

投资评级：买入(首次)

永利股份(300230)

高端模塑供应商，特斯拉、苹果一个都不能少

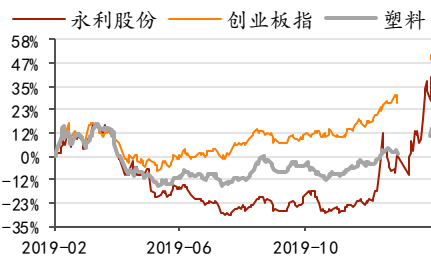
市场数据 2020-02-26

收盘价(元)	7.11
一年内最低/最高(元)	3.63/8.10
市盈率	10.3
市净率	1.07

基础数据

净资产收益率(%)	13.39
资产负债率(%)	30.5
总股本(亿股)	8.16

最近12月股价走势



联系信息

彭勇 分析师
SAC 证书编号: S0160517110001
pengy@ctsec.com

相关报告

● 国内轻型输送带龙头，高端精密模塑优质供应商

公司是国内最大的轻型输送带制造企业，主业稳健扎实，通过外延并购切入高端精密模塑行业，为公司提供了成长空间。2018年，公司轻型输送带产销量430万平方米，市占率接近6%，居国内第一，输送带毛利率保持在40%左右，强劲稳健的盈利能力为公司奠定扎实的主业基础。2015-2016年，公司依次收购了英东模塑和炜丰国际100%股权，完成高端精密模塑布局，为公司提供业绩增量，打开广阔的成长新空间。

● 英东模塑：聚焦汽车和家电，持续受益于特斯拉国产化

特斯拉一级供应商，聚焦国内中高端汽车和家电优质客户，成长空间充足。英东模塑2015年成为特斯拉供应商，配套电池模组配件和内外装饰件产品，涵盖特斯拉Model S、Model X、Model 3等车型。2019年公司取得特斯拉7500万元订单，随着特斯拉上海工厂产能爬坡和Model Y国产化的推进，公司将持续受益特斯拉国产化。

● 炜丰国际：苹果、乐高、小米（石头科技）一个都不能少

绑定中高端消费龙头企业，盈利能力强劲。炜丰国际是专注生产高精密塑胶模具及零部件的跨国企业，优质客户涵盖乐高、苹果、石头科技等中高端消费产品巨头。由于客户优质稳定，公司盈利能力较强，净利率保持在15%-20%。2017年开始炜丰为小米智能扫地机器人（石头科技代工）供应精密塑料件，并且收入贡献超过10%，石头科技是公司重要客户之一。受益中高端消费品市场的增长，炜丰业绩增长进入快车道。

● 投资建议

我们认为，公司轻型输送带业务奠定扎实主业，高精模塑业务绑定优质客户，提供成长空间。未来公司将持续受益特斯拉国产化和苹果、乐高、扫地机器人等中高端消费市场，预计公司2019-2021年EPS为0.31元、0.36元、0.47元，对应PE为23.1倍、19.5倍、15.1倍，给予公司“买入”评级。

● 风险提示：新客户拓展不及预期，特斯拉国产化不及预期，智能扫地机器人市场不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	3,086	3,450	3,325	3,691	4,673
增长率	69.0%	11.8%	-3.6%	11.0%	26.6%
归属母公司股东净利润(百万)	292	388	251	298	383
增长率	90.1%	32.8%	-35.2%	18.3%	28.9%
每股收益(元)	0.36	0.48	0.31	0.36	0.47
市盈率(倍)	19.9	15.0	23.1	19.5	15.1

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

内容目录

1、 并购升级为高端精密模塑供应商.....	4
1.1 国内轻型输送带龙头，通过并购切入高端精密模塑行业.....	4
1.2 轻型输送带业务稳步增长，竞争优势明显.....	4
1.3 并购标的提供业绩增量，现金流健康.....	6
1.4 经过三年整合后公司资本开支将保持稳定，未来股息率有望保持高位8	
2、 英东模塑：聚焦汽车和家电，特斯拉供应商.....	10
2.1 国内高端汽车和家电零部件注塑企业.....	10
2.2 特斯拉一级供应商，有望持续受益于特斯拉国产化.....	12
3、 炜丰国际：专注玩具、消费电子.....	13
3.1 优质客户集中，净利率高.....	13
3.2 通过收购关联方子公司获得土地储备，未来发展空间打开.....	14
4、 投资建议.....	15

图表目录

图 1: 我国输送带产量稳步增长.....	4
图 2: 我国橡胶输送带总产量.....	5
图 3: 我国轻型输送带总产量.....	5
图 4: 公司轻型输送带产销量持续增长.....	6
图 5: 公司轻型输送带营收.....	6
图 6: 公司轻型输送带毛利.....	6
图 7: 英东模塑业绩承诺及实际完成情况.....	7
图 8: 炜丰国际业绩承诺及实际完成情况.....	7
图 9: 公司营收构成（单位：亿元）.....	7
图 10: 公司毛利构成（单位：亿元）.....	7
图 11: 公司经营现金流大于净利润.....	8
图 12: 2015-2018 年公司资本支出较多.....	8
图 13: 公司 2018 年现金分红较多.....	9
图 14: 英东模塑的工厂布局.....	10
图 15: 英东模塑营业收入.....	11
图 16: 英东模塑扣非归母净利润及净利率.....	11
图 15: 炜丰国际营业收入.....	13
图 16: 炜丰国际扣非归母净利润及净利率.....	13
表 1: 公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2: 橡胶输送带和轻型输送带的比较.....	5
表 5: 英东模塑主要客户（2012-2014 年）.....	11
表 2: 英东模塑目前的主要产品和客户.....	11
表 3: 特斯拉上海工厂进度.....	12

