

公司研究/首次覆盖

2020年10月21日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 24.07  
目标价格(元): 33.56

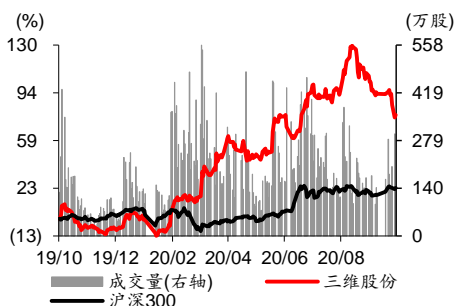
**鲍荣富** SAC No. S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**方晏荷** SAC No. S0570517080007  
研究员 SFC No. BPW811  
0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**王涛** SAC No. S0570519040004  
研究员 021-28972059  
wangtao@htsc.com

**张艺露** SAC No. S0570520070002  
研究员 zhangyilu@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 装配式轨交龙头, 步入高速成长期

## 三维股份(603033)

### 轨交装配式龙头有望进入快速成长期, 首次覆盖给予“买入”评级

公司是传统橡胶带龙头, 19年注入广西三维进军轨交装配式市场, 新增轨枕、轨道板、管片等产品, 是国内稀缺的上市轨交装配式民企。我们认为十四五城轨建设有望保持高景气, 相关构配件行业有望保持广阔市场空间。公司利用自身品牌和规模优势, 通过商业模式创新, 逐步突破传统地域壁垒, 并有望通过向轨交新品类构件的扩张, 进一步抬升自身成长天花板, 我们预计20-22年EPS 0.70/1.42/1.88元, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 轨交装配式构件市场有望保持高景气, 公司产能布局有望进入收获期

据铁总及城轨协会数据及未来规划, 我们预计2025年公司相关的轨枕、城轨轨道板和管片市场规模有望达834亿元, 20-25年CAGR10.6%, 其中轨枕市场或体现较强的周期性, 年市场空间波动于72-94亿元, 但城轨轨道板和管片市场20-25年复合增速有望达26%/12%。随着公司广东、浙江、四川等地产能投产, 公司基本完成在南方地区的产能布局, 2021年轨枕产能或较今年广西三维基地增长100%以上, 且扩张了城轨轨道板和管片新品类。公司2019年新签轨交新订单10.6亿元, 超当年相关营收2倍, 20M9公告新签轨道板与管片订单合计13.2亿元, 后期产能有望快速释放。

### 装配式轨交具备较高壁垒, 商业模式创新助公司抢占先机

轨交装配式产品对轨交基建安全运营具有显著影响, 质量问题可能导致远超产品成本本身的维修费用, 业主对产品价格相对不敏感, 但对供应商品牌/供货能力/资金实力有较高要求, 公司资金实力和产能规模及布局竞争优势显著。目前全国具备轨枕生产资质的企业仅77家, 其中两铁下属公司59家, 央企相对较低的扩张意愿为公司提供了发展机遇。19年公司与成都轨交投资主体合资成立四川三维, 双方约定力争3-5年内实现在当地轨交/铁路市场市占率20%/10%, 我们认为创新商业模式为公司突破了行业地域壁垒, 若该商业模式未来能够复制, 公司有望加速全国化扩张进程。

### 橡胶带业务稳步发展, 自供原料有望增厚盈利空间

公司是橡胶带行业老牌龙头。橡胶带具有耗材属性, 整体需求稳定, 输送带受益于下游钢铁产能置换、智能化煤矿建设等, 增长空间相对V带较大, 受此影响我们认为公司橡胶带业务有望稳健发展。公司向上游拓展自建10万吨涤纶长丝、25万吨聚酯切片产能或在今年投产, 有望满足自身帆布、线缆等需求, 我们预计未来公司橡胶带业务利润率存在一定提升空间。

### 公司20-22年或迎来高速增长期, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计2021年公司橡胶带/轨交装配式/化纤EPS分别为0.33/1.10/-0.01元, 其中前二者可比公司2021年Wind一致预期PE12/24倍; 公司化纤业务BVPS(2021E)1.44元, 可比公司PB(2021E)均值1.43倍。轨交装配式比房建装配式竞争格局好, 给予21年胶带/轨交装配式12/25倍PE, 给予化纤1.43倍PB, 目标价33.56元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 轨交投资不及预期; 公司市场开拓不及预期; 原材料价格上涨。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	426.19
流通A股(百万股)	248.88
52周内股价区间(元)	16.66-31.10
总市值(百万元)	10,258
总资产(百万元)	4,647
每股净资产(元)	6.75

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,088	1,747	1,999	3,669	4,299
+/-%	12.69	60.61	14.45	83.52	17.18
归属母公司净利润(百万元)	81.92	222.96	299.20	605.77	801.41
+/-%	43.43	172.17	34.19	102.46	32.30
EPS(元, 最新摊薄)	0.19	0.52	0.70	1.42	1.88
PE(倍)	125.22	46.01	34.29	16.93	12.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心观点 .....	4
公司核心逻辑 .....	4
区别于市场的观点 .....	4
传统橡胶带龙头，注入轨交装配式优质资产 .....	5
橡胶带+装配式轨交双主业成型 .....	5
主业保持稳定增长，轨枕业务毛利率较高 .....	6
装配式轨交具备较高壁垒，商业模式创新助公司抢占先机 .....	8
无砟铁路轨道成为主流，地铁建设走向装配化 .....	8
轨交建设市场有望迎高景气时期 .....	9
国铁新开工保持稳定，城市轨交建设高增时期有望来临 .....	9
我们预计 2025 年公司相关产品市场规模或达 834 亿元，20-25 年 CAGR 10.6% .....	10
轨交装配式行业进入壁垒较高，品牌/产能分布/资金为核心竞争要素 .....	11
公司是中西部轨枕上市龙头，新商业模式助力渠道与品类扩张 .....	12
橡胶带行业：输送带发展或好于 V 带，公司利润率或提升 .....	14
输送带需求增长空间尚存，V 带相对受限 .....	14
智能化煤矿+钢铁产能置换，输送带需求增长稳定 .....	14
行业盈利受原材料价格影响较大 .....	15
公司向上游拓展，胶带业务利润率有望提升 .....	16
盈利预测及投资建议 .....	17
风险提示 .....	21
PE/PB - Bands .....	21

## 图表目录

图表 1： 三维股份发展历史 .....	5
图表 2： 三维股份股权结构图（截至 2020 年半年报） .....	6
图表 3： 公司轨道交通业务布局情况 .....	6
图表 4： 2020 年 9 月公司披露轨交业务订单情况 .....	6
图表 5： 三维股份分产品营业收入占比 .....	7
图表 6： 三维股份分产品毛利润占比 .....	7
图表 7： 三维股份营业收入、归母净利润及增速 .....	7
图表 8： 三维股份期间费用率 .....	7
图表 9： 三维股份毛利率及净利率 .....	7
图表 10： 三维股份分产品毛利率 .....	7
图表 11： 轨道各产品用途及特点 .....	8
图表 12： 装配式无砟轨道系统 .....	8
图表 13： 装配式盾构管片拼接组装过程 .....	8

图表 14: 轨交行业主要政策 .....	9
图表 15: 2015-2020E 全国铁路新开工长度及增速 .....	9
图表 16: 2010-2019 年全国铁路新增总运营里程 .....	9
图表 17: 2015-2019 年全国城轨规划、在建长度 .....	10
图表 18: 2011-2019 年全国城市轨道交通新增运营线路长度 .....	10
图表 19: 轨枕、轨道板、管片市场空间测算 .....	11
图表 20: 具有预应力混凝土枕生产许可证的企业分布 .....	12
图表 21: 具有预应力混凝土枕生产许可证的企业地区分布 .....	12
图表 22: 公司子公司广西三维营收及扣非归母净利润 .....	13
图表 23: 广西三维及三维股份整体扣非归母净利率 .....	13
图表 24: 各省市城市轨道交通规划建设里程 .....	13
图表 25: 2011-2019 年输送带、V 带产量增速 .....	14
图表 26: 2018-2020 年输送带+V 带行业 CR4 主营业务收入 .....	14
图表 27: 三维股份、三力士、双箭股份产品产量 .....	14
图表 28: 三维股份、三力士、双箭股份产品市占率 .....	14
图表 29: 2010-2020 年前 8 月全国粗钢产量及增速 .....	15
图表 30: 2010-2020 年前 8 月全国原煤产量及增速 .....	15
图表 31: 输送带、V 带主要产品类型 .....	15
图表 32: 三维股份、三力士 V 带产品毛利率 .....	16
图表 33: 三维股份、双箭股份输送带产品毛利率 .....	16
图表 34: 公司橡胶带业务布局情况 .....	16
图表 35: 三维股份及可比公司扣非归母净利率比较 .....	16
图表 36: 三维股份及可比公司应收项目周转率 .....	16
图表 37: 公司橡胶带业务收入/毛利率预测假设表 .....	17
图表 38: 轨交装配式业务预测汇总表 .....	18
图表 39: 公司三项业务 20-22 年预测模拟利润表 .....	19
图表 40: 公司核心指标预测值 .....	19
图表 41: 公司分部 EPS 预测 (元/股) .....	19
图表 42: 公司分业务收入和毛利率预测 .....	20
图表 43: 可比公司估值表 .....	20
图表 44: 三维股份历史 PE-Bands .....	21
图表 45: 三维股份历史 PB-Bands .....	21

## 核心观点

### 公司核心逻辑

**中西部装配式轨道产品龙头，产能扩张有望进入收获期，产品盈利能力突出。**公司是传统输送带、V带龙头，2019年1月注入中西部铁路装配式产品龙头广西三维，成为国内轨枕行业唯一上市民企。公司目前轨枕、轨道板年产能分别为246万根、1.8万块，随着广东三维、浙江三维、云南三维逐步建成投产，我们预计2021年全部达产后轨枕产能有望新增350万根达到596万根。我们认为公司轨交装配式业务当前已具备较好的产能基础，在饱满订单带动下，20-22年有望步入高速发展阶段。2019年，轨枕业务已成为公司主要利润来源，轨道相关产品毛利占比48%，且混凝土枕、混凝土岔枕、轨道板毛利率分别为50%、74%、46%，显著高于橡胶业务20-30%的毛利率。

**轨交项目经验丰富，通过合资模式加速扩张。**2019年广西三维与成都轨道产业有限公司（未上市）合资成立合资公司四川三维。四川三维产能在2020年6月18日投产之际，公司已中标12.15亿元的成都地铁管片订单，超公司轨交装配式业务2019年营收的两倍，与业主绑定已凸显成效。轨交装配式构件利润率高、投资回收期短，是城投平台的良好投资对象，但城投平台缺乏进入行业的相关资质和技术能力，与具备扩张意愿的龙头民企成立合资公司有利于平台公司切入相关行业，同时也解决了民企跨区域扩张的渠道问题，有利于双方共赢。我们认为平台公司选择合作伙伴亦需考量对方资金实力和经营管理能力，公司项目经验丰富，品牌认可度高，被竞争对手模仿的风险较低。未来若公司能够对此商业模式进行复制，则有望加速全国化扩张的进程。

**橡胶带业务稳步发展，自供原料有望增厚盈利空间。**据中国橡胶工业协会，公司是全国唯一一家输送带、V带产销量连续多年排名行业前十的企业，其中输送带2018-2019年行业排第三，V带2018-2019年行业排第二。橡胶带具有耗材属性，整体需求稳定。公司向上游拓展自建涤纶长丝、聚酯切片产能，产业链进一步延伸，不仅能够满足自身帆布、线绳等的需求，且当地输送带和橡胶制品公司较多，能够就地实现外销，具备全产业链优势。今年材料科技10万吨涤纶长丝、25万吨聚酯切片有望投产，未来公司有望实现部分原料自供，利润率有望进一步提升。

### 区别于市场的观点

**市场认为公司传统轨枕产品市场空间天花板低，且波动性较大，我们认为公司已逐步突破了轨枕业务的品类壁垒，成长天花板已大幅提升。**轨枕市场与铁路投运里程相关度较高，存在较强的波动性，且大部分时间年市场空间不高于100亿元，公司在轨枕市场中已经成长为华南地区龙头。但随着公司深入开拓城市轨交市场，并布局城轨装配式构件产能，且已斩获轨道板及管片大额订单，我们认为公司已经顺利实现了由单一枕轨向铁路、城轨多元化构件的品类扩张，而城轨装配式构件市场空间大，且十四五有望体现较好的市场容量持续增长趋势。我们认为公司轨交装配式业务未来的增长驱动力或主要来自于城轨建设，成长天花板有望大幅抬升，周期性有望显著下降。

