

贝斯特 (300580) \ 汽车

——配套行业巨头，受益渗透提升

投资要点：

➤ 汽车零部件业务快速发展带动公司营收稳步增长

公司成立于1997年，从工装夹具行业成功延伸到涡轮增压器零部件制造行业。目前公司业务主要包括涡轮增压器精密零部件制造、机床工装夹具设计制造和飞机座椅结构件三大部分，16年收入占比分别为76.24%、11.14%、5.69%。公司涡轮增压器零部件主要产品为叶轮、中间壳等。

➤ 五大巨头占据全球涡轮增压器市场份额90%以上

从全球市场分析，涡轮增压器市场已形成寡头竞争局面，存在五大巨头：霍尼韦尔、康明斯、博格华纳、三菱重工、IHI，该五家企业所占的全球市场总份额约为90%，占据我国60%以上份额。公司核心客户为霍尼韦尔和康明斯两大巨头。

➤ 2021年全球涡轮增压器年销售规模将达到120亿美金

至2021年，全球新车中预计将有48%配有涡轮增压器，涡轮增压器车型年度销量将从2016年的3800万辆增长到2021年的5200万辆，增幅达35%；同时，在2017-2021五年期间，全球合计将生产约2.3亿辆配有涡轮增压发动机新车，到2021年，涡轮增压器的年销售规模有望达到120亿美金。其中汽油机用涡轮增压器增长高于整体，复合增长率将达15%。

➤ 中国汽车市场涡轮增压器渗透率不断提升，2020年有望达到47%

由于排放标准升级、燃油效率提升等因素刺激，至2020年我国汽车市场涡轮增压器渗透率有望达到47%。涡轮增压器在中国新销售车辆的渗透率较2015年将大幅度提升，将从2015年的28%上升至2020年的48%，涡轮增压器的年销量有望从2015年750万台到2020年上升到1,550万台。

➤ 给予“推荐”评级

我们预测公司17-19年实现每股收益0.69、0.85和1.05元，对应市盈率32.75、26.29和21.32倍，考虑到公司为涡轮增压器零部件领域行业龙头、涡轮增压器渗透率不断提升，公司业绩有望快速增长，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

1、整车产销量下滑；2、渗透率不及预期；3、宏观经济下滑。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	476.62	547.41	642.50	768.17	940.08
增长率（%）	7.60%	14.85%	17.37%	19.56%	22.38%
EBITDA（百万元）	158.17	193.77	210.01	248.38	291.89
净利润（百万元）	94.09	116.96	137.11	170.77	210.59
增长率（%）	24.03%	24.30%	17.24%	24.55%	23.31%
EPS（元/股）	0.47	0.58	0.69	0.85	1.05
市盈率（P/E）	47.72	38.39	32.75	26.29	21.32
市净率（P/B）	7.51	6.44	5.48	4.62	3.87
EV/EBITDA	21.61	17.80	17.09	14.19	11.90

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：

推荐
首次覆盖

当前价格：

23.15 元

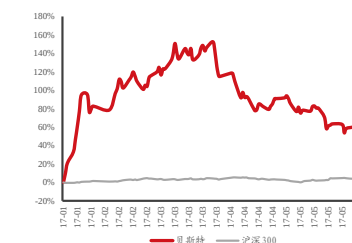
目标价格：

25.50 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	200/50
流通A股市值（百万元）	1,171
每股净资产（元）	5.86
资产负债率（%）	19.26
一年内最高/最低（元）	35.40/12.49

一年内股价相对走势



马松

分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

秦亚鑫

电话：0510-85613713

邮箱：qinyx@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	公司简介.....	4
1.1	工装夹具领军者成功转型汽车零部件制造商.....	4
1.2	汽车零部件业务快速发展带动公司营收稳步增长.....	6
2.	涡轮增压器零部件业务大有可为.....	7
2.1	涡轮增压器本质是一种空气压缩机.....	7
2.2	六大优势驱动涡轮增压器快速发展.....	8
2.3	市场竞争格局.....	9
2.3	市场规模不断扩大，渗透率逐步提升.....	12
2.4	涡轮增压器是汽车节能减排最佳路径之一.....	13
2.5	可变截面与电动涡轮技术带动渗透率进一步提升.....	14
2.6	公司背靠行业龙头，充分受益行业快速发展.....	15
2.6	公司把握从铸造叶轮向全加工叶轮转变大趋势，提高市占率.....	16
3.	工装夹具行业领军者.....	17
3.1	发动机制造领域工装夹具龙头.....	17
3.1	市场需求保持稳定，智能夹具突破在即.....	18
4.	积极布局航空业务.....	19
3.1	机舱座椅结构件业务保持稳定.....	19
3.2	募投研发自动化钻铆系统，积极开拓航空领域新业务.....	19
5.	盈利预测.....	20
6.	投资建议.....	21
7.	风险提示.....	22

图表目录

图表 1:	公司产品构成.....	4
图表 2:	2016H1 主要客户收入占比.....	5
图表 3:	2011-2016 年营收分拆 (万元).....	5
图表 4:	2016 年营业收入构成.....	5
图表 5:	贝斯特股权结构.....	5
图表 6:	贝斯特 2011-2016 年营业收入 (万元).....	6
图表 7:	贝斯特 2011-2016 年归母净利润 (万元).....	6
图表 8:	公司毛利率情况.....	6
图表 9:	公司净利率情况.....	6
图表 10:	贝斯特各业务毛利率情况.....	7
图表 11:	涡轮增压器工作原理.....	8
图表 12:	涡轮增压器内部结构.....	8
图表 13:	涡轮增压器六大优势.....	9
图表 14:	涡轮增压器厂商及主要配套客户.....	10
图表 15:	涡轮增压值供应商介绍.....	11
图表 16:	涡轮增压器市场规模预测.....	12
图表 17:	中国涡轮增压器市场渗透率情况.....	13
图表 18:	2015 年中国乘用车涡轮增压器市场份额.....	13
图表 19:	汽油车排放极限 (g/km).....	13
图表 20:	柴油车排放极限 (g/km).....	13
图表 21:	可变截面涡轮增压器.....	14
图表 22:	电动涡轮增压器.....	14

图表 23: 2016 年公司主要客户营收占比 (分客户)	15
图表 24: 公司主要竞争对手	15
图表 25: 铸造叶轮模具	16
图表 26: 全加工叶轮	16
图表 27: 大排量六缸机夹具一	17
图表 28: 大排量六缸机夹具二	17
图表 29: 2016 年汽车领域工装夹具市场规模测算	18
图表 30: 贝斯特智能夹具	18
图表 31: 飞机机舱精密结构件	19
图表 32: 航空业务募投项目	19
图表 33: 自动化钻铆系统示意图	20
图表 34: 业务分拆预测	21
图表 35: A 股可比公司 PE 估值水平	22
图表 36: 财务预测摘要	23

1. 公司简介

1.1 工装夹具领军者成功转型汽车零部件制造商

从工装夹具行业成功延伸到涡轮增压器零部件制造行业。公司成立于 1997 年，公司最初从事摩托车发动机制造领域的工装夹具的研发、生产和销售。1999 年，公司开始涉足摩托车发动机制造领域的精密零部件加工业务。2001 年开始转型为汽车发动机制造商提供定制化工装夹具产品，同年公司开始为康明斯生产涡轮增压器涡轮壳，正式进军涡轮增压器精密零部件行业。2002 年开始，公司利用在精密零部件加工领域形成的技术优势及自动化生产线的柔性加工能力，开始为飞机机舱零部件、气动工具、通讯产品和制冷压缩机等高端制造领域供应精密零部件。

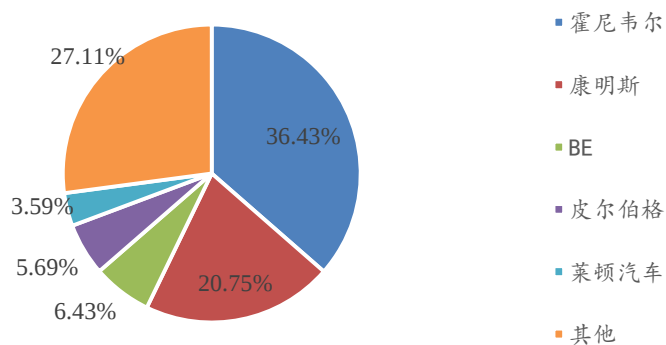
图表 1：公司产品构成

产品系列		主要产品	应用领域	主要配套客户
精密零 部件	汽车零部件	涡轮增压器精密轴承件、叶轮、中间壳、气封板、密封环、齿轮轴等	汽车涡轮增压器	康明斯、霍尼韦尔、博格华纳、博世马勒、石播
		真空泵、油泵、高压共轨燃油泵泵体、发动机缸体等	汽车发动机	皮尔博格、康明斯
	飞机机舱零部件	座椅构件、连接件等内饰件	飞机机舱	BE 航空
	其他零部件	手柄、气缸、端盖	气动工具	英格索兰
		滤波器	通讯基站	RFS、菲斯达
		阀板	制冷压缩机	开利空调
	工装夹具	发动机缸体夹具、发动机缸盖夹具、变速箱壳体夹具、转向节夹具、后桥夹具等	汽车、轨道交通、风力发电等零部件生产	上汽通用、奇瑞、东风本田、皮尔博格、潍柴、玉柴等

