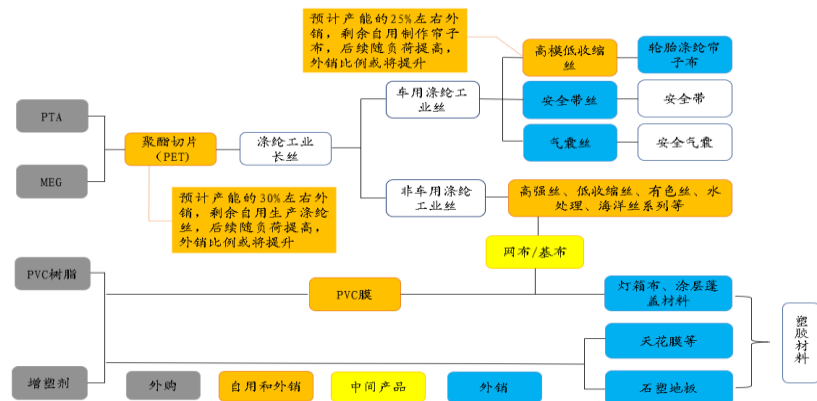


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司产业链完善，竞争优势突出

公司三大主营产品均有相对完整的产业链，竞争优势突出。**涤纶工业长丝**：公司外采 PTA 和乙二醇，自产聚酯切片，再将聚酯切片加工制造为涤纶工业长丝，其中车用丝占比约 70%，产品包含高模低收缩丝、安全带丝、安全气囊丝；非车用丝产品包含高强普通系列、低收缩系列、有色丝、水处理、海洋丝系列等，非车用丝还可做成基布供灯箱布、涂层蓬盖材料使用。**涤纶帘子布**：公司将自产的车用丝品种高模低收缩丝，加工制造为轮胎帘子布。经过数年帘子布产品的认证和市场的培育，目前固铂、韩泰、住友、米其林、大陆轮胎（马牌）、耐克森、诺基亚、优科豪马等国际一线品牌轮胎制造商成为公司的长期帘子布产品客户，在 2018 年，公司又新增加拿大 SOUCY、斯洛文尼亚 CGS SAVA PRINT、俄罗斯 LNK、泰国 DEESTONE、巴西 Flexomarine 和国内的多家轮胎厂商的认证，公司帘子布产品已成功进入国际一线品牌轮胎厂商的供应商体系。**塑胶材料**：公司自产 PVC 膜，可与基布通过贴合工艺做成灯箱布、蓬盖材料。此外，公司还生产天花膜、石塑地板等装饰材料，其中石塑地板正在成为未来发展的新模块和利润增长的新动力。

图2：公司主营产品具有较为完整的产业链

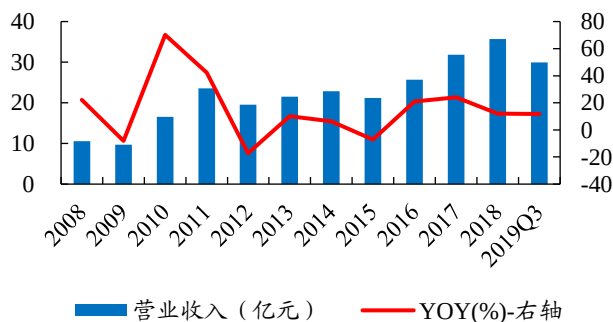


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务情况：做精做强主营业务，业绩稳步增长

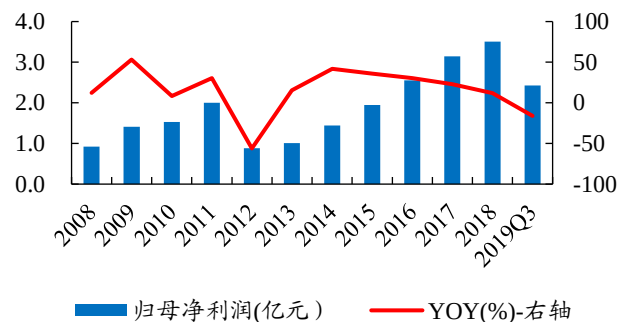
上市以来公司业绩稳健增长。2008 年公司实现营业收入 10.58 亿元，归母净利润 0.92 亿元，经过多年发展，2018 年公司实现营业收入 35.69 亿元，归母净利润为 3.51 亿，近 10 年公司营业收入年均复合增速为 12.93%，而归母净利润年均复合增速达 14.33%，高于营收增速。公司上市以来，业绩稳定增长，但其中 2012 年，由于国内涤纶工业长丝同行产能大幅扩张，加剧了行业内价格竞争，使产品利润急剧下滑，且由于欧债危机、宏观经济形势疲软导致下游需求减少，公司业绩出现较大幅度下降。公司针对市场变化及时做出战略调整，持续提升产品差异化和高性能，大力推进车用丝产品建设，轮胎帘子布产品自 2012 年起逐步放量，2012 年到 2018 年期间公司业绩重回增长。根据公司 2019 年度业绩快报，公司实现营业总收入 40.14 亿元，同比增长 12.44%，主要是由于 2019 年上半年 20 万吨聚酯切片投产，推动公司营收实现增长；归母净利润为 3.25 亿元，同比下降 7.44%，主要原因是受中美贸易摩擦的影响，盈利能力有所下降。但是后续随着中美贸易摩擦的缓和以及公司越南项目的投产，我们预计公司业绩将重回高增长。

图3：上市以来公司营收稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2013-2018 年公司归母净利润连续增长 6 年

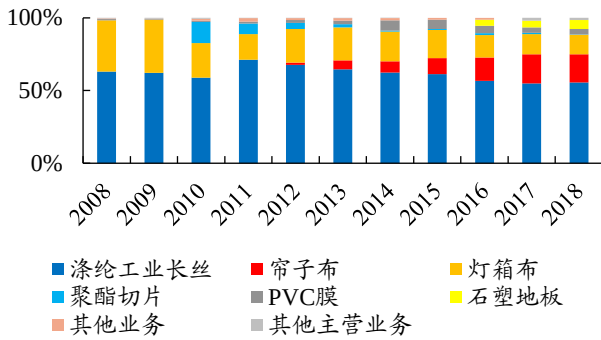


数据来源：Wind、开源证券研究所

做精做强主营业务，三大主营业务占比约九成。公司始终坚持努力做好涤纶工业长丝、塑胶材料、轮胎帘子布三大基地的建设，做精做强主营业务的发展战略。2018 年，公司营收的主要来源为涤纶工业长丝、轮胎帘子布和灯箱布，三者合计贡献营收的 88.6%，其中涤纶工业长丝营收占比已超 5 成。**涤纶工业丝：**2018 年公司涤纶工业丝板块实现营收 19.85 亿，同比增长 13%。公司的三大特色车用丝产品，即高模低收缩丝、安全带丝、安全气囊丝，在业界享有很高的美誉度。随着越南项目的放量，公司在涤纶工业丝特别是车用丝的收入有望进一步增长；**轮胎帘子布：**公司帘子布业务从 2013 年放量以来，保持较快增长，2018 年营收同比增长 7%。**塑胶材料：**公司塑胶材料板块增长较为稳定，近三年营收保持 15%左右的同比增速。石塑地板从 2016 年开始放量，目前仍处于扩张阶段，随着后续 1200 万平方米/年的新增产能逐渐投放，预计石塑地板仍将继续发力。

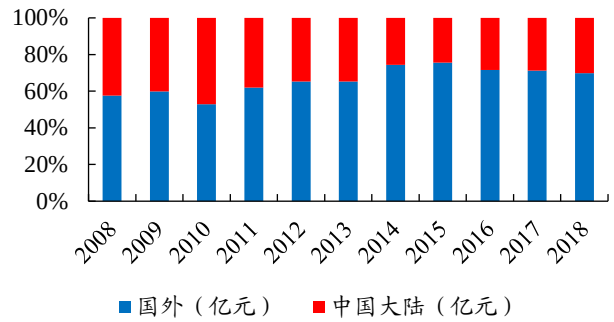
公司为出口型企业，产品出口比例约 70%左右，产品出口方向主要为欧美、日韩、东南亚等地区，出口产品主要是为配套国内外汽车和轮胎企业在海外的工厂。

图5：公司营收主要来源为涤纶工业丝、帘子布和灯箱布



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司产品出口比例约为 70%

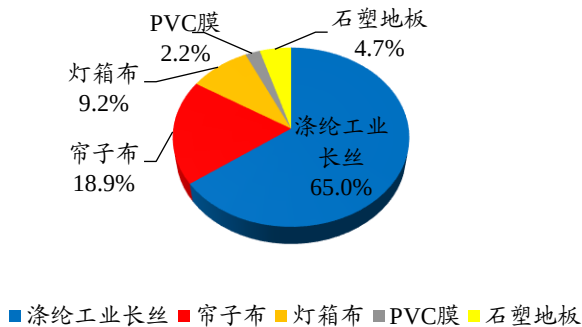


数据来源：Wind、开源证券研究所

2018 年涤纶工业长丝和帘子布合计贡献近 84% 的毛利润，其次是灯箱布和石塑地板，贡献比例为 9.2%、4.7%。PVC 膜贡献毛利占比最小，为 2.2%。

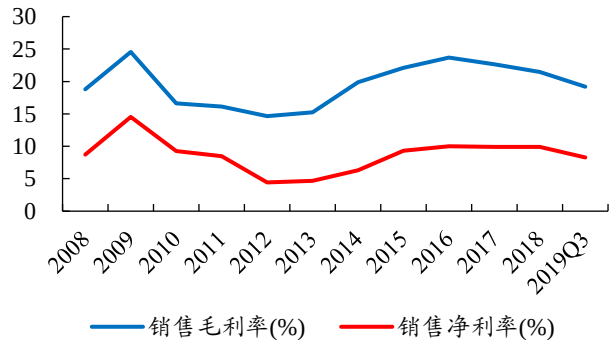
公司涤纶工业丝和帘子布毛利率保持较高水平。2018 年公司产品销售毛利率为 21.46%，近两年略有下滑，主要是受灯箱布和 PVC 膜的毛利率下滑拖累。2018 年涤纶工业长丝和帘子布的毛利率依旧维持在较高水平，分别为 24.96% 和 20.99%；受同行业价格竞争日益激烈和上游原材料上涨等因素影响，2014 年到 2018 年，公司灯箱布产品毛利率有所下降，PVC 膜毛利率出现大幅下滑，但随着后续公司石塑地板继续放量，塑胶板块毛利率有望止跌回升。

