

投资评级：强烈推荐（上调）
分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

联系人（研究助理）：

李倩倩 021-61680674

Email:liqq@cgws.com

从业证书编号:S1070115120028

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

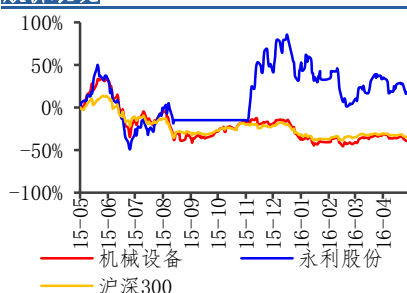
从业证书编号:S1070115070101

市场数据

目前股价	25.04
总市值（亿元）	51.26
流通市值（亿元）	26.46
总股本（万股）	20,472
流通股本（万股）	10,569
12个月最高/最低	40.39/10.04

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	1913	2486	3232
(+/-%)	106.0%	30.0%	30.0%
净利润	164	218	286
(+/-%)	74.5%	32.7%	31.5%
摊薄 EPS	0.80	1.06	1.40
PE	30.72	23.15	17.60

股价表现


数据来源：贝格数据

切入智能分拣蓝海，未来发展空间广阔

——永利股份（300230）公司深度报告

投资建议

我们预测公司 2016-2018 年归属母公司的净利润分别为 1.64 亿、2.18 亿和 2.86 亿，对应的 EPS 分别是 0.80 元、1.06 元和 1.40 元。公司是国内轻型输送带行业的领军企业，后又外延切入至模塑和智能分拣领域，使其成为公司新的业务增长点，随着公司战略布局三大板块间协同效应的突显，看好公司未来两年的业绩增长，上调为“强烈推荐”评级。

投资要点

- 轻型输送带行业内领先。**公司是国内最大的轻型输送带制造企业，轻型输送带应用广泛，下游行业应用的庞大市场将会公司的快速发展带来机遇。公司已有效突破了高端市场，并对外资品牌形成了较大压力；在中端市场上，公司目前占据了主导地位；在低端市场上，公司具有定价权。公司掌握产品核心技术，具有品牌效应，国内市场占有率在 10% 以上，拥有 4,000 多家各类工业客户。
- 切入模塑领域，成绩新增长点。**公司通过收购青岛英东和炜丰国际切入模塑领域，英东模塑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，收购炜丰国际后公司模塑业务的下游客户将由原来的汽车和家电企业扩展到教育玩具、消费电子、通信设备等更加广泛的客户领域，炜丰国际的客户均为国际知名企业，模塑业务的下游应用非常广泛，市场规模巨大，模塑业务将拓展公司的产业广度，成为公司业绩新的增长点。
- 增资控股欣巴科技，分享智能分拣千亿市场。**欣巴科技的管理技术团队在邮政系统的智能化分拣系统建设方面经验丰富，智能化分拣系统集成行业在我国尚处于起步阶段，同时随着物流快递的迅速发展和人工成本的不断提高，其未来市场需求巨大。欣巴科技已与申通签订战略合作协议，有望积累成功的项目案例，起到良好示范效应，从而进一步拓展智能分拣市场。
- 风险提示：**汇率波动风险，收购整合不达预期。

目录

1.公司简介.....	5
1.1 公司发展历程及股权结构.....	5
1.2 公司盈利能力分析.....	5
1.3 内生外延并举，布局三大业务板块.....	7
2.“轻型输送带+精密模塑”双轮驱动.....	8
2.1 轻型输送带优势显著，市场空间广阔.....	8
2.2 轻型输送带高端市场外资处于垄断地位.....	11
2.3 行业内龙头企业，技术实力雄厚.....	11
2.4 精密模塑下游应用领域广阔.....	13
2.5 收购青岛英东，切入精密模塑行业.....	16
2.6 收购炜丰国际，扩展高端模塑业务.....	17
3.切入智能分拣千亿蓝海市场.....	17
3.1 智能分拣系统是物流装备中的核心部件.....	17
3.2 电商和网购快速发展，带动快递规模扩大.....	20
3.3 人工成本不断攀升成物流行业盈利痛点.....	23
3.4 增资控股欣巴科技，切入智能分拣蓝海.....	25
4.估值与投资建议.....	26
风险提示.....	26
附：盈利预测表.....	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 公司 2015 年度营业收入大幅增长.....	6
图 4: 公司 2015 年度净利润快速提高.....	6
图 5: 公司主营产品毛利率维持在较高水平.....	6
图 6: 公司 ROE 基本保持稳定.....	6
图 7: 公司主营业务构成.....	7
图 8: 公司 2015 年度主营业务构成比例.....	7
图 9: 公司业务外延历程.....	7
图 10: 轻型输送带行业产业链.....	9
图 11: 轻型输送带市场规模及其增速.....	10
图 12: 全国物流总额不断增长.....	10
图 13: 食品加工业固定资产投资不断增长.....	10
图 14: 体育器材及配件制造平稳增长.....	10
图 15: 压延法生产工艺.....	12
图 16: 塑料链板输送带.....	12
图 17: 公司外销收入持续增加.....	13
图 18: 公司国内外销售毛利率差距缩小.....	13
图 19: 我国塑料模具行业销售额（单位：亿元）.....	14
图 20: 中国商用车和乘用车增长趋势.....	14
图 21: 中国千人口汽车保有量增长趋势.....	14
图 22: 2009-2015 年四大家电产量增长情况.....	15
图 23: 中国玩具出口额增长趋势.....	16
图 24: 2013 年全球玩具销售额分布情况.....	16
图 25: 智能物流在工业 4.0 生态系统中占据重要作用.....	17
图 26: 物流自动化行业分布.....	18
图 27: 分行业自动化物流普及程度.....	18
图 28: 智能分拣系统示意图.....	19
图 29: 自动输送与分拣系统市场快速增长.....	20
图 30: 2011-2018 年中国电子商务市场交易规模.....	21
图 31: 2014 年中国电子商务市场细分行业构成.....	21
图 32: 2011-2018 年中国网络购物市场交易规模.....	21
图 33: 快递产业链.....	22
图 34: 中国快递业业务量呈增长趋势.....	24
图 35: 快递业业务平均单价呈下降趋势.....	24
图 36: 中国快递业业务收入增长趋势.....	24
图 37: 转运中心物流成本构成.....	24
图 38: 2015 年 11 月七大区域物流人就业人员薪资.....	25
表 1: 公司业务外延介绍.....	8
表 2: 轻型输送带优势及下游应用领域.....	9