来源：招股说明书 国联证券研究所

公司在所在业务领域均与行业巨头保持良好的业务关系。在精密零部件业务中，公司已经成功与霍尼韦尔(Honeywell)、康明斯(Cummins)、博世马勒(Bosch Mahle)、石播(IHI)、博格华纳(BorgWarner)、皮尔博格(Pierburg)等全球著名汽车涡轮增压器和发动机相关制造企业建立了长期稳定的业务合作关系；在航空、气动工具和制冷设备等领域，公司已经成为 BE 航空、英格索兰、开利空调全球供应商之一。在工装夹具业务中，公司已成为上汽通用、潍柴和法士特等整车整机厂的主要供应商之一。

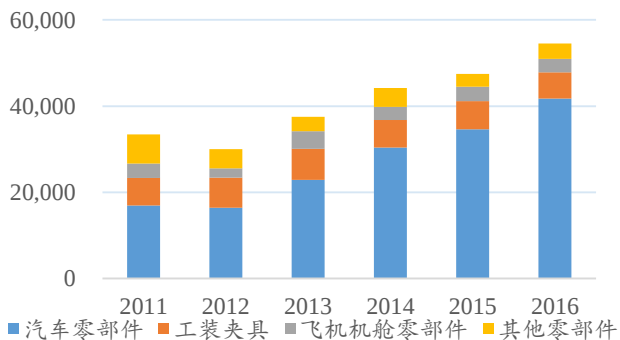
图表 2：2016H1 主要客户收入占比



来源：Wind 国联证券研究所

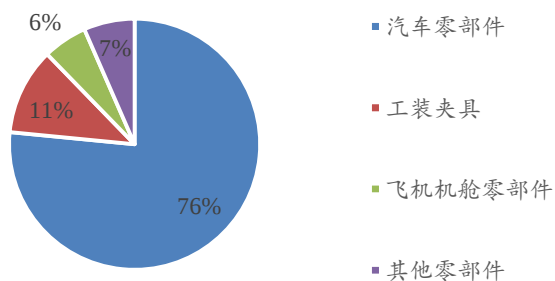
汽车零部件业务营收占比达 76%。目前公司业务主要包括涡轮增压器精密零部件制造、机床工装夹具设计制造和飞机座椅结构件三大部分，16 年收入占比分别为 76.24%、11.14%、5.69%。公司涡轮增压器零部件主要产品为叶轮、中间壳、精密轴承件等。

图表 3：2011-2016 年营收分拆（万元）



来源：国联证券研究所

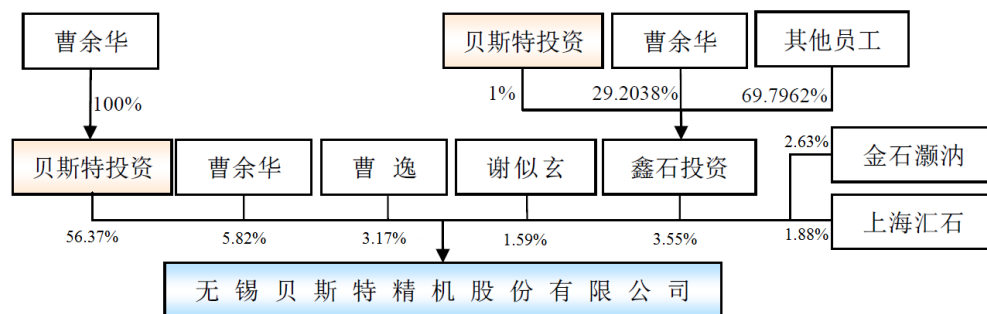
图表 4：2016 年营业收入构成



来源：国联证券研究所

公司实际控制人为曹余华先生。公司董事长曹余华先生及家人持有公司约 68% 股权，股权较为集中。

图表 5：贝斯特股权结构

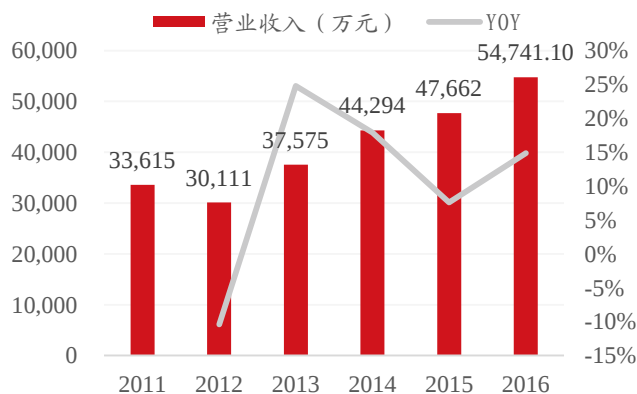


来源：招股说明书 国联证券研究所

1.2 汽车零部件业务快速发展带动公司营收稳步增长

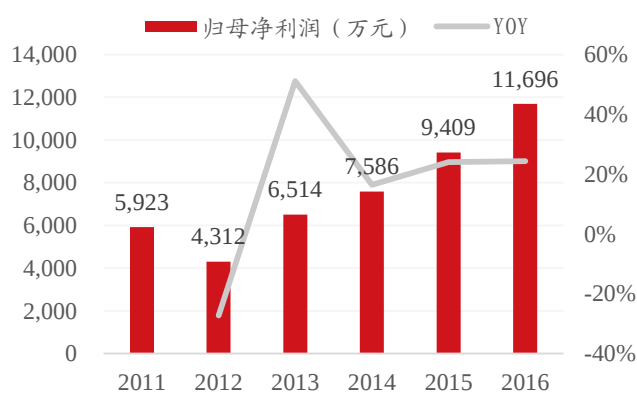
公司营业收入、归母净利润稳步增长。公司 2016 年实现营业收入 5.47 亿元，同比增长 14.85%，实现归属母公司净利润 1.17 亿元，同比增长 24.3%，公司营业收入、净利润自 2012 年起已经连续五年实现增长。公司近年来传统主营工装夹具业务由于属于非标定制产品且行业需求保持稳定，因此该业务营收基本保持稳定。公司业绩稳步增长主要原因是汽车零部件业务快速增长，汽车零部件业务由 2012 年 1.64 亿元增长到 2016 年 4.17 亿元，增幅达 154%，占总营收比例也从 54.5% 上升至 76.2%。我们认为未来公司业绩的主要增长点仍将是汽车零部件业务。

图表 6：贝斯特 2011-2016 年营业收入（万元）



来源：国联证券研究所

图表 7：贝斯特 2011-2016 年归母净利润（万元）

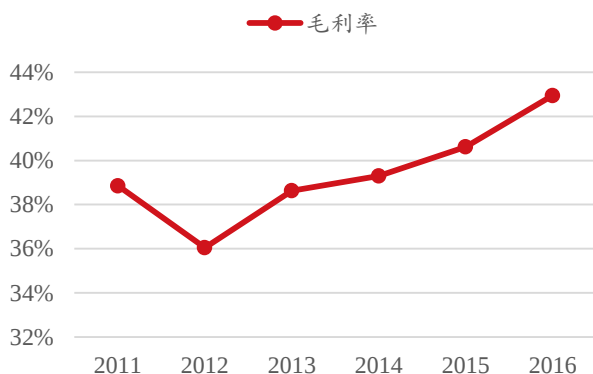


来源：国联证券研究所

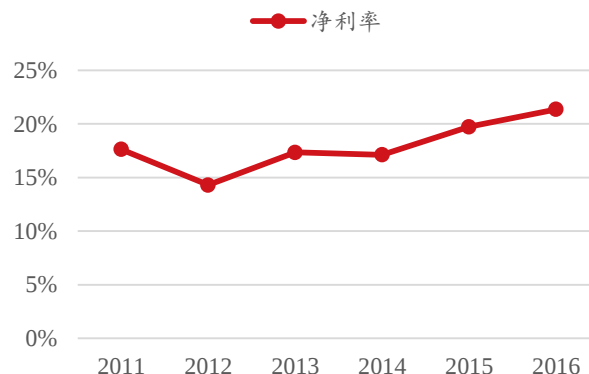
毛利率、净利率不断提升，处于汽车零部件行业高位。公司 2016 年毛利率、净利率分别达到 42.95% 和 21.37%，在汽车零部件行业中毛利、净利水平均属于较高水平。自 2012 年起，由于盈利能力较高的汽车零部件业务和飞机机舱零部件业务营业收入占比逐步扩大，从而带动公司总体毛利率和净利率不断提升。