图7：涤纶工业长丝和帘子布贡献毛利占比约 84%

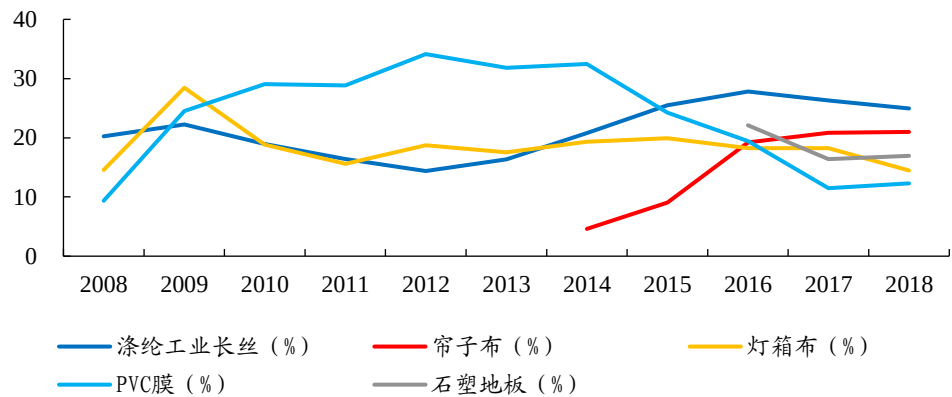


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司整体毛利率和净利率略有下降

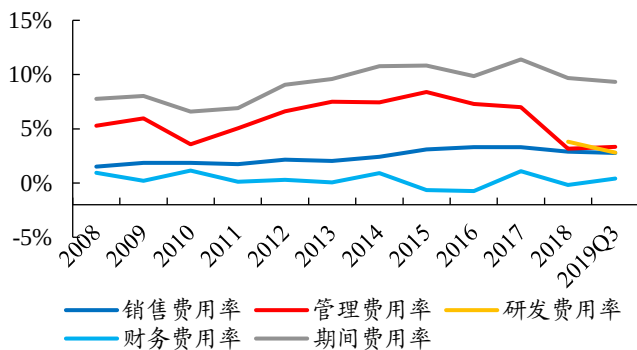


数据来源：Wind、开源证券研究所

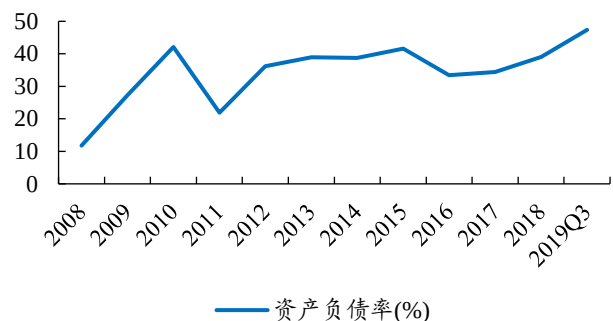
图9：公司各产品毛利率：涤纶工业长丝和帘子布毛利率均保持较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费用率管理得当，资产负债率有所上升。公司上市以来，期间费用管理得当，基本维持在 10% 左右，截至 2019 年三季报，公司期间费用率为 9.3%。同时，公司也进一步加大了资本投入，包括 2019 年已经投产的 20 万吨聚酯切片、1.5 万吨的轮胎帘子布和未来即将投产越南项目，资产负债率有所增长，但仍保持在较为健康的区间，截至 2019 年三季度公司资产负债率为 47.36%。

图10：费用率维持在较低区间


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司加大资本开支致资产负债率有所上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、涤纶工业丝行业格局持续改善，车用丝应用带动整体需求向上

2.1、需求端：车用丝产品驱动涤纶工业丝需求持续增长

涤纶工业长丝依据其性能可分为两大类：一是普通工业丝（或称标准丝、高强丝）；二是差别化工业丝，具体包括高模低收缩丝、低收缩丝、超低收缩丝、耐磨丝、抗芯吸丝、活化丝、有色丝等。涤纶工业长丝的下游应用范围广泛，涵盖了灯箱广告材料、汽车安全带、轮胎帘子布、传送带、绳索等领域。

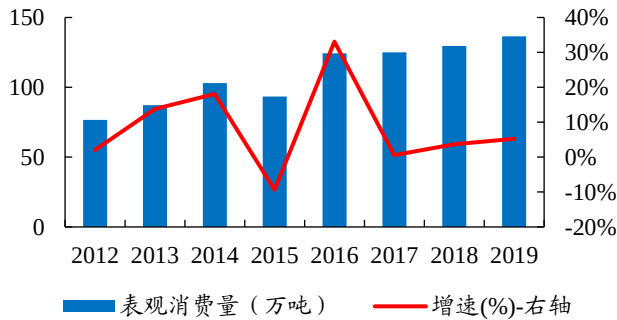
表2：涤纶工业长丝产品应用广泛

产品	主要产品	产品特点	主要用途
涤纶工业长丝	普通型	普通型	低伸长、高收缩
			输送带骨架材料（EP 帆布）、矿用振芯带、三角带线绳、各类胶管、箱包带、吊装带、牵引带、紧固带、消防水带、鱼网、缆绳、工业缝纫线、光缆、特斯林布、土工织物、土工栅
	低收缩型	高伸长、低收缩	灯箱广告布、蓬盖布等涂层织物、工业缝纫线、膜结构材料、特斯林布
	高模低收缩丝	高模量、低伸长、低收缩	轻卡和轿车子午线轮胎、三角带硬线绳、高档土工格栅
	耐磨型	低伸长、高收缩、孔数少	汽车安全带、飞机安全带、高档吊装带、牵引带
	差别化系列	抗芯吸型	高伸长、低收缩、不吸水
		活化型	低伸长、高收缩、表面活化
		有色丝	低伸长、高收缩、永久色牢度
	超低收缩型	高伸长、超低收缩	防水布、灯箱广告布、过镜材料、泳池面料

资料来源：公司公告、开源证券研究所

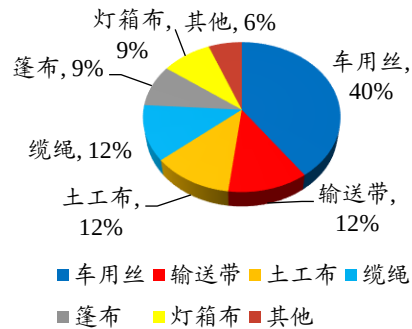
国内涤纶工业丝表观消费量企稳回升，车用领域需求的快速发展是涤纶工业丝需求增量的主要来源。随着我国经济的快速发展以及涤纶工业丝下游应用的不断扩大，2012年至2014年我国的涤纶工业丝表观消费量快速增长，根据卓创资讯和中纤网数据统计，2014年我国涤纶工业丝表观消费量达103万吨，较2012年的77万吨增长高达33.77%；但受全球经济形势普遍低迷、国内经济增速放缓、涤纶工业丝下游需求萎靡等因素影响，2015年涤纶工业长丝表观消费量有所下滑。此后，2016年我国经济增速下行势头趋缓、整体稳健向好，表观消费量也随之企稳回升，截至2019年我国涤纶工业丝表观消费量为136.46万吨，同比增长5.3%，目前涤纶工业丝行业发展势头良好。车用丝是涤纶工业丝下游应用增长较快的领域，随着汽车行业的增长和产品技术的突破，以汽车安全带丝、安全气囊丝和轮胎帘子布为代表的车用丝产品已经成为国内涤纶工业丝最大的下游需求。截至2018年，据华经情报网，车用丝产品在涤纶工业丝应用的占比已达40%，位列第一。我们预计，随汽车行业自身增长和国内安全车用丝产品渗透率的提高，车用丝将保持10%左右的增速，非车用丝增速将维持与GDP相近的增速，预计为6%左右，因此车用丝领域将是涤纶工业丝需求增量的主要来源。

图12: 中国涤纶工业丝表观消费量从2016年开始回升



数据来源: 卓创资讯、中纤网、开源证券研究所

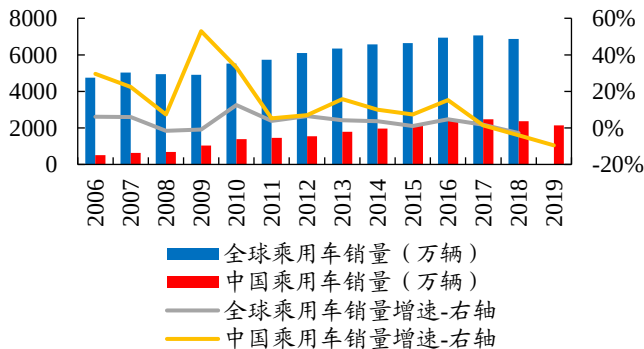
图13: 车用丝产品应用占比达40%



数据来源: 华经情报网、开源证券研究所

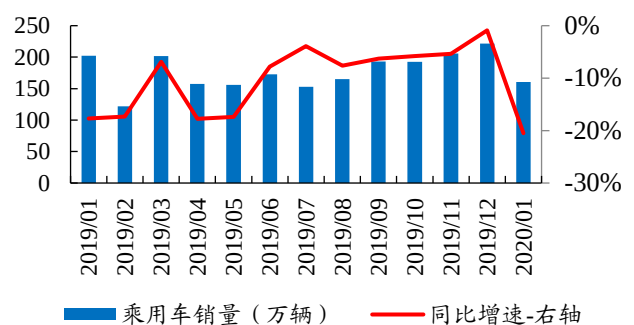
汽车销量或将触底反弹，带动车用丝用量增长。2017年全球和中国汽车销量增速同时放缓，在2018年均开始出现负增长，2019年中国乘用车销量为2144.4万辆，同比下降9.6%。从月度数据来看，虽然2019年每月的乘用车销量同比仍然下滑，但是降幅已经有所缩窄，尤其在12月销量同比已接近持平。由于受到新型冠状病毒肺炎疫情影响，2020年1月我国乘用车销量仅为160.7万辆，同比下降20.5%，降幅再次扩大。但是从2019年起相关部门已出台多项政策稳定汽车消费，预计后续还有新一轮政策即将推出，将进一步利好汽车板块稳定发展。我们预计本轮汽车下行周期或将接近尾声，在政策的推动下汽车销量有望继续修复，再次迎来增长，车用丝需求也将随之上升。

图14: 全球和中国乘用车销量增速自2018年负增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2019年乘用车月销量同比降幅有所缩窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 相关部门近期频频出台政策刺激汽车消费

时间	事件概括	相关政策
2019年8月27日	国务院办公厅发布《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，多条意见提及支持汽车消费	(1) 实施汽车限购的地区要结合实际，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施 (2) 促进二手车流通，进一步落实全面取消二手车限迁政策 (3) 有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持 (4) 鼓励金融机构对居民购买新能源汽车绿色智能产品提供信贷支持，加大对新消费领域金融支持力度