表 5: 炜丰国际主要客户集中且优质 (2013-2015 年) 13

1、 并购升级为高端精密模塑供应商

1.1 国内轻型输送带龙头，通过并购切入高端精密模塑行业

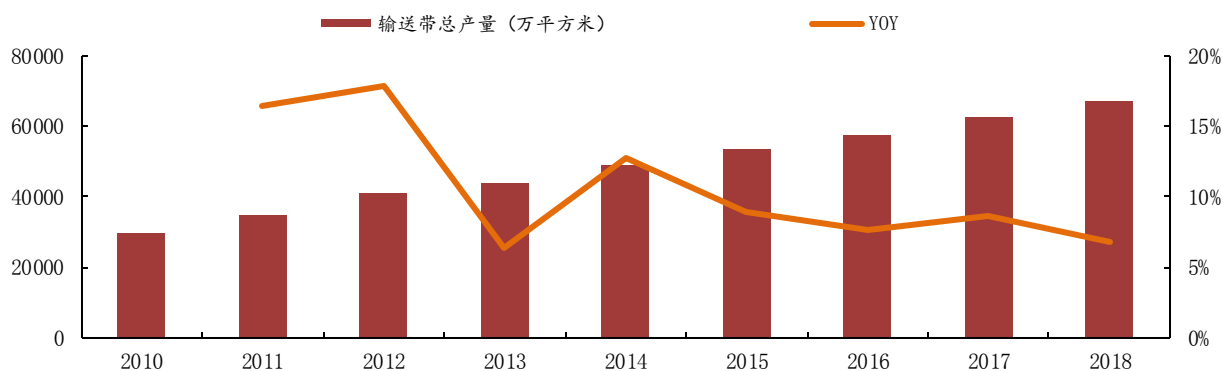
国内轻型输送带龙头。公司前身为 2002 年成立的上海永利带业制造有限公司，2008 年变更为上海永利带业股份有限公司，2011 年创业板上市。公司原主业为轻型输送带，是国内最大的轻型输送带制造企业。

通过并购入高端精密模塑行业。2015 年 5 月，公司以 4.82 亿元（发行股份及支付现金）收购青岛英东模塑科技集团有限公司（以下简称英东模塑）100% 股权，英东模塑主要为汽车和家电行业客户提供精密模塑业务。2016 年，公司以 12.50 亿元（发行股份募集资金）收购 Plastec International Holdings Limited 100% 股权（以下简称炜丰国际），炜丰国际主要为消费电子、智能家居、教育玩具、医疗器械、通信设备等行业提供精密模塑业务。两次收购后，公司完成了在高端精密模塑行业的布局。

1.2 轻型输送带业务稳步增长，竞争优势明显

输送带是机械化流水线生产必不可少的材料，随着经济增长和工业化程度提高，输送带需求将保持稳定增长。据中国橡胶工业统计年鉴数据，我国输送带总产量保持 6% 以上增速。

图 1：我国输送带产量稳步增长



数据来源：中国橡胶工业统计年鉴，财通证券研究所

输送带由骨架材料、覆盖层和贴合层材料（统称覆盖层）、打底材料三个部分组成。其中覆盖层是输送带正常工作的保证，具有保护骨架材料、输送物料、增大摩擦系数、吸收物料冲击、抗磨损等作用，输送带的特性如耐高温、耐磨损、防静电等均依赖于覆盖层材料的特性。

按照覆盖层的材质不同，输送带可分为橡胶输送带和轻型输送带。橡胶输送带覆

盖层主要采用各类改性的天然或合成橡胶，主要用于重工业行业中重型物料的输送，主要应用领域为钢铁、煤炭、水泥、港口和电力五大行业，占输送带市场的85%-90%。轻型输送带则采用各类高分子改性材料，包括经改性的PVC、PE、TPU、TPEE材料等，主要用于轻工业和农业中自动化流水生产线上产品的承载和输送，主要应用领域为食品加工、电子制造、物流运输等行业。

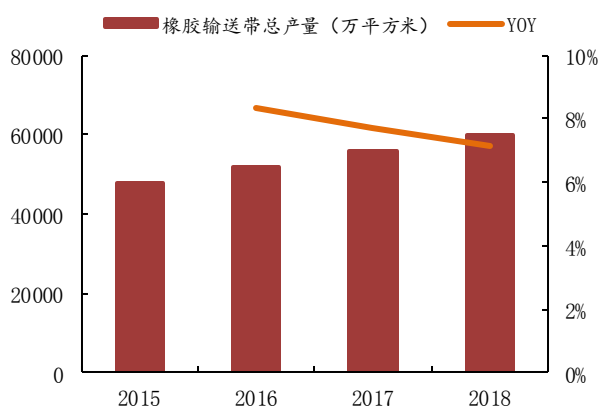
表 3：橡胶输送带和轻型输送带的比较

	橡胶输送带	轻型输送带
骨架	钢丝绳、尼龙、棉帆布、带芯织物	涤纶织物、芳纶织物、尼龙、棉布
覆盖层	天然橡胶、丁腈橡胶、氯丁橡胶、丁苯橡胶	PVC、PE、TPU、TPEE、TPO
应用目的	主要用于重型物品输送	主要用于自动化流水线物品输送
使用领域	钢铁、煤炭、水泥、港口、电力	食品加工、娱乐健身、物流运输、农产品加工、电子制造、木材加工、石材加工、纺织印染、烟草机械、印刷包装
性能	柔软性好、高弹性、强吸振能力、耐低温、具有较好的耐蚀性和耐磨性，但大部分产品不能满足食品加工卫生要求，改性相对困难	通过材料改性可以改善和提高覆盖层的力学性能、化学性能，能制作满足不同个性化需求的复杂功能性输送带产品
生产环境	大量使用碳黑作为填充剂，且需要经过硫化工艺，环境污染和废气排放较大	原材料 PVC、TPU、PE、TPEE 等主要为糊状和颗粒状，生产现场清洁、低污染
主要生产地区	中国、巴西、印度、越南、美国、德国、日本等，中国为全球最大生产国和消费国，约占全球总产量三分之一	瑞士、德国、荷兰、意大利、日本、西班牙、中国等，生产和消费目前仍集中于欧洲、日本和美国等发达国家和地区