图表 8：公司毛利率情况

图表 9：公司净利率情况



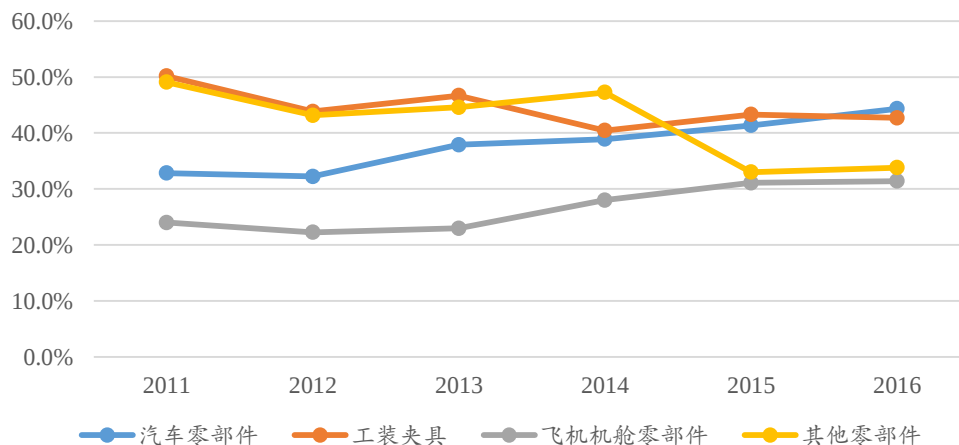
来源: Wind 国联证券研究所



来源: Wind 国联证券研究所

汽车零部件业务和飞机机舱零部件业务毛利率稳步提升。汽车零部件产品毛利率不断提升,主要是因为全加工叶轮、皮带轮等毛利率较高的新产品供货量上升叠加铝锭、铜棒、毛坯件等原材料价格下降所致,未来随着全加工叶轮产量进一步提升,汽车零部件业务盈利水平仍有望提升;飞机机舱零部件业务由于行业壁垒较高,认证周期较长,我们认为随之机舱零部件业务逐步放量,未来该项业务毛利率水平仍有提升空间。

图表 10: 贝斯特各业务毛利率情况



来源: Wind 国联证券研究所

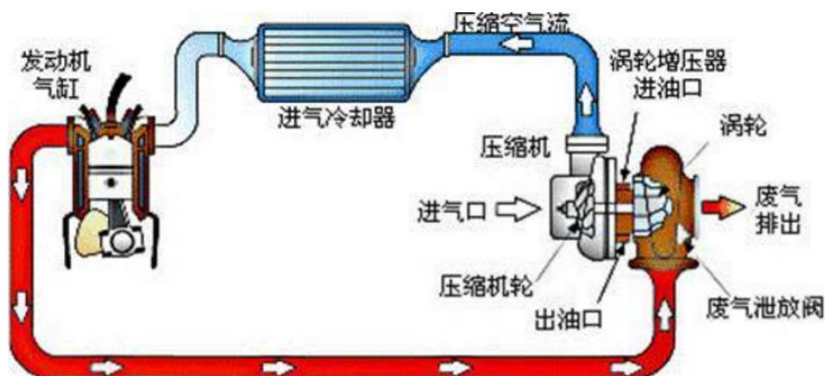
2. 涡轮增压器零部件业务大有可为

2.1 涡轮增压器本质是一种空气压缩机

涡轮增压器的本质是一种空气压缩机。它主要由废气涡轮与增压器进气叶轮等连接而成。其中,汽车内燃机主要是依托空气和燃油进行工作,燃油在燃烧过程中需要空气混合,涡轮增压器工作原理与空气压缩机工作原理相同,利用发动机排出的废气惯性冲力来推动涡轮室内的涡轮,涡轮又带动同轴的叶轮,叶轮压送由空气滤清器管

道送来的空气，使之增压进入气缸，从而使汽缸燃烧室空气的压力和密度增大，确保燃料燃烧更加充分，产生更多功率，并减少了废气中的有害物质（CO、HC、CL 粒等）的排放，提高燃油经济性。

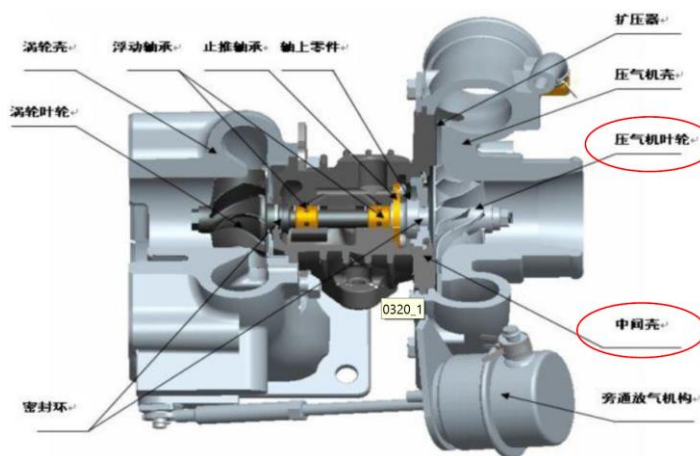
图表 11：涡轮增压器工作原理



来源：国联证券研究所

涡轮增压器由叶轮、涡壳、中间壳、压气机壳、轴承等主要零部件组成，公司主要产品为叶轮、中间壳、精密轴承。涡壳与发动机排气管相连接。压气机壳与空气道相连，而其出口则通往进气管。压气机叶轮和涡轮支承在浮动轴承上作高速旋转。涡轮用高强度、耐热、耐腐蚀性能好的合金钢精密铸造而成，并通过焊接连接在转子轴上，压气机叶轮为铝合金铸件，用螺母固定在转子轴上。

图表 12：涡轮增压器内部结构



来源：招股说明书 国联证券研究所

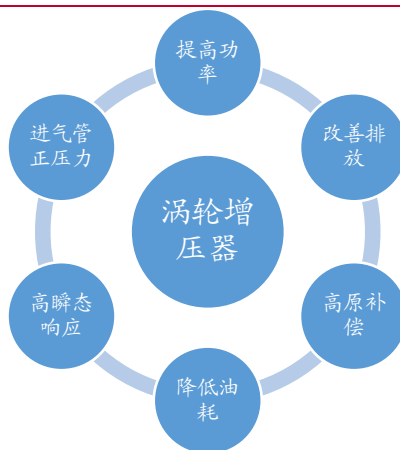
2.2 六大优势驱动涡轮增压器快速发展

提高发动机功率。非增压发动机通过曲轴的运动直接从大气中吸收空气，而涡轮增压器由涡轮增压器向发动机提供压缩空气。进入气缸的空气增多意味着允许喷入较多的燃油，从而提高发动机功率，并提供较高的燃烧效率。即相同尺寸质量的发动机，增压者可比非增压者产生较多的功率。反之，相同功率的发动机，增压者可比非增压者排量小。

改善发动机的排放。涡轮增压器发动机通过改善发动机的燃烧效率，减少发动机废气中颗粒物和氮氧化物等有害成分的排量。目前涡轮增压器已经成为柴油发动机达到欧二以上排放标准不可缺少的配置。

提供高原补偿的功能。部分高海拔地区，海拔越高，空气越稀薄，带涡轮增压器的发动机可克服因高原空气稀薄导致的发动机的功率下降。涡轮增压器可使非增压发动机在高原上工作时得到氧气补偿（使其达到标准大气条件）发动机和涡轮增压器相匹配使其进气管压力保持海平面大气压。而一台自然吸气的发动机随着海拔高度的增加其功率下降。