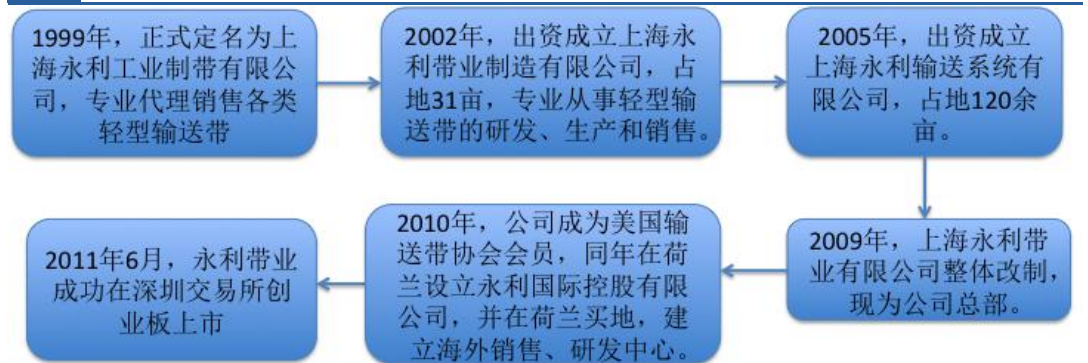
表 3: 轻型输送带市场规模预测	10
表 4: 国内市场竞争格局	11
表 5: 中国前十大轻型输送带生产企业	11
表 6: 主营产品类型	16
表 7: 英东模塑 2015-2017 年业绩承诺 (万元)	17
表 8: 炜丰国际 2015-2017 年业绩承诺 (万元, 港币)	17
表 9: 生产与物流在工业 4.0 道路上的发展阶段	17
表 10: 2014 年我国物流装备行业各个细分领域增速	19
表 11: 物流行业相关政策	22
表 12: 中国电子商务主要细分市场未来发展预期	23
表 13: 2014 年中国快递企业按业务量排名	23
表 14: 主营业务盈利预测	27

1. 公司简介

1.1 公司发展历程及股权结构

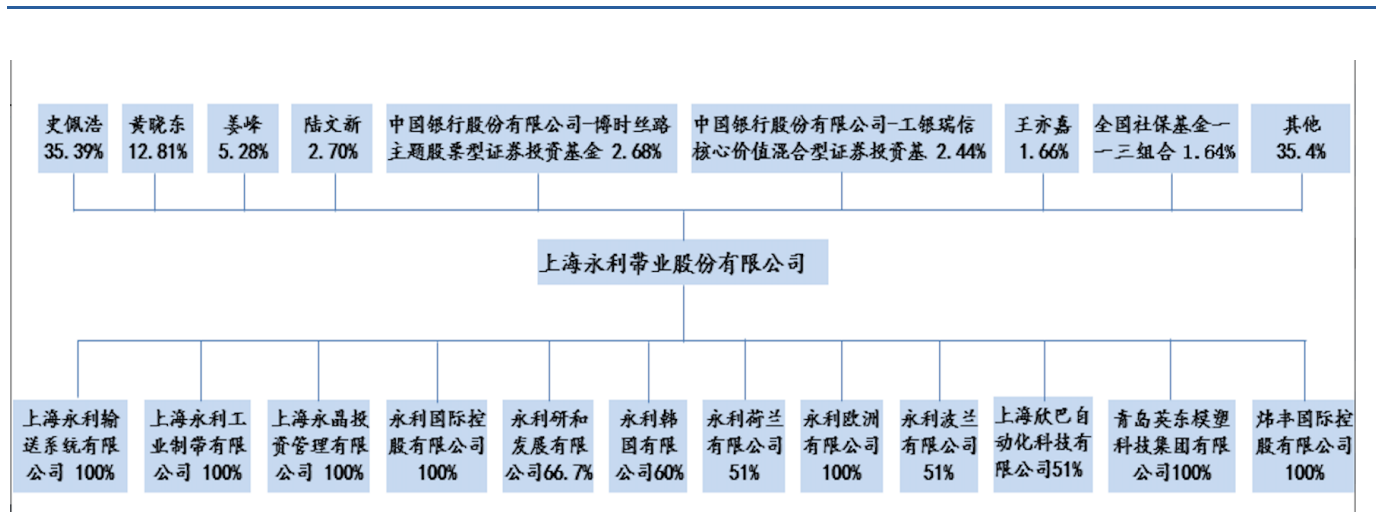
公司前身为上海永利带业制造有限公司，成立于2002年1月10日，以2008年11月30日经审计账面净资产折股整体变更为上海永利带业股份有限公司，注册资本6,300万元，法定代表人史佩浩，注册地址为上海市青浦区徐泾镇徐旺路58号。经过多年的发展，公司目前已经布局三大业务板块：轻型输送带、精密模塑和智能分拣系统。

图 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，长城证券研究

图2: 公司股权结构



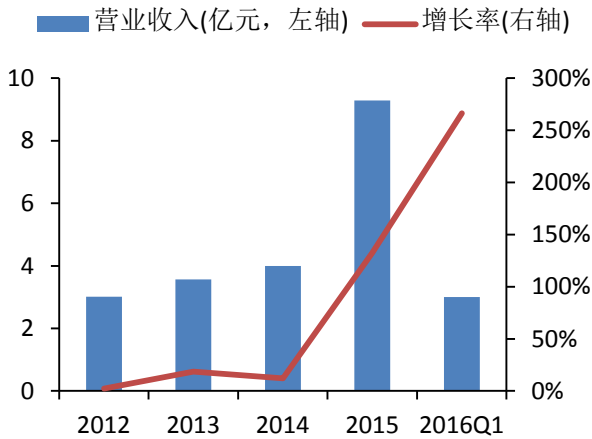
资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

公司第一大股东为公司的法定代表人史佩浩，其持股比例为35.39%，实际控制人为史佩浩和王亦嘉夫妇，史佩浩为公司董事长和总经理。公司股东持股集中，有利于应对市场变化做出快速决策。

1.2 公司盈利能力分析

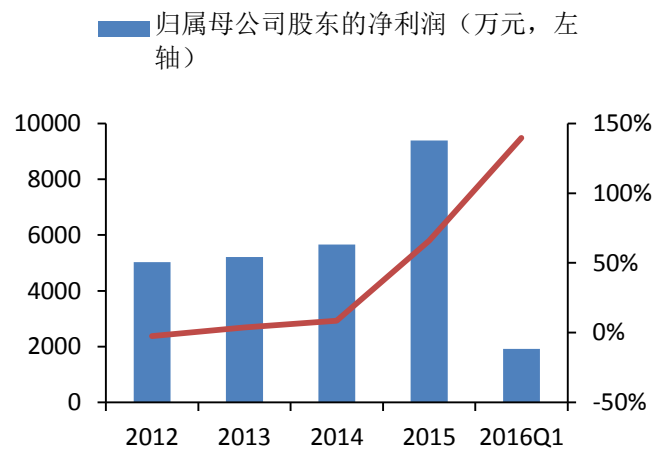
营业收入 2015 年度大幅增加。公司的营收和利润 2015 年出现大幅增加，之前每年的增幅不大。公司 2015 年实现营业收入 92,843.79 万元,同比增长 132.58%;实现净利润 9,392.26 万元,同比增长 66.04%。大幅增加的主要原因是公司 2015 年度业绩合并英东模塑 6 至 12 月份报表，其中英东模塑并表部分的营业收入为 51,751.65 万元,归母净利润为 3,539.56 万元。