**市场认为公司商业模式创新的壁垒不高，难以在较长时间内维持高利润率，我们认为该观点过于强调了渠道的重要性而忽略了产品质量本身的重要性。**公司的创新合资商业模式，竞争对手确实可以模仿。轨枕等混凝土制品在铁路建设投资中的占比较小，但其产品质量一旦出现问题，对交通和安全的影响十分重大，且更换成本远高于产品本身（若枕轨出问题，则需要将钢轨整体抬起然后更换），且业主往往对交货周期有较高的要求，我们认为上述产品特点，决定了业主在选择合作方时，可能更加看重合作方的品牌（过往业绩）、产能规模和资金实力（交货能力）。从这个角度看，公司当前的竞争优势在民企中较为显著，有助于公司创新商业模式的持续复制，同时，产品的价格不敏感性，也决定了业主在选择合作方时，可能不会把产品价格作为十分重要的考量因素，有助于公司当前较高的利润率不会快速下降。

## 传统橡胶带龙头，注入轨交装配式优质资产

### 橡胶带+装配式轨交双主业成型

公司业务纵横优化，橡胶带、轨枕双主业成型。三维股份于 1997 年成立，前身为浙江三门县三角胶带厂，主营橡胶 V 带、输送带。2016 年公司在上交所上市，开启快速发展时期。2017 年公司向橡胶带上游拓展涤纶长丝、聚酯切片业务，设立三维材料科技，实现产业链布局的提档升级。2018 年公司横向优化产业布局，定增收购广西三维铁路轨道制造有限公司 100% 股权，进入轨道交通行业上游混凝土轨枕制造业。广西三维由吴善国和公司董事长叶继跃于 2009 年 11 月设立，公司管理层实已深耕轨枕行业多年。

轨道交通装配式行业唯一上市民企，商业模式转变有望带来订单快速增长。公司是轨道交通装配式领域较为稀缺的民营上市公司，主要业务辐射范围涵盖桂、滇、川、贵、粤、鄂、湘、豫、琼、渝等地区。公司通过优化商业模式，与地方轨交投资公司成立合资公司，借力突破地域壁垒。2019 年公司与成都轨交投资平台公司成立合资公司四川三维，双方目标力争 3-5 年内在四川省的城轨、铁路市占率分别达到 20%、10%。2020 年 9 月，四川三维分别中标成都轨道产业投资公司控股股东成都轨交集团（未上市）管片订单，合同总价（含税）合计 12.15 亿元，超公司轨交装配式业务 2019 年营收的两倍，我们认为合资商业模式有望为公司打开快速成长的空间。

此外，根据中国橡胶工业协会，公司是全国唯一一家输送带、V 带产销量连续多年排名行业前十的企业，其中输送带 2018-2019 年行业排第三，V 带 2018-2019 年行业排第二。

图表1：三维股份发展历史

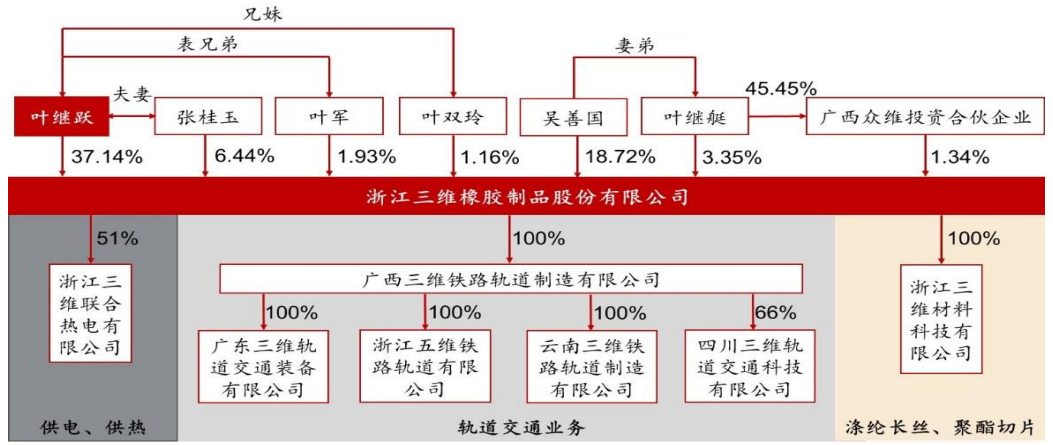


资料来源：公司年报、公司招股书、收购报告书（20181228）、华泰证券研究所

股权结构稳定，员工、高管持股绑定长期发展。截至 2020 年半年报，公司控股股东、实控人为董事长叶继跃、张桂玉夫妇，合计持 43.58%。公司股权机构较稳定，家族、高管持股合计约 51.69%。前 10 大股东中，叶继跃与叶军为表兄弟、与叶双玲为兄妹；叶继艇为吴善国配偶的兄弟，叶继艇与众维投资为一致行动人；景公会、金海兵分别为公司副总经理、广西三维高管。其中，众维投资为广西三维员工持股平台。据 Wind，公司后续仅 2022 年 1 月 20 日有 1.8 亿定增机构配售股份解禁，占总股本 41.6%。截至 20H1 末，机构投资者对公司持股 245 万股，持股比例 0.99%，持股机构主要为公募基金。

从公司业务架构来看，母公司主要从事橡胶带的生产和销售业务，浙江三维联合热电及材料科技公司为橡胶带生产业务的产业链相关环节。公司轨交装配式业务集中于广西三维平台下，其下辖的广东三维、浙江三维和云南三维是公司的全资孙公司，而四川三维则是公司全新商业模式下与地方投资主体成立的联营企业，其中公司持股 66%。广西三维传统产品为国铁轨枕，云南三维当前主要为玉磨铁路供应轨枕。随着公司对城市轨交领域布局的深入，广东三维、浙江三维和四川三维未来主要的业务发力点为盾构管片、城轨轨枕及城轨轨道板，我们认为城市轨交有望为公司打开更大的市场空间。

图表2： 三维股份股权结构图（截至 2020 年半年报）



资料来源：公司 2020 年半年报、2019 年年报、华泰证券研究所

**橡胶带产能增长有限，未来有望实现平稳增长。**公司橡胶 V 带、输送带产能分别为 2 亿 A 米、3160 万平米，当前规划的新增产能较少，未来输送带新增产能或主要来自于橡胶 V 带厂迁建后输送带厂房面积的增加，以及 500 万条汽车切边 V 带技改项目。三维材料科技 10 万吨工业涤纶长丝、25 万吨聚酯切片仍在建，产品部分自供橡胶带生产，其余外售。

**轨交装配式业务有望成为公司未来的主要增长点。**截至 2020 年半年报，浙江三维已试生产，计划为中铁二局集团（未上市）、中铁建工集团（未上市）等项目提供轨枕。四川三维于 6 月 18 日顺利投产地铁管片产品，为成都 8 号线二期、27 号线一期、30 号线一期工程预制钢筋混凝土成品管片，为中标 12.15 亿元项目的供给创造了保障条件。云南三维计划为玉磨铁路供应轨枕。广东三维正在为广州市轨道交通 18 号和 22 号线生产供货。

图表3： 公司轨道交通业务布局情况

业务板块	公司	持股比例	产品	单位	产能	项目进展	备注
轨道交通行业	广西三维	100%	轨枕	万根	246	已投产	
	广东三维	100%	轨枕	万根	100	在建	截至 2020 年半年报仍在建
			轨道板	万个	1.8	已投产	2020 年半年报披露已供货
	浙江三维	100%	轨枕	万根	200	试生产	2019 年 6 月投产
	云南三维	100%	轨枕	万根	50	在建	截至 2020 年半年报仍在建
	四川三维	66%	弹性支撑块	万根	50	在建	截至 2020 年半年报仍在建
			地铁管片			已投产	2020 年 6 月投产
			轨枕			在建	

资料来源：公司年报、2020 年半年报、华泰证券研究所

图表4： 2020 年 9 月公司披露轨交业务订单情况

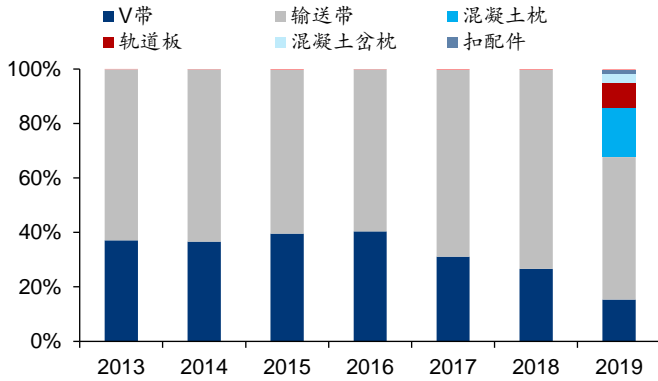
合同主体	合同简称	合同价	签署时间
四川三维	成都轨道交通 8 号线二期	2.20	2020 年 9 月 16 日
	成都轨道交通 27 号线一期	3.73	2020 年 9 月 16 日
	成都轨道交通 30 号线一期	6.23	2020 年 9 月 8 日
	<b>总计</b>	<b>12.15</b>	
广东三维	中铁十九局隔离式减震垫道床板购销合同	0.69	2020 年 9 月 8 日
	广州市轨道交通 18、22 号线隔振垫道床板购销合同	1.19	2020 年 9 月 8 日
	<b>总计</b>	<b>1.89</b>	

资料来源：公司公告（2020-025、2020-055、2020-058、2020-054），华泰证券研究所；四川三维三个订单中标时间为 2020 年 5 月 9 日

**主业保持稳定增长，轨枕业务毛利率较高**

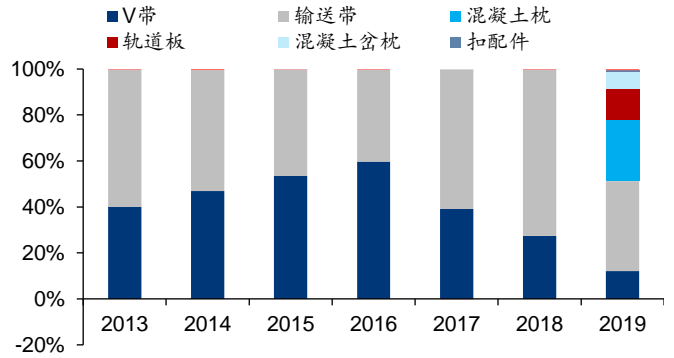
**2019 年轨枕业务贡献主要毛利。**公司 2019 年初完成对广西三维的收购，2019 年轨枕业务已成为公司主要的收入、利润来源，V 带、输送带、轨枕相关产品营收占比分别为 15%、52%、32%，毛利占比分别为 12%、39%、48%，轨枕业务已贡献近一半毛利。此外，2017 年开始公司 V 带业务营收、利润贡献度逐步下降。

图表5：三维股份分产品营业收入占比



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

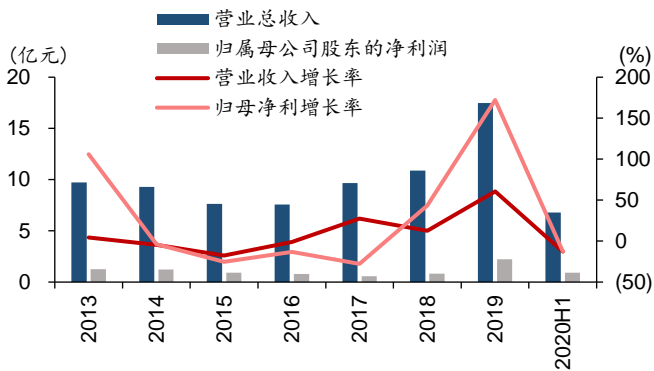
图表6：三维股份分产品毛利润占比



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

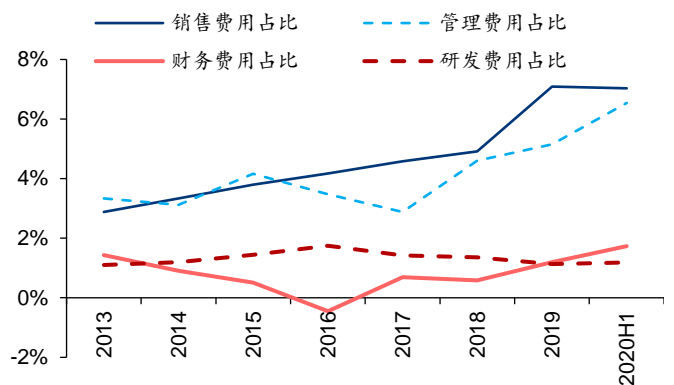
**16-19年归母净利润 CAGR 25%，受疫情影响 20H1 利润下行。**2019 年公司分别实现营业收入、归母净利润 17.5、2.23 亿元，2016-2019 年 CAGR 分别为 22.9%、25.1%，2019 年同比增幅较大主要系广西三维并表所致。20H1 公司营收/归母净利润同比分别 -13.0%/-12.5%，主要系疫情对轨交建设进度造成较大影响，导致公司销售收入确认较慢。