数据来源：IPO 招股书，财通证券研究所

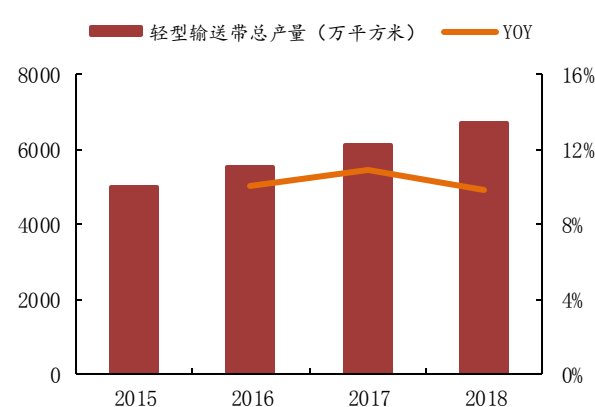
环保和材料性能提升推动轻型输送带发展，我国替代空间大。相比橡胶输送带，轻型输送带重量轻、输送效率高、能耗低、对环境危害小、表面无毒，随着环保标准的提高，轻型输送带在输送带行业中所占比例逐步提升，市场需求不断扩大，年均增速接近 10%。同时，高分子材料改性技术的发展也使得轻型输送带的应用领域越来越广。国外轻型输送带占比已经超过 30%，而我国仅刚达到 10%，替代空间较大。

图 2：我国橡胶输送带总产量



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

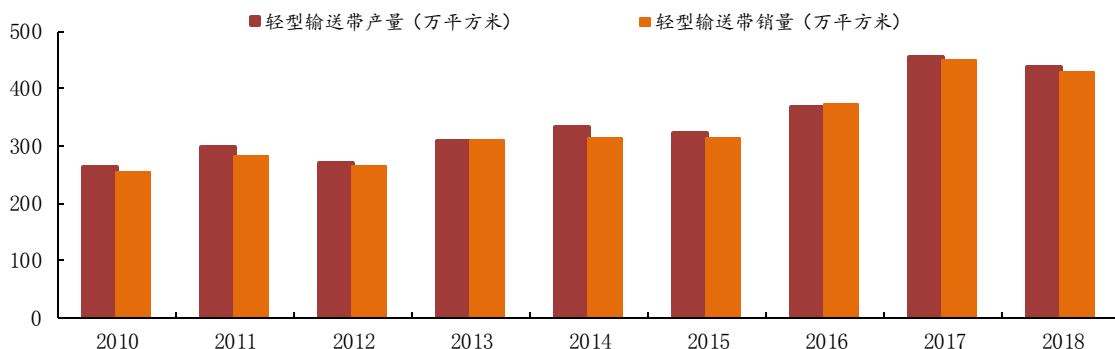
图 3：我国轻型输送带总产量



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

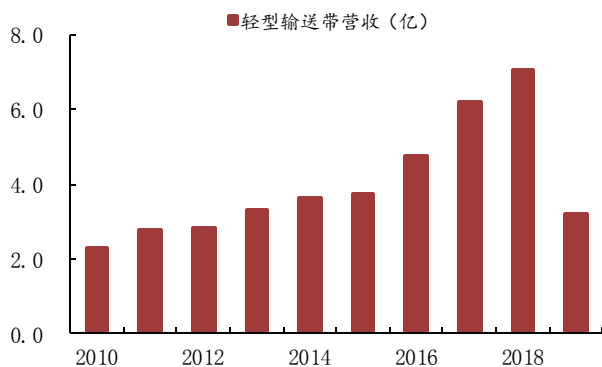
公司是国内轻型输送带龙头，产销量稳步增长，毛利率高且稳定。公司在轻型输送带领域积累深厚，具有自主研发的输送带涂覆生产线刚性张力控制系统、压延工艺生产热塑性弹性体输送带技术，掌握了大量覆盖层材料配方和打底材料配方，是国内领先的轻型输送带龙头企业。上市以来公司轻型输送带产销量和利润稳步增长，2018年产销量430万平方米，市占率接近6%，居国内第一。此外，公司轻型输送带毛利保持在40%左右，竞争优势明显。

图 4：公司轻型输送带产销量持续增长



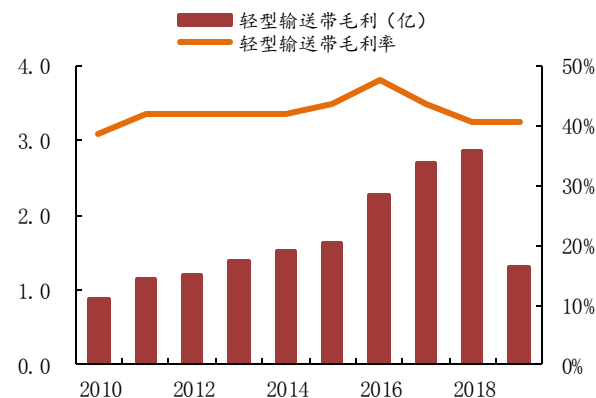
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 5：公司轻型输送带营收