图 3: 公司 2015 年度营业收入大幅增长



资料来源: wind, 长城证券研究所

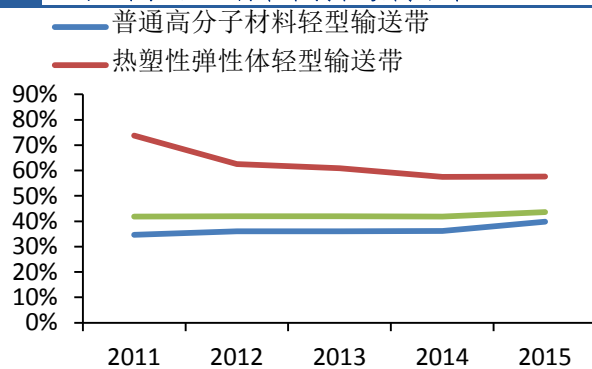
图 4: 公司 2015 年度净利润快速提高



资料来源: wind, 长城证券研究所

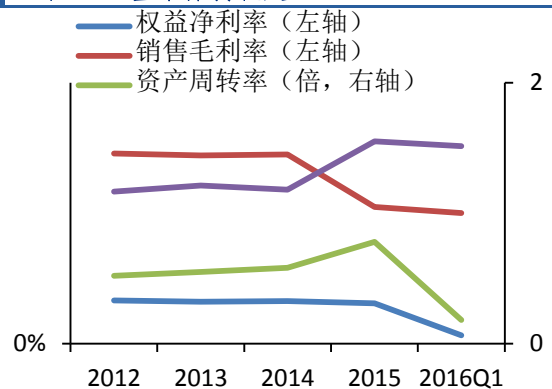
公司主营产品的毛利率维持在较高水平。公司 2013 年度-2015 年度的输送带业务综合毛利率分别为 41.92%、41.91%和 43.59%。分产品来看，公司 2013 年度-2015 年度的热塑性弹性体轻型输送带毛利率分别为 60.91%、57.46%和 57.62%，而公司 2013 年度-2015 年度的普通高分子材料轻型输送带毛利率分别为 35.99%、36.18%和 39.85%。

图 5: 公司主营产品毛利率维持在较高水平



资料来源: wind, 长城证券研究所

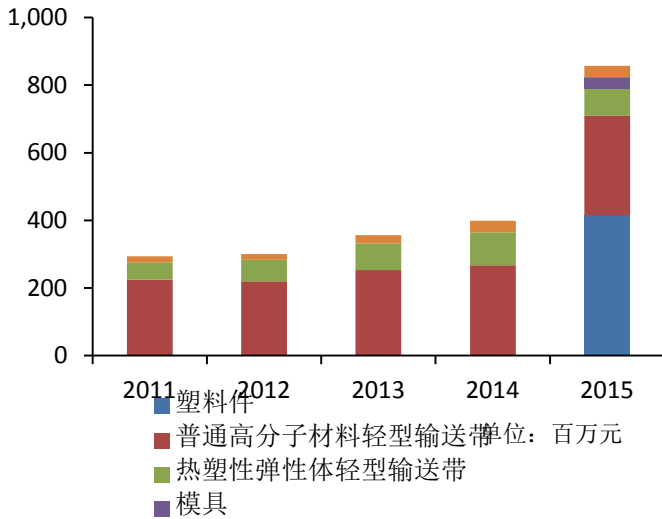
图 6: 公司 ROE 基本保持稳定



资料来源: wind, 长城证券研究所

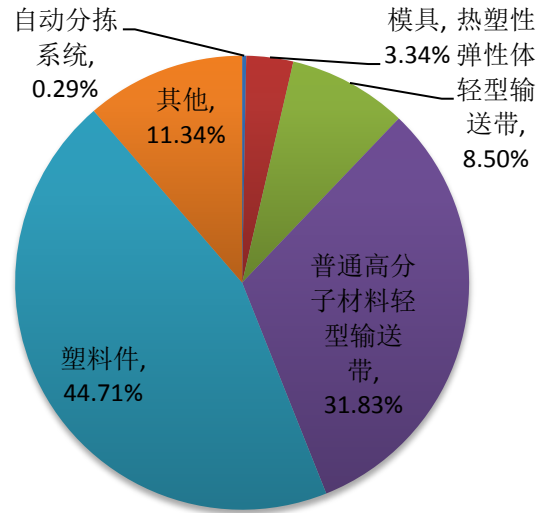
公司 2015 主营构成新增塑料件。由于公司 2015 年度业绩并表英东模塑，所以主营业务构成中新增塑料件，其占比最大，为 44.71%。

图 7: 公司主营业务构成



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 8: 公司 2015 年度主营业务构成比例

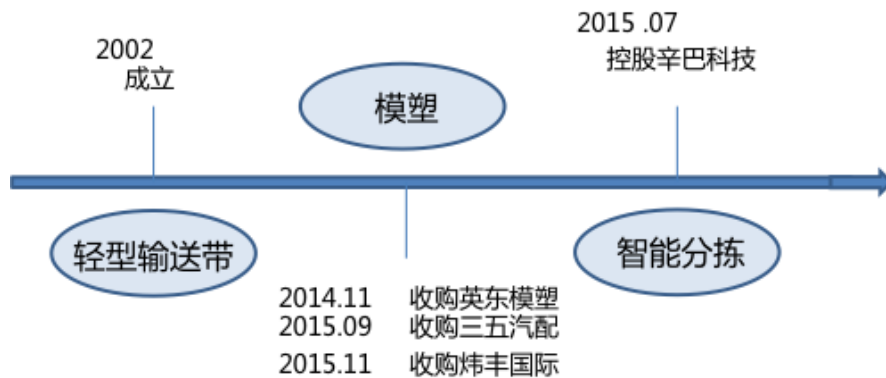


资料来源: wind, 长城证券研究所

1.3 内生外延并举，布局三大业务板块

永利股份是国内最大的轻型输送带制造商，是国家高新技术企业、上海市科技小巨人(培育)企业，专业从事各类轻型输送带的研发、生产及销售。为了实现产业链拓展、新业务开拓这一核心战略，公司自 2014 年开始进行业务外延，通过收购和增资控股切入到精密模塑和智能分拣领域，公司由单一的轻型输送带的研发、生产及销售企业转变为拥有高分子材料轻型输送带、高端精密模塑产品以及智能分拣系统三类业务的公司。