时间	事件概括	相关政策
2020年2月20日	商务部召开网上新闻发布会，发言人再次表示将和相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施	(1) 鼓励各地根据形势变化，因地制宜出台促进新能源汽车消费 (2) 增加传统汽车限购指标 (3) 开展汽车以旧换新等举措
2020年2月27日-2月28日	广深两市释放刺激汽车消费强信号	广州市政府表示，要加快推进落实去年尚未用完的中小客车指标额度工作，对二手车置换、购买新能源汽车进行补贴，提振汽车消费 深圳市发布政策称，要稳定汽车等大宗消费，加快新增汽车指标放号，优先保障家庭首购需求

资料来源：新华社、财联社、央视网、开源证券研究所

安全气囊渗透率的不断提升促进安全气囊丝需求持续增长。涤纶安全气囊丝渗透率提升的来源之一为单车安全气囊配备量的提升。我国对安全气囊的研究起步较晚，在上世纪80年代末我国的一些汽车碰撞安全和军工专家才开始关注安全气囊的研究和发展。目前，我国中级车较为普及的配置是6个安全气囊，但是仍有一些品牌的低配车型仅配备3-4个气囊。6个气囊包括前排驾驶席气囊、副驾驶气囊，2个前排侧部气囊和2个侧气帘。在2018年7月开始执行的2018版中国新车评价规程（C-NCAP）中再次提升了汽车侧碰试验的难度，这对于侧面车身结构强度提出了新的要求；其次，该评价规程还增加了对后排假人胸部和腹部的安全测试，督促车企对后排乘客加强安全防护，对于前后排安装气帘并且符合要求的车型，测评有加分奖励。该评价新规将会进一步促进侧面安全气囊和后排气帘装配率的提升。此外，根据2019年6月腾讯新闻报道，全球领先的德国供应商采埃孚（ZF）已经研发出车外安全气囊，采埃孚表示，在车辆碰撞之前，如果在车辆侧面安装一个安全气囊，可以将乘客受伤的严重程度降低40%。该公司在车辆外部气囊研发方面已花费10年时间，现在已经可以与汽车制造商合作投入使用，这一系统或有望在四年内应用于量产汽车之中。外部侧方安全气囊的规格更大，是车内安全气囊的5-8倍，若外部气囊逐步推广使用，安全气囊丝的需求增长将非常可观。因此，随着人们对汽车安全越来越重视以及新车评价标准的提升，单车配备安全气囊的数目将继续增加，安全气囊和全气囊丝的需求将进一步提升。

图16：6个安全气囊配置较为常见



① 驾驶席气囊 ② 副驾驶气囊 ③ 前排侧气囊 ④ 侧气帘

资料来源：搜狐新闻、开源证券研究所

图17：侧气帘效果图：碰撞时可提供更全方位的保护



资料来源：搜狐新闻

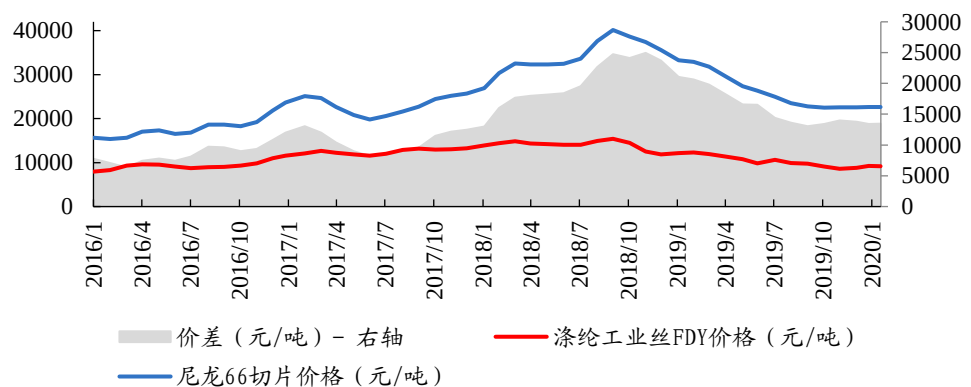
图18: 外部侧方安全气囊规格更大



资料来源: 腾讯网

涤纶气囊丝将进一步抢占尼龙（锦纶）66 气囊丝的市场份额是涤纶气囊丝渗透率提升的第二个来源。安全气囊织物的材料主要为尼龙和涤纶。尼龙纤维具有初始模量低、断裂伸长大、弹性好等特点，自安全气囊发明以来尼龙 66 长丝一直占有绝大部分的市场份额。涤纶纤维的耐高温性和耐冲击性不如锦纶织物，但随着气囊织物整理技术的发展，涤纶纤维以其成本低、强度高、耐化学性好、受湿度变化的影响不明显等优点而逐渐被用于安全气囊织物的加工。尼龙 66 的价格较为昂贵，大体上 FDY 涤纶工业丝的价格不到尼龙 66 长丝成本（尼龙 66 切片）的一半，涤纶气囊丝性价比明显高于尼龙 66 长丝，替代优势明显。因此，受益于成本优势，涤纶丝有望将进一步取代尼龙 66 长丝，且增速或将超过尼龙 66 安全气囊丝的增长率。目前涤纶气囊丝仅占比安全气囊丝的 30% 左右，我们认为在性价比突出的优势下，涤纶气囊丝还有较大的替代空间。

图19: 涤纶工业丝性价比突出，替代尼龙 66 长丝优势明显



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

全球安全气囊需求增速与全球汽车销量增速保持同步。Autoliv 是全球领先的汽车安全总成厂商，根据 Autoliv 2019 年报，Autoliv 在全球安全气囊市场的占有率高达 41%，其安全气囊业务的营收增速基本与全球汽车销量增速保持同步，受全球汽车行业景气度下行影响，2019 年安全气囊业务营收增速为-0.4%。因此我们预计，全

球安全气囊的需求增速或将与汽车销量增速相近，保守估计为 2%左右的温和增长。

表4: Autoliv 安全气囊营收增速基本与全球汽车销量增速同步

	2015	2016	2017	2018	2019
Autoliv 安全气囊营业收入（亿美元）	50.36	52.56	53.42	56.99	56.76
Autoliv 安全气囊营收增速		4.4%	1.6%	6.7%	-0.4%
全球乘用车销量（万辆）	6632.713	6946.443	7069.483	6869.047	
全球乘用车销量增速		4.7%	1.8%	-2.8%	

数据来源：Autoliv 公司公告、Wind、开源证券研究所

我国涤纶安全气囊丝需求增速或为 14%左右，大幅高于全球增速。我国安全气囊的配置起步较晚，还具有较大的发展空间，根据中国产业信息网统计，2013 年我国汽车安全气囊的配置率仅为 70%，2018 年安全气囊配置率已提升至 80%，年均复合增长率约为 2.7%。据钱江晚报新闻报道，在 2014 年，涤纶气囊丝在安全气囊丝中仅占比 10%左右，我们预计截至 2019 年占比已提升至 30%，这五年间涤纶气囊丝的渗透率提升了 20%。2019 年我国乘用车销量为 2144 万辆，我们估算目前平均每辆汽车大约耗用安全气囊布 3 米左右，那么 2019 年我国安全气囊市场规模约为 5146 万米。若未来我国汽车产量增速以 2%的温和增长计，安全气囊配置率以每年上升 2%计，每辆汽车的安全气囊布面积以每年增长 0.1 米计，涤纶安全气囊布的渗透率以每年提升 2%计，我们可测算出未来我国涤纶安全气囊布（丝）每年的增速保持在 14%左右，增速非常可观。

表5: 我国涤纶安全气囊丝需求增速或将维持在 14%左右

年份	2019	2020	2021	2022	2023
乘用车销量（万辆）	2144	2186.88	2230.618	2275.23	2320.735
安全气囊配置率	80%	82%	84%	86%	88%
安全气囊布面积（米/车）	3	3.1	3.2	3.3	3.4
安全气囊需求（万米）	5145.6	5559.049	5995.9	6457.103	6943.638
涤纶安全气囊占比	30%	32%	34%	36%	38%
涤纶安全气囊布（万米）	1543.68	1778.896	2038.606	2324.557	2638.582
涤纶安全气囊布增速		15%	15%	14%	14%

数据来源：Wind、搜狐新闻、开源证券研究所

2.2、供给端：涤纶工业丝行业集中度与国内产能占比不断提高

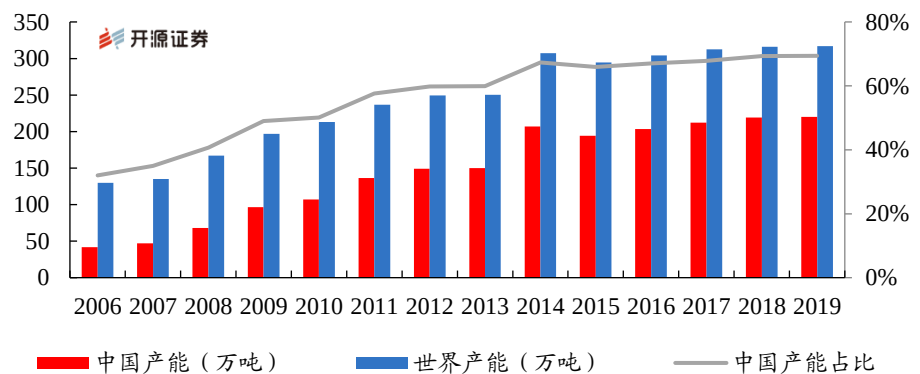
全球涤纶工业丝产能趋于稳定，国内产能占比不断提高。根据卓创资讯等统计，2006 年以来，随着下游应用的不断发展，涤纶工业丝全球产能快速扩张，从 2006 年的 130 万吨迅速增长到 2014 年的 307 万吨，随后全球涤纶工业丝的产能扩张趋缓，截至 2019 年，全球的涤纶工业丝产能为 317 万吨。**中国涤纶工业丝产能扩张迅速，产能占全球总产能比例不断提高。**涤纶工业长丝在我国的发展始于 20 世纪 80 年代末 90 年代初，发展至今我国涤纶工业丝行业的生产技术与工艺均取得了显著进步。根据中国化学纤维工业协会等统计，我国涤纶工业丝行业自 2001 年起快速增长，年产能从 2001 年的 7.4 万吨扩大到 2010 年的 106.8 万吨，年均复合增长率高达 30.6%。在这十年内，我国涤纶工业丝产品技术含量和质量稳步提高，成本优势日益明显，国

外产品的市场份额迫于成本压力，逐渐减少，中国成为了涤纶工业长丝生产大国，在2010年我国总产能约占比全球产能的50%。2011年以后，国内行业扩产增速出现明显下滑，随后在经历2014年产能大幅扩张后，国内涤纶工业丝行业便进入了平稳发展期，企业扩产回归理性。据纺织快报统计，截至2019年底，我国涤纶工业丝产能为220万吨，占全球总产能的70%左右。