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6：公司轻型输送带毛利

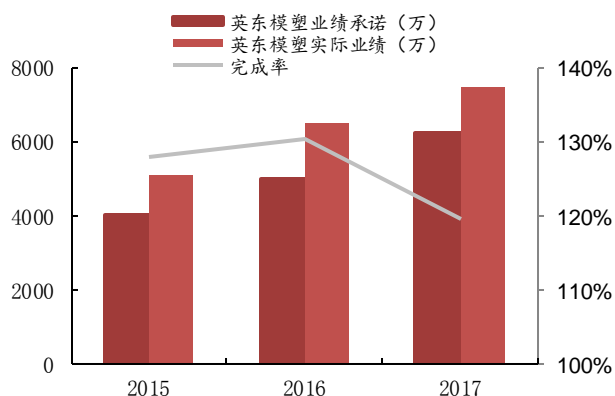


数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3 并购标的提供业绩增量，现金流健康

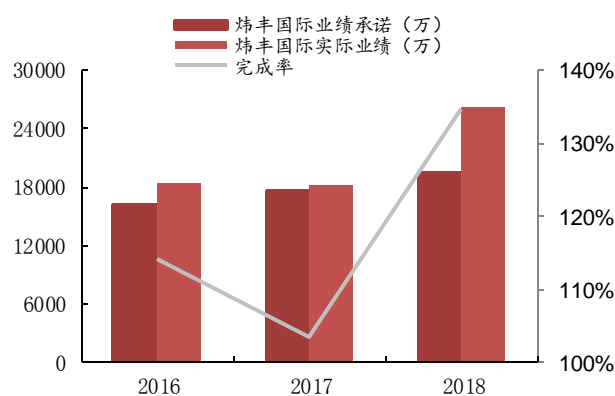
除原主业轻型输送带外，公司2015年后主要业绩增量由并购标的带来。2015-2017年、2016-2018年分别为英东模塑、炜丰国际的业绩承诺期，两者均超额完成业绩承诺，使得公司总业绩规模迅速提升。

图 7：英东模塑业绩承诺及实际完成情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

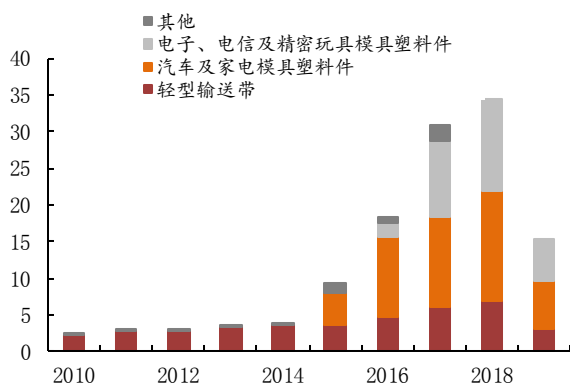
图 8：炜丰国际业绩承诺及实际完成情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

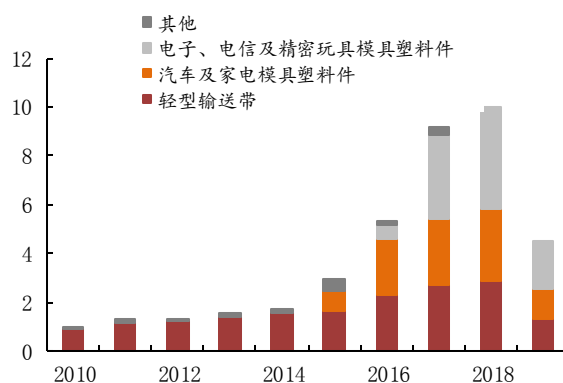
截至 2019H1，公司轻型输送带、汽车及家电模具塑料件、电子电信及精密玩具模具塑料件分别占营收 21%、43%、36%，占毛利 29%、28%、43%，公司已经转型为轻型输送带+高端精密模塑双轮驱动的企业。

图 9：公司营收构成（单位：亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

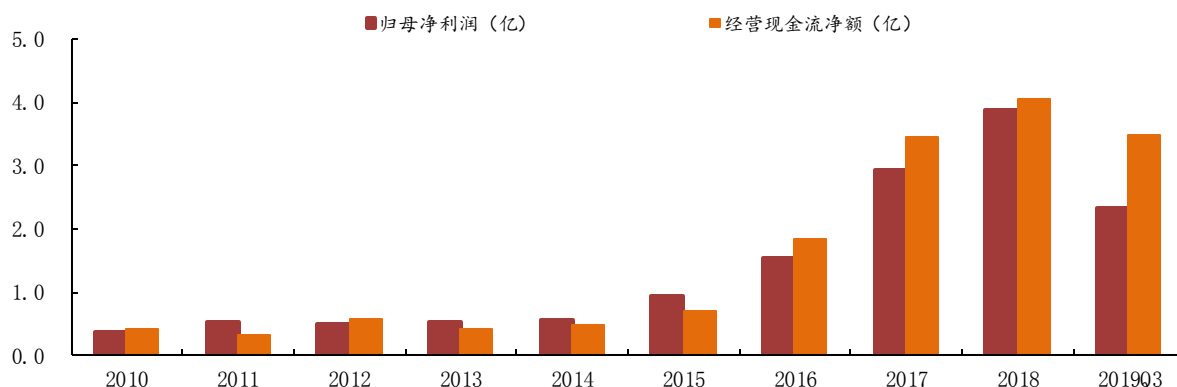
图 10：公司毛利构成（单位：亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