图 9: 公司业务外延历程



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 1: 公司业务外延介绍

被投资公司	主要业务	投资金额	持股比例	协同效应
青岛英东	精密模塑	48,200 万元	100%	与其在塑料链板的设计开发等方面实现优势互补,从而有利于公司的链板业务实现进口替代。此外,公司还可以共享英东模塑在汽车、家电领域的优质客户资源,形成公司新的利润增长点。
欣巴科技	智能分拣	2,249 万元	51%	公司可以共享其产业链上下游的大量合作伙伴及客户资源,以帮助欣巴科技进行市场开拓。此外,欣巴科技可以借鉴公司作为上市公司所拥有的管理理念和运营经验。
三五汽配	精密模塑	6.49 元	100%	直接进入现代汽车总成供货体系,实现从汽车塑料零件到总成供货的突破,和公司其它子公司协同发展,提升汽车塑料零部件的供货资质。
炜丰国际	精密模塑	12.5 亿	100%	进一步提高上市公司的模塑产品的加工精度和产能;同时将公司的生产基地布局扩展至珠三角和东南亚地区,由此英东模塑可进一步将服务半径扩展至华南地区乃至东南亚地区的整车企业或家电企业。此外,炜丰国际的经营业绩和现金流均保持了较高水平,收购炜丰国际将有利于进一步增强公司的盈利能力,提供稳定的经营现金流。最后,收购炜丰国际所进行的定向增发的募集资金一部分用于补充流动资金,能够解决公司未来发展面临的资金压力,满足内生式发展和外延式扩张的营运资金需求。

资料来源:公司公告,长城证券研究所

2. “轻型输送带 + 精密模塑” 双轮驱动

2.1 轻型输送带优势显著,市场空间广阔

轻型输送带重点保证输送,优势明显。轻型输送带是以织物为基地,在表面覆盖高分子改性材料的传输带产品。主要包括经过改性的 PVC、PE、TPU、TPE,新型轻型输送带主要应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,在部分行业如食品加工、纺织印染等,轻型输送带也同时参与加工过程,是自动化生产和输送设备正常工作的关键部件。特别是与传统的橡胶输送带相比,轻型输送带具有显著优势。

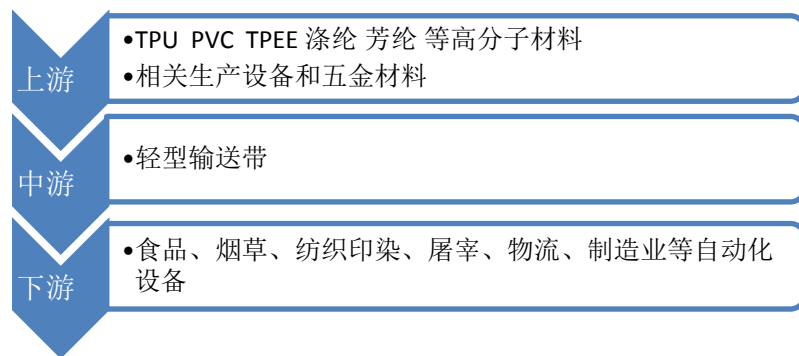
高分子材料改性技术快速发展,应用范围越来越广。高分子材料改性技术使得轻型输送带能够具备各种不同的性能并满足不同行业的使用需要,应用领域不断拓宽。现阶段,在欧洲、美国、日本等自动化程度较高的国家和地区,轻型输送带已经广泛应用于食品加工、物流运输、农产品加工、石材加工、娱乐健身、烟草生产、木材加工、纺织印染、电子制造、印刷包装等行业。

表 2: 轻型输送带优势及下游应用领域

优势	下游应用领域
更加安全卫生,通过选择 TPU 和 PVC 等材质,可以满足食品和烟草等领域无毒的要求。	食品加工行业: 食品加工行业的自动生产线。
改性相关容易,满足多样化的性能需求。	烟草行业: 烟草的主要加工环节,如拣选、烟丝加工、配方、烘干、卷支、灌合、装条、装箱,每道工序全部都是在轻型输送带上进行。
可选覆盖层原料多样,通过选择不同高分子材料,可以满足下游行业多种要求。	纺织印染行业: 轻型输送带在纺织印染行业主要用于纱线生产中的纱锭转动、棉包输送,纺织印花中的印花导带,无纺布生产中的碳帘以及服装制造过程中的输送和检针机带等。其中,印花导带为行业高端产品,对产品精度等要求很高。
重量、厚度远小于橡胶输送带。	屠宰: 肉类屠宰加工过程中肉品的输送以及分切后肉品的包装过程均需要使用轻。屠宰要求传输带容易清洗,表面无裂痕,以满足清洁卫生的要求。
同样性能的轻型传输带,柔韧性更出色。	机场: 机场的输送带主要用于行李和货物的运输、分拣与装卸以及用于安检的 X 光机。
设备轮径更小,满足节能的要求。	物流: 轻型输送带在物流行业被广泛应用于装卸、运输和分拣等,用于运输的输送带要求表面摩擦系数高,用于装卸的要求表面摩擦系数低且耐冲击。

资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 10: 轻型输送带行业产业链



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

节能环保趋势进一步打开市场空间。 轻型输送带根据覆盖层材料的不同,分为普通高分子材料输送带和热塑性弹性体材料输送带。前者和后者的主要覆盖层材料分别为 PVC 和 TPU。与 PVC 相比,TPU 材质本身无毒,在安全环保性能方面要优于 PVC 材质。TPU 类的热塑性弹性体输送带市场需求主要集中在环保节能要求更高的欧美和日本等发达国家,比例为 70%-80%。而国内市场目前仍以 PVC 输送带为主,未来随着国家对安全卫生和环保节能的日益重视,其在国内市场的比重将会逐步上升。

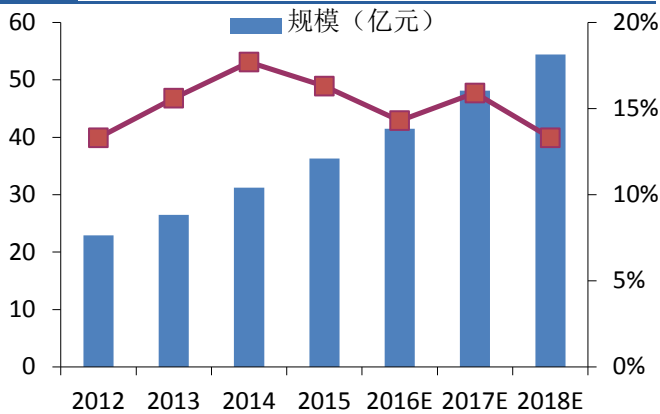
下游行业增长和自动化升级提升输送带需求。 轻型输送带下游行业增长速度保持稳定,行业升级自动化率将不断提高,双重因素作用保证轻型输送带市场稳定增长。2015 年轻型输送带市场为 36 亿元,行业增速稳中加速,根据中国橡胶工业协会的数据,预计 2016、2017、2018 年市场增速分别为 14.3%、15.9%和 13.3%,对应市场容量分别为 41.5 亿元、48.1 亿元和 54.4 亿元。

表 3: 轻型输送带市场规模预测

轻型输送带市场规模		
年份	规模 (亿元)	增速 (%)
2012	22.9	13.3
2013	26.5	15.6
2014	31.2	17.7
2015	36.3	16.3
2016E	41.5	14.3
2017E	48.1	15.9
2018E	54.4	13.3