图表 13：涡轮增压器六大优势



来源：百度百科 国联证券研究所

提高燃油经济性，降低油耗。由于带涡轮增压器的发动机燃烧性能更好，可以节省燃油 3%-5%。

进气管空气保持正压力。涡轮增压保证发动机进气管的空气为正压力（大于大气压的压力），这对发动机有如下好处：当发动机进排气门重叠开启时新鲜空气吹入燃烧室清除所有残留在燃烧室里的废气同时冷却气缸头、活塞和气门。

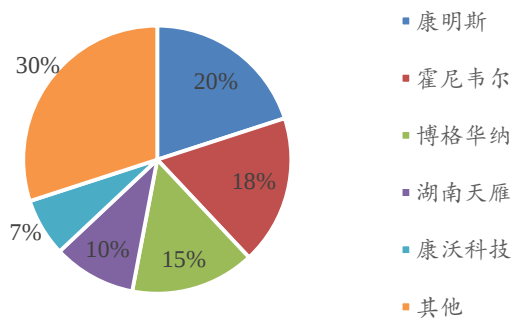
具有高可靠性和良好的匹配特性，高瞬态响应特性。几乎所有的汽、柴油发动机都能够配备涡轮增压器，涡轮增压器能够有效降低发动机使用的工况要求。

2.3 市场竞争格局

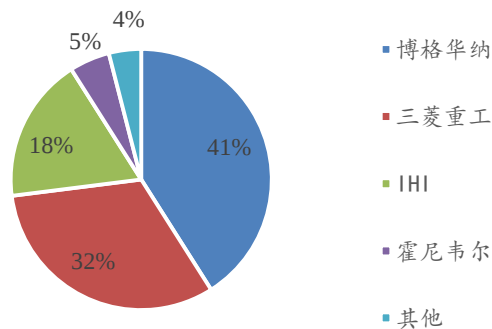
五大巨头垄断全球涡轮增压器市场。从全球市场分析，涡轮增压器市场已形成寡头竞争局面，存在五大巨头：Honeywell（霍尼韦尔）、Cummins（康明斯）、BorgWarner（博格华纳）、MHI（三菱重工）、IHI（石川岛播磨），该五家企业所占的全球市场总份额约为 90%。这五家生产巨头在世界各地设立独资或合资企业，进行产业整合，且均在我国境内设立了独资或合资企业，占据了我国 60%以上的市场份额。2015 年中国涡轮增压器市场前五名为康明斯、霍尼韦尔、博格华纳、湖南天雁、康沃科技，其中中国乘用车涡轮增压器市场份额主要被博格华纳、三菱重工、石川岛播磨、霍尼韦尔占领垄断。

图表 6：2015 年中国涡轮增压器市场份额

图表 7：2015 年中国乘用车涡轮增压器市场份额



来源：盖世汽车 国联证券研究所



来源：盖世汽车 国联证券研究所

民族品牌提升实力，力争打破高端市场和乘用车市场的垄断。国内民族增压器企业在产能规模、研发实力、管理等方面与上述国际巨头还存在明显差异，主要配套中低端商用车市场。宁波丰沃是国内第一家为乘用车配套涡轮增压的自主品牌。同时，康沃科技、湖南天雁等国内品牌企业，也正在努力提升自己的研发实力，以打破国际巨头对国内高端增压器市场及汽油机增压器市场的垄断。

图表 14：涡轮增压器厂商及主要配套客户

公司名称	配套客户
霍尼韦尔	奥迪、宝马、戴姆勒、福特、标致、雷诺、日产等
博格华纳	阿尔法罗密欧、奥迪、宾利、宝马、标致、日产、雷诺、福特等
IHI 石川岛播磨	三菱、马自达、斯巴鲁、大众等
三菱重工	宝马、斯巴鲁、三菱、长城等
康明斯	北汽福田、东风、潍柴动力、中国重汽、沃尔沃、斯塔尼亚、菲亚特、戴姆勒、依维柯等
博世-马勒	大众
大陆	长安福特
湖南天雁	郑州日产、长城、玉柴、锡柴、潍柴、大柴等
宁波丰沃	海马、吉利、广汽、众泰等
康沃科技	潍柴动力、上柴动力、玉柴动力、云内动力、朝柴动力、长城汽车等
潍坊富源	华晨金杯、郑州日产、黄海汽车
奕森科技	上汽、奇瑞
北方通用动力	中国一汽、中国重汽、北汽集团等
宁波威孚天力	安徽江淮、昆明云内、江铃股份、江西五十铃、保定长城、常柴股份等
常州环能涡轮动力	萨博、现代、起亚、小松等

来源：盖世汽车 国联证券研究所

公司涡轮增压器零部件核心客户为霍尼韦尔和康明斯。公司凭借长时间积累的加工工艺设计能力和大量高精度机床的投入使用，公司的零部件加工能力不断提升，从而得到越来越多国际厂商的认可。公司目前已成为世界著名涡轮增压器和汽车发动机相关制造企业霍尼韦尔 (Honeywell)、康明斯 (Cummins)、博世马勒 (Bosch Mahle) 的全球供应商，博格华纳 (BorgWarner)、皮尔博格 (Pierburg)、石播 (IHI) 的国内供应商。

图表 15：涡轮增压值供应商介绍

	国家	年销售额	公司介绍	配套客户
霍尼韦尔 (Honeywell)	美国	403 亿美元	在收购了盖瑞特 (Garrett) 之后, 成为了世界上最大的涡轮增压器制造商。“滚珠轴承涡轮” 为该公司产品的领先技术。	奥迪、宝马、戴姆勒、福特、标致、雷诺、日产等。
博格华纳 (BorgWarner)	美国	83 亿美元	博格华纳 (BorgWarner) 出品的汽油机涡轮在我国汽车市场保有量最大。	阿尔法罗密欧、奥迪、宾利、宝马、标致、日产、雷诺、福特等。
石川岛播磨 (IHI)	日	1.46 万亿日元	IHI 在 1936 年与 HITACHI (日立) 合作后共同推出涡轮增压器产品, 从大型船舶引擎到小型汽车引擎都有产品供应。	三菱、马自达、斯巴鲁、大众等。
三菱重工 (MHI)	日	3.35 万亿日元	MHI 涡轮增压已在荷兰、韩国、中国设有生产厂。其在中国的合资企业为上海菱重增压器有限公司。三菱乘用车产品系列相比盖瑞特和博格华纳少。	宝马、斯巴鲁、三菱、长城等。
霍尔赛特 (Holset)	美	192 亿美元	隶属于康明斯, 公司涡轮增压器已连续多年在国内柴油发动机增压器市场占据领先地位。	东风、潍柴动力、中国重汽、沃尔沃、斯堪尼亚、菲亚特、戴姆勒、依维柯等。
博世—马勒 (BMTS)	德		成立于 2008 年, 是博世集团与马勒集团等组建的合资公司, 全球共有 5 家工厂, 上海是第 4 家, 主要开发和生产用于乘用车与商用车的定制排气涡轮增压器。	大众。
大陆 (Continental)	德	345 亿欧元	大陆从 2011 年才开始涉足涡轮增压器领域, 而该公司为福特配套的 1.0 升 EcoBoost 发动机随后连续三年获评“国际年度发动机”。	长安福特。
志升 (ZAGE)	台湾		自 1997 年起, 首次开始研发高效率、低噪音、重环保的涡轮增压器, 成功推出首款 ZAGE 品牌的涡轮增压器。	日产、铃木、三菱等。
湖南天雁	内地	4.8 亿人民币	长安汽车全资子公司, 中国汽车零部件增压器龙头企业, 中国增压器民族品牌龙头。	玉柴、锡柴、潍柴、大柴等国内主要发动机厂。
潍坊富源	内地		匹配功率范围 50KW-460KW, 其研发的 SH 系列涡轮增压器产品性能达到国际先进水平。	华晨金杯、郑州日产、黄海汽车。
康跃科技	内地	2.4 亿人民币	自主开发了 3GJs-1、JP40S、J50S 等 20 多个系列、400 多个型号的增压器, 产品广泛应用于汽车、工程机械、农用机械等领域。	潍柴动力、上柴动力、玉柴动力、云内动力、朝柴动力、长城汽车等。
宁波丰沃	内地		成立于 2010 年, 公司所研发、生产的 VT01/02 系列废气涡轮增压器适用于 1.0 到 2.2 升排量气道喷射和缸内直喷汽油发动机。	海马, 吉利, 广汽, 众泰等。
宁波威孚天力	内地	63 亿人民币	现已有满足国 IV、国 V 排放法规的可变截面增压器、汽油增压器等, 涵盖商用车、乘用车、工程机械、农用机械等多领域。	安徽江淮、昆明云内、江铃股份、江西五十铃、保定长城、常柴股份等。
山东信德玛珂	内地		开发研制的增压器可满足多种用途的增压柴油机、天然气机、煤气机的配套需要, 产品已广泛应用于各种卡车、客车、船舶主机、辅机、工程机械、农业机械等领域。	玉柴、潍柴、北汽福田、珀金斯、常柴、济柴、成都云内等。