此外，公司现金流健康，2016 年后经营现金流净额持续大于净利润。

图 11: 公司经营现金流大于净利润

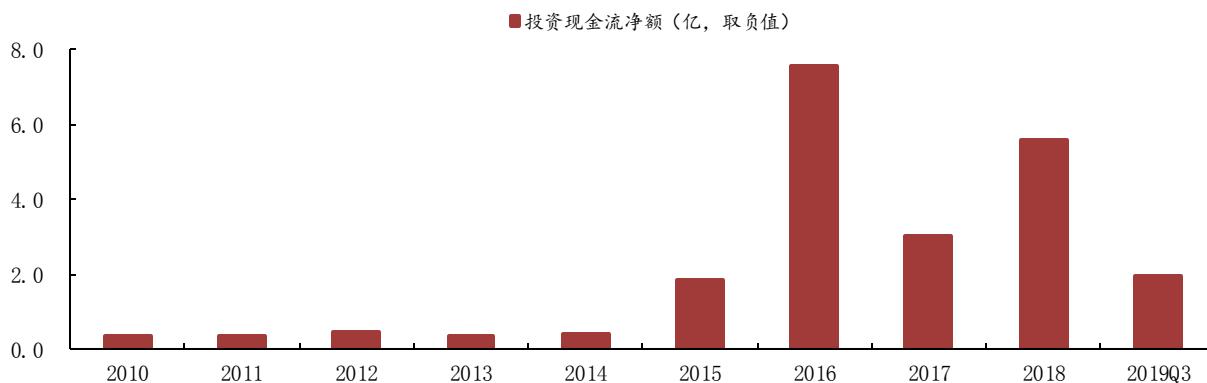


数据来源: Wind, 财通证券研究所

1.4 经过三年整合后公司资本开支将保持稳定, 未来股息率有望保持高位

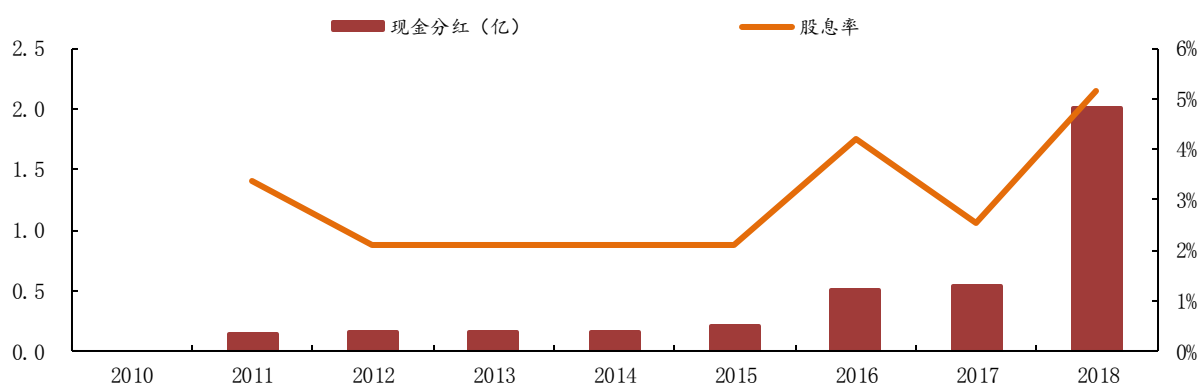
2015-2018 年由于公司并购较多, 需要投入较多资金进行整合和产能扩张, 公司资本性支出较多, 四年合计资本支出超过 18 亿。在 2018 年后, 公司并购整合基本完成, 发展进入稳定期, 后续资本开支有望维持稳定。在此背景下, 公司 2018 年度现金分红 2 亿, 股息率超过 5%。我们认为 2019 后公司有望保持高股息率。

图 12: 2015-2018 年公司资本支出较多



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 13: 公司 2018 年现金分红较多



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2、英东模塑：聚焦汽车和家电，特斯拉供应商

2.1 国内高端汽车和家电零部件注塑企业

英东模塑成立于 1994 年，是国内具有竞争力的汽车和家电零部件注塑企业，其竞争优势体现在：

- **制造和设计技术先进。**公司具有模具设计与制造技术、气辅注射成型技术、模内装饰注塑成型技术、长玻纤 PP 替代金属冲压件技术、织物覆盖低压注塑技术等核心技术，在此基础上通过产业链的纵向发展和产品的横向拓展，构建了塑料零部件产品“设计-制造-总成-即时配送”的一体化服务模式。
- **重点区域布局，响应速度快。**公司秉承锁定龙头、靠近客户、稳步扩张、战略布局的区域发展策略，在长三角和环渤海地区拥有 11 个工厂，保证供货能力及反应速度。

图 14：英东模塑的工厂布局



数据来源：公司公告，财通证券研究所

- **客户优质。**公司实行差异化竞争策略，将目标客户定位于世界 500 强的汽车高端品牌厂商和国际知名家电厂商，先后为一汽丰田、长安马自达、特斯拉、上海大众、上海通用、现代、奔驰、宝马、上汽、北汽、江淮汽车等汽车厂商及索尼、LG、海尔等家电企业配套供货，并取得一汽丰田、长安马自达、特斯拉、一汽大众、一汽夏利、北汽、比亚迪、吉利的一级供应商资质。

表 4: 英东模塑主要客户 (2012-2014 年)

	2012	2013	2014
1	延锋 (20%)	延锋 (25%)	延锋 (26%)
2	北京泓南车饰 (12%)	北京泓南车饰 (12%)	长安马自达 (15%)
3	仁宝光电科技(昆山) (11%)	长安马自达 (9%)	丰田 (10%)
4	长安马自达 (8%)	仁宝光电科技(昆山) (5%)	上海索广映像 (10%)
5	上海索广映像 (7%)	泰州乐金电子冷机 (5%)	泰州乐金电子冷机 (8%)