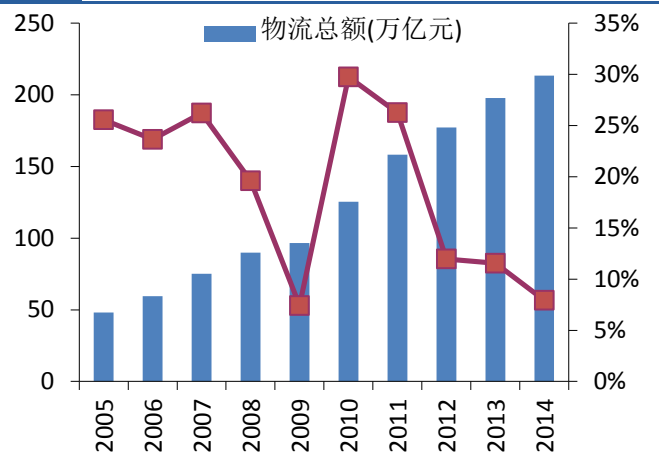
资料来源: 中国橡胶工业协会胶管胶带分会, 长城证券研究所

图 11: 轻型输送带市场规模及其增速



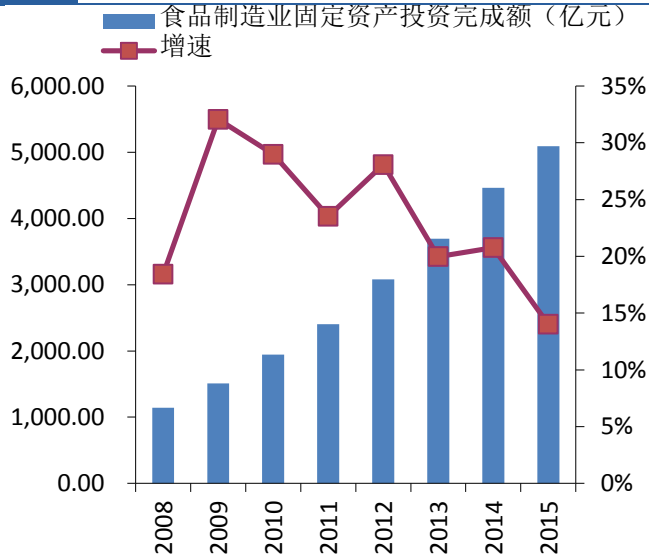
资料来源: 中国橡胶工业协会胶管胶带分会, 长城证券研究所

图 12: 全国物流总额不断增长



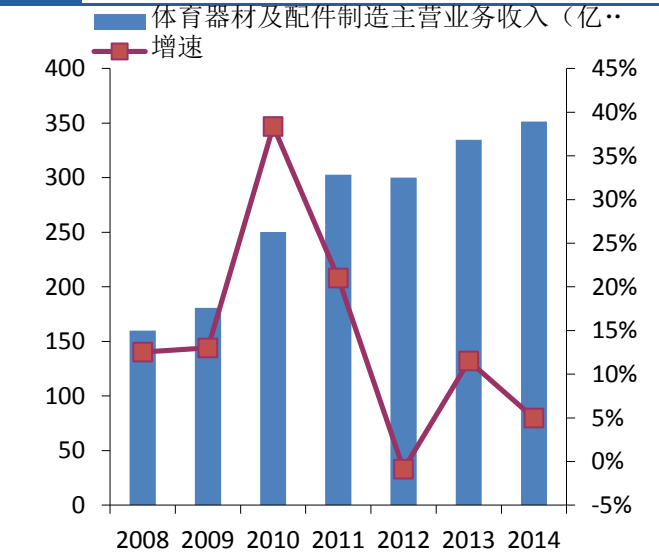
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 13: 食品加工业固定资产投资不断增长



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 14: 体育器材及配件制造平稳增长



资料来源: wind, 长城证券研究所

2.2 轻型输送带高端市场外资处于垄断地位

前三大厂商占据国际市场主导地位。全球轻型输送带的市场主要位于欧洲、北美和亚洲,生产商也多集中于欧、美、日等发达国家和地区,其中全球最大的三家生产商是瑞士Habasit、荷兰Ammeraal和德国Siegling,在全球轻型输送带的市场份额占比达30%左右。在日本和亚太市场,日本的阪东化学、三星皮带、NITTA等公司具有较强的竞争力。由于瑞士Habasit、荷兰Ammeraal和德国Siegling等厂商已经在多年前占据了国际市场主导地位,客户存在先入为主的观念转变时间和更换轻型输送带提供商需要重新评估和熟悉产品,国内厂家深入参与国际市场竞争尚需时日。

国内高端市场外资垄断,低端市场竞争激烈。国内高端市场上由瑞士Habasit、荷兰Ammeraal和德国Siegling等为代表的知名跨国厂商占据。中端市场上主要是跨国厂商在中国的独资或合资公司以及以公司为代表的内资企业。而低端市场份额已由国内民营企业所占据。低端产品主要是PVC轻型输送带,生产厂商逐渐增加,竞争日益激烈。

表 4: 国内市场竞争格局

市场区分	主要厂商	行业应用	输送带材质
高端市场	Habasit、Siegling、Ammeraal等国际知名厂商及其进口代理	印花导带、无纺布炭帘、高端食品带、皮革、机场、精密电子元器件	高端 TPU 产品为主
中端市场	永利股份、上海艾玛拉、沈阳西格林等	食品、医药、烟草行业用带	TPU 和 TPEE
		普通食品加工行业用带、物流、木材、石材、中高档跑步机、农业、电子元器件等有特殊性能要求的行业用带	PVC 和 TPU
低端市场	永利股份、其他国内厂商	通用型 PVC 输送带	PVC

资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究所

2.3 行业内龙头企业, 技术实力雄厚

中国输送带行业内规模最大, 技术领先。公司是国内规模最大的轻型输送带生产制造企业, 公司的输送带产品有普通高分子材料和热塑性弹性体材料输送带两种。产品规格近 1,500 种, 在石材、种业、健身娱乐、烟草等部分行业的输送带应用已替代国外品牌。目前公司已申请相关专利 100 多项, 整体技术水平处于国内领先地位。公司的客户资源丰富, 客户数量为 4000 多家, 其中包括京东、顺丰、四通一达等著名企业。截至 2013 年, 公司市场占有率达到 11%, 市场份额为国内第一。