图表7：三维股份营业收入、归母净利润及增速



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

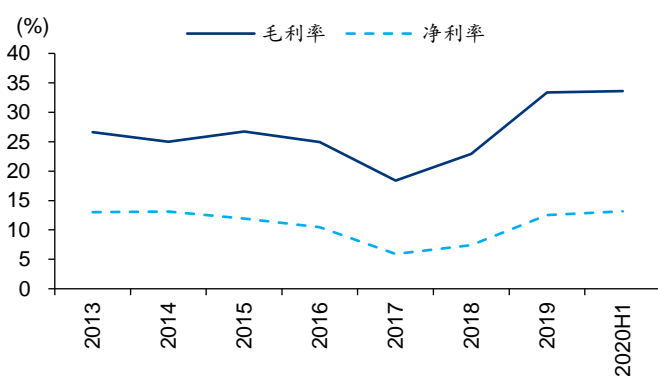
图表8：三维股份期间费用率



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所；管理费用剔除研发费用

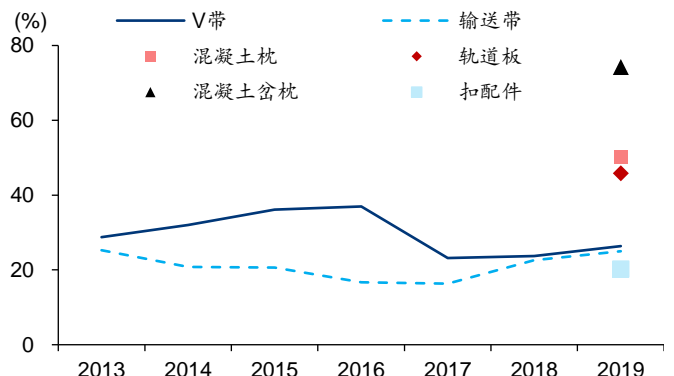
**胶带毛利率受原料价格影响大，轨枕业务毛利率较高。**2017 年公司毛利率下行较大，主要是原材料橡胶价格大幅上涨导致。据公司 2019 年年报，橡胶成本约占橡胶带总成本 31%。2019 年公司混凝土枕、混凝土岔枕、轨道板毛利率分别为 50%、74%、46%，显著高于橡胶带业务 20-30% 的毛利率。我们预计未来轨交装配式业务占公司收入比重有望持续上升，带动公司整体毛利率及净利率不断改善。

图表9：三维股份毛利率及净利率



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

图表10：三维股份分产品毛利率



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

## 装配式轨交具备较高壁垒，商业模式创新助公司抢占先机 无砟铁路轨道成为主流，地铁建设走向装配化

混凝土轨枕及盾构管片当前运用已较为广泛，轨道板市场未来有望受益轨交建设整体装配率的提高。传统铁路轨道由钢轨、轨枕、扣件、道床等部件组成，初代的轨枕由木材制成，轨枕间铺鹅卵石或碎石等作为道砟。随着铁路运载能力、行驶速度和建设工艺的提升，轨枕逐步由木质改为混凝土制，为增强混凝土轨枕在承受动力荷载下抗裂性和耐久性，轨枕材料进一步演化为预应力混凝土。轨枕间的结构中，碎石等道砟填充物逐步由混凝土现浇道床所替代（称为无砟铁路），但混凝土浇筑作业量大，施工-养护周期长，且质量易受作业人员操作影响，在地铁施工中，现浇作业也易受到周围环境及施工环境等因素制约，因此装配化率更高的轨道板施工工艺正逐步推广，但其成本相较现浇施工更高，因此当前主要运用于高铁及财政实力较强地区的地铁施工中。盾构管片主要用作盾构法施工的隧道支撑围护结构，我国地铁施工当前盾构法普及度已较高，因此盾构管片的普及程度也较高。

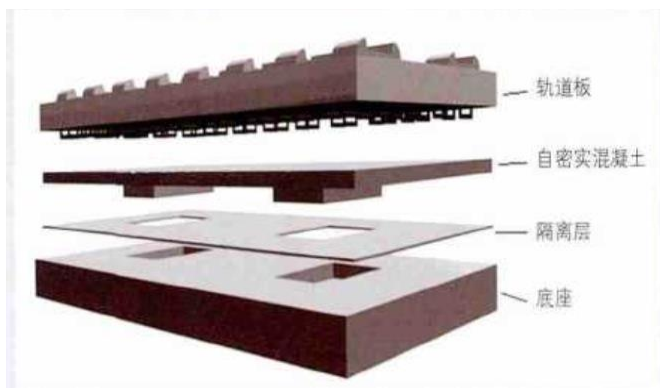
从施工顺序角度看，铺轨已处于轨道施工的中后段，距离铁路通车已较为接近，如根据北京怀柔官方发布，京沈高铁于9月下旬开始铺轨，而计划年底即可通车，因此我们认为轨枕市场与轨道交通的年通车里程相关性更高。而由于管片用于隧道掘进过程，处于施工的中前端，因此其市场空间可能与地铁的建设规划获批里程及在建里程更相关。

图表11：轨道各产品用途及特点

产品	用途	特点
混凝土轨枕	铁路轨道中用以支承钢轨，并将钢轨传来的压力传递给轨道，从而保持钢轨位置和轨距的基础构件。	稳定性、抗腐蚀性较木枕更强
岔枕	铁路道岔上的专用轨枕。道岔是一种使机车车辆从一股道转入另一股道的线路连接设备，通常在车站、编组站大量铺设，从而充分发挥线路的通过能力。	支承道岔区钢轨，保持岔区轨道的轨距和线路方向，并将道岔区钢轨件的荷载传递至道床，因此岔枕的受力状况与产生的应力较普通线路上的轨枕更为复杂，也就要求岔枕的结构强度、稳定性、使用耐久性比普通轨枕更高
管片	又称盾构管片，位于地铁隧道的最内层屏障，承担着抵抗土层压力、地下水压力以及一些特殊荷载的作用，是盾构施工的主要装配构件	盾构管片质量直接关系到隧道的整体质量和安全，影响隧道的防水性能及耐久性能
轨道板	指结构型式为板体的、用以支承和固定钢轨的、将列车通过钢轨传递的荷载分布给板下基底的新型轨下部件。	整体支承钢轨的基础，与钢轨组成叠合板梁结构，能大为改善钢轨和道床的工作条件。
轨道扣件	用于联结轨道和轨枕的紧固装置零件。混凝土枕扣件按其结构可分为弹条扣件、扣板式扣件、弹片式扣件三种。	高强度、耐久性、绝缘性、减振弹性、通用互换性
道床	道床是轨道框架的基础，通常指的是铁路轨枕下、路基面上铺设的石砟（道砟）垫层	质地坚韧、有弹性、不易压碎和捣碎；排水性能好，吸水性差；承受来自轨枕的压力并均匀地传递到路基面上；便于排水。
防爬设备	指用以提高轨道纵向阻力、防止线路爬行的附属设备，由防爬器和防爬撑组成。提高轨道纵向阻力	无缺少或损坏、无松动失效；防爬器销子打紧后，不得顶住铁垫板。
道钉	固定钢轨与轨枕之间的一种零件，还可用于指引正确的行驶方向、防止超速和交通肇事	坚韧耐用

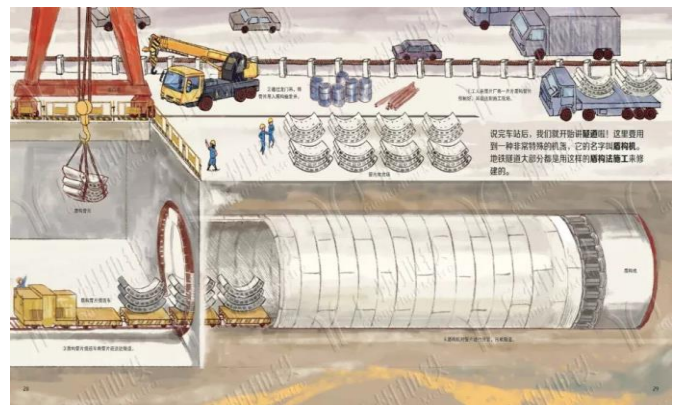
资料来源：汪加蔚,谢永江.中国铁路混凝土制品居国际前列[J].混凝土世界,2010,(02):18-27;傅中.世界铁路轨枕技术发展的探讨.铁道物资科学管理.1994(4),华泰证券研究所

图表12：装配式无砟轨道系统



资料来源：中国铁道科学研究院，华泰证券研究所

图表13：装配式盾构管片拼接组装过程



资料来源：广州地铁，环球物理，华泰证券研究所



## 轨交建设市场有望迎高景气时期

### 国铁新开工保持稳定，城市轨交建设高增时期有望来临

轨道交通建设中长期市场空间广阔。2020年8月国铁集团（未上市）发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，按其规划，2020-2035年的未来16年间，我国铁路仍需累计通车6.1万公里左右，其中高铁3.5万公里左右，与过去16年的建设强度基本相当。而从粤港澳、长三角等地的基建投资规划来看，城际铁路建设有望成为十四五区域基建建设的核心部分，如长三角地区计划19-25年通车980公里城际铁路，运营里程有望较2018年末实现翻倍以上增长，而2025年其区域铁路通车里程密度也有望较2018年末增长超60%。因此从中长期看，国铁建设相关市场仍有望保持广阔市场空间，长三角、粤港澳等区域市场有望保持较高增长。

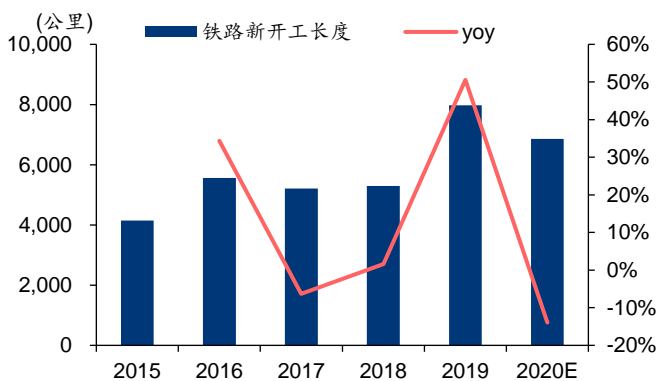
图表14： 轨交行业主要政策

序号	时间	产业政策	主要内容
1	2020年	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到2035年，实现全国铁路网20万公里左右，其中高铁7万公里左右
2	2020年	《粤港澳大湾区城际（铁路）建设规划》	近期到2025年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到4700公里，远期到2035年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到5700公里，覆盖100%县级以上城市
3	2020年	长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划	2025年长三角铁路密度达到507公里/万平方公里，2018年末为297公里/万平方公里，2025年高速公路密度达到500公里/万平方公里，2018年末为394.5公里/万平方公里。
4	2019年	《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》	到2020年，一批铁路专用线开工建设，沿海主要港口、大宗货物年运量150万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线接入比例均达到80%，长江干线主要港口基本引入铁路专用线。到2025年，沿海主要港口、大宗货物年运量150万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线力争接入比例均达到85%，长江干线主要港口全部实现铁路进港。
3	2018年	江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025年）	江苏境内新建城铁980公里（18FY末不足900公里）
7	2016年	《中长期铁路网规划》	到2020年，铁路网规模达到15万公里，其中高铁3万公里，覆盖80%以上的大城市；到2025年，铁路网规模达到17.5万公里左右，其中高铁3.8万公里左右

资料来源：发改委，国铁集团，华泰证券研究所

“十三五”国铁新开工里程保持较高水平，我们预计20-22年国铁通车里程有望维持高位，随后区域分化可能逐步明显。据国铁集团（未上市），16-19年铁路新开工长度均在5000公里以上，其中19/20两年国铁预计新开工长度合计近1.5万公里，十三五预计总开工长度约3.1万公里，而16-19年通车长度仅为1.8万公里，其中我们预计16-18年大部分通车里程均为“十二五”的新开工项目，因此我们认为十三五新开工长度为20-22年铁路投运里程维持较高水平奠定了较好基础，也为国铁轨枕市场维持高位奠定了较好基础。根据目前的规划，长三角、大湾区等地区均对2025年的铁路通车里程提出了较高要求，因此我们认为长三角、大湾区地区的国铁轨枕市场在十四五期间均有望保持较好的景气度。