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所
注: 括号内为占当年营收比例

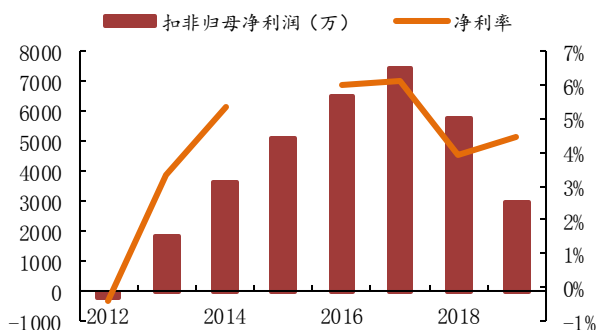
表 5: 英东模塑目前的主要产品和客户

产品类别	产品规格	主要客户
汽车类	把手、门板、仪表台面板、座椅、保险杠	一汽丰田、长安马自达、特斯拉、上海大众、上海通用、现代、奔驰、宝马、上汽、北汽、江淮汽车
黑色家电类	电视机前面框、中框、后盖、底座	索尼、东芝、LG、夏普
白色家电类	洗衣机台面板、观察窗、料盒、控制面板、底座 冰箱冷藏室、冷冻室、外观	LG、海尔、海信

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

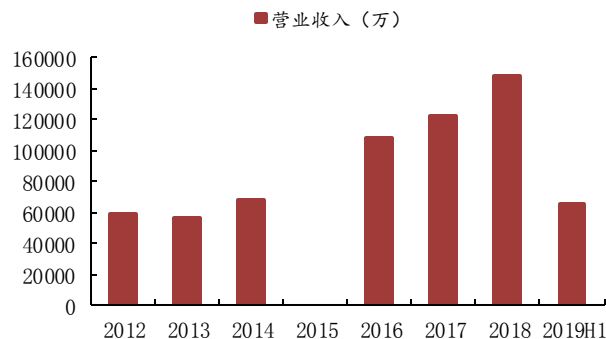
2019 年之前营收业绩稳步增长。2015-2017 年为英东模塑业绩承诺期, 三年业绩承诺分别为 4000 万、5000 万、6250 万, 实际完成 5116 万、6515 万、7467 万。2018 年业绩下滑主要因英东模塑计提其因收购北京三五及苏州华益盛产生的商誉减值准备 1978 万元, 若去掉此影响业绩仍保持增长。2019 年业绩下滑则主要因汽车行业整体下滑。

图 15: 英东模塑营业收入



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所
注: 2015 年末披露营收

图 16: 英东模塑扣非归母净利润及净利率



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所
注: 2018、2019H1 未扣非

2.2 特斯拉一级供应商，有望持续受益于特斯拉国产化

公司已于 2015 年成为特斯拉一级供应商。2015 年 9 月，公司公告英东模塑的全资子公司青岛英联汽饰与特斯拉签订合作合同，在十年内向特斯拉供应汽车零部件。目前其供应范围主要包括电池模组配件和内外装饰件，涵盖特斯拉 Model S、Model X、Model 3 等车系。

特斯拉上海工厂进展迅速，零部件国产化速度加快。特斯拉上海工厂（一期）2018 年 7 月签约，至 2019 年 12 月 30 日交付首批国产 Model 3，目前周产能已达 3000 辆。随着特斯拉上海工厂产量释放，其零部件国产化速度也将迅速加快。

表 6：特斯拉上海工厂进度

时间	事件
2018.7.10	与上海市及临港管委会、临港集团签署投资协议
2018.10.17	与上海市规土局签订《土地出让合同》
2019.1.7	正式开工建设
2019.9.19	一期项目通过综合验收
2019.10.23	获得工信部核准的纯电动乘用车生产资质
2019.12.27	Model 3 进入工信部免征车辆购置税车型目录
2019.12.30	首批国产 Model 3 交付

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

我们测算国产 Model 3 对公司额外营收贡献约 7500 万元，随着 Model Y 和二期产线建成，公司将持续受益。按照国产 Model 3 年产 15 万辆、单车价值量 500 元、国产 Model 3 将为公司带来营收增量 7500 万元。随着未来 Model Y 和二期产线投产，特斯拉在上海总产能有望达到 50 万辆，公司将持续受益。

3、炜丰国际：专注玩具、消费电子

3.1 优质客户集中，净利率高

炜丰国际是专注生产高精密塑胶模具及零部件的跨国企业。炜丰国际拥有二十年丰富管理经验及市场网络的国际化管理团队；具备各类高精密模具的设计和开发能力，以及高端精密加工设备和人才团队；在塑胶制品二次加工工艺方面拥有丰富经验和极高的工艺水平；严格的质量控制流程；“即时生产”一站式的客户服务体系。

优质客户涵盖乐高、苹果、石头科技等高端消费产品巨头。炜丰国际凭借其优秀的管理能力、技术水平、质量控制能力以及高端制造装备能力，与下游高端客户建立了良好的合作关系。公司核心客户包括丹麦乐高、台湾 Cal-Comp、北美 OtterBox（最终客户苹果）。此外，据公司披露，2017 年后公司新为小米智能扫地机器人（石头科技代工）供应精密塑料件，2017 年已实现营收 1 亿以上（占当年炜丰国际营收 10%），公司再添一核心客户。