涤纶工业丝行业集中度较高。2019年全球产能排名前十位的企业中，中国企业占据八席。据中国产业信息网统计，2019年产能排名全球前五的企业总产能为161.9万吨，CR5为51%，行业集中度较高。目前国内产能前三位分别为古纤道、尤夫和海利得，占据国内涤纶工业丝龙头地位。在行业未来的新增产能规划中，在2020年有3套累计60万吨新增产能等待投放，其中包括已完工待投产的恒力20万吨扩能项目、新增产能福建百宏20万吨和浙江三维20万吨。

涤纶工业丝产能略有过剩，差异化工业丝引领发展。根据卓创资讯，2019年涤纶工业丝总产量为179.4万吨，开工率为74%左右，其中出口44.35万吨，占国内总产量的25%，未来随着新增产能陆续投放，涤纶工业丝将进一步面临产能过剩问题，尤其是普通工业丝的竞争将日益激烈。而差异化工业丝，尤其是车用丝领域，由于技术壁垒和进入壁垒较高，主要生产企业为Indorama、韩国晓星和海利得等少数企业。具有高附加值和高技术含量的差异化工业丝将是未来发展的主要趋势，也是拉动涤纶工业丝行业发展的重要力量。

图20：中国产能占比持续攀升



数据来源：卓创资讯、中国产业信息网、纺织快报、开源证券研究所

注：郑凤彩.中国涤纶工业丝市场发展研究及建议[J].中国橡胶,2010,26(12):23、顾超英.中国涤纶工业丝,产能究竟有多少[J].纺织商业周刊,2009,6:46、王玉萍.涤纶工业丝行业发展现状及应用研究[J].合成纤维,2011,40(9):1、王玉萍.转型升级时期我国涤纶工业丝行业的发展[J].纺织导报,2010,12:40、姚军义.国内涤纶工业丝发展现状[J].合成技术及应用,2017,32(2):26

表6: 2019 年全球产能统计: 中国产能占比达 70%左右

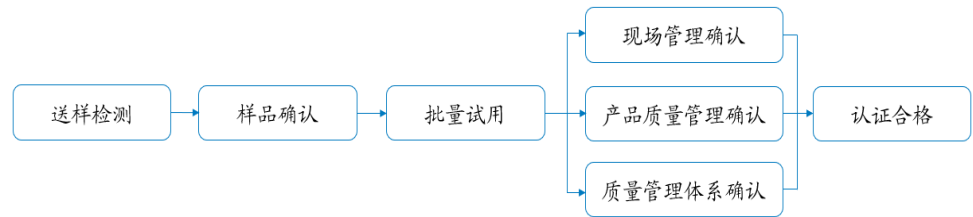
序号	产地	生产商	2019 年产能 (万吨)
1	中国大陆	绍兴古纤道	57.8
2	境外	DuraFiber(部分已被 Indorama 收购)	33.1
3	中国大陆	湖州尤夫	30.0
4	中国大陆	海利得	21.0
5	中国大陆	恒力石化	20.0
6	中国大陆	江苏华亚	20.0
7	中国台湾	台湾远东	10.9
8	境外	晓星	10.8
9	中国大陆	亚东	8.2
10	中国大陆	绍兴海富化纤	6.5
11	中国大陆	晓星嘉兴	6.4
12	中国大陆	浙江金汇特	6.0
13	中国大陆	联新开平 (Indorama)	5.5
14	中国大陆	上海温龙	5.0
15	中国大陆	浙江奥尼斯特	5.0
16	中国大陆	无锡太极	4.6
17	中国大陆	山东海龙博莱特	3.6
18	中国大陆	其他 21 家	57.0
19	境外	Indorama (原 Sinterama)	3.0
20	中国台湾	新光	2.3
全球			317

数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

2.3、公司绑定全球领先的汽车安全总成厂商，新增产能消化无忧

公司的安全带丝和安全气囊丝总产能为约 7.2 万吨左右，其中安全气囊丝 3.2 万吨，安全带丝 4 万吨。越南工厂将于 2020 年投放 1.2 万吨气囊丝产品，后续还将陆续投放高强丝 4 万多吨、低收缩丝 4 万多吨和高模低收缩丝 1 万吨。

公司的王牌产品气囊丝占据市场主导地位，我们估计海利得在涤纶气囊丝的市场占有率约为 60%。鉴于未来安全气囊增速较快，公司越南工厂新增的 1.2 万吨气囊丝产能将占得先机，牢牢抓住安全气囊需求快速增长的发展契机。此外，公司与高端大客户合作多年，公司的两款车用丝产品已经成功绑定 AUTOLIV、TRW、JOYSON、丰田全球等前四大安全总成厂商；2018 年，公司安全带丝还顺利通过了日本菊地工业株式会社的产品审核，取得重大突破、实现批量供货。由于下游客户会对车用丝产品作长时间的检测及为期 1-2 年的产品观测认证，具有较高的进入壁垒，一旦认证通过、实现大批量供货，客户关系和供应情况便较为稳定。公司将充分利用与下游客户的绑定效应，继续巩固车用丝的市场占有率，越南的新增产能将消化无忧。

图21：车用丝产品认证流程：一般需要 1-2 年时间


资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、轮胎子午化率和汽车保有量不断攀升，帘子布需求持续看好

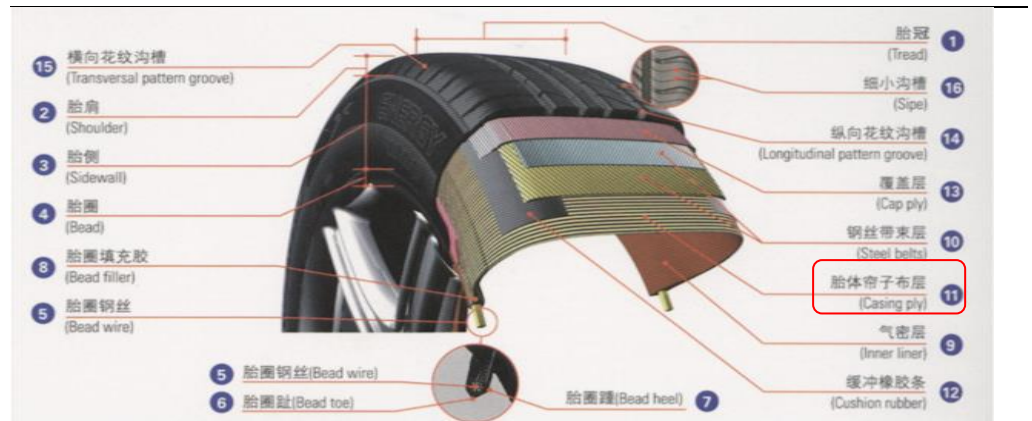
3.1、涤纶帘子布主要应用于半钢子午线轮胎

根据轮胎结构的不同，轮胎可分为斜交线轮胎和子午线轮胎。子午线轮胎和斜交轮胎的最大区别在于帘线排列方式不同，斜交线轮胎属于早期的轮胎品种，其胎体帘线层与层之间呈交叉排列；而子午线的帘线与外胎断面接近平行，像地球子午线一样排列，帘线角度一般为 0° 。斜交线轮胎存在耗油量大、耐磨性低、寿命短等缺点，而子午线轮胎具有节能、高速行驶时安全性和舒适性好、耐用等优越性，因此现在大部分乘用车轮胎为子午线轮胎。

帘子布是轮胎的重要骨架材料。子午线轮胎的内部结构包括胎冠、覆盖层（也称为冠带层）、钢丝束带层、帘布层和气密层等。其中帘布层所使用的帘子布是轮胎的重要骨架材料，主要作用为保护橡胶、抵抗张力。根据原材料种类的不同，帘子布主要可分为三类：涤纶帘子布、锦纶帘子布和钢丝帘子布，除此之外还有芳纶帘子布等其他产品。

涤纶帘子布产品主要应用于半钢子午线轮胎。子午线轮胎根据骨架材料的不同分为全钢子午胎和半钢子午胎。其中半钢子午胎的帘布层主要使用涤纶帘子布，全钢子午胎主要使用钢丝帘子布，而斜交胎主要以锦纶帘子布作为帘布层。

图22: 帘子布是轮胎的重要骨架材料



资料来源: 搜狐新闻、开源证券研究所

表7: 涤纶帘子布主要应用于半钢子午胎

轮胎种类	所使用的帘子布	帘子布的优缺点	帘子布应用的轮胎种类
斜交胎	锦纶帘子布	强度高, 耐冲击、耐疲劳性能好, 胎温上升少。但有一定的热收缩, 使胎体容易变形	主要应用于斜交胎, 很少一部分半钢/全钢子午胎也会使用
	钢丝帘子布	强度更高, 滚动时损耗小, 耐冲击, 耐磨性好。但由于刚性较大, 容易损伤车辆底盘机件	全钢子午胎
子午线轮胎	涤纶帘子布	强度和初始模量高, 耐热性好, 耐疲劳性能好, 结构稳定。帘子布与橡胶粘合性强, 轮胎具有使用寿命长、抓地性能与减震效果好; 滚动阻力小、承载负荷高等优点。但是制成的子午胎侧向稳定性差, 胎侧易裂口, 制造工艺复杂, 难度大	半钢子午胎

资料来源: 中国轮胎商业网、全球纺织网、卡车之家、开源证券研究所

3.2、供给端: 国内行业集中度较高, CR5 约 70%

作为汽车产业链的一环, 帘子布行业的发展也与全球汽车行业的发展趋势类似, 经历了欧美兴起、日韩崛起, 以及中国等发展中国家逐步加入竞争的发展历程。欧美企业的设备逐渐老化, 原材料和人力成本较高, 从而导致竞争力下降逐渐退出行业竞争舞台的中央。目前, 知名的涤纶帘子布全球供应商以 Indorama 和韩国晓星为代表。根据轮胎世界网统计, 2017 年国内涤纶帘子布的总产能为 29 万吨左右, 产量约为 27 万吨。国内涤纶帘子布主要生产企业有晓星 (嘉兴)、浙江海利得、广东开平联新、江苏骏马等, 前五名企业产量合计占比为 70%, 行业集中度较高。

表8: 涤纶帘子布行业集中度较高, 前五名企业占据 70%的产量供应

公司名称	2017 年产量 (万吨)
晓星嘉兴	5.3
开平联信	4.4
江苏骏马	4.2
海利得	2.9
无锡太极	2.2
山东博莱特	2.1
亚东工业	1.6
安徽佳元	1.3
浙江尤夫	1
其他	2
总计	27