图表15： 2015-2020E 全国铁路新开工长度及增速



资料来源：人民铁道网，国铁集团，发改委，华泰证券研究所

图表16： 2010-2019 年全国铁路新增总运营里程

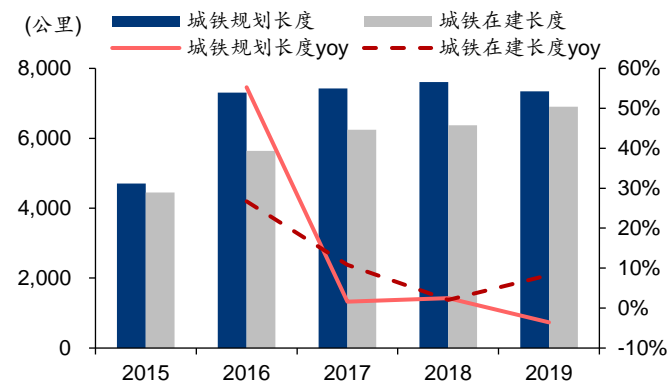


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**城轨规划审批逐步回归常态化, 后续城轨建设或保持强劲增长。**据中国城市轨道交通协会, 截至2019年底, 全国共有40个城市开通城市轨道交通, 共有65个城市的城轨交通网规划获批、建设规划在实施的城市63个, 其中在实施的建设规划线路总长7339公里, 同比小幅下降4%。施工在建方面, 城轨在建长度达到6903公里, 同比+8%, 连续4年保持较强增长态势。根据发改委批复的城轨规划, 建设周期多为4-5年, 有望保障每年新增运营城轨长度在1000-2000公里的范围内。

2017、2018年城轨规划长度增幅显著放缓, 且2018年新增运营城轨线路长度同比下行17%, 主要是2017年8月, 由于包头地铁停工事件和中央金融会议、经济会议的防范地方系统性债务风险要求, 发改委暂停了城轨建设规划审批工作。2018年7月13日, 国务院办公厅颁布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》, 并于2018年7月17日重新启动了规划审批工作, 此后上海、苏州、杭州、长春等多地的新一期轨交建设规划获批。我们认为城轨规划审批有望逐步恢复常态化, 为后续城轨建设、投入运营打下坚实基础, 或带动城市轨交轨枕、轨道板、管片需求保持较高景气。

图表17: 2015-2019年全国城轨规划、在建长度



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 华泰证券研究所

图表18: 2011-2019年全国城市轨道交通新增运营线路长度



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 华泰证券研究所

**我们预计2025年公司相关产品市场规模或达834亿元, 20-25年CAGR 10.6%**

公司过往产品主要为轨枕, 而随着公司逐步开拓城市轨道交通市场, 目前在向管片和城轨轨道板市场的品类扩张上取得了突破, 我们预计2025年与公司相关的轨枕、城市轨交轨道板及隧道管片等混凝土制品市场的总规模有望达到834亿元, 2020-2025年CAGR 10.6%, 假设如下:

**线路长度假设:** 参考十三五, 铁路通车里程一般在五年计划的中后段较多, 而在前段通车里程较少, 具备一定的周期性, 但考虑到明年为建党100周年, 且十三五新开工里程明显高于营业里程, 我们预计十四五的铁路通车里程下行期或延后。我们预计城市轨交在十四五阶段的年新增运营里程有望保持较高增长, 主要基于较高的在建里程, 以及2018年7月后发改委重启轨交审批对行业景气度的提振。我们认为当前高水平的规划长度有望支撑在建长度保持增长。

**轨枕:** 根据铁科院制定的技术标准, 每公里轨枕铺设数量为1667根, 假设每条铁路均为双向铺设, 则单公里轨枕用量为3334根; 根据公司2019年年报, 轨枕单价220元/根。另需注意的是, 轨枕产品还有岔枕, 参考公司2019年轨交业务收入比例(轨枕: 轨道板: 岔枕: 扣配件=13: 7: 2: 1), 我们假设岔枕的市场空间为普通轨枕的35%。从预测结果来看, 铁路中轨枕需求较城轨更高, 故轨枕市场空间随铁路新增运营里程一并呈现周期性。

**轨道板:** 根据公司交易报告书(20201228)数据, 并假设双向铺设轨道, 则每公里轨道板用量为416块。根据公司交易报告书, 轨道板单价(含税)在10000-13000元/块之间, 我们假设含税价10000元/块, 即不含税价8547元/块。目前高铁建设中轨道板普及度已较高, 但考虑到高铁轨道板具有较为独立的供应体系, 公司短期内进入相关市场仍有难度,

因此其不算做公司相关产品。根据国家统计局，2019年高铁营业里程占铁路总营业里程25%，同比+2pct，因高铁中轨道板普及率较高，我们预计轨道板在城轨和非高铁领域渗透率应低于该比例，谨慎假设2019年为20%，未来每年增加2pct。

**管片：**根据公司中标的12.15亿成都地铁管片项目订单数据，我们测算得到每公里管片用量为4000块、每块均价约5300元/块。管片及地铁隧道的标准化程度较高。考虑到大部分轨交项目工期均在3-5年，我们假设每年进行管片施工的城轨长度为当年在建里程的1/4。此外，装配式轨交产品价格与原材料价格、市场供需等因素有一定相关性，但波动不大，且业主对价格敏感性不强，谨慎考虑我们假设相关产品价格保持不变。

总体来看，我们认为轨枕市场相对较小且周期性较为明显，城轨轨道板市场目前虽然很小，但未来有望呈现高成长性，而管片市场空间广阔，同时未来有望取得较高的增长速度。

图表19：轨枕、轨道板、管片市场空间测算

	单位	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增铁路运营长度	万 km	0.91	0.30	0.30	0.47	0.73	0.73	0.81	0.57	0.54	0.56	0.62
yoy	%		-67%	-2%	58%	57%	0%	10%	-30%	-5%	5%	10%
其中高铁新投运长度	万 km	0.34	0.31	0.22	0.47	0.51	0.51	0.56	0.39	0.37	0.39	0.43
yoy	%		-7%	-30%	117%	8%	0%	10%	-30%	-5%	5%	10%
新增运营城轨长度	万 km	0.04	0.05	0.09	0.07	0.10	0.12	0.14	0.17	0.19	0.22	0.24
yoy	%		20%	64%	-17%	34%	20%	20%	20%	15%	13%	11%
地铁在建长度	万 km	0.44	0.56	0.62	0.64	0.69	0.77	0.89	1.02	1.15	1.26	1.36
yoy	%		27%	11%	2%	8%	12%	15%	15%	12%	10%	8%
轨枕每公里用量	根	3,334	3,334	3,334	3,334	3,334	3,334	3,334	3,334	3,334	3,334	3,334
轨枕单价（不含税）	元/根	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
岔枕市场与普通轨枕市场的比例	%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
(1) 轨枕市场空间	亿元	95	35	38	54	82	84	94	73	72	78	86
轨枕市场空间 yoy	%		-63%	8%	41%	54%	2%	11%	-23%	0%	7%	10%
城轨及非高铁铁路轨道板渗透率	%					20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%
城轨轨道板每公里用量	块					416	416	416	416	416	416	416
轨道板单价（不含税）	元/块					8,547	8,547	8,547	8,547	8,547	8,547	8,547
(2) 轨道板市场空间	亿元					204	208	232	171	168	181	202
轨道板市场空间 yoy	%						2%	12%	-26%	-2%	8%	12%
(3) 城轨轨道板市场空间	亿元					7	9	12	16	19	23	28
城轨轨道板市场空间 yoy	%						32%	31%	30%	24%	21%	18%
进行隧道掘进施工的地铁长度	万 km	0.11	0.14	0.16	0.16	0.17	0.19	0.22	0.26	0.29	0.31	0.34
管片每公里用量	块	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
管片单价（不含税）	元/块	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300
(4) 地铁管片市场空间	亿元	236	299	331	338	366	410	471	542	607	668	721
地铁管片市场空间 yoy	%		27%	11%	2%	8%	12%	15%	15%	12%	10%	8%
合计市场空间 (1) + (3) + (4)	亿元					455	503	577	630	699	769	834
合计市场空间 yoy	%						11%	15%	9%	11%	10%	9%

资料来源：国家统计局，发改委，中国城市轨道交通协会，公司交易报告书，Wind，华泰证券研究所；注：轨枕、轨道板单价及每公里用量来源于公司交易报告书（20181228）

数据：管片单价及每公里用量通过公司中标公告（2020-058、2020-054、2020-025）计算得到，近似作为行业测算依据

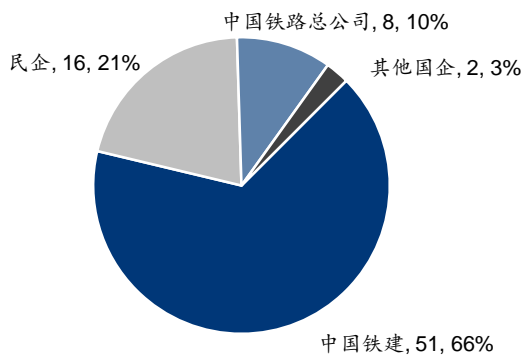
### 轨交装配式行业进入壁垒较高，品牌/产能分布/资金为核心竞争要素

行业认证壁垒较高，客户或具备较强的粘性，新进入者及既有竞争者进行品类扩张均具有一定难度。由于铁路和地铁运输的安全事关重大，因此铁路和轨道交通设备领域企业准入门槛相对较高，国内主要地区目前仍对涉及铁路、城市轨道交通建设的重要零部件产品及专用设备实行生产许可证制度，生产混凝土枕需要国家市场监督管理总局颁发的《全国工业产品生产许可证》和中铁检验认证中心颁发的《铁路产品认证证书》等，新进入者需经历较长时间的认证过程。虽然轨枕等混凝土制品在铁路建设投资中的占比较小，但其产品质量一旦出现问题，对交通和安全的影响十分重大，且更换成本远高于产品本身（若枕轨出问题，则需要将钢轨整体抬起然后更换），且业主往往对交货周期有较高的要求。我们认

为在这种产品特性之下，铁路建设方或对价格不是十分敏感，而倾向于选择过往工程业绩突出、质量稳定、产能规模相对较大的龙头公司为新项目供货，因此形成了较强的客户粘性。我们认为上述因素不但导致了较高的进入成本，也使得行业内的企业具有较强的专业性，在进行不同构件的品类扩张时难度也较大。

**行业内国企扩张意愿相对不强，大部分民企受制于渠道、资金瓶颈。**目前全国有资质的预应力混凝土枕生产企业有 77 家，其中两铁下属企业合计 59 家，占比达到 76%，是市场的主要参与者。根据公司交易报告书（20201228），两铁的轨枕业务更加趋向于项目制，在项目结束后工厂持续经营能力较弱，由于铁路轨枕、轨道板整体市场空间相对于营收体量而言很小，其开拓市场、扩大品牌知名度的意愿较低。民企中竞争对手主要是安徽中志（未上市）、光明铁道控股（未上市），据其官网，轨枕产能（含岔枕）分别约为 120 万根、130 万根，整体规模较小，且产品种类相对较少。