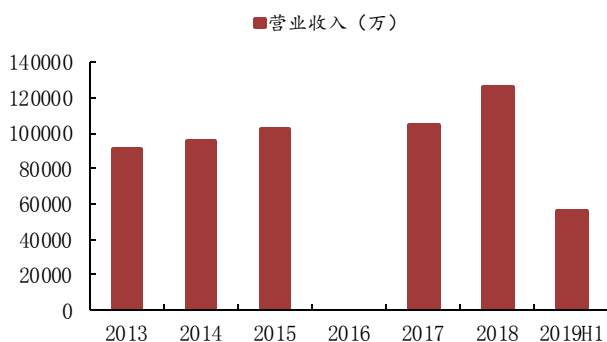
表 7：炜丰国际主要客户集中且优质（2013-2015 年）

	2013	2014	2015
1	LEGO (45%)	LEGO (42%)	LEGO (48%)
2	ASKEY (15%)	ASKEY (11%)	CAL-COMP (15%)
3	Funai Electric (HK) Limited (7%)	OTTER (6%)	OTTER (5%)
4	OTTER (5%)	Funai Electric (HK) Limited (6%)	ASKEY (4%)
5	CAL-COMP (3%)	CAL-COMP (4%)	KINPO (4%)

数据来源：财通证券研究所
注：括号内为占当年营收比例

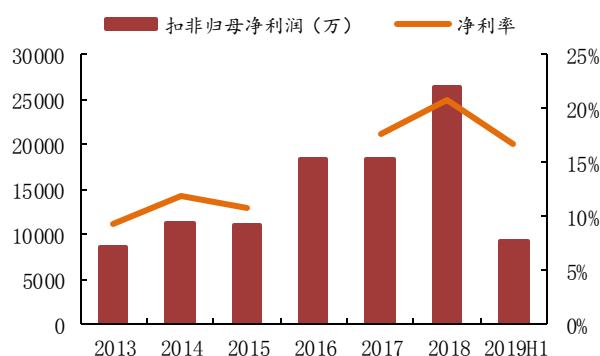
与优质客户绑定使得炜丰国际净利率不断提高。2013 年以来，炜丰国际营收规模增幅不大（从 2013 年 9.15 亿到 2018 年 12.60 亿），但净利润显著增长（从 2013 年 0.85 亿到 2018 年 2.63 亿），主要因公司与核心优质客户深度绑定，单产品价值和议价权提高，因而净利率不断提高，目前保持在 15%-20% 水平。

图 17：炜丰国际营业收入



数据来源：公司公告，财通证券研究所
注：2016 年末披露营收

图 18：炜丰国际扣非归母净利润及净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所
注：2019H1 未扣非

3.2 通过收购关联方子公司获得土地储备，未来发展空间打开

收购开平百汇为公司收购炜丰国际时保留的选择权。2016年，公司在向炜丰科技收购炜丰国际时，炜丰科技仍通过景峰发展控股开平永协和开平百汇，从事消费电子、医疗器械和教育玩具相关的精密模具、高精密零部件产品的设计、研发、生产及销售（与炜丰国际相同）。考虑到同业竞争问题，公司本应一并收购，但彼时开平百汇厂房还未开始建设（刚于2015年8月27日于广东省开平市以出让形式获得83亩工业土地使用权）。考虑到开平百汇拟建厂房尚处于前期规划论证阶段，最终投资金额、时间进度等具有不确定性，公司并未直接收购开平百汇，而是根据未来订单情况和建设进度保留收购开平百汇的选择权。炜丰科技承诺，收购炜丰国际完成后、开平百汇开始正式运营之前，永利股份（或指定的公司）有权以开平百汇股东实际投入的经审计的原始货币资金金额作为对价收购开平百汇100%的股权。

公司已完成收购开平百汇，并在此后多次增资。2018年4月20日，公司公告炜丰国际完成以自有资金购买景峰发展持有的新艺工业及永协发展100%股权，以获得新艺工业及永协发展下属子公司持有的土地使用权、在建厂房及机器设备等，同时支付新艺工业及永协发展对景峰发展的全部应付款项2.59亿港币（系新艺工业及永协发展对下属全资子公司增资购买土地、设备及建设厂房所致）。2019年2月和3月，公司又两次对开平百汇共增资1100万美元，继续支持开平百汇产能建设。

与原有土地相比，开平新土地将打开炜丰国际发展空间。根据公司非公开发行公告书，公司位于昆山、深圳、香港、澳门、泰国五地的厂房（均为租赁获得）合计面积为13.84万平方米，假设厂房均为单层，对应土地面积为208亩（实际低于此）。开平百汇的新土地储备将打开炜丰国际进一步发展的空间。

4、投资建议

公司作为国内最大的轻型输送带制造企业，主业稳健扎实，外延并购的高端精密模塑业务，进一步打开公司成长空间。2018年，公司轻型输送带产销量430万平方米，市占率接近6%，居国内第一，输送带毛利率保持在40%左右，强劲稳健的盈利能力为公司奠定扎实的主业基础。2015-2016年，公司依次收购了英东模塑和炜丰国际100%股权，完成高端精密模塑布局，为公司提供业绩增量，打开广阔的成长新空间。

英东模塑2015年成为特斯拉供应商，配套电池模组配件和内外装饰件产品，涵盖特斯拉Model S、Model X、Model 3等车型。2019年公司取得特斯拉7500万元订单，随着特斯拉上海工厂产能爬坡和Model Y国产化的推进，公司将持续受益特斯拉国产化。

炜丰国际是专注生产高精密塑胶模具及零部件的跨国企业，优质客户涵盖乐高、苹果、石头科技等中高端消费产品巨头。由于客户优质稳定，公司盈利能力较强，净利率保持在15%-20%。2017年开始炜丰为小米智能扫地机器人(石头科技代工)供应精密塑料件，并且收入贡献超过10%，石头科技是公司重要客户之一。受益中高端消费品市场的增长，炜丰业绩增长进入快车道。