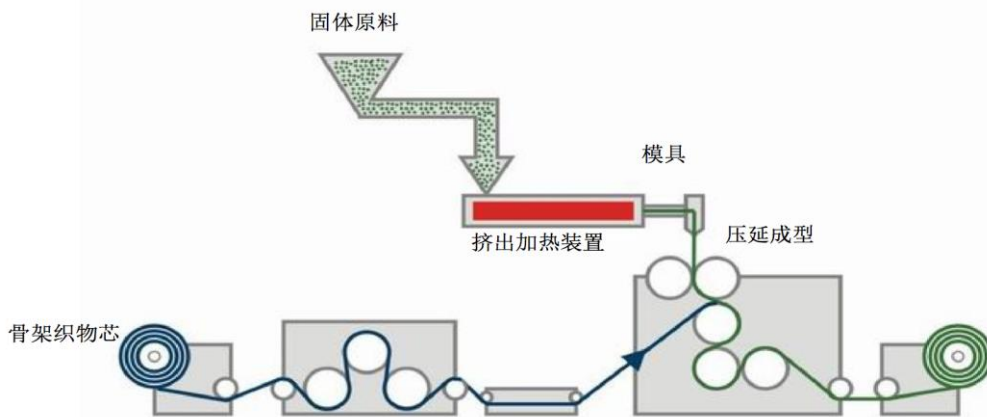
表 5: 中国前十大轻型输送带生产企业

排名	公司	市场占有率
1	上海永利	11%
2	Ammeraal(China)	9%
3	Habasit (China)	8%
4	Siegling (China)	7%
5	无锡顺晟	5%
6	江阴天祥	5%
7	江阴科强	3%
8	上海顺耐	2%
9	绍兴华夏	2%
10	无锡联达	2%

资料来源：中国橡胶工业协会，长城证券研究所

掌握压延工艺，定位中高端市场。TPU、TPEE 等热塑性弹性体输送带以压延工艺为主，2009 年 5 月，公司压延工艺实验成功，并于当年实现小批量生产热塑性弹性体输送带产品，这标志着公司成为国内首家掌握压延工艺的企业。相对涂覆法而言，压延工艺具有能确保更高的生产精度、材料特性的破坏程度低、生产效率高、环保节能等优点，在高端热塑性弹性体输送带产品生产方面，压延工艺将是行业未来发展的方向。公司在低端市场具有产品定价权，在中端市场具有主导地位，公司凭借雄厚的技术实力和较高性价比的产品，已经在高端市场对外资品牌形成一定的压力。随着公司海外市场的进一步打开和国内进口替代的逐步实现，公司的热塑性弹性体输送带将占据更大的市场份额。

图15：压延法生产工艺



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

加大产品线延伸，提高市场拓展力度。公司积极研发新产品（主要为塑料链板输送带，还有同步带和片基带）的相关核心技术，塑料链板输送带作为一种新型输送带，其具有如下优势：高强度、耐酸、碱、盐水等特点，温度范围广、防粘性佳，可加档板，提升角度大，容易清洗，维修简单，可用于各种环境下的输送。目前国内塑料链板企业的发展尚处于初级阶段，市场规模大、利润率高、技术含量及进入门槛均较高。英东模塑的研发设计实力可以为公司开发塑料链板新产品提供技术支撑。公司有望利用在高分子材料及客户应用等方面的共通性，延伸轻型输送的产品线，进入新的市场领域，推动公司业务规模进一步扩大。

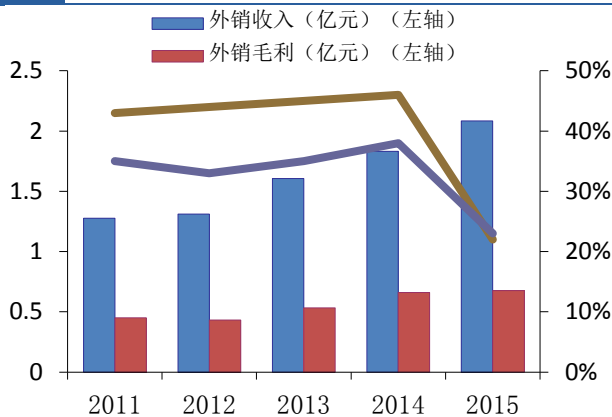
图16：塑料链板输送带



资料来源：公司公告，长城证券研究所

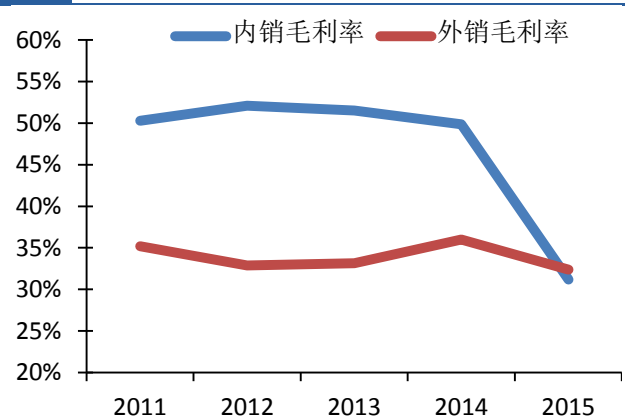
海外布局持续进行中。公司所从事的轻型输送带的发源地为欧洲,目前主要生产和消费地均为欧美等发达国家,因此随着公司规模的不增长和技术研发水平的不断提高,不断拓展海外市场,在国际范围内与全球一流的输送带生产厂商相竞争将成为必然趋势。经过多年的海外市场拓展,本公司与亚洲、大洋洲、欧洲、非洲、美洲的数十家客户建立了稳定的合作关系。由于公司对海外市场不够熟悉,因而采用经销模式,产品毛利率水平较国内直销有所降低。

图 17: 公司外销收入持续增加



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 18: 公司国内外销售毛利率差距缩小



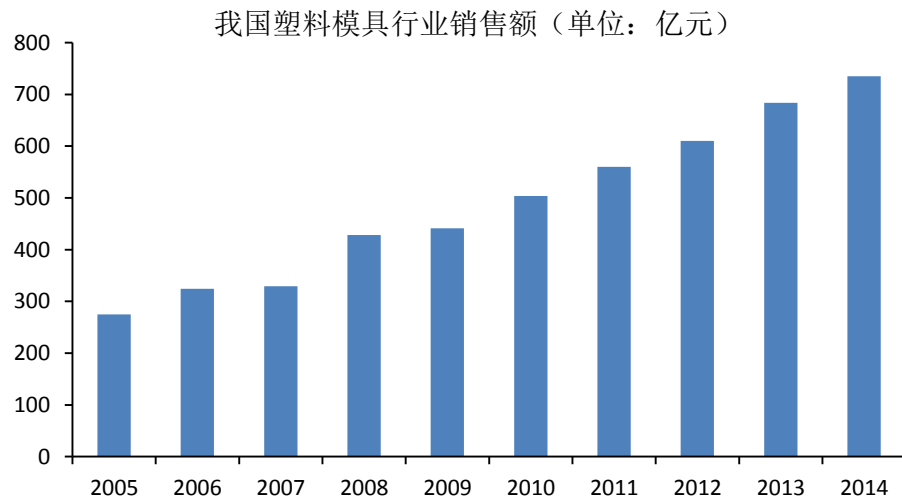
资料来源: wind, 长城证券研究所

2.4 精密模塑下游应用领域广阔

模塑市场空间非常广阔。模具是工业生产的基础工艺装备,在电子、汽车、电机、电器、仪表、家电和通讯等产品中,60%-80%的零部件都依靠模具成形,模具质量的高低决定着产品质量的高低,因此,模具被称之为“百业之母”。由于汽车、摩托车、家电等下游制造行业占据了塑料模具产品80%以上市场需求,相关主机产品“以塑代钢”的趋势十分明显,进一步推动了相关塑料模具及注塑件产品的市场需求,也为国内塑料模具特别是中高端精密塑料模具以及注塑件产品的生产企业提供了广阔的市场空间。根据中国模具工业协会数据,目前塑料模具已占据国内模具总产值的45%,成为最主要的一种模具产品。2005-2014年,我国塑料模具销售额由275亿元增长至735亿元,年复合增长率约12%。