来源: 盖世汽车 国联证券研究所

2.3 市场规模不断扩大，渗透率逐步提升

2021 年全球涡轮增压器年销售规模将达到 120 亿美金，汽油机用涡轮增压器复合增长率将达 15%。根据汽车涡轮增压器供应商霍尼韦尔最新发布的“2016 全球涡轮增压市场预测”报告中预计，至 2021 年，全球新车中预计将有 48% 配有涡轮增压器，涡轮增压器车型年度销量将从 2016 年的 3800 万辆增长到 2021 年的 5200 万辆，增幅达 35%；同时，在 2017-2021 五年期间，全球合计将生产约 2.3 亿辆配有涡轮增压发动机新车，到 2021 年，涡轮增压器的年销售规模有望达到 120 亿美金。其中汽油机用涡轮增压器增长高于整体，复合增长率将达 15%。每个涡轮增压器用一个中间壳和一个压气机叶轮，因此中间壳和压气机叶轮需求复合增长率也为 15%。

图表 16：涡轮增压器市场规模预测



来源：霍尼韦尔 2016 年全球市场预测 国联证券研究所

我国柴油发动机涡轮增压器渗透率较高，乘用车渗透率仅为 32%。目前，在柴油发动机领域，国内重型卡车及中重型工程机械领域基本上实现了 100% 的发动机增压化，轻卡的渗透率也在 40% 左右。而在乘用车汽油机领域，2016 年涡轮增压器渗透率仅为 32%。中国乘用车市场，以宝马、大众为主的合资公司首先推出了涡轮增压汽油发动机。随后，国内自主品牌车企也相继跟进，如比亚迪、奇瑞、吉利、海马等都推出了涡轮增压车型。现在，日系车企也准备推出涡轮增压车型。随着政府排放标准的日趋严格和主流车企的相继加入，我们预计到 2017 年，汽油机涡轮增压的比例会上升到 40%。在未来五年，全球预计将诞生 2 亿多辆配备涡轮增压器的新车。

图表 8：全球各地区涡轮增压器装机率情况

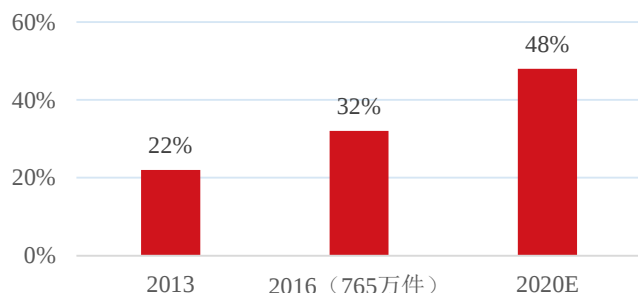
年度	欧洲	韩国	印度	中国	北美	日本	南美
2015 年	69%	48%	43%	28%	23%	22%	20%
2020 年 E	73%	53%	48%	47%	39%	27%	30%

来源：《2016 年我国涡轮增压器整机制造行业市场发展概况》、2016 年霍尼韦尔涡轮增压器市场预测

中国汽车市场涡轮增压器渗透率不断提升，2020 年有望达到 47%。2013 年我国汽车市场涡轮增压器渗透率仅为 22%，结合盖世汽车与霍尼韦尔预测，由于排放标准升级、燃油效率提升等因素刺激，至 2020 年我国汽车市场涡轮增压器渗透率有望达到 47%。涡轮增压器在中国新销售车辆的渗透率较 2015 年将大幅度提升，将从 2015 年的 28% 上升至 2020 年的 47%，涡轮增压器的年销量有望从 2015 年 750 万台到 2020 年上升到 1,550 万台，行业复合增长率达到 15%。目前，我国乘用车、商用车市场涡轮增压器

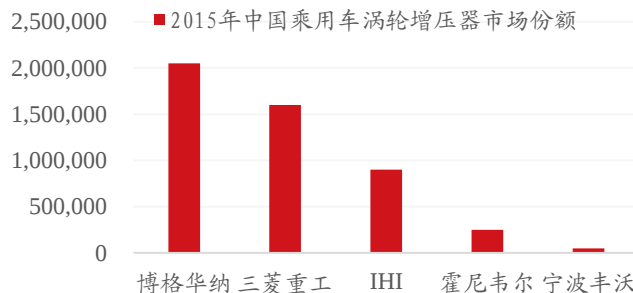
轮增压器市场份额最大供应商分别为博格华纳和康明斯。

图表 17：中国涡轮增压器市场渗透率情况



来源：国联证券研究所

图表 18：2015 年中国乘用车涡轮增压器市场份额



来源：国联证券研究所

2.4 涡轮增压器是汽车节能减排最佳路径之一

严格的全球排放及油耗标准正在驱动车企最大化地利用涡轮增压器来提高发动机的性能和燃料燃烧效率。未来数年，欧洲、中国和美国都将面临更严格的监管法规，今年 1 月在欧洲正式执行的欧 6 标准将首先影响新车的生产。中国在今年同时面临百公里平均油耗降至 6.9L 和柴油发动机全面执行国四标准的挑战。日趋严格的全球排放及油耗标准正在驱动车企最大化地利用涡轮增压发动机的性能和效率，从而提供更好的驾驶性能，并满足行业的环保要求。涡轮增压技术几乎可以与所有的发动机技术相兼容，是全球化的发展趋势。目前汽车企业所采用的传统节能技术主要包括轻量化、涡轮增压、缸内直喷、启停系统等，我们认为对于整车厂来说涡轮增压器是最简单也是最直接的节能减排的技术途径。

乘用车平均油耗 2020 年目标值为 5.0 升/百公里，涡轮增压器必不可少。2012 年 6 月，国务院在《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》中明确指出，到 2020 年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里，节能型乘用车燃料消耗量降至 4.5 升/百公里以下。根据工信部的统计数据，2015 年行业平均燃料消耗量实际值为 7.97 升/100 公里，2016 年近一半乘用车厂商平均燃料消耗量超标，与 2020 年的目标值 5.0 升/百公里相比存在较大差距。我们认为整车厂商为了将平均油耗降到目标值，安装涡轮增压器是最有效途径之一，这也是我国涡轮增压器渗透率不断提升的原因之一。

国四排放标准升级国五排放标准驱动我国涡轮增压器渗透率不断提升。自 2017 年 1 月 1 日起，国内所有注册的汽、柴油车都必须复合国五排放标准要求，相较于国四标准，对于汽油车来说，提高了对氮氧化物排放的要求，还新增了对缸内直喷的汽油车颗粒物浓度的检测。对于柴油车来说，多方面的指标均有较大幅度提升，其中颗粒物浓度要求提升了 82%。

图表 19：汽油车排放极限 (g/km)

图表 20：柴油车排放极限 (g/km)

	国四	国五
氮氧化物 (NO _x)	0.08	0.06 ↓ 25%
非甲烷碳氢 (NMHC)	—	0.068
颗粒物浓度 (PM)	—	0.0045
颗粒物粒子数量 (PN)	—	—

来源：国联证券研究所

	国四	国五
氮氧化物 (NO _x)	0.25	0.18 ↓ 28%
非甲烷碳氢 (NMHC)	0.3	0.23 ↓ 23%
颗粒物浓度 (PM)	0.025	0.0045 ↓ 82%
颗粒物粒子数量 (PN)	—	6.0×10^{11}

来源：国联证券研究所

2.5 可变截面与电动涡轮技术带动渗透率进一步提升

涡轮增压器当前最大的缺点是发动机转速较低时涡轮响应迟滞，从而影响驾驶体验，为了克服缺陷可变截面技术和电动涡轮技术应运而生。我们认为可变截面和电动涡轮技术的出现有望推动涡轮增压器渗透率进一步提升。