我们认为，公司轻型输送带业务奠定扎实主业，高精密模塑业务绑定优质客户，提供成长空间。未来公司将持续受益特斯拉国产化和苹果、乐高、扫地机器人等中高端消费市场，预计公司2019-2021年EPS为0.31元、0.36元、0.47元，对应PE为23.1倍、19.5倍、15.1倍，给予公司“买入”评级。

公司财务报表及指标预测											
利润表						财务指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,086	3,450	3,325	3,691	4,673	成长性					
减:营业成本	2,171	2,454	2,378	2,650	3,365	营业收入增长率	69.0%	11.8%	-3.6%	11.0%	26.6%
营业税费	14	18	17	18	23	营业利润增长率	97.1%	27.8%	-34.5%	19.5%	28.5%
销售费用	188	208	200	225	290	净利润增长率	90.1%	32.8%	-35.2%	18.3%	28.9%
管理费用	326	257	349	391	505	EBITDA 增长率	105.1%	36.3%	-35.6%	15.1%	23.4%
财务费用	20	-13	-4	-11	-12	EBIT 增长率	112.1%	42.1%	-42.8%	17.4%	29.0%
资产减值损失	15	28	100	50	30	NOPLAT 增长率	121.0%	20.9%	-32.9%	16.1%	29.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.8%	31.3%	-24.1%	28.5%	-14.8%
投资和汇兑收益	5	53	25	5	5	净资产增长率	7.4%	13.7%	3.9%	5.9%	6.4%
营业利润	372	475	311	372	478	利润率					
加:营业外净收支	0	0	-1	-2	-2	毛利率	29.7%	28.9%	28.5%	28.2%	28.0%
利润总额	372	475	310	370	476	营业利润率	12.0%	13.8%	9.4%	10.1%	10.2%
减:所得税	62	69	43	55	71	净利润率	9.5%	11.2%	7.6%	8.1%	8.2%
净利润	292	388	251	298	383	EBITDA/营业收入	16.0%	19.5%	13.0%	13.5%	13.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	12.3%	15.6%	9.2%	9.8%	10.0%
货币资金	985	880	1,384	1,088	1,679	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	63	73	80	58	36
应收帐款	664	695	598	837	980	流动营业资本周转天数	10	27	15	19	27
应收票据	62	95	53	111	96	流动资产周转天数	272	245	268	270	255
预付帐款	24	29	24	35	40	应收帐款周转天数	82	71	70	70	70
存货	575	609	448	804	785	存货周转天数	62	62	57	61	61
其他流动资产	20	67	75	80	74	总资产周转天数	482	458	501	470	408
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	205	223	231	205	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	34	40	46	52	58	ROE	10.8%	12.6%	7.9%	8.8%	10.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.4%	8.9%	5.7%	6.3%	7.2%
固定资产	576	819	654	529	416	ROIC	19.7%	21.3%	10.9%	16.6%	16.7%
在建工程	31	83	138	206	289	费用率					
无形资产	42	69	84	95	104	销售费用率	6.1%	6.0%	6.0%	6.1%	6.2%
其他非流动资产	1,189	1,198	1,166	1,129	1,103	管理费用率	10.6%	7.5%	10.5%	10.6%	10.8%
资产总额	4,201	4,584	4,671	4,966	5,624	财务费用率	0.6%	-0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
短期债务	101	199	-	-	-	三费/营业收入	17.3%	13.1%	16.4%	16.4%	16.7%
应付帐款	800	509	746	653	1,123	偿债能力					
应付票据	195	223	173	269	292	资产负债率	33.3%	30.5%	29.1%	29.4%	33.7%
其他流动负债	232	396	398	474	379	负债权益比	49.9%	43.9%	41.1%	41.7%	50.9%
长期借款	47	42	-	-	-	流动比率	1.75	1.79	1.96	2.12	2.04
其他非流动负债	23	29	45	65	102	速动比率	1.32	1.33	1.62	1.54	1.60
负债总额	1,399	1,399	1,361	1,461	1,896	利息保障倍数	19.34	-40.46	-84.35	-33.67	-38.82
少数股东权益	90	102	117	134	155	分红指标					
股本	453	816	816	816	816	DPS(元)	0.07	0.25	0.15	0.15	0.22
留存收益	2,280	2,251	2,376	2,555	2,757	分红比率	18.6%	51.6%	50.0%	40.1%	47.2%
股东权益	2,802	3,185	3,310	3,505	3,728	股息收益率	0.9%	3.4%	2.2%	2.1%	3.1%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	310	406	251	298	383	EPS(元)	0.36	0.48	0.31	0.36	0.47
加:折旧和摊销	133	165	126	138	150	BVPS(元)	3.32	3.78	3.91	4.13	4.38
资产减值准备	15	28	100	50	30	PE(X)	19.9	15.0	23.1	19.5	15.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
财务费用	29	0	-4	-11	-12	P/FCF	50.2	-56.0	9.6	-25.8	7.9
投资收益	-5	-53	-25	-5	-5	P/S	1.9	1.7	1.7	1.6	1.2
少数股东损益	18	18	15	17	21	EV/EBITDA	4.8	7.7	10.3	9.6	6.9
营运资金的变动	-157	-10	516	-538	349	CAGR(%)	0.4%	-0.1%	17.4%	0.4%	-0.1%
经营活动产生现金流量	344	406	980	-52	916	PEG	44.6	-116.6	1.3	43.8	-118.0
投资活动产生现金流量	-304	-558	-105	-137	-153	ROIC/WACC	1.9	2.0	1.0	1.6	1.6
融资活动产生现金流量	-58	-2	-370	-107	-173	REP	0.7	1.0	2.3	1.3	1.3

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。