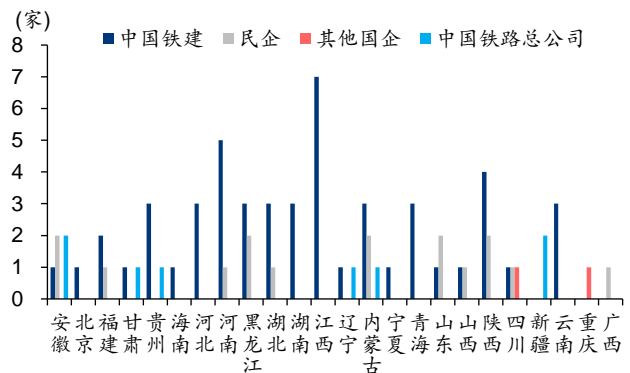
图表20： 具有预应力混凝土枕生产许可证的企业分布



注：中国铁路总公司（未上市），中国铁建（601186 CH）

资料来源：国家市场监督管理总局，华泰证券研究所；截至 2020 年 9 月底

图表21： 具有预应力混凝土枕生产许可证的企业地区分布



注：中国铁路总公司（未上市），中国铁建（601186 CH）

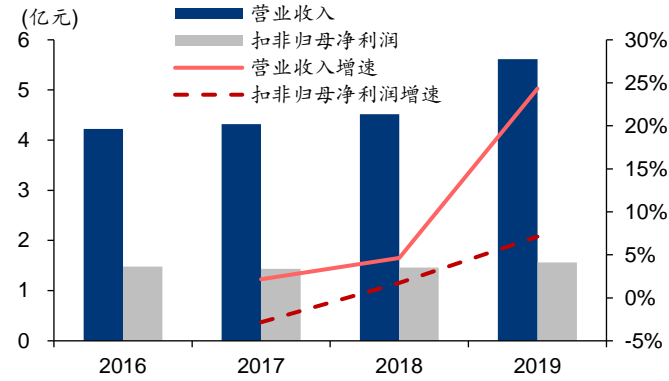
资料来源：国家市场监督管理总局，华泰证券研究所；截至 2020 年 9 月底

**轨交装配式产品运距特性导致市场呈现地域性竞争格局，业内企业规模扩张需面临渠道和投资两挑战，规模扩张也需要较强的资金周转能力，上市公司具备较明显优势。**轨交装配式产品自重较大，长距离运输不仅涉及成本问题，也涉及装卸时间等效率问题，存在一定的经济运输半径，使得行业呈现地域性竞争格局。根据公司交易报告书（20181228），轨枕运输半径在 1000 公里以内，多为 700-800km，但相比于房建 PC 构件 120-150km 的运输半径更大。我们认为某一区域内的公司若想进行全国化扩张，其进入区域外市场面临着渠道开拓问题（当地业主可能对当地龙头企业有较强的粘性），另一方面也需要较大的新增产能建设投资。我们认为上市公司具有较强的资金实力或融资能力，在市场扩张、树立品牌等方面有较强的竞争优势。由于铁路建设周期相对较长，轨枕等材料供应商尾款结算和质保金留置时间较长，因此规模扩张对企业的资金周转能力要求也较高。

**公司是中西部轨枕上市龙头，新商业模式助力渠道与品类扩张**

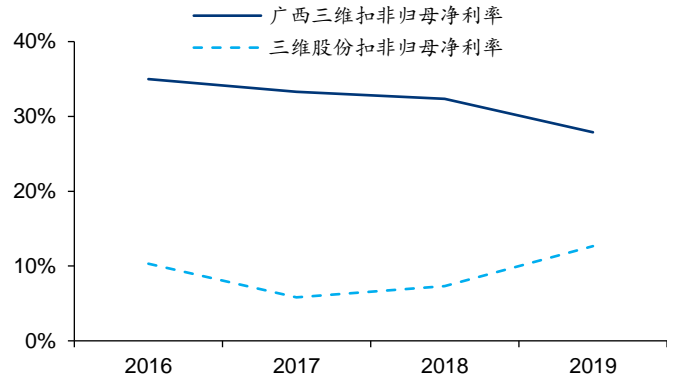
**公司已完成较好的产能布局，大单或助力 20-22 年快速成长。**公司是全国唯一的上市轨枕民企，以广西为成长基础，目前已完成了在浙江、广东、四川等地的产能布局，具备覆盖华南、长三角、珠三角和成渝区域的业务能力。根据公司 2019 年年报，2019 年公司新签轨交装配式订单 10.6 亿元，同比增长 127%，期末在手订单 7.2 亿元，虽然 20H1 受疫情影响，公司新签合同同比下降明显，但 2020 年 9 月公司成都与广东地铁大单落地，合同总价款达 13.4 亿元，已超过去年全年。我们认为随着四川三维、云南三维、浙江五维投入运行，公司收入、利润有望快速增长。根据公司年报，广西三维业绩承诺为 2018-2020 年实现扣非归母净利润 1.4、1.5、1.6 亿元，2018、2019 年实际值为 1.46、1.57 亿元，分别为业绩承诺的 104.4%、104.4%，我们认为公司轨交装配式业务当前已具备较好的产能基础，在饱满订单带动下，20-22 年有望步入高速发展阶段。

图表22: 公司子公司广西三维营收及扣非归母净利润



资料来源: Wind、公司年报、收购报告书 (20181228)、华泰证券研究所

图表23: 广西三维及三维股份整体扣非归母净利率

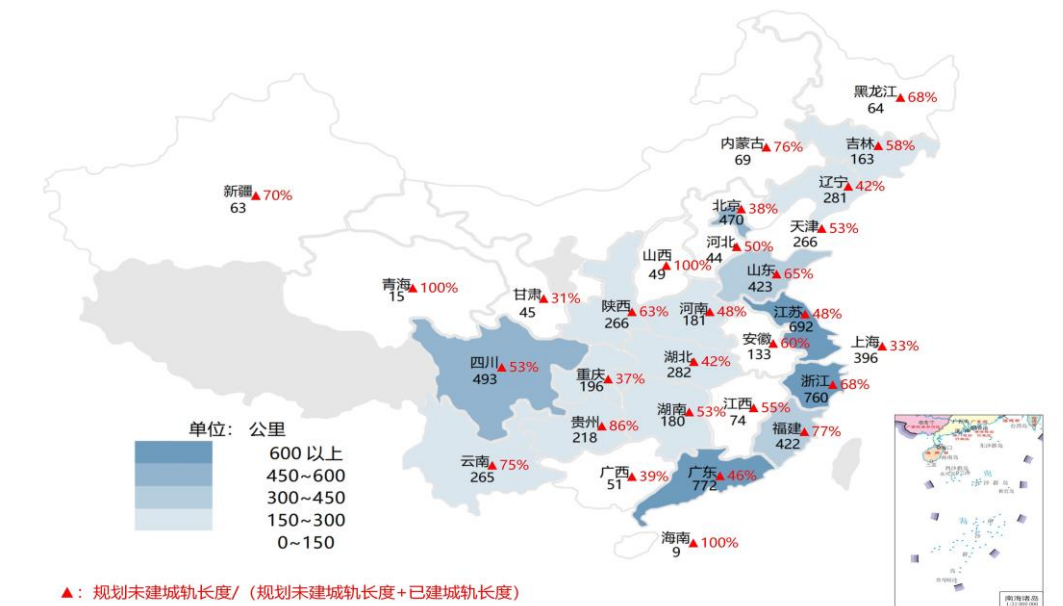


资料来源: Wind、公司年报、收购报告书 (20181228)、华泰证券研究所

**创新合资商业模式，渠道扩张走在市场前列。**2019年广西三维与成都轨道产业有限公司合资成立四川三维，业务范围主要涉及地铁建设所需的混凝土制品生产销售，广西三维持股比例66%，而成都轨道产业有限公司是成都轨道交通集团全资子公司，后者为成都的轨交建设平台。在四川三维产能即将建成之际，公司已中标12.15亿元的成都地铁相关业务订单，与业主绑定并获取订单的成效凸显。轨交装配式构件利润率高、投资回收期短，是城投平台的良好投资对象，但城投平台缺乏进入行业的相关资质和技术能力，与具备扩张意愿的龙头民企成立合资公司有利于平台公司切入相关行业，同时也解决了民企跨区域扩张的渠道问题，有利于双方共赢。虽然上述模式存在被竞争对手模仿的风险，但我们认为平台公司选择合作伙伴亦需考量对方资金实力和经营管理能力，公司项目经验丰富，品牌认可度高，近年来先后参与了贵广、云桂、柳南、铜玉铁路、海南高铁等项目建设，以及川渝、深圳、南宁、郑州、广州、南京等地铁项目建设，在民企中能与公司竞争的企业相对较少。未来若公司能够对此商业模式进行复制，则有望加速全国化扩张的进程。

**由轨枕向其他构件的品类扩张逐步取得突破，有望为公司打开成长天花板。**公司在轨枕行业深耕多年，在轨枕行业具有较强的龙头效应，但轨枕行业本身市场容量有限。近年来，公司通过着力突破城市轨道交通市场，已在广东和四川城轨的轨道板和盾构管片市场取得突破，而后两者合计的市场空间远大于单一轨枕。我们认为公司的发展模式逐步突破了行业传统的区域和品类壁垒，未来成长的天花板已较此前的单一轨枕业务有质的提高。

图表24: 各省市城市轨道交通规划建设里程



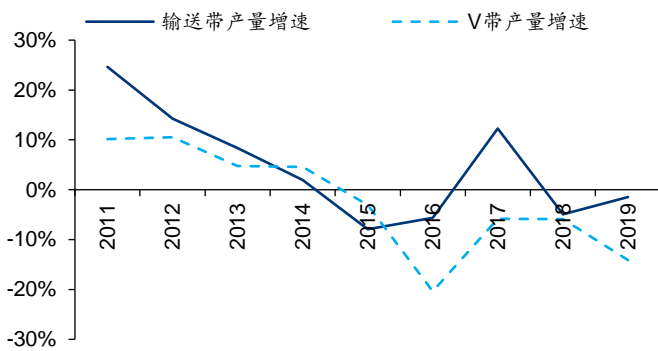
资料来源: 中国城市轨道交通协会, 华泰证券研究所

## 橡胶带行业：输送带发展或好于V带，公司利润率或提升 输送带需求增长空间尚存，V带相对受限

输送带行业产量增速好于V带行业，橡胶带行业格局长期稳定。据中国橡胶工业协会数据，2019年全国输送带、V带产量增速分别为-1.5%、-14.1%，按照历史增速数据倒推2019年产量，分别为4.8亿平方米、13.5亿A米。

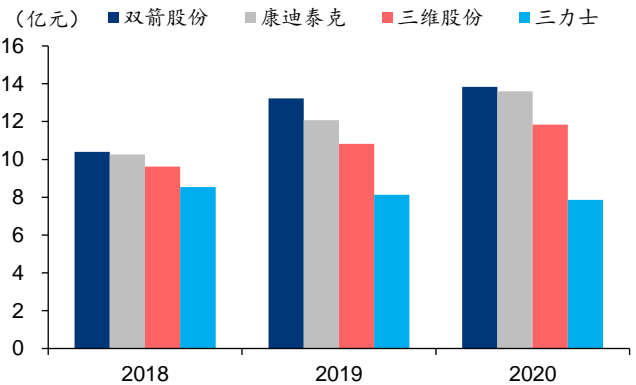
多年以来橡胶带行业格局较稳定，2018-2020年协会颁布的百强企业中CR4均为双箭股份（002381 CH）、康迪泰克（未上市）、三维股份、三力士（002224 CH）。公司橡胶带业务中V带可比公司为三力士，输送带为双箭股份，长期以来两家公司在各领域中市占率均为第一。从市占率上来看，行业龙头市占率逐步提升，2019年三维股份、三力士V带产量市占率合计34%，同比+4pct；三维股份、双箭股份输送带市占率16%，同比+2pct。行业龙头市占率提升，或为小规模企业逐步被淘汰所致。

图表25：2011-2019年输送带、V带产量增速



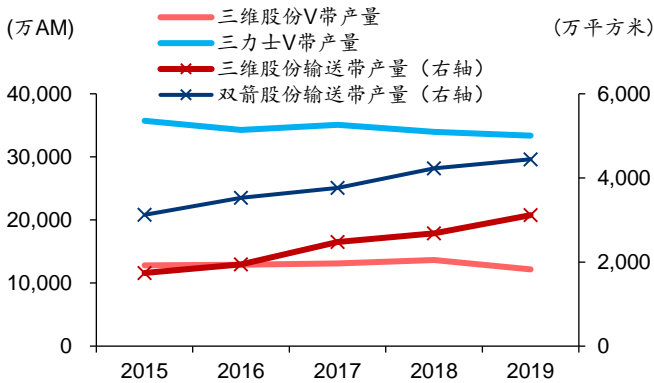
资料来源：中国橡胶工业协会，华泰证券研究所

图表26：2018-2020年输送带+V带行业CR4主营业务收入



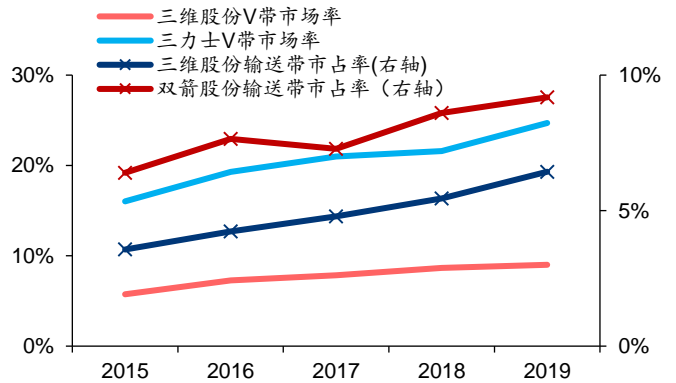
资料来源：中国橡胶工业协会，华泰证券研究所；数据为协会统计口径

图表27：三维股份、三力士、双箭股份产品产量



资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

图表28：三维股份、三力士、双箭股份产品市占率



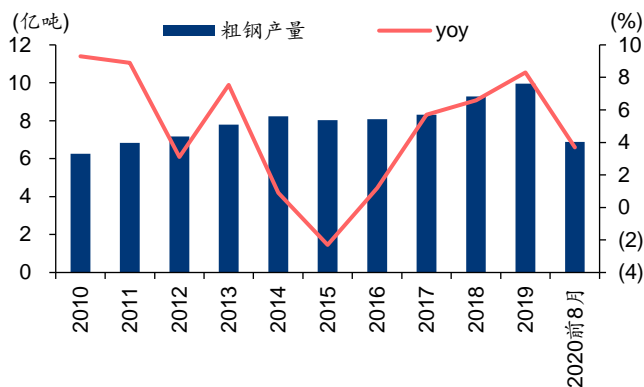
资料来源：各公司年报，中国橡胶工业协会，华泰证券研究所

## 智能化煤矿+钢铁产能置换，输送带需求增长稳定

输送带用于钢铁、煤炭等行业的物料输送，我们认为其需求仍有增长空间。输送带是物料运输的重要部件，适用于连续化输送散装物料或成件物品的场合，实现运输过程自动化，运量平滑连续，可灵活调整输送量，并能在一定程度上克服地形限制。输送带主要用于煤炭、钢铁、水泥、电力、港口等领域，粗钢、原煤产量近年来维持稳定增长，虽然供给侧改革以来钢铁严禁新增产能，但钢企环保水平改善、技改提升，实际有效产能或仍在增长。我们认为，输送带需求仍有增长空间，主要来自于以下3点：