数据来源: 轮胎世界网、开源证券研究所

3.3、需求端: 汽车保有量增加和子午化率的提升驱动帘子布需求稳定增长

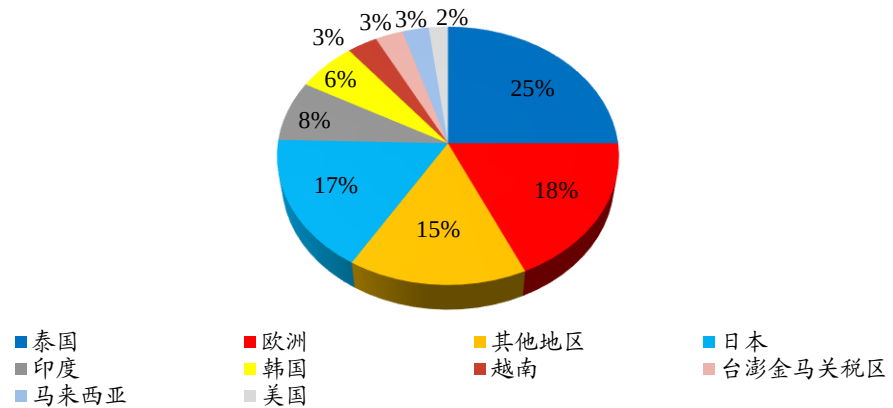
3.3.1、2019 年全球涤纶帘子布市场需求为 62.4 万吨左右, 中国需求 (含出口) 占比 45%

一般来说, 涤纶帘子布的用量占比半钢子午胎重量的 4%左右, 半钢子午胎的重量为 9.8kg, 那么一条半钢子午胎将使用 0.4kg 左右的涤纶帘子布。根据米其林 2019 年报数据, 2019 年全球乘用车和轻型卡车轮胎 (半钢子午胎) 市场规模为 15.6 亿条。据此我们可测算出 2019 年全球涤纶帘子布的市场需求为 62.4 万吨左右。

根据中国橡胶工业协会数据统计, 2018 年我国半钢子午胎的产量为 4.76 亿条, 其中 85%左右的半钢子午胎使用涤纶帘子布, 由此我们可测算出 2018 年我国涤纶帘子布的本土需求大约为 16 万吨左右。此外根据中国海关统计数据, 2018 年我国涤纶帘子布出口 11.97 万吨, 进口量仅有 0.35 万吨。因此, 2018 年我国涤纶帘子布总需求 (含出口) 约 28 万吨, 占比全球市场的 45%。与 2017 年国内产能 29 万吨相比, 国内的涤纶帘子布供需基本平衡。

我国涤纶帘子布出口以泰国、欧洲和日本为主, 与全球各大轮胎企业的工厂分布保持一致。根据中国海关统计数据, 2019 年全年我国涤纶帘子布总计出口 12.1 万吨。帘子布出口地区主要为泰国、欧洲和日本, 分别占比 25%、18%和 17%, 需求主要来自轮胎行业龙头在这些地区的工厂。在帘子布出口区域中, 美国占比仅 2%左右, 主要原因是 2018 年美国对原产自中国的涤纶帘子布附加 25%的关税, 使得出口美国的涤纶帘子布关税一下跃升至 34%左右, 我国的涤纶帘子布产品在美国的市场竞争中受到较大冲击。

图23: 2019年我国帘子布出口去向主要为泰国、欧洲和日本

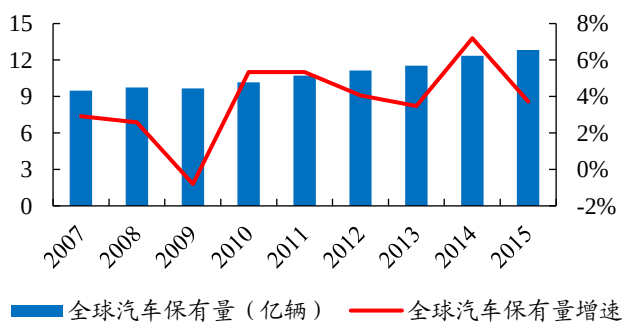


数据来源：中国海关、开源证券研究所

3.3.2、全球汽车保有量增加和国内子午化率提升驱动涤纶帘子布需求稳定增长

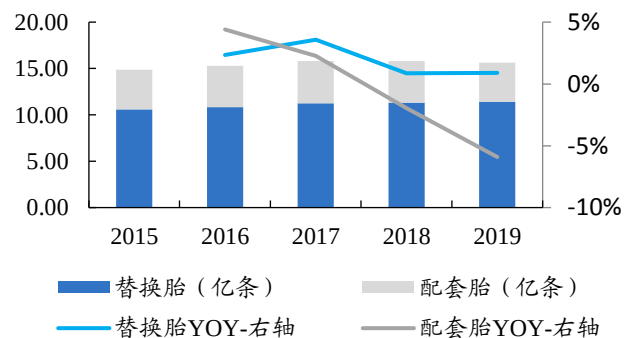
全球汽车保有量持续攀升将驱动涤纶帘子布需求稳定增长。轮胎需求受配套市场和替换市场的共同影响，配套胎需求主要取决于新增汽车产量，替换胎市场需求则与汽车保有量密切相关。根据米其林 2019 年报数据，2019 年全球乘用车和轻卡轮胎（半钢子午胎）的市场需求为 15.6 亿条，其中 73% 来自替换胎消费需求，仅 27% 来自新车配套需求，因此轮胎市场的主要驱动力为轮胎替换市场的增长。自 2016 年起，全球半钢子午胎的配套需求随全球汽车产量增速放缓而下行，而替换胎需求依然保持稳定增长，2015 年至 2019 年的年均复合增速为 2%。根据 Wind 数据统计，截至 2015 年底，全球汽车保有量已达 12.82 亿辆，预计数量仍将继续增加。我们看好替换胎需求将随全球汽车保有量保持增长势头，进而带动帘子布需求稳定增长。

图24: 全球汽车保有量保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25: 全球半钢子午胎替换需求保持稳定增长

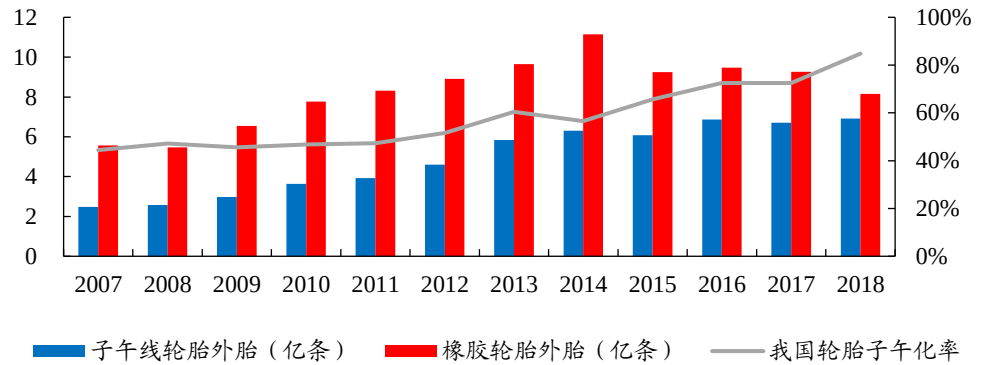


数据来源：米其林公司公告、开源证券研究所

我国轮胎子午化率逐步提升将促进涤纶帘子布取代锦纶帘子布的市场份额。受益于胎体结构特性，子午线轮胎相较于普通的斜交轮胎，具有滚动阻力小、附着性能好、弹性大、缓冲力强、承载能力大和使用寿命长等优良性能，因此在乘用车、卡车、客车等大部分领域均可以实现对斜交胎的替代，在航空轮胎以及特种车领域，斜交胎仅保有很小一部分的市场需求。由于子午胎生产技术门槛要求更高，对企业的要求更高，因此一个国家行业的子午化率也可以看作是轮胎行业的实力象征。因此，我国自进入 21 世纪以来以乘用车和商用车为中心推动轮胎向子午线轮胎发展，

我国轮胎子午化率不断攀升。根据国家统计局数据,2007 年我国轮胎子午化率为 44%,而到 2018 年底我国子午化率已快速提升到 85%左右,但相较于欧美地区 99%的轮胎子午化率,我国还有较大的上升空间。我们继续看好我国轮胎子午化率的稳定增长,涤纶帘子布将进一步取代锦纶帘子布的市场份额,需求将继续上升。

图26: 我国轮胎子午化率持续提升



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

我国轮胎子午化率提升带来的涤纶帘子布需求增速为 4%左右, 高于全球涤纶帘子布需求增速。2019 年我国橡胶轮胎外胎的产量为 8.42 亿条, 若未来我国汽车产量增速以 2%计, 子午化率以每年提升 3%计, 出口量以每年增长 1%计, 半钢子午胎在子午胎的占比取往年比例 73%左右, 可测算出由我国轮胎子午化率提升所带来的涤纶帘子布需求增速为在 4%左右。

表9: 我国轮胎子午化率的提升所带来的涤纶帘子布需求增速为 4%左右

	2019	2020	2021	2022	2023
橡胶轮胎外胎数量 (亿条)	8.42	8.59	8.76	8.94	9.11
子午化率	88%	91%	94%	97%	99%
半钢子午胎占比	73%	73%	73%	73%	73%
本土涤纶帘子布需求量 (万吨)	18.4	19.4	20.4	21.5	22.4
出口需求量 (万吨)	12.1	12.3	12.6	12.8	13.1
总需求 (万吨)	30.5	31.7	33.0	34.4	35.5
需求增速		4%	4%	4%	3%

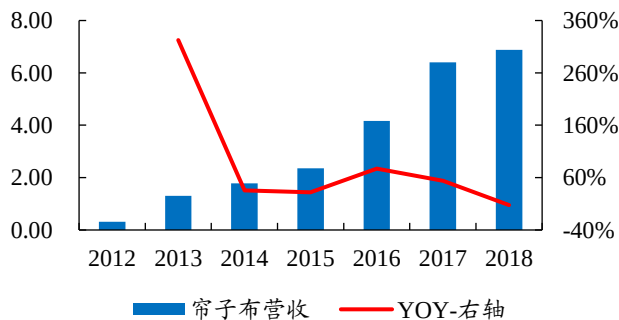
数据来源: 国家统计局、中国橡胶工业协会、开源证券研究所

3.4、公司作为后起之秀, 努力提升市场占有率

公司的帘子布产品从 2012 年开始贡献营业收入, 但由于公司帘子布业务刚刚起步, 产品认证周期较长, 加之轮胎行业经历了金融危机和欧债危机, 行业增速放缓, 使公司的帘子布产品在部分品牌的认证时间上有所延迟, 公司帘子布业务前两年毛利为负; 2014 年后随产品认证逐步通过开始放量, 公司帘子布业务毛利转正且增速较快。2018 年, 公司帘子布业务实现营收 6.88 亿, 贡献毛利 1.44 亿。