图表 21：可变截面涡轮增压器



来源：网络资料 国联证券研究所

图表 22：电动涡轮增压器



来源：网络资料 国联证券研究所

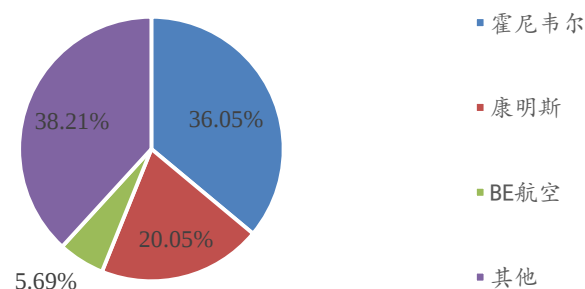
可变截面涡轮增压器是通过控制倒流叶片的展开角度，从而改变涡轮截面，提升涡轮响应速度。一般涡轮增压器 A/R 值是固定的，涡轮 A/R 值越小涡轮迟滞越小，反之越大。可变截面涡轮增压器核心技术是通过调节倒流叶片的角度从而改变 A/R 值，提高涡轮响应效率。当发动机低速时，倒流叶片呈小角度打开，此时排气入口的横截面积变小，相当于使用小涡轮，低俗时响应速度较快；当发动机高速运转时，倒流叶片大角度打开，相当与大涡轮，在高负荷条件下对发动机功率提升更加显著。

电动涡轮增压器靠电力驱动的涡轮增压系统。与传统的靠废气驱动的涡轮增压相比，电子增压就是用电机对涡轮进行驱动，其优点就是能够消除传统涡轮增压器的迟滞现象，相比于废气，电机驱动能够实现更精准的控制，使得发动机动力的响应更为快速。根据霍尼韦尔统计，使用电动启动器以后燃油经济性还可以继续提升 15%。后期如果继续介入软件控制技术，增压器效率还有 5% 左右的提升空间。我们认为随着可变截面技术和电动涡轮增压器的运用，响应迟滞将有效被克服，涡轮增压器优势将充分显现，从而渗透率有望进一步提升。

2.6 公司背靠行业龙头，充分受益行业快速发展

公司涡轮增压器零部件核心客户为霍尼韦尔和康明斯。公司凭借长时间积累的加工工艺设计能力和大量高精度机床的投入使用，公司的零部件加工能力不断提升，从而得到越来越多国际厂商的认可。公司目前已成为世界著名涡轮增压器和汽车发动机相关制造企业霍尼韦尔、康明斯、博世马勒的全球供应商，博格华纳、皮尔博格、石播（IHI）的国内供应商。

图表 23：2016 年公司主要客户营收占比（分客户）



来源：国联证券研究所

公司中间壳、叶轮产品在国内市场的市占率分别为 6.94%、12.53%，产品市占率仍有进一步提升空间。根据招股说明书中披露公司中间壳全球销售数量和境内销售数量分别为 71.28 万件和 52.04 万件，叶轮全球销售数量和境内销售数量分别为 104.11 万件和 93.94 万件。根据霍尼韦尔发布的“全球涡轮增压市场预测”报告中指出 2015 年全球中间壳和压气机叶轮的市场规模均约为 3400 万件，国内市场规模均为 750 万件，据此次算，公司中间壳的全球市场占有率和国内市场占有率分别为 2.10%和 6.94%，叶轮的全球市场占有率和国内市场占有率分别为 3.06%和 12.53%。我们认为公司作为 A 股中唯一一家涡轮增压器零部件制造商，无论是生产水平或是研发实力在行业内均属于领军者，借助资本市场力量，公司整体自动化生产水平有望提升。预计随着募投项目完成，公司通过生产效率的提升和产线升级，产品的成本有望降低，品质得到提升，行业市占率将进一步提升。

图表 24：公司主要竞争对手

公司名称	主要产品	简介	资产规模	技术及研发水平
Turbotech Precision Products Ltd.	叶轮	英国企业，主要为客户提供铝制压缩机叶轮、压缩机叶轮铸件毛坯、涡轮增压器叶轮、叶轮精密加工，主要客户为霍尼韦尔	未披露	拥有一整套叶轮生产线，具有从制作模具到成品加工、平衡的全套技术，并可以运用荧光染料渗透、超声波检测、射线实时成像等技术进行质检
AIKOKU Alpha Corporation	叶轮	日本企业，主要为客户提供涡轮增压器压叶轮（全加工叶轮），成立于 1943 年，主要客户为霍尼韦尔、康明斯、博格华纳	2015 年总收入 295.1 亿日元	采用电脑建模模拟生产流程，五轴数控机床和 3D 测量设备进行质量检测。

STEWART Manufacturing LLC	中间壳	美国企业，主要为客户提供汽车、柴油发动机、重型设备和发电产业等的高质量精密零部件加工的零件，主要客户为康明斯	未披露	拥有多种计算机辅助设计、模拟能力，以及计算机自动校准质检能力。除汽车配件外，还能生产农用、采矿、勘探用设备零部件。
CIMOS d. d. Automotive Industry	中间壳	斯洛文尼亚企业，主要为客户提供涡轮增压器用中间壳（铸件+机加工）等零件，主要客户为霍尼韦尔	2014 年营收 4.36 亿欧元，净利润-4,981 万欧元	拥有独立的研发中心，可以进行包括线性、非线性压力位移测试、高速撞击测试、疲劳测试以及铝、铁等合金铸造技术的研究。与卢布尔雅那大学机械工程系合作开展科研活动。
天津新伟祥工业 有限公司	中间壳	主要业务为生产引擎发动机涡轮增压器组件	未披露	主要出口海外。除了在铸造车间生产组件，还对零部件进行进一步加工，包括组件的安装。为世界知名厂家供货，例如丰田和大众。
科华控股股份有 限公司	中间壳	主要业务为生产汽车增压器系列零部件，同时也为工程机械及液压器械公司提供零部件生产加工	2016 年实现营业收入 7.3 亿元；实现归母净利润 1 亿元	拥有 43 项专利，拥有研发和技术人员 115 名。多种产品被认定为“高新技术产品”。通过 ISO9001 和 TS16949 国际质量体系认证。负责承建省级工程技术研究中心“江苏省(科华)涡轮增压器部件工程技术研究中心”

来源：招股说明书 国联证券研究所

2.6 公司把握从铸造叶轮向全加工叶轮转变大趋势，提高市占率

由于传统的铸造压气机叶轮受强度、刚性以及疲劳极限的限制，已经无法适应更高的增压器工况，铝合金铣削加工制成的压气机叶轮（即全加工叶轮）已成为升级换代的首选技术方案。目前占据全球大部分市场份额的主要涡轮增压器制造商包括霍尼韦尔、博格华纳、康明斯等公司已纷纷将这一技术纳入其最新产品设计并在全球部署采购基地。

图表 25：铸造叶轮模具



来源：网络资料 国联证券研究所

图表 26：全加工叶轮



来源：网络资料 国联证券研究所

目前涡轮增压器叶轮主要分为铸造叶轮和全加工叶轮，全加工叶轮结构强度远高于铸造叶轮。铸造叶轮采用铸造成形方式生产毛坯件，然后在进行机加工；全加工叶轮是直接对铝锭进行铣削加工。全加工叶轮机械结构强度远高于铸造叶轮，能够承

受欧 5 排放标准对应的 30 万转/分钟转速,而铸造叶轮仅能承受欧 4 对应的 20 万转/分钟转速,随着排放标准的不断升级,对叶轮转速要求不断提升,因此全加工叶轮是未来主要发展方向。霍尼韦尔早在 4 年就已经开始不采用铸造叶轮产品设计。公司 2016 年开始实现全加工叶轮和中间壳大规模生产,公司全加工叶轮产品近两年复合增速有望达到 100%。目前全球仅日本、欧洲和贝斯特三家企业实现全加工叶轮规模化生产。目前乘用车小叶轮产品铸造叶轮和全加工叶轮成本已经持平,商用车大叶轮由于机加工时间较长,铸造叶轮仍存在价格优势,因此乘用车叶轮有望全部采用全加工叶轮。

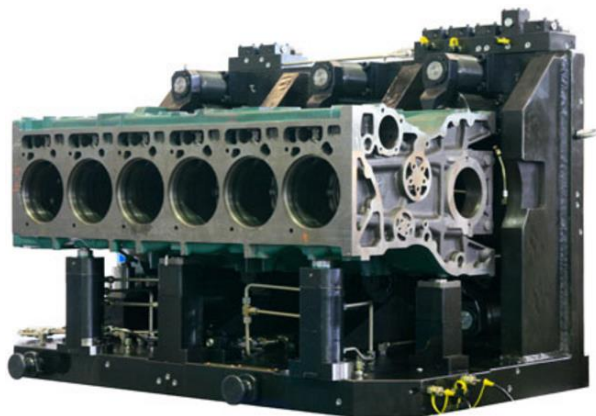
募投项目布局全加工叶轮,未来有望成为公司涡轮增压器零部件业务主要突破点。公司募集项目为建设精密零部件生产车间,建成后可年产 300 万件新一代汽油机用涡轮增压器全加工压气机叶轮、年产 200 万件涡轮增压器中间壳以及年产 30 万件满足欧 IV 以上排放标准的新一代高压共轨燃油泵体。公司指出,2017 年、2018 年全加工压气机叶轮、涡轮增压器中间壳出货量有望连续翻番增长。我们认为全加工叶轮有望成为公司涡轮增压器零部件业务主要增长点。