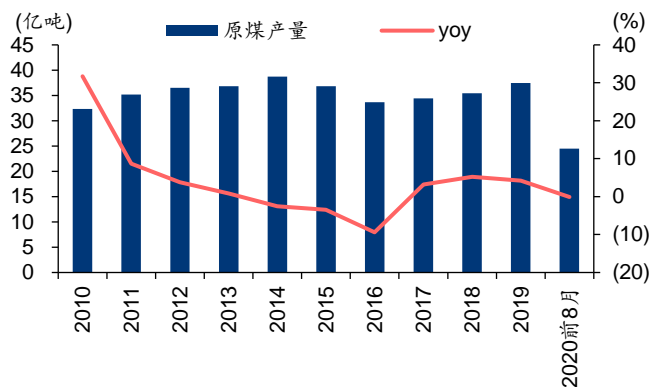
- 1) 输送带属于耗材，具有定期更换的特点，整体需求稳定。下游客户需定期采购以保证生产，如钢铁行业中高温的煤渣、铁渣会直接放在输送带上输送，一般更换周期在3-6个月，港口、煤矿场景中输送带更换周期多以年为单位。此外，港口输送带应用场景为将散装货输自船舶停泊的锚地送到岸上，随着港口货物吞吐量的不断增多，输送带需求有望增多。
- 2) 随着下游自动化水平提升，材料运输逐渐由人工搬运转为输送带传送。2020年3月，发改委等发布了《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》，提出到2025年大型煤矿基本实现智能化的目标，运输、通风、洗选物流等系统的智能化决策和自动化协同运行。据国家煤监局，2015年全国只有3个煤矿智能化工作面，2018年、2019年分别为80、275个，今年年底预计达到377个以上。
- 3) 钢铁、煤炭行业新增产能较少，主要通过产能置换，带来输送带需求增量。2016年供给侧改革以来，钢铁行业严禁新增产能，并于2016年发布产能置换办法，后续新增产能通过减量置换而来，新建产能有望带来输送带的增量需求。此外，水泥新增产能虽然较少，但部分水泥企业进入砂石骨料等领域，或进一步提振输送带需求。

图表29：2010-2020年前8月全国粗钢产量及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：2010-2020年前8月全国原煤产量及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**V带亦为耗材，整体需求量较稳定，但需求增长相对受限。**V带俗称三角带，与输送带物料传输特点不同的是，V带是动力传输，是重要的机械功率传递部件，广泛地应用于农机、汽车、火车等需要传动、变速的领域。由于齿轮、链条等金属传送带的高效性，V带存在一定被替代的风险。公司未来无V带新增产能。

图表31：输送带、V带主要产品类型

	类别	产品
输送带	棉帆布输送带	普通用途输送带、耐高温输送带等
	尼龙输送带	普通用途输送带，耐寒输送带等
	聚酯输送带	耐油、耐酸碱输送带等
	钢丝绳芯输送带	耐酸碱、阻燃输送带等
	其他输送带	平胶带等
V带	包布带	普通V带、联组V带、农机V带等
	切边带	切边V带、切边联组V带、切边多楔带等

资料来源：三维股份招股书，华泰证券研究所

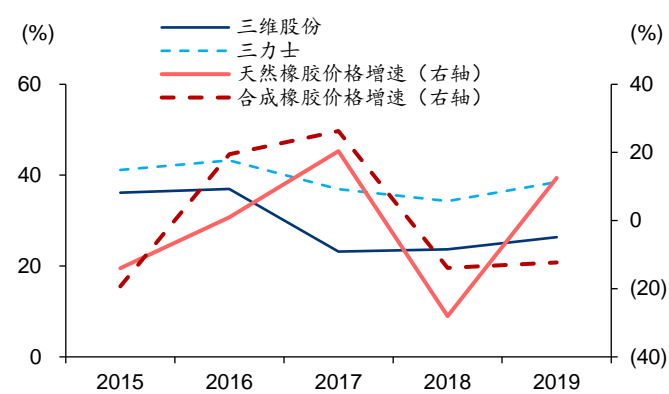
### 行业盈利受原材料价格影响较大

**V带、输送带原材料成本中橡胶占比较大，毛利率受原材料影响大。**橡胶带原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、帆布、线绳、钢丝绳、炭黑等，其中橡胶、帆布占成本主要部分。从历史数据看，2017年天然、合成橡胶价格同比分别+20%、+26%，三家公司毛利率均出现下行，2018、2019年橡胶价格下行，毛利率均出现改善。

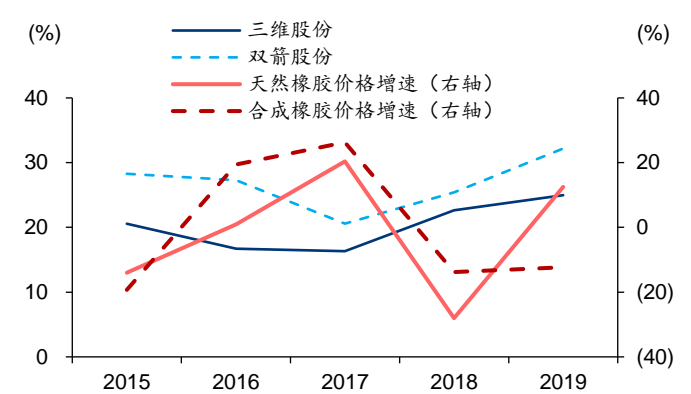
石油是合成橡胶生产最上游的主要原材料，石油价格波动对合成橡胶价格影响较大；天然橡胶产量受到天气、橡胶林病虫害等自然因素的影响，价格波动亦较为频繁。天然橡胶与

合成橡胶之间还具有较强的替代关系，价格具有传导效应，也加大了价格波动的频率。此外，国际投机资本往往利用石油价格、天气等因素进行炒作，加大了橡胶价格波动幅度。

图表32： 三维股份、三力士V带产品毛利率



图表33： 三维股份、双箭股份输送带产品毛利率



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

### 公司向上游拓展，胶带业务利润率有望提升

公司自建涤纶长丝、聚酯产能，产业链进一步延伸，材料自供有望增厚利润率。向上游涤纶长丝拓展，自建化纤产能，能够满足自身帆布、线绳等的需求，且当地输送带和橡胶制品公司较多，能够就地实现外销，具备全产业链优势。随着今年材料科技10万吨涤纶长丝、25万吨聚酯切片的投产，公司可实现部分原料自供，利润率有望进一步提升。

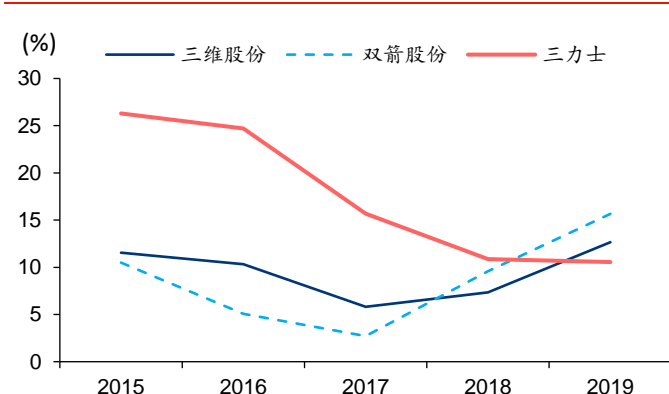
图表34： 公司橡胶带业务布局情况

业务板块	公司	持股比例	产品	单位	产能	项目进展	备注
橡胶行业	三维股份本部		橡胶V带	万A米	20000	已投产	上市前2亿，2020年11月开始搬迁
			输送带	万平方米	3160	已投产	上市前2500，2019年投产500，剩余在建
			汽车切边V带	万条	1500	已投产	上市前1500，另500技改中
	材料科技	100%	涤纶长丝	万吨	10	在建	2020年投产
			聚酯切片	万吨	25	在建	2020年投产

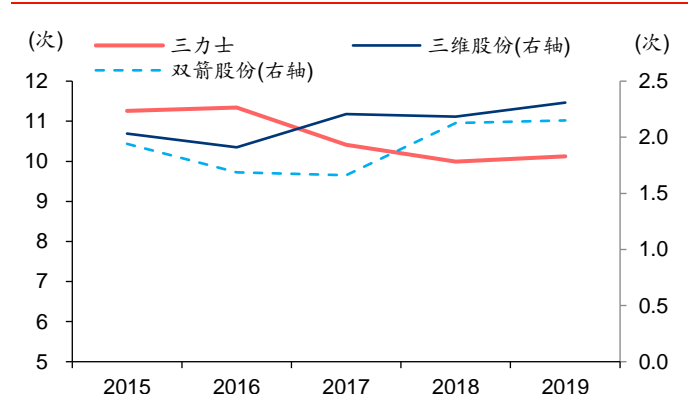
资料来源：公司年报、2020年半年报、华泰证券研究所

与可比公司相比，公司历史利润率波动相对较小。从扣非归母净利润率角度看，公司历史波动幅度小于其余两家，在原价格波动较大的情况下公司盈利韧性相对较强。从营运能力角度看，三力士应收项目周转率显著好于公司和双箭股份，近五年来均高于10次，主要是三力士销售模式以经销商买断为主，销售回款较好。公司和双箭股份输送带以直销为主，而公司V带以经销为主，故周转率位于二者之间。

图表35： 三维股份及可比公司扣非归母净利润率比较



图表36： 三维股份及可比公司应收项目周转率



资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所

资料来源：Wind、公司年报、华泰证券研究所；应收项目含应收账款、应收票据、营收款融资



## 盈利预测及投资建议

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

**1) 橡胶带业务：**我们预计公司 V 带业务产能或不再扩张，销量或略有增长，今年产品价格可能随原材料价格有所降低，明后年有望有所恢复，预计 20-22 年公司 V 带业务收入增速 -3.1%/5.1%/2.0%。我们预计输送带是公司传统橡胶主业未来主要的增长点，一方面公司存在一定新增产能（通过将原有老厂区 V 带产能转化为输送带产能，额外资本开支或较少），另一方面下游投资需求仍存在一定增量，今年产品单价也可能受到原材料价格下行影响，但 20/21 年产品价格有望有所恢复，预计输送带业务 20-22 年收入同比增速 1.9%/8.1%/4.0%。根据公司 Q1/Q2 经营简报，我们判断 H1 公司橡胶带业务各项原材料价格同比均下行 2%-30% 之间，但产品售价波动较小，7 月后虽然橡胶价格有所反弹但涨幅较小，我们预计今年公司主要材料的平均成本降幅有望达 10%，而 21/22 年随经济恢复，原材料价格可能有所回升。当前输送带业务产能利用率已接近满产，后续单位人力和制造费用成本继续下行空间不大，但 V 带业务未来产能利用率有望提升，相关固定成本预计存在一定下行空间。综合来看，我们预计 V 带 20-22 年毛利率 27.9%/28.6%/28.6%，输送带毛利率 29.1%/29.7%/29.4%。