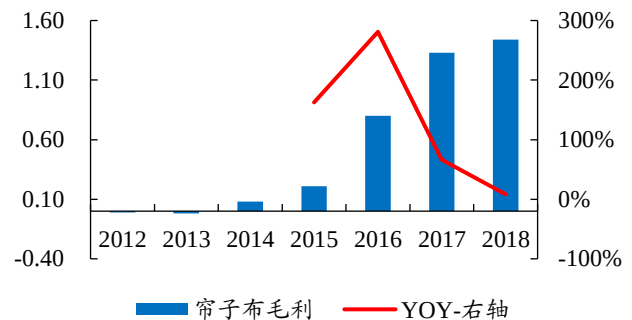
公司作为后起之秀努力提升市占率。相比于行业巨头韩国晓星，海利得是轮胎帘子布行业的后起之秀，根据轮胎世界网数据，在 2017 年海利得的帘子布国内市占率大约在 10% 左右，还有较大的提升空间。随着 2019 年 1.5 万吨新增产能的投放，公司目前涤纶帘子布产能已达 4.5 万吨，为进一步抢占市场份额打好了基础。公司所生产的涤纶帘子布由自产的高模低缩丝制作而成，产业链一体化程度较高，具有较强的市场竞争力，经过近些年帘子布产品的认证和市场的培育，公司帘子布产品已成功入驻住友、固铂、韩泰、米其林、大陆轮胎等国际一线牌轮胎制造商。帘子布与车用丝产品类似，行业进入壁垒较高，具有较强的绑定效应。同时，公司为尽可能减少中美贸易摩擦对帘子布业务带来的影响，进一步加强营销力量开拓国内和国外新客户，市场重点瞄准国内、欧洲、东南亚、日韩等地区，未来有望继续实现国际品牌客户订单量的增长。涤纶帘子布需求端保持增长，公司营销端继续发力，公司的帘子布产品将在知名轮胎品牌中继续渗透，进一步提升市占率。

图27：帘子布业务持续贡献营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2014年帘子布毛利转正后持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、石塑地板和越南工厂双轮驱动，公司未来成长可期

4.1、石塑地板持续放量，增长空间广阔

4.1.1、PVC地板市场空间广阔，欧美市场引领行业发展

PVC地板是一种应用场景广泛的地面装饰材料。PVC地板是一种以PVC树脂粉、增塑剂、填料和其他助剂为原材料，经过挤出、压延、淋膜、贴合等生产工艺制作而成的新型轻体装饰材料，可广泛应用于住宅、医院、学校、写字楼、商场等商业办公场所。PVC地板有效解决了传统木地板、复合地板生产、安装及使用过程中存在的甲醛等有害物质挥发的隐患，且便于打理、不易滋生细菌、导热性能好，较传统木地板和复合地板具有明显优势。

我国PVC地板行业处于景气上行通道，石塑地板为主要增长动力。PVC地板根据形态可分为卷材和片材（即石塑地板）。根据中国建筑装饰装修材料协会弹性地板分会的数据统计，在2018年，我国PVC地板的总产量为25.75亿平方米，同比增长6.8%，其中石塑地板产量为8.95亿平方米，占比约为34%，同比增长12%，大幅超越卷材地板4%的增速，是PVC地板产量增长的主要驱动力。2018年，由于中美贸易摩擦附加关税对出口美国的销量造成一定影响，PVC地板产量增速较前几年明

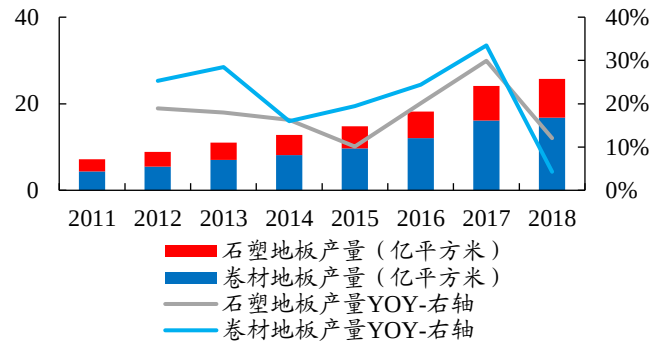
显放缓，但是目前部分石塑地板产品已经豁免附加关税，未来随着中美贸易摩擦进一步缓和，将重回高速增长，继续保持景气上行。

图29: PVC地板根据形态可分为卷材和片材(石塑地板)



资料来源: 海利得官网、爱丽家居官网、开源证券研究所

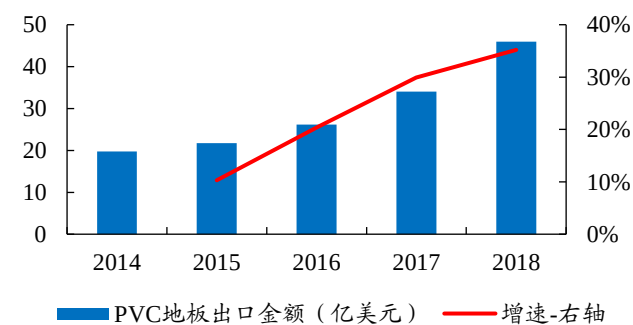
图30: 我国PVC地板行业发展势头较为强劲



数据来源: 中国建筑装饰装修材料协会弹性地板分会、开源证券研究所

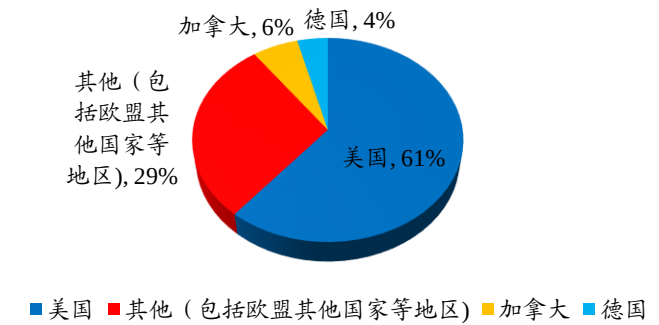
我国PVC地板出口持续增长，出口市场以欧美为主。PVC地板起源于欧美国家且发展迅速，与欧美等发达国家相比，我国PVC地板应用市场起步较晚，在国内的应用和普及程度上还存在一定差距，因此我国PVC目前地板主要以出口为主。根据前瞻产业研究院数据统计，我国PVC地板出口金额从2014年的19.72亿美元增加至2018年度的45.98亿美元，年复合增长率达23.57%，增长速度较快。分地区来看，2018年，我国PVC地板主要出口国家是美国，占比高达61%，其次是加拿大和德国，分别占比6%和4%。

图31: PVC地板出口金额持续增长



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图32: 出口去向主要为欧美市场(以美国为首)



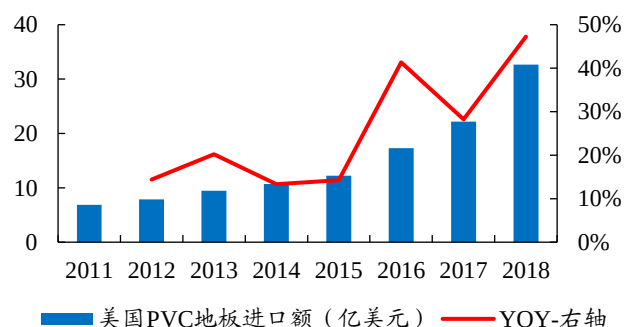
数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

欧美需求快速增长，PVC地板在地面装饰材料市场渗透率较高。根据 Statistics Canada & US Census Bureau 数据统计，2011-2018年，美国进口PVC地板额从6.87亿美元增长到32.66亿美元，年均复合增长率为24.96%，增速保持较高水平。欧盟PVC地板进口额从2.82亿欧元增长到7.72亿欧元，年均复合增长率为15.46%，目前增速有所放缓进入稳定期，进口额维持在高位。在美国进口的地面装饰材料中，

PVC 地板占比最大为 40%，在地面装饰材料中的地位已经凸显，与美国市场类似，凭借良好的环保性能与使用性能，PVC 地板在欧洲市场的渗透率也较高，仅次于地毯。

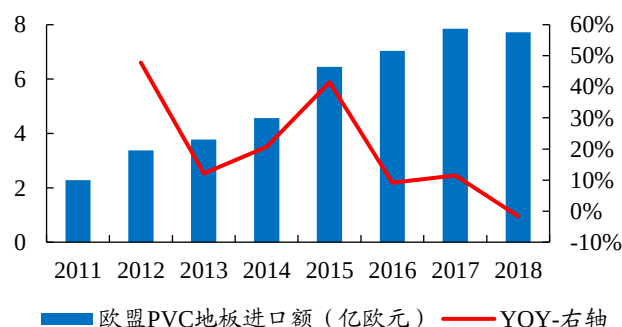
我国 PVC 地板应用有待提升，潜力十足。经过了多年的发展，目前我国已成为世界上最大的 PVC 地板生产基地之一，但是在下游应用方面，由于受产品导入较晚、传统消费观念限制等因素影响，PVC 地板市场规模占整个地面装饰材料市场规模较小。未来，随着 PVC 地板应用优势不断显现，以及国内下游用户对 PVC 地板认知程度的增强和消费观念的升级，国内市场或将跟随欧美市场的发展趋势，PVC 地板将更多应用于国内家庭装修、商务办公区域装修、公共区域装修领域。根据 HJ Research 的预测，未来国内 PVC 地板消费市场将保持 7% 年均复合增长率的增长趋势，并将逐步向市场成长期过渡。

图33：美国 PVC 地板进口金额快速增长



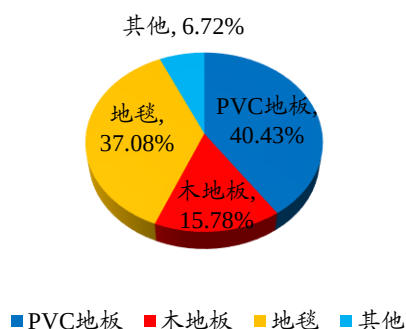
数据来源：Statistics Canada & US Census Bureau、智研咨询、开源证券研究所