3. 工装夹具行业领军者

3.1 发动机制造领域工装夹具龙头

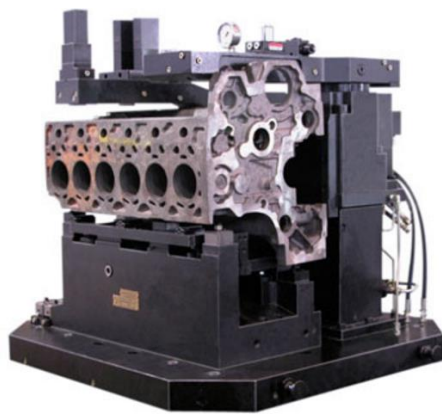
公司是国内发动机制造领域机床工装夹具龙头。公司创始人、董事长曹余华先生先后担任无锡机床厂主任设计师、非标设计室主任等职务,在非标设计领域积累了较多经验。多年来,公司工装夹具业务凭借丰富设计经验、先进技术、精良品质和及时服务,不仅为国内一线汽车整车厂、主机厂提供高端工装夹具,而且还向日本和德国等国际知名机床商提供工装夹具产品,是目前中国工装夹具产业中的主要供应商之一。

图表 27: 大排量六缸机夹具一



来源: 国联证券研究所

图表 28: 大排量六缸机夹具二



来源: 国联证券研究所

3.1 市场需求保持稳定，智能夹具突破在即

2016 年公司在发动机制造领域工装夹具市占率约为 13.4%，处于行业龙头地位。2016 年公司工装夹具销量 812 套，同比增长 11.08%。按照招股说明书中测算方法，首先拆分汽车发动机需要进行机加工的主要零部件，按照招股说明书中标准测算对应零部件所需机床数量，假设单台机床配有一套工装夹具，然后按照每套夹具 5 年的使用寿命测算。根据 2016 年我国汽车产量为 2811.9 万辆，测算出在国内发动机制造领域工装夹具的市场规模为 30369 套，按照五年的使用寿命测算，16 年的市场需求约为 6074 套，公司 2016 年工装夹具销量为 812 套，因此公司在发动机制造领域工装夹具市场占有率约为 13.4%。我们认为随着中国汽车产量的不断提升，工装夹具的新增需求有望不断增加，同时叠加跟新需求，公司作为在发动机制造领域工装夹具龙头，有望不断受益。

图表 29：2016 年汽车领域工装夹具市场规模测算

序号	汽车发动机零部件	每 15 万件产量对应需要机床数量 A	汽车发动机领域所需机床数 B=汽车年产量/A	汽车发动机领域所需工装夹具套数 C=B（单台机床配单套夹具）	工装夹具需求数量 D=B/工装夹具平均使用寿命
1	缸体	20	3749	3749	750
2	缸盖	15	2812	2812	562
3	变速器壳体	14	2624	2624	525
4	离合器壳体	12	2250	2250	450
5	缸盖罩	10	1875	1875	375
6	油底壳	10	1875	1875	375
7	链条盖	10	1875	1875	375
8	转向机	15	2812	2812	562
9	曲轴	6	1125	1125	225
10	连杆	8	1500	1500	300
11	转向节系统	12	2250	2250	450
12	制动钳转向系统	10	1875	1875	375
13	其他	20	3749	3749	750
合计				30369	6074

来源：招股说明书 国联证券研究所 注：每 15 万件产量对应需要机床数量的数据来源于公司招股书

智能夹具是公司未来在工装夹具领域的主要发展方向。公司目前已经研发成功了具有感知、智能、自适应性、数字化的智能夹具。智能夹具通过配有多个传感器，从而具有感知系统、定位监测系统、工件变形自适应调整系统等智能化系统。在工件加工时，智能夹具能够显著提供被加工零件精度和质量稳定性。我们认为随着智能制造改革逐步深入，未来智能夹具有望大规模应用，公司作为工装夹具龙头和智能夹具先行者有望率先受益。

图表 30：贝斯特智能夹具



来源：公司宣传册 国联证券研究所

4. 积极布局航空业务

3.1 机舱座椅结构件业务保持稳定

公司是 BE 机舱座椅机构件全球供应商之一。公司凭借在精密零部件加工领域长期积累的生产制造经验,积极布局对产品质量要求最为严苛的航空飞行器零部件加工领域。公司飞机机舱零部件产品主要为 BE 航空配套供应,2008 年已开始为 BE 航空批量供应飞机机舱零部件。

图表 31：飞机机舱精密结构件



座椅构件（飞机机舱零部件）

连接件（飞机机舱零部件）

来源：招股说明书 国联证券研究所

3.2 募投研发自动化钻铆系统，积极开拓航空领域新业务

公司拟利用募集资金投入飞机机身自动化钻铆系统，自动完成在机身上钻孔、供钉、压入、铆接等工序。传统的飞机机身主要通过手工作业将承力框架构件、蒙皮以及其他功能部件铆接成为具有特定形状的整体，整个过程较为复杂，生产效率低，生产成本低、质量稳定性较差。自动化钻铆系统既省时省工，又提升飞机的可靠性和气动外形质量水平。我们认为项目投产后有望成为公司新的业务增长点。

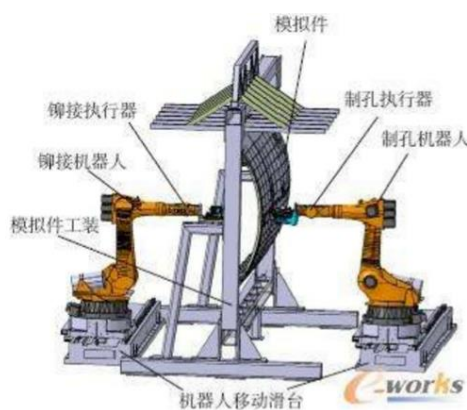
图表 32：航空业务募投项目

航空业务募投项目	年产能（套）
机器人自动化钻铆系统	5
双机器人自动化钻铆系统	2

来源：国联证券研究所

公司本次拟投资建设的飞机机身自动化钻铆系统开发和应用项目是目前航空飞行器制造公司主流生产方式。自动化机身钻铆系统通过自动识别铆钉的三维空间位置、类型等信息,藉由计算机控制多自由度机器人的运动,自动完成在机身上钻孔、供钉、压入、铆接等工序,既简化了辅助工装的准备工作,也使得铆接质量稳定一致,杜绝了人工作业导致的各种差错,飞机机身自动化钻铆系统的开发和应用,对于提升航空器的可靠性和气动外形质量水平具有重大的现实意义,自动化钻铆系统将成为提升我国航空业制造水平的关键工具,未来具有广阔的发展前景。

图表 33：自动化钻铆系统示意图



来源：e-works 国联证券研究所

国内飞机自动化钻铆系统研发相对落后。目前,国外自动化钻铆系统主要供应商有美国的捷姆科公司、德国的宝捷公司等。国外已经形成了比较成熟的产品,大量应用于波音、空客等飞机制造商。国内近年来各主机厂、研究所和高校合作也开展飞机自动钻铆系统的研究,成飞集团、西安飞机工业集团、沈飞集团、西北工业大学、南京航空航天大学等开展了相应的研发,但国内目前没有成熟的产品出现。我们认为公司凭借在自动化加工生产线上积累的经验和与波音的良好合作关系,公司自动化钻铆系统研发有望成功完成,未来成为公司业绩增长点。

5. 盈利预测

公司主要业务包括涡轮增压器精密零部件、机床工装夹具、飞机座椅结构件三大业务板块。我们认为涡轮增压器零部件业务受益汽车排放标准升级和涡轮增压器渗透率不断提升,公司该项业务有望实现快速增长,17 年维持 20%增速,18、19 年随着全加工叶轮产品放量,公司汽车零部件业务增速有望进一步提升。