高端模具较多依赖进口,进口替代空间大。目前,我国模具行业规模上仅次于日本和美国,但大多集中在中低档领域,技术水平和附加值偏低,模具使用寿命较发达国家低30%-50%,行业集中度不高。在以精密、大型、复杂、长寿命模具为代表的高档模具方面,对进口产品的依赖程度仍然较高,因此未来的高端精密模塑的进口替代空间很大。

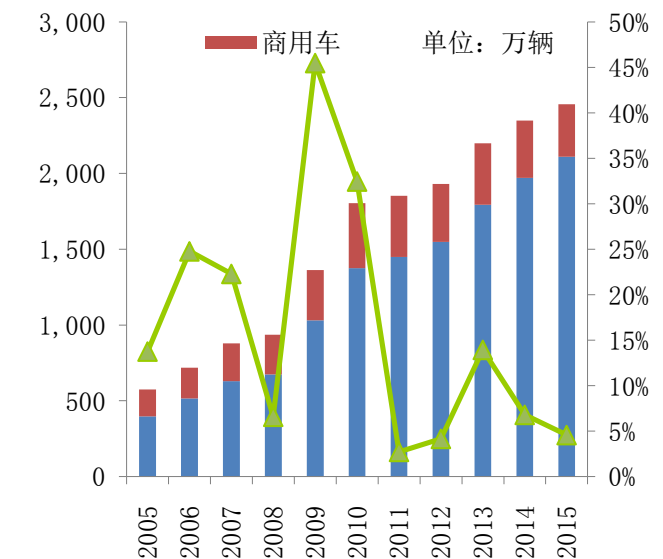
图 19: 我国塑料模具行业销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 中国模具工业协会, 长城证券研究所

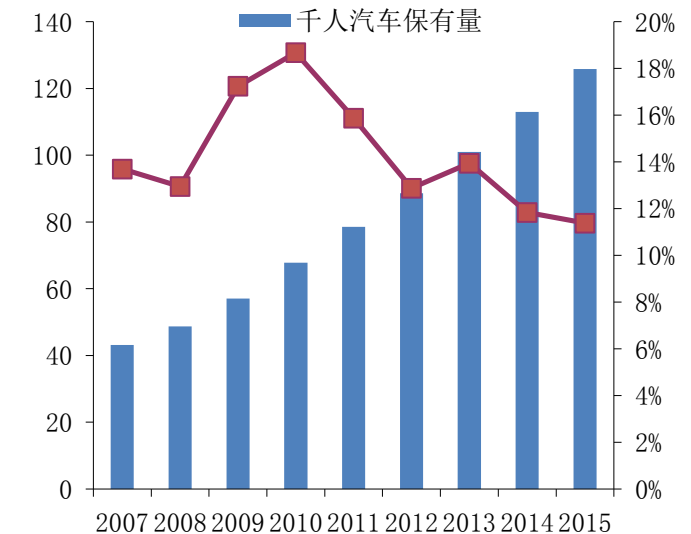
汽车用塑料零部件行业搭上顺风车。汽车行业是我国重要的模具消费市场, 生产一台普通轿车需要各类模具上千副及大量注塑零部件。目前, 我国模具行业中 30%左右的模具及配套产品是为汽车行业配套的, 90%以上的汽车塑料零件都是通过塑料模具生产的。根据中国汽车工业协会数据显示, 2013 年底中国汽车保有量接近 1.2 亿辆, 千人口汽车保有量提高至接近 90 辆, 相比美国(993 辆)、日本(624 辆)、韩国(377 辆)等国, 中国汽车保有量长期仍有提升空间。在汽车使用塑料量上, 目前发达国家制造的汽车单车塑料平均使用量为 150 公斤, 预计 2020 年将达到 500 公斤; 而我国国产车的单车塑料平均使用量为 100 公斤, 远低于发达国家水平。根据国务院《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020)》, 未来几年我国汽车工业将轻量化材料的应用作为实现综合工况燃料消耗量下降的重要技术方向。据此预计, 未来几年我国汽车行业塑化比率将进一步提高, 将增加高精度、高稳定性的注塑件产品的需求。

图 20: 中国商用车和乘用车增长趋势



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 21: 中国千人口汽车保有量增长趋势

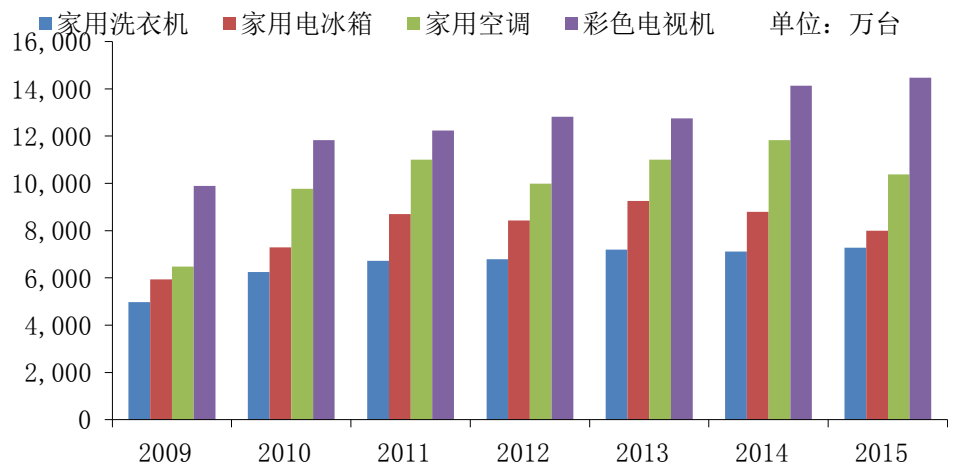


资料来源: wind, 长城证券研究所

家电行业带来模塑快速发展。家电行业是我国的重要制造业部门, 近年来一直处于快速发展时期。2014 年家电行业主营业务收入 14,139.1 亿元, 累计同比增长 10.0%。此外城镇化带来的住房类型变化、生活习惯改变等将催生巨大的家电需求, 以 2013 年城镇化率、