图34：欧盟 PVC 地板进口金额维持高位



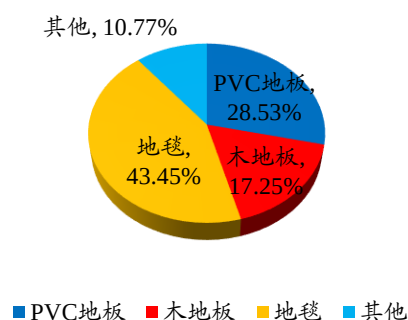
数据来源：Eurostat、智研咨询、开源证券研究所

图35：2018 年美国进口地面装饰材料：PVC 地板居首



数据来源：Statistics Canada & US Census Bureau、智研咨询、开源证券研究所

图36：进口 PVC 地板占欧盟进口地面装饰材料的 28.5%



数据来源：Eurostat、智研咨询、开源证券研究所

4.1.2、国内 PVC 地板制造商以 OEM、ODM 的形式为欧美品牌供应产品

由于 PVC 地板在欧美市场起步较早，发展较快，欧美 PVC 地板企业在销售渠道、产品设计、生产研发和品牌影响力等方面已拥有较大的竞争优势，在全球市场中

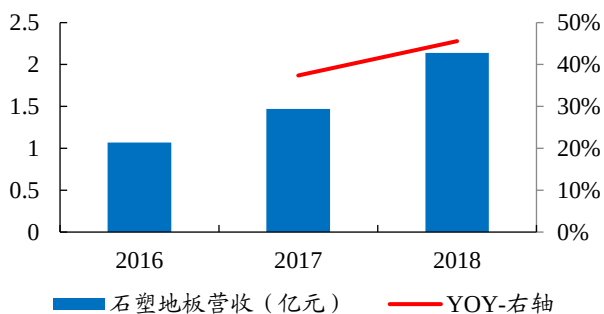
占据着主导地位。但是受欧美国家原材料成本和人工成本较高等因素影响，PVC 地板行业的生产制造环节还是主要集中在发展中国家。欧美 PVC 地板企业更多地利用自身的销售渠道和品牌优势转型为品牌商或贸易商，从中国等地进口 OEM（代工）、ODM（设计和代工）产品满足其市场需求。目前，技术领先且进入欧美品牌供应体系的 PVC 地板企业有张家港爱丽家居、浙江海象、上海劲嘉和海利得等为数不多的规模化生产企业。

4.1.3、公司石塑地板持续放量，是未来业绩增长的重要一极

公司的石塑地板为近几年引入的新产品，自 2016 年开始放量，贡献业绩。2018 年石塑地板为公司贡献 2.14 亿营收及 0.36 亿毛利润。目前，公司石塑地板的产能为 500 万平方米，新增产能 1200 万平方米将于 2020-2021 年陆续投放，公司的石塑地板业务有望持续放量。

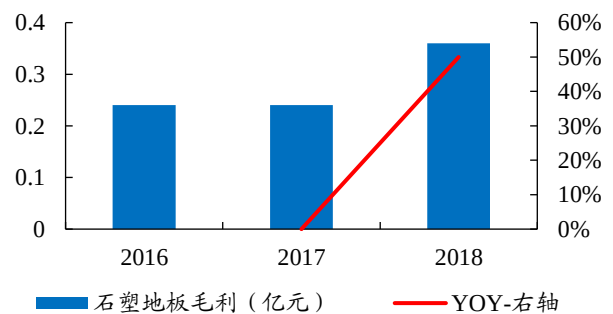
公司注重石塑地板的新产品研发，在 2018 年开发出自沉式柔性止滑地板（Looselay）、WPC 地板、RSVP 地板等国内领先产品类型。且公司的石塑地板已通过美国 GREENGUARD GOLD 认证、美国 FloorScore® 质量标准认证和德国 DIBT 质量标准认证等认证，将进一步打开美国、欧洲等地区的销售市场，为公司的业务拓展打下良好基础。目前，公司的石塑地板产品已经进入欧美知名品牌 OEM 供应体系，预计后续供应量和渗透率将进一步提高。我们认为，公司的石塑地板产品将随欧美市场需求的快速增长同步放量，具有极大的成长潜力，是公司未来业绩快速增长的重要贡献力量。

图37：2018 年石塑地板营收同比增长 46%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：2018 年石塑地板毛利同比增长 50%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、全力打造越南工厂，公司未来成长可期

4.2.1、布局越南工厂，向全球化行业领袖迈进

2018 年 5 月公司发布公告，将在越南拟建年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目，总投资为 1.55 亿美元。11 万吨涤纶工业丝的产能包括高强丝 4 万多吨，低收缩丝 5 万多吨，以及高模低收缩丝 1 万吨。第一阶段投产产品以安全带丝和气囊丝为主，1.2 万吨气囊丝（属于低收缩丝）将于 2020 年第二季度投产，总产能的 40%（即 4.4 万吨左右）预计在 2020 年第四季度投产，剩余的产能将根据实际情况

进行逐步投放,预计在 2021 年全部完成投产。本次公司在越南的投资项目,将帮助公司实现产能全球优化调整,进一步占领海外市场,向全球化行业领袖迈进。

表10: 打造越南工厂,完善海外战略布局

项目建设情况	具体介绍
投资金额	本项目总投资为 15,500 万美元,其中包含海利得(越南)有限公司的注册资本 8000 万美元,以及融资金额 7500 万美元。固定资产投资 14,980 万美元,含新增建设投资 14,315.94 万美元,新增建设期利息 664.06 万美元;新增铺底流动资金 520 万美元。
地理位置	福东工业区位于柬埔寨和越南的交界处,交通与贸易较为便捷,处于战略性地理位置。工业区距离柬埔寨首都金边 188km,约 4 小时车程;离胡志明市 52km,约两小时车程。距离柬埔寨与越南的 MocBai 边境大门约 20 公里,半小时左右车程。
产能规划	高强丝 4 万多吨,低收缩丝 5 万多吨,高模低收缩丝 1 万吨左右。
经济效益分析	项目正常年可实现营业收入 21,270.35 万美元,利润总额 3,170.8 万美元,税后内部收益率 18.06%,投资回收期 5.95 年。项目经济效益良好。

资料来源:公司公告、工业和信息化部资源平台、开源证券研究所

4.2.2、布局越南工厂提升公司全球竞争力

近些年,由于越南劳动力低廉、土地成本较低、可在税收上享受优惠政策等优势,众多汽车产业链的企业在越南积极布局,例如,领先的安全气囊制造商华懋科技、已在越南布局十多年的轮胎帘子布龙头韩国晓星、以及轮胎行业龙头企业普利司通、赛轮轮胎、山东金宇、贵州轮胎、锦湖轮胎、优科豪马等。众多汽车产业链企业布局越南将进一步提升越南市场车用丝和帘子布的需求,海利得紧跟市场动态、进军越南为配套下游客户创造了有利条件。另外,竞争对手韩国晓星、可隆工业已在越南投资建厂。其中韩国晓星年产 5 万吨聚酯帘子布工厂于 2009 年就已投产,且为赛轮轮胎越南工厂的帘子布供应商;2018 年 11 月,韩国晓星宣布将在越南再次新建涤纶、尼龙帘子布轮胎帘线生产线。海利得打造越南工厂也是势在必行,将在全球化市场竞争中进一步提升竞争力。

表11: 众多公司下游企业和竞争对手也在越南布局

地理位置	公司名称	投产时间	产品
海防市	普利司通	2014	乘用车子午线轮胎
	华懋科技	建设中	安全气囊袋等特种工程产品
西宁市福东工业区 (与海利得位于同一工业园区)	赛轮轮胎	2012	半钢子午胎 1000 万条,全钢子午胎 120 万条,非公路胎 3 万吨
		2019	全钢子午胎 240 万条
	金宇轮胎	建设中	全钢子午线胎 200 万条
	韩国晓星	2009	5 万吨聚酯帘子布(赛轮轮胎供应商)
		建设中	聚酯帘子布、尼龙帘子布
同奈省	建大轮胎	2017	子午线轮胎、轻卡斜交轮胎等
	可隆工业	2018	1.68 万吨涤纶帘子布
平阳省	锦湖轮胎	2008	全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎
	优科豪马	2008	轻型卡车斜交轮胎,摩托车轮胎,工程车辆斜交轮胎等
前江省	贵州轮胎	建设中	全钢子午线胎 120 万条;全钢载重及特种轮胎 200 万条

资料来源:各公司公告、公司官网、轮胎世界网、中化新网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4.2.3、全球贸易环境不确定性增加，越南税收优势明显

中美贸易摩擦增大国际贸易不确定性。从 2018 年中美贸易摩擦发生以来，公司全系列产品陆续被纳入附加关税清单，对公司带来了较大挑战。公司通过有选择有针对性地与客户协商承担关税的比例，大力开拓其他国家和国内市场，已基本平稳度过中美贸易摩擦的冲击并保持稳健成长。目前，气囊丝和 PVC 石塑地板已经豁免贸易摩擦附加关税，安全带丝、高模低收缩丝和轮胎帘子布的关税仍为 34% 左右。当前国际贸易情况复杂多变以及不确定性有所增加，对出口型企业有较大影响。

布局越南将减缓国际贸易摩擦带来的影响，税收优势明显。越南是多个国际自由贸易协议成员，其加入的国际自由贸易协议主要有：WTO、ASEAN-AEC、ASEAN-印度、越南-日本、越南-韩国、越南-亚欧经济联盟、CPTPP 等，这使得越南在出口产品的关税上会具有一定优势。**美国方面**，根据 USITC，越南出口涤纶工业丝的关税税率为 8.8%，相较于我国目前 33.8% 左右的税率优势明显。**欧盟方面**，2020 年 2 月 13 日，据中央社报道，越南与欧盟自由贸易协定(EVFTA)批准程序已获得欧洲议会表决通过，再经越南国会审议通过后，最快将于 2020 年 7 月生效。生效后欧盟将立即取消越南进口税 85.6% 左右，占越南对欧盟出口金额的 70.3%，双方货品 99% 的关税将在 10 年内陆续取消。海利得越南工厂出口欧盟的产品将有望免除关税。因此，海利得布局越南的策略将有效减缓贸易摩擦对公司业务的影响。除了出口关税的优势，越南对外商投资企业的进口关税、增值税和所得税均有优惠政策，海利得越南工厂的增值税率为 10%，所得税可享受两免四减半或四免九减半（需特别申请），相较于中国 13% 的增值税和 25% 的所得税有较大优势。

表12：越南税收优势明显

分类	越南	中国
进口关税	根据《出口税、进口税法》的规定，投资商用于实施在越南的投资项目所进口的设备、物资、运输工具和其他货物免征进口税。开放性园区视情况不同，享受不同的待遇：免除进口关税、按优惠进口关税税率纳税、按特殊优惠进口关税税率纳税、按标准进口关税税率纳税（最惠国待遇进口关税税率的 150%）	进口国不同税率也有所不同
增值税	标准税率为 10%	13%
所得税	标准优惠税率： 公司自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起 10 年内享受 17% 的优惠税率，从盈利之时起转入 两免四减半 （2 年免税期+4 年减半期） 最高优惠税率： 满足一定条件的企业，15 年内享受 10% 的优惠税率，从盈利之时起转入 四免九减半 （4 年免税期+9 年减半期）	25%，高新技术企业 15%
出口关税	欧盟：后续有望享受零关税。 2020 年 2 月 13 日，根据中央社报道，越南与欧盟自由贸易协定(EVFTA)批准程序在 2 月 12 日获得欧洲议会表决通过。越南与欧盟自由贸易协定再经越南国会审议通过后，最快 2020 年 7 月生效。越南将与欧盟 28 个经济体互享关税优惠，协定一旦生效后，欧盟立即取消越南进口税 85.6% 左右，占越南对欧盟出口金额的 70.3%，双方货品 99% 的关税将在 10 年内陆	欧盟：欧盟对中国聚酯高强力纱反倾销调查持续不断。 该项原审调查起始于 2009 年，2010 年根据该原审终审，中国聚酯高强力纱生产企业因其对欧盟产业损害或倾销程度的不同被分别征收反倾销税，反倾销税率分别为 0%-9.8% 不等。在此次原审调查中，海利得应诉成功，获得了市场经济地位，反倾销税率为 0%。时隔五年之后，欧盟于 2015 年 11 月再次发布立案通知，将进行