图表 37：公司橡胶带业务收入/毛利率预测假设表

	输送带						V 带				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量 (万平米)	2,523.90	3,332.06	3,498.66	3,603.62	3,675.70	销量 (万 AM)	13,360.84	12,545.95	12,796.87	13,052.81	13,183.34
同比增速		32.0%	5.0%	3.0%	2.0%	同比增速		-6.1%	2.0%	2.0%	1.0%
产品均价 (元/平米)	31.54	27.46	26.64	27.97	28.53	产品均价 (元/每 AM)	2.17	2.13	2.02	2.09	2.11
同比增速		-12.9%	-3.0%	5.0%	2.0%	同比增速		-1.7%	-5.0%	3.0%	1.0%
直接材料 (元/平米)	19.14	16.84	15.15	15.91	16.39	直接材料 (元/AM)	1.12	1.04	0.93	0.98	1.01
同比增速		-12.0%	-10.0%	5.0%	3.0%	同比增速		-7.4%	-10.0%	5.0%	3.0%
直接人工 (元/平米)	1.53	1.26	1.26	1.27	1.29	直接人工 (元/AM)	0.23	0.24	0.23	0.23	0.23
同比增速		-17.5%	0.0%	1.0%	1.0%	同比增速		1.2%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
制造费用 (元/平米)	2.59	2.38	2.38	2.38	2.38	制造费用 (元/AM)	0.27	0.31	0.29	0.28	0.27
同比增速		-7.9%	0.0%	0.0%	0.0%	同比增速		13.1%	-5.0%	-5.0%	-4.0%
退税率差 (元/平米)	0.75	0.08	0.08	0.08	0.08	退税率差 (元/AM)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增速		-89.3%	0.0%	0.0%	0.0%	同比增速		-86.3%	0.0%	0.0%	0.0%
单位毛利 (元/平米)	7.53	6.90	7.76	8.32	8.39	单位毛利 (元/AM)	0.52	0.55	0.56	0.60	0.60
毛利率	23.9%	25.1%	29.1%	29.7%	29.4%	毛利率	24.2%	25.7%	27.9%	28.6%	28.6%
营收 (百万元)	795.95	914.95	931.88	1,007.82	1,048.54	营收 (百万元)	289.50	267.33	259.04	272.15	277.62
同比增速		15.0%	1.9%	8.1%	4.0%	同比增速		-7.7%	-3.1%	5.1%	2.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2) 轨道交通装配式业务：**公司装配式业务可分为由并表的广西、浙江、云南和广东分公司主导的轨枕、岔枕、轨道板和扣配件业务，以及联营公司四川三维（公司持股 66%但董事会未占多数，预计不能并表）所从事的管片等业务。我们认为上述产品均为混凝土预制产品及其配件，产品间并无明显技术差别，且市场应用配合度较高。上述内容仅包含 2019 年历史数据，但根据行业经验，并表的轨枕、岔枕和扣配件业务的配合程度较高，因此我们假设未来三者的收入比例关系与 2019 年保持一致，即假设三者具备较好的增长同步性。公司 2019 年新签铁路轨交订单 10.6 亿元，超 2019 年轨交装配式业务收入的 2 倍，2019 年末在手订单超 7 亿元，而公司 20M9 也中标了 1.2 亿元广东地铁轨道板订单。但考虑到今年疫情影响，部分项目施工延后，我们认为今年部分订单或延期到明年交付。综上，我们预计轨枕、岔枕和扣配件业务 20-22 年的收入增速有望达 15%/80%/20%。轨道板目前在轨交市场的渗透率仍然较低，我们预计未来提升空间较大，同时公司轨交业务重点布局的广东等区域经济条件相对较好，轨道板接受程度有望快于全国平均，公司 2019 年轨道板业务营收仅 1.7 亿元，提升空间较大，预计 20-22 年收入增速 20%/60%/30%。毛利率角度，轨枕相关行业竞争格局相对较好，新进入者较少，我们预计产品价格有望相对稳定，20H1 砂石价格有所下行对公司轨交业务的毛利率产生积极影响（2019 年轨交业务综合毛利率 53.6%，20H1 为 57.5%），我们预计今年公司轨交业务毛利率有望受益于材料价格下行，但随着材料需求反弹后材料价格仍有望有所上行，因此 21/22 年相关业务毛利率可能逐步回归到接近 2019 年的水平。轨道板业务仍处于行业成长期，不能排除新进入者对竞争格局的影响，预计 20-22 年毛利率逐年有所下降（具体数据见下文表格）。

四川三维主要产能为盾构管片，今年下半年已逐步投产，20M9 与成都地铁签订 12.15 亿元管片供货大单，供货时间为明年 5 月至 2022 年底阶段。我们认为四川三维依托于成都地铁投资业主，未来有望持续获得成都地铁业务，实现收入的快速放量。四川、重庆规划未建城轨长度分别近 500、200km，按照上述市场空间的预测方法，涉及管片、轨枕需求约分别为 148、7 亿元，合计约 155 亿元，或为四川三维收入放量提供较大支撑，故我们预计 20-22 年四川三维收入分别为 2/10/16 亿元。管片与公司其他轨枕等构件，同为轨道交通必须的混凝土装配式构件，公司通过与成都地铁业主的合作，一定程度上也有望降低竞争激烈程度，当前可参照的上市公司相关业务相对较少，我们参照公司的轨交装配式业务，预计该业务的净利率 20-22 年稳定于 25% 左右，则 20-22 年四川三维可为公司贡献的投资收益有望达 0.33/1.65/2.64 亿元。

**图表38： 轨交装配式业务预测汇总表**

	2019	2020E	2021E	2022E
轨交并表收入（亿元）	5.60	6.52	11.34	13.92
同比增速		16.48%	73.90%	22.80%
轨交并表毛利率	53.55%	55.34%	54.89%	53.28%
四川三维营收（亿元）	0.00	2.00	10.00	16.00
四川三维投资收益（亿元）	0.00	0.33	1.65	2.64

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**3) 化纤业务：**根据调研情况，公司新建 10 万吨工业涤纶丝及 25 万吨聚酯切片产能有望于 Q4 投产，但我们预计公司爬坡需要一定时间，我们预计 20Q4 公司产能利用率或在 30% 左右，21H1 有望接近 50%，21H2 之后产能利用率有望达到 70%-80%。聚酯切片及涤纶长丝与原材料 PTA 等价格相关度较高，今年以来油价大幅下跌带动原材料和产品价格大幅下降，我们预计经济复苏有望带动原油及下游产品需求回暖，21/22 年 PTA/聚酯切片/涤纶长丝价格均有望回暖，2020 年产品平均价格我们预计与当前产品价格或差异不大，预计聚酯切片/涤纶长丝价格 5000/5200 元每吨，预计 20/21 年产品价格升幅均在 500 元/吨左右。

参考同行业上市公司海利得（002206 CH）、荣盛石化（002493 CH）等情况，我们判断公司聚酯切片未来或基本维持个位数的毛利率水平，20/21 年产能仍处于逐步投放期，预计毛利率 0%/2%，2022 年毛利率参考荣盛石化（002493 CH）近 3 年平均水平（4.32%），预计在 4% 左右。涤纶工业丝毛利率相对较高，我们参考工业丝上市公司海利得，其 17-19 年工业丝的毛利率在 25% 左右，公司产能存在爬坡阶段，伴随产能利用率上升及产品涨价等因素，同时考虑到公司产能规模较海利得（002206 CH）更小，预计 20-22 年涤纶长丝毛利率 20%/22%/24%。

**4) 费用率：**我们认为公司橡胶带、轨交装配式和化纤三部分业务的费用结构具有较为显著的区别，因此我们将三块业务分开预测，并构建三块业务的模拟利润表。由于公司 2019 年之前仅包含橡胶带业务，因此橡胶带业务的费用率主要参考 2018 年的水平（假设 2019 年橡胶带业务费用水平与 2018 年类似），2019 年公司基本全年并表轨交业务，在上述假设的前提下，反算出 2019 年轨交业务的各项费用率，20-22 年上述两项业务的费用预测中，主要考虑收入扩张过程中在销售和管理费用角度体现一定规模效应，预计两项费用率呈下降趋势，而其他类别费用率保持基本稳定。化纤业务无可参考历史数据，但上市公司海利得与公司化纤业务结构相似度较高，因此公司化纤业务各项费用率，我们主要参考海利得 2019 年的水平，考虑到公司化纤业务规模明显小于海利得（002206 CH），假设公司 20FY 各项费用率略高于海利得（002206 CH）2019 年的水平，但随着规模扩张，费用率逐年略有下降。

图表39: 公司三项业务 20-22 年预测模拟利润表

橡胶带 (百万元)	2020E			2021E			2022E			轨交 (百万元)	2020E			2021E			2022E			化纤 (百万元)	2020E			2021E			2022E		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营收	1190.92	1279.97	1326.16	营收	651.98	1133.82	1392.38	营收	151.60	1250.50	1576.00																		
毛利率	28.85%	29.50%	29.24%	毛利率	55.34%	54.89%	53.28%	毛利率	5.49%	7.93%	10.29%																		
毛利	343.61	377.64	387.75	毛利	360.82	622.33	741.93	毛利	8.32	99.11	162.24																		
税金及附加占比	0.70%	0.70%	0.70%	税金及附加占比	0.90%	0.90%	0.90%	税金及附加占比	0.55%	0.55%	0.55%																		
税金及附加	8.33	8.97	9.28	税金及附加	5.86	10.15	12.59	税金及附加	0.83	6.88	8.67																		
销售费用率	6.20%	5.50%	5.40%	销售费用率	12.00%	10.00%	9.50%	销售费用率	3.00%	2.80%	2.70%																		
销售费用	73.83	70.40	71.61	销售费用	78.21	113.33	132.28	销售费用	4.55	35.01	42.55																		
管理费用率	6.00%	5.50%	5.40%	管理费用率	7.50%	6.50%	6.30%	管理费用率	3.30%	3.20%	3.10%																		
管理费用	71.40	70.40	71.61	管理费用	48.90	73.64	87.76	管理费用	5.01	40.02	48.86																		
财务费用率	0.60%	0.60%	0.60%	财务费用率	2.40%	1.50%	1.45%	财务费用率	0.50%	0.50%	0.50%																		
财务费用	7.14	7.62	7.96	财务费用	15.67	16.95	20.19	财务费用	0.76	6.25	7.88																		
研发费用占比	1.50%	1.45%	1.40%	研发费用占比	1.50%	1.40%	1.35%	研发费用占比	1.00%	1.00%	1.00%																		
研发费用	17.86	18.56	18.57	研发费用	9.78	15.82	18.80	研发费用	1.52	12.51	15.76																		
资产减值损失占比	1.20%	1.20%	1.20%	资产减值损失占比	1.00%	1.00%	1.00%	资产减值损失占比	0.30%	0.30%	0.10%																		
资产减值损失	14.29	15.30	15.91	资产减值损失	6.49	11.28	13.92	资产减值损失	0.45	3.75	1.58																		
利润总额	150.77	186.39	192.81	利润总额	195.91	381.17	456.39	利润总额	-4.81	-5.31	36.95																		
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	所得税率	20.00%	20.00%	20.00%	所得税率	25.00%	25.00%	25.00%																		
净利润	113.08	139.80	144.60	净利润	156.72	304.95	365.10	净利润	-3.60	-3.98	27.71																		
净利率	9.50%	10.92%	10.90%	净利率	24.04%	26.90%	26.22%	净利率			1.76%																		

资料来源: 华泰证券研究所

图表40: 公司核心指标预测值

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收增速	12.69%	60.61%	14.45%	83.52%	17.18%
毛利率	22.94%	33.38%	34.65%	28.93%	29.00%
管理费用率	4.60%	5.15%	5.30%	4.60%	4.20%
财务费用率	0.59%	1.20%	0.87%	0.78%	0.74%
销售费用率	4.92%	7.09%	7.30%	5.60%	5.30%
研发费用率	1.36%	1.13%	1.50%	1.30%	1.20%
信用减值损失收入占比	0.00%	1.29%	1.10%	0.50%	0.50%
净利率	7.39%	12.52%	14.97%	16.51%	18.64%
归母净利润增速	43.43%	172.17%	34.19%	102.46%	32.30%
EPS (元)	0.19	0.52	0.70	1.42	1.88