图表 34：业务分拆预测

报告期	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
汽车零部件					
收入	34,616.00	41,732.00	50,078.40	61,095.65	76,369.56
YOY	14.04%	20.56%	20.00%	22.00%	25.00%
毛利	14,319.00	18,501.00	22,034.50	27,493.04	34,366.30
毛利率(%)	41.37%	44.33%	44.00%	45.00%	45.00%
工装夹具					
收入	6,541.00	6,099.00	6,281.97	6,596.07	6,925.87
YOY	2.56%	-6.76%	3.00%	5.00%	5.00%
毛利	2,833.00	2,604.00	2,638.43	2,704.39	2,770.35
毛利率(%)	43.31%	42.70%	42.00%	41.00%	40.00%
飞机机舱零部件					
收入	3,349.00	3,113.00	3,175.26	3,270.52	3,434.04
YOY	8.21%	-7.05%	2.00%	3.00%	5.00%
毛利	1,042.00	977.00	984.33	1,013.86	1,064.55
毛利率(%)	31.11%	31.38%	31.00%	31.00%	31.00%
其他零部件					
收入	2,965.00	3,576.00	4,470.00	5,587.50	6,984.38
YOY	-32.20%	20.61%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利	978.00	1,209.00	1,475.10	1,843.88	2,304.84
毛利率(%)	32.98%	33.81%	33.00%	33.00%	33.00%
其他业务					
收入	191.00	220.00	242.00	266.20	292.82
YOY	103.19%	15.18%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	191.00	220.00	242.00	266.20	292.82
毛利率(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总计					
收入	47,662.00	54,740.00	64,247.63	76,815.93	94,006.67
YOY	7.60%	14.85%	17.37%	19.56%	22.38%
毛利	20,238.00	24,402.00	28,379.47	34,508.66	42,184.04
毛利率(%)	42.46%	44.58%	44.17%	44.92%	44.87%

来源：国联证券研究所

6. 投资建议

公司主营业务主要包括涡轮增压器精密零部件、机床工装夹具和飞机机舱座椅结构件三大业务板块，其中涡轮增压器精密零部件业务占公司总营收 76%，是公司的主要收入来源，因此我们选择主要业务为汽车零部件的公司进行比较。由于公司于 2017 年 1 月 11 日上市，属于次新股板块，按照目前股价估值约 41 倍，市场普配给予次新股较高估值，同时结合公司业绩有望实现持续快速增长，因此我们认为公司估值在次新股板块中相对合理。

图表 35: A 股可比公司 PE 估值水平 (6 月 9 日收盘价)

代码	公司名称	股价	16EPS	17EPS	18EPS	16PE	17PE	18PE
002448.SZ	中原内配	10.04	0.36	0.45	0.53	27.89	22.31	18.94
300258.SZ	精锻科技	15.50	0.47	0.63	0.85	32.98	24.60	18.24
002101.SZ	广东鸿图	21.30	0.69	0.96	1.23	30.87	22.19	17.32
600741.SH	华域汽车	22.94	1.74	1.9	2.12	13.18	12.07	10.82
600081.SH	东风科技	12.03	0.35	0.45	0.64	34.37	26.73	18.80
均值							21.58	16.82

来源: Wind 国联证券研究所

给予“推荐”评级: 公司涡轮增压器零部件业务快速增长, 工装夹具、机舱结构件业务稳步发展, 同时未来有望在智能制造领域积极布局, 我们看好公司未来发展。我们预测公司 17-19 年实现每股收益 0.69、0.85 和 1.05 元, 对应市盈率 32.75、26.29 和 21.32 倍, 考虑到公司为涡轮增压器零部件领域行业龙头之一, 随着涡轮增压器渗透率不断提升, 公司业绩有望实现快速增长, 给予“推荐”评级。

7. 风险提示

- (1) 整车产销量下滑;
- (2) 涡轮增压器渗透率不及预期;
- (3) 宏观经济形势下滑。

图表 36：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	-16.02	-22.59	224.87	268.86	329.03	营业收入	476.62	547.41	642.50	768.17	940.08
应收账款+票据	203.31	274.04	319.20	380.30	464.40	营业成本	283.00	312.29	358.71	423.11	518.27
预付账款	10.17	13.34	15.60	18.60	22.60	营业税金及附加	3.32	6.36	7.71	9.22	11.28
存货	104.56	151.63	177.00	211.00	258.00	营业费用	12.05	14.05	16.70	19.97	24.54
其他	11.48	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	78.96	84.62	101.51	121.37	148.53
流动资产合计	313.57	416.43	736.67	878.76	1,074.03	财务费用	-0.67	1.16	3.55	1.99	-1.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.07	6.64	8.00	9.60	11.50
固定资产	398.57	489.64	444.24	397.73	350.86	公允价值变动收益	0.07	-0.07	0.00	0.00	0.00
在建工程	27.04	5.19	6.00	8.00	10.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	63.02	61.44	59.88	58.31	56.75	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	33.95	30.80	30.00	30.00	30.00	营业利润	96.95	122.22	146.31	182.91	227.75
非流动资产合计	522.59	587.07	540.12	494.04	447.61	营业外净收益	11.67	13.33	15.00	18.00	20.00
资产总计	836.16	1,003.51	1,276.79	1,372.80	1,521.64	利润总额	108.63	135.56	161.31	200.91	247.75
短期借款	51.03	80.83	222.58	157.15	107.02	所得税	14.54	18.60	24.20	30.14	37.16
应付账款+票据	169.11	163.04	171.00	179.00	188.00	净利润	94.09	116.96	137.11	170.77	210.59
其他	17.66	62.40	63.60	64.60	66.60	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	237.80	306.28	457.18	400.75	361.62	归属于母公司净利润	94.09	116.96	137.11	170.77	210.59
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.20	0.18	0.18	0.18	0.18	成长能力					
非流动负债合计	0.20	0.18	0.18	0.18	0.18	营业收入	7.60%	14.85%	17.37%	19.56%	22.38%
负债合计	238.00	306.46	457.36	400.93	361.80	EBIT	26.30%	24.12%	19.58%	22.93%	21.12%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	22.85%	22.50%	8.38%	18.27%	17.52%
股本	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	归属于母公司净利润	16.45%	24.30%	17.24%	24.55%	23.31%
资本公积	286.81	286.81	286.81	286.81	286.81	获利能力					
留存收益	161.35	260.24	382.63	535.06	723.03	毛利率	40.62%	42.95%	44.17%	44.92%	44.87%
股东权益合计	598.16	697.05	819.43	971.87	1,159.83	净利率	19.74%	21.37%	21.34%	22.23%	22.40%
负债和股东权益总计	836.16	1,003.51	1,276.79	1,372.80	1,521.64	ROE	15.73%	16.78%	16.73%	17.57%	18.16%
现金流量表						ROIC	15.28%	16.72%	16.48%	15.16%	17.09%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	94.36	116.87	124.36	155.47	193.59	资产负债率	28.46%	30.54%	35.82%	29.21%	23.78%
折旧摊销	46.43	55.07	44.15	44.48	44.93	流动比率	1.32	1.36	1.61	2.19	2.97
财务费用	3.00	6.25	4.55	2.99	-0.78	速动比率	0.83	0.86	1.22	1.67	2.26
存货减少	-16.03	-49.11	-25.37	-34.00	-47.00	营运能力					
营运资金变动	-3.09	-24.13	-38.26	-55.10	-77.10	应收账款周转率	2.36	2.00	2.01	2.02	2.03
其它	-1.15	3.81	8.00	9.60	11.50	存货周转率	2.71	2.06	2.03	2.01	2.01
经营活动现金流	123.52	108.76	117.44	123.45	125.13	总资产周转率	0.57	0.55	0.50	0.56	0.62
资本支出	108.23	129.72	6.00	8.00	10.00	每股指标(元)					
长期投资	140.73	213.82	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.47	0.58	0.69	0.85	1.05
其他	129.48	226.69	13.55	15.30	17.00	每股经营现金流	0.62	0.54	0.59	0.62	0.63
投资活动现金流	-119.49	-116.85	7.55	7.30	7.00	每股净资产	2.99	3.49	4.10	4.86	5.80
债权融资	1.54	26.85	141.75	-65.43	-50.13	估值比率					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	47.72	38.39	32.75	26.29	21.32
其他	-18.27	-22.00	-19.28	-21.33	-21.84	市净率	7.51	6.44	5.48	4.62	3.87
筹资活动现金流	-16.73	4.84	122.47	-86.76	-71.96	EV/EBITDA	21.61	17.80	17.09	14.19	11.90
现金净增加额	-12.70	-3.25	247.46	43.99	60.17	EV/EBIT	30.59	24.86	21.65	17.29	14.07

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064