分类	越南	中国
	续取消。	反倾销日落复审调查。2017 年 2 月欧委会发布最终裁决，决定继续维持对涉案产品的反倾销措施，海利得依旧维持 0% 的反倾销税，有效期为自生效之日起五年。2022 年欧委会可再次发起日落复审调查。
	美国：出口涤纶工业丝的关税税率为 8.8%	美国：8.8%+25%（附加关税）=33.8%

资料来源：越企宝、公司公告、USITC、开源证券研究所

根据公司公告，越南项目正常年可实现营业收入 21,270.35 万美元，可实现利润总额为 3,170.8 万美元，若公司申请到四免九减半的所得税优惠，越南工厂实现盈利前 4 年的所得税将全部减免。而国内一般企业所得税率为 25%，高新技术企业所得税率为 15%，我们测算：在单考虑企业所得税的情况下，相较于同等产能的国内工厂，海利得越南工厂的净利率将提升 2.2%-3.7%。

表13：越南项目税收优势测算：仅考虑所得税情况下，越南项目净利率将提升 2.2%-3.7%

	越南	国内（所得税以高新技术企业 15%计算）	国内（所得税以 25%计算）
营业收入（万美元）	21,270.35	21,270.35	21,270.35
利润总额（万美元）	3,170.80	3,170.80	3,170.80
净利润（万美元）	3,170.80	2695.18	2378.1
净利率	14.9%	12.7%	11.2%
净利润率提升		2.2%	3.7%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与估值

我们对公司盈利预测做了如下假设：

- （1）涤纶工业长丝：2020 年随上游原材料价格下行，成本加成定价的涤纶工业丝销售价格有所下降，2021 年将有所回暖。随着中美贸易摩擦逐渐缓和，同时公司积极开拓国内外市场，销量有所回升。
- （2）聚酯切片：2019 年新增的 21 万吨聚酯切片生产负荷逐步拉升，对外销量逐步上升。
- （3）石塑地板：随石塑地板新增产能 1200 万平方米逐步投放，销量持续增长。产品价格和原材料价格基本保持稳定。
- （4）传统塑胶材料（PVC 膜、灯箱布）业务保持稳定。
- （5）越南工厂：2020 年-2021 年随新产线投产，越南项目开始贡献营收并逐步贡献盈利。

表14: 公司业务拆分及盈利预测

报告期	2018	2019	2020	2021
涤纶工业长丝				
营业收入 (亿元)	19.85	15.50	15.79	17.02
营业成本 (亿元)	14.87	12.27	12.34	13.03
毛利 (亿元)	4.98	3.23	3.45	3.99
毛利率 (%)	25.08	20.84	21.85	23.44
帘子布				
营业收入 (亿元)	6.88	7.18	8.11	8.70
营业成本 (亿元)	5.44	5.68	6.35	6.74
毛利 (亿元)	1.44	1.50	1.75	1.96
毛利率 (%)	20.98	20.88	21.60	22.48
灯箱布				
营业收入 (亿元)	4.82	4.80	4.91	4.91
营业成本 (亿元)	4.12	3.98	4.06	4.16
毛利 (亿元)	0.70	0.82	0.85	0.75
毛利率 (%)	14.43	17.08	17.27	15.26
聚酯切片				
营业收入 (亿元)	0.10	6.57	5.66	4.74
营业成本 (亿元)	0.10	5.99	5.20	4.34
毛利 (亿元)	0.01	0.58	0.46	0.40
毛利率 (%)	7.97	8.79	8.15	8.46
PVC 膜				
营业收入 (亿元)	1.34	1.29	1.24	1.24
营业成本 (亿元)	1.18	1.11	1.07	1.06
毛利 (亿元)	0.17	0.18	0.18	0.18
毛利率 (%)	12.43	13.97	14.17	14.30
石塑地板				
营业收入 (亿元)	2.13	4.37	8.71	11.61
营业成本 (亿元)	1.77	3.37	6.79	8.99
毛利 (亿元)	0.36	0.99	1.92	2.62
毛利率 (%)	16.98	22.76	22.06	22.54
越南工厂				
营业收入 (亿元)			1.42	4.73
营业成本 (亿元)			1.16	3.79
毛利 (亿元)			0.26	0.94
毛利率 (%)			18.54	19.80
其他业务				
营业收入 (亿元)	0.55	0.43	0.53	0.55
营业成本 (亿元)	0.52	0.40	0.50	0.51
毛利 (亿元)	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率 (%)	4.80	6.14	5.66	5.45
总计				

报告期	2018	2019	2020	2021
总营收（亿元）	35.68	40.14	46.36	53.50
营收增速（亿元）	12.02%	12.50%	15.50%	15.40%
毛利（亿元）	7.68	7.33	8.90	10.86
毛利率（%）	21.53	18.26	19.20	20.29

数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.25、3.78、4.98 亿元，EPS 分别为 0.27、0.31、0.41 元/股，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 15.3、13.2、10.0 倍。我们认为，公司作为涤纶工业丝龙头，差异化车用丝产品将持续驱动公司发展；随着中美贸易摩擦缓解，我们预计公司 2020 年将迎来业绩拐点；随越南工厂逐步投产和石塑地板继续放量贡献业绩，公司成长潜力未来可期。首次覆盖，给予“增持”评级。

表15：可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司简称	收盘价	归母净利润增速（%）					PE（倍）				PEG（倍）			
		2020/3/9	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
600346.SH	恒力石化	14.24	4.01	202.96	27.87	13.92	20.15	9.96	7.79	6.84	5.03	0.05	0.28	0.49	
000949.SZ	新乡化纤	5.23	273.28	32.11	61.11	81.00	29.83	44.06	27.35	15.11	0.11	1.37	0.45	0.19	
601233.SH	桐昆股份	13.73	20.42	39.26	23.72	16.00	8.39	8.59	6.95	5.99	0.41	0.22	0.29	0.37	
	平均						19.46	20.87	14.03	9.31	1.85	0.55	0.34	0.35	
002206.SZ	海利得	4.08	11.94	-7.39	16.21	31.78	14.21	15.34	13.20	10.02	1.19		0.81	0.32	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除海利得外，其余公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期。

6、风险提示

原材料价格大幅上涨。原材料价格大幅上涨或将压缩公司盈利空间。

产能投放不及预期。国内新增产能和越南项目投产计划不及预期将影响公司业绩增长。

涤纶工业丝行业竞争格局加剧。非车用丝产品价格下行，或将影响非车用丝产品的盈利水平。

下游需求不佳。下游需求萎靡或将影响公司产品销售和盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1917	1957	2296	2632	3296
现金	563	604	746	961	1193
应收票据及应收账款	571	588	711	785	938
其他应收款	28	23	22	24	35
预付账款	78	49	90	104	151
存货	503	691	711	730	910
其他流动资产	174	2	16	29	69
非流动资产	2467	2853	3291	3281	3124
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1686	1657	2012	2104	2106
无形资产	187	276	326	342	363
其他非流动资产	594	920	952	835	656
资产总计	4384	4810	5587	5913	6421
流动负债	1467	1829	2398	2375	2412
短期借款	539	823	1136	1066	830
应付票据及应付账款	763	814	1021	1087	1311
其他流动负债	165	192	241	223	271
非流动负债	41	46	172	139	108
长期借款	0	0	127	95	63
其他非流动负债	41	46	45	44	45
负债合计	1508	1875	2569	2514	2520
少数股东权益	15	19	22	25	28
股本	1223	1223	1223	1223	1223
资本公积	880	883	883	883	883
留存收益	758	865	960	1087	1285
归属母公司股东权益	2862	2915	2996	3374	3872
负债和股东权益	4384	4810	5587	5913	6421

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	449	525	585	594	663
净利润	315	354	328	381	502
折旧摊销	214	223	219	269	305
财务费用	35	-6	13	22	18
投资损失	-4	-2	-4	-5	-4
营运资金变动	-114	-62	27	-74	-159
其他经营现金流	3	18	2	1	1
投资活动现金流	67	-405	-656	-255	-146
资本支出	453	601	441	-10	-157
长期投资	425	170	0	0	0
其他投资现金流	944	366	-215	-266	-303
筹资活动现金流	-402	-46	213	-124	-284
短期借款	-194	284	313	-70	-236
长期借款	0	0	127	-32	-32
普通股增加	736	0	0	0	0
资本公积增加	-723	3	0	0	0
其他筹资现金流	-221	-333	-227	-22	-17
现金净增加额	100	80	142	215	232

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3186	3569	4014	4636	5350
营业成本	2465	2804	3262	3746	4264
营业税金及附加	16	15	28	32	37
营业费用	105	103	108	131	152
管理费用	223	113	127	148	172
研发费用	0	136	116	130	140
财务费用	35	-6	13	22	18
资产减值损失	10	12	-1	2	2
其他收益	16	18	16	15	15
公允价值变动收益	-7	-1	0	-2	-2
投资净收益	4	2	4	5	4
资产处置收益	21	0	0	0	0
营业利润	364	413	382	443	583
营业外收入	3	1	0	1	1
营业外支出	4	1	2	1	2
利润总额	364	413	380	443	582
所得税	48	58	52	62	80
净利润	315	354	328	381	502
少数股东损益	2	3	3	3	4
归属母公司净利润	314	351	325	378	498
EBITDA	594	668	640	757	915
EPS(元)	0.26	0.29	0.27	0.31	0.41

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	24.1	12.0	12.5	15.5	15.4
营业利润(%)	23.5	13.4	-7.5	16.1	31.5
归属于母公司净利润(%)	23.0	11.9	-7.4	16.2	31.8
获利能力					
毛利率(%)	22.6	21.5	18.8	19.2	20.3
净利率(%)	9.8	9.8	8.1	8.2	9.3
ROE(%)	11.0	12.1	10.9	11.2	12.9
ROIC(%)	9.6	10.1	8.4	9.1	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	34.4	39.0	46.0	42.5	39.3
净负债比率(%)	0.6	9.0	19.7	8.1	-5.7
流动比率	1.3	1.1	1.0	1.1	1.4
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	6.4	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	4.0	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.29	0.27	0.31	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.43	0.48	0.49	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.38	2.45	2.76	3.17
估值比率					
P/E	15.9	14.2	15.3	13.2	10.0
P/B	1.7	1.7	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.5	7.9	8.8	7.0	5.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835