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们预计公司 20-22 年归母净利润为 2.99/6.06/8.01 亿元, EPS0.70/1.42/1.88 元, 20-22 年 CAGR+53%。公司业务主要由橡胶带、轨交装配式和化纤三部分构成, 根据上文分部模拟利润表, 我们计算出公司 2021 年三部分的 EPS 分别为 0.33/1.10/-0.01 元, 其中橡胶带和装配式可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE12/24 倍。我们预计 2021 年化纤业务 (材料科技公司) 每股净资产 1.44 元, 可比公司 PB (2021E) 平均值 1.43 倍。我们通过 PE 法对橡胶带和轨交装配式业务估值 (由于轨交装配式无可比上市公司, 因此装配式业务采用房建装配式公司作为可比公司), 采用 PB 法对化纤业务进行估值, 相比于房建装配式, 公司所处的轨交装配式行业竞争格局相对更好, 公司在行业内领先优势明显, 20-22 年轨交装配式业务有望取得快速增长, 认可给予公司 2021 年橡胶带/轨交装配式 12/25 倍 PE, 认可给予化纤业务 1.43 倍 PB, 综合上述因素, 给予公司目标价 33.56 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表41: 公司分部 EPS 预测 (元/股)

	2020E	2021E	2022E
橡胶带	0.27	0.33	0.34
装配式 (含四川三维投资收益)	0.45	1.10	1.48
化纤	-0.01	-0.01	0.07

资料来源: 华泰证券研究所

图表42: 公司分业务收入和毛利率预测

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
V带	收入(百万元)	302.33	305.69	299.78	289.50	267.33	259.04	272.15	277.62
	YOY		1.11%	-1.93%	-3.43%	-7.66%	-3.10%	5.06%	2.01%
	毛利率	36.13%	36.96%	23.18%	23.69%	26.37%	27.88%	28.62%	28.62%
输送带	收入(百万元)	460	451.26	662.60	795.95	914.95	931.88	1007.82	1048.54
	YOY			46.83%	20.13%	14.95%	1.85%	8.15%	4.04%
	毛利率	20.59%	16.71%	16.33%	22.63%	24.97%	29.12%	29.74%	29.40%
混凝土枕	收入(百万元)					311.94	358.73	645.72	774.86
	YOY						15.00%	80.00%	20.00%
	毛利率					50.23%	54.00%	53.00%	51.00%
岔枕	收入(百万元)					58.56	67.34	121.22	145.46
	YOY						15.00%	80.00%	20.00%
	毛利率					74.29%	75.00%	74.00%	73.00%
轨道板	收入(百万元)					165.62	198.74	317.99	413.39
	YOY						20.00%	60.00%	30.00%
	毛利率					45.85%	45.00%	44.50%	44.00%
扣配件	收入(百万元)					23.62	27.16	48.89	58.67
	YOY						15.00%	80.00%	20.00%
	毛利率					20.31%	20.00%	20.00%	20.00%
化纤	收入(百万元)					0.00	151.60	1250.50	1576.00
	YOY							724.87%	26.03%
	毛利率					0.00%	5.49%	7.93%	10.29%
其他	收入(百万元)	1.74	0.76	3	2.14	4.75	4.75	4.75	4.75
	YOY		-56.32%	261.84%	-22.18%	121.96%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	20.53%	70.65%	0.00%	37.13%	66.37%	34.50%	34.50%	34.50%
合计	收入(百万元)	764.51	757.71	965.13	1087.59	1746.77	1999.25	3669.04	4299.29
	YOY		-0.89%	27.37%	12.69%	60.61%	14.45%	83.52%	17.18%
	毛利率	26.74%	24.93%	18.41%	22.94%	33.38%	34.65%	28.93%	29.00%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (2021E)	CAGR (20-22)
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
<b>橡胶带</b>													
002381 CH	双箭股份	42.80	10.40	0.60	0.73	0.88	1.07	17.33	14.23	11.89	9.68		21.42%
002224 CH	三力士	49.03	6.72	0.18	-	-	-	37.33	-	-	-		
<b>装配式</b>													
002541 CH	鸿路钢构	224.94	42.95	1.07	1.34	1.73	2.15	40.14	32.00	24.80	19.95		26.23%
002375 CH	亚厦股份	134.40	10.03	0.32	0.34	0.45	0.57	31.34	29.27	22.50	17.65		21.09%
002949 CH	华阳国际	56.06	28.60	0.69	0.89	1.20	1.52	41.45	32.19	23.91	18.87		29.99%
平均								37.64	31.15	23.74	18.83		
<b>化纤</b>													
002206 CH	海利得	49.17	4.02	0.27	0.23	0.33	0.42	14.89	17.26	12.10	9.68	1.45	
600352 CH	浙江龙盛	478.24	14.70	1.54	1.44	1.63	1.83	9.55	10.23	9.03	8.03	1.44	
000703 CH	恒逸石化	430.75	11.70	1.13	1.16	1.41	1.59	10.35	10.10	8.30	7.36	1.38	
平均								11.60	12.53	9.81	8.35	1.43	
603033 CH	三维股份	102.58	24.07	0.52	0.70	1.42	1.88	46.01	34.29	16.93	12.80		53.18%

注: 数据截至10月20日收盘价, 除三维股份20-22年EPS为华泰预测外, 其余公司均为Wind一致预测

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

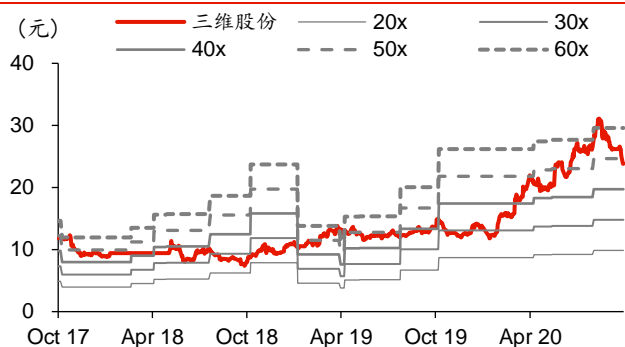
**轨交投资进度不及预期。**目前来看国铁新开工水平较高，施工存量有望支撑装配式轨交产品中长期实现高增长，且城轨规划及在建规模较大，叠加规划审批回归常态化，未来装配式轨交产品市场增长空间较大。若国铁新开工下降、城轨规划审批暂停，或对行业发展产生负面影响。

**公司产能建设进度、市场扩张不及预期。**公司目前仍有轨枕、轨道板、管片在建产能，若不能按时投产，可能影响公司市场开拓能力和产品交付能力，进而导致公司发展不及预期。此外，公司目前通过与地方轨交集团成立合资公司实现双赢，若该模式受政策、地方政府阻拦，或竞争者模仿成功抢占公司目标市场，公司市场扩张或受到较大影响，导致公司成长受限。

**原材料价格上涨导致公司橡胶带业务盈利下降。**天然橡胶、合成橡胶占公司橡胶带业务成本比例较大，若未来原料发生大幅度上涨，可能导致公司橡胶带业务盈利下降。

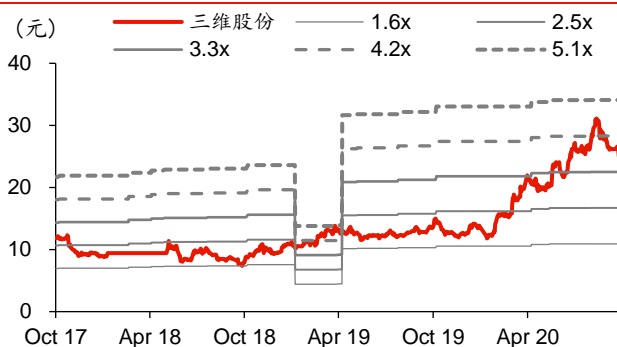
### PE/PB - Bands

图表44: 三维股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表45: 三维股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,118	1,888	2,010	3,002	3,000
现金	249.73	481.99	557.78	1,012	1,186
应收账款	418.13	835.19	764.21	942.32	777.40
其他应收账款	15.25	28.91	21.63	71.12	37.56
预付账款	1.38	4.22	11.22	11.60	9.81
存货	271.73	335.11	346.24	601.92	619.15
其他流动资产	162.12	202.92	309.27	362.78	369.61
非流动资产	720.14	2,549	2,665	3,110	3,407
长期投资	0.00	65.17	163.34	393.51	722.68
固定投资	197.63	385.70	787.68	1,154	1,280
无形资产	90.13	188.02	211.06	239.03	272.78
其他非流动资产	432.38	1,911	1,502	1,323	1,132
资产总计	1,838	4,438	4,675	6,112	6,407
流动负债	614.42	955.76	1,079	2,107	1,903
短期借款	320.00	419.73	419.73	838.30	815.87
应付账款	179.26	311.38	341.92	606.25	614.82
其他流动负债	115.17	224.64	317.45	662.19	472.29
非流动负债	2.00	585.84	470.39	363.92	243.07
长期借款	0.00	580.42	464.98	358.51	237.65
其他非流动负债	2.00	5.41	5.41	5.41	5.41
负债合计	616.43	1,542	1,549	2,471	2,146
少数股东权益	33.62	43.09	43.09	43.09	43.09
股本	126.98	304.42	426.19	426.19	426.19
资本公积	417.10	1,710	1,588	1,588	1,588
留存公积	644.34	839.04	1,048	1,473	2,033
归属母公司股东权益	1,188	2,853	3,082	3,598	4,218
负债和股东权益	1,838	4,438	4,675	6,112	6,407

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	20.99	149.88	331.00	673.49	745.59
净利润	80.34	218.63	299.20	605.77	801.41
折旧摊销	29.60	56.67	80.80	136.78	183.16
财务费用	6.37	20.89	17.30	28.64	31.98
投资损失	(2.99)	(1.34)	(35.70)	(167.81)	(266.67)
营运资金变动	(110.24)	(182.77)	(9.12)	87.81	16.38
其他经营现金	17.90	37.82	(21.48)	(17.70)	(20.67)
投资活动现金	(317.61)	(638.73)	(160.68)	(415.00)	(214.69)
资本支出	363.71	837.29	97.70	351.99	151.36
长期投资	0.00	(66.00)	(98.17)	(230.17)	(329.17)
其他投资现金	46.10	264.57	35.19	167.16	265.84
筹资活动现金	305.23	643.59	(94.53)	(222.43)	(334.57)
短期借款	320.00	99.73	0.00	418.57	(22.43)
长期借款	0.00	580.42	(115.45)	(106.47)	(120.86)
普通股增加	0.00	177.44	121.77	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,293	(121.77)	0.00	0.00
其他筹资现金	(14.77)	(1,507)	20.92	(534.53)	(191.29)
现金净增加额	8.63	154.76	75.79	36.06	196.33

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,088	1,747	1,999	3,669	4,299
营业成本	838.08	1,164	1,307	2,607	3,053
营业税金及附加	6.42	12.24	13.99	24.22	27.95
营业费用	53.48	123.84	145.95	205.47	227.86
管理费用	50.05	90.02	105.96	168.78	180.57
财务费用	6.37	20.89	17.30	28.64	31.98
资产减值损失	(13.07)	(12.84)	(10.00)	(14.68)	(17.20)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.99	1.34	35.70	167.81	266.67
营业利润	111.21	288.51	385.67	723.94	956.81
营业外收入	0.47	0.62	0.99	0.60	0.67
营业外支出	2.51	4.74	3.06	3.40	3.43
利润总额	109.17	284.38	383.59	721.15	954.06
所得税	28.83	65.75	84.39	115.38	152.65
净利润	80.34	218.63	299.20	605.77	801.41
少数股东损益	(1.58)	(4.34)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	81.92	222.96	299.20	605.77	801.41
EBITDA	142.48	370.30	476.55	866.69	1,141
EPS (元, 基本)	0.19	0.52	0.70	1.42	1.88

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.69	60.61	14.45	83.52	17.18
营业利润	40.57	159.43	33.68	87.71	32.17
归属母公司净利润	43.43	172.17	34.19	102.46	32.30
获利能力 (%)					
毛利率	22.94	33.38	34.65	28.93	29.00
净利率	7.39	12.52	14.97	16.51	18.64
ROE	6.57	7.55	9.57	16.64	18.81
ROIC	6.61	7.27	9.18	17.47	23.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.53	34.74	33.15	40.42	33.49
净负债比率 (%)	5.91	18.35	14.35	8.47	(0.20)
流动比率	1.82	1.98	1.86	1.43	1.58
速动比率	1.31	1.55	1.47	1.10	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.56	0.44	0.68	0.69
应收账款周转率	2.68	2.79	2.50	4.30	5.00
应付账款周转率	5.72	4.74	4.00	5.50	5.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.52	0.70	1.42	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.35	0.78	1.58	1.75
每股净资产(最新摊薄)	2.79	6.69	7.23	8.44	9.90
估值比率					
PE (倍)	125.22	46.01	34.29	16.93	12.80
PB (倍)	8.63	3.60	3.33	2.85	2.43
EV_EBITDA (倍)	72.74	29.25	22.56	12.24	9.02

## 免责声明

### 分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷、王涛、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、方晏荷、王涛、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com