家电户均保有量静态测算人口转化效应对家电销售的影响,经测算城镇化率每提升一个百分点,将拉动洗衣机、冰箱、空调和电视消费合计 2016 万台,占新增需求的比例为 28%,占总需求的比例为 10%。根据国务院《国家新型城镇化规划》,2020 年我国要实现常住人口城镇化率 60%,预计未来每年城镇化率将提高 1%。城镇化率的稳步增长将为家电产业的未来增长奠定良好的基础,从而有效拉动家电塑料零部件行业的的市场需求。我国家电产品逐渐向高端化、个性化和轻量化发展,家电产品更新换代的速度明显加快。在家电产品的主要原材料中,塑料以其重量轻、密度小、回收再利用率高、设计自由度高和加工性能好等特点迅速得到推广和普及。据统计,塑料在我国家电产品的原材料用量中的重量占比已经达到 40%,仅次于钢材。随着家电产品向轻量化和个性化方向发展,家电产品“以塑代钢”的趋势将进一步加强,塑料的用量比例将进一步提升。

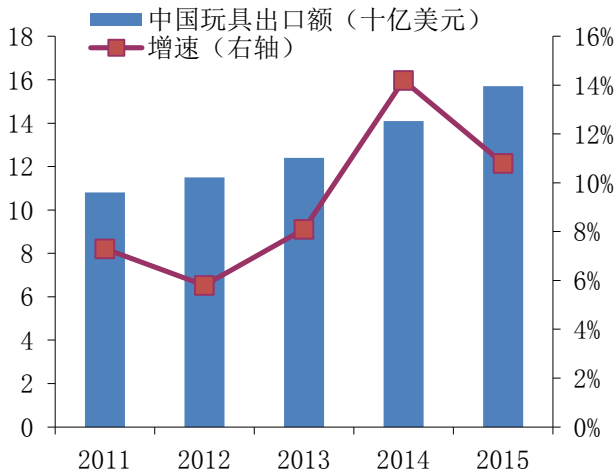
图 22: 2009-2015 年四大家电产量增长情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

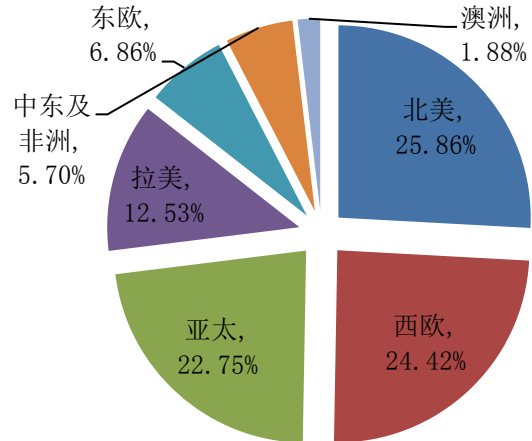
下游玩具行业市场空间极大。塑料玩具种类丰富,是玩具行业最重要的产品线之一,玩具的消费与一个国家的经济发展水平、儿童人数以及国民受教育程度密切相关,根据上海塑料行业协会数据:美国是世界最大的玩具消费市场,人均玩具消费达 340 美元,玩具销量占世界总销量的 30%。而欧盟每年进口玩具 60-90 亿欧元,其中从中国进口的占 66%-80%,也是中国的重要玩具出口市场。2014 年全年出口金额达 141.39 亿美元,同比增长 14.14%,较 2006 年增长 100%,年均复合增长率为 9%。我国是全球最大的玩具生产国和出口国,玩具企业数量众多,截至 2015 年 7 月,规模以上玩具企业 1,447 家(wind 资讯),各类玩具企业数量超过 2 万家(江苏出入境检验检疫局数据),玩具外销为主,自主品牌较少,目前在中低端玩具市场因价格较低而具有较强的竞争力,但高端市场被外国品牌主导。此外,我国人均儿童玩具消费远低于发达国家,根据公开资料,美国儿童人均玩具消费超中国 20 倍,中国玩具市场仍有极大的发展空间。

图 23: 中国玩具出口额增长趋势



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 24: 2013 年全球玩具销售额分布情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

2.5 收购青岛英东，切入精密模塑行业

收购青岛英东，切入精密模塑行业。英东模塑专注于向汽车及家电行业的高端品牌客户提供精密模塑产品,目前主要产品包括汽车内饰、汽车外饰、座椅、发动机舱盖等汽车塑料零部件,电视机、冰箱、洗衣机等家电塑料零部件,以及家电和汽车塑料零部件模具。

客户资源优质，产品定位高端。英东模塑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、上海通用、上海大众、华晨宝马、北京现代、长安福特、北京奔驰、捷豹路虎、一汽大众、上汽、北汽、江淮汽车等汽车厂商及索尼、东芝、LG、海尔等家电企业配套供货。此外,英东模塑将生产基地布局在用户较为集中的区域,主要在环渤海、长三角区。

表 6: 主营产品类型

产品类别	产品规格	主要终端客户	产品技术
汽车类	把手/门板/仪表台面板/座椅/保险杠分总成	一汽丰田、长安马自达、上海通用、上海大众、华晨宝马、北京现代、长安福特、北京奔驰、捷豹路虎、一汽大众、上汽、北汽、江淮汽车	气体辅助成型技术、IMD、双色注塑、超声波焊接、织物覆盖低压成型技术、高光喷涂、双色一次烫印
黑色家电类	电视机前面框/中框/后盖/底座模块	索尼、东芝、LG、夏普	RHCM (高速高温成型) 技术; 气辅技术; Superchange 技术; UV/PU (高光涂装) 技术
白色家电类	洗衣机台面板/观察窗/料盒/控制面板/底座等模块 冰箱冷藏室、冷冻室和外观全套塑料件	LG、海尔、海信	超声热熔粘结技术; 精雕技术; 多色网印技术

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 7: 英东模塑 2015-2017 年业绩承诺 (万元)

年度	2015	2016	2017
扣非归母 净利润	4000	5000	6250

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2.6 收购炜丰国际, 扩展高端模塑业务

专注高端模塑, 核心优势突出。炜丰国际是一家专注高精密塑胶模具及零部件生产的跨国企业。炜丰国际在模塑行业的核心优势在于: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;“及时生产(Just In Time)”一站式的客户服务体系。

共享客户资源, 强化协同效应。炜丰国际的产品先后涉足家电、通讯、汽车、医疗器械及高精密塑胶玩具等, 其核心客户全部为国际知名企业,包括全球知名教育玩具集团 LEGO、台湾网络通讯设备制造领导厂商 Cal-Comp、北美最大的掌上电子设备保护产品厂商等。通过收购炜丰国际公司模塑业务的下游客户由原有的汽车和家电企业扩展到教育玩具、消费电子、通信设备等更加广泛的客户领域;同时,炜丰国际的技术和管理优势将进一步提升公司在模具设计开发和注塑工艺的技术及质量管理水平;炜丰国际的客户均为国际知名企业,可进一步优化上市公司的收入构成和 market 分布。

表 8: 炜丰国际 2015-2017 年业绩承诺 (万元, 港币)

年度	2015	2016	2017	2018
扣非归母 净利润	13,434.30	16,121.10	17,708.80	19,540.80

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

3. 切入智能分拣千亿蓝海市场

3.1 智能分拣系统是物流装备中的核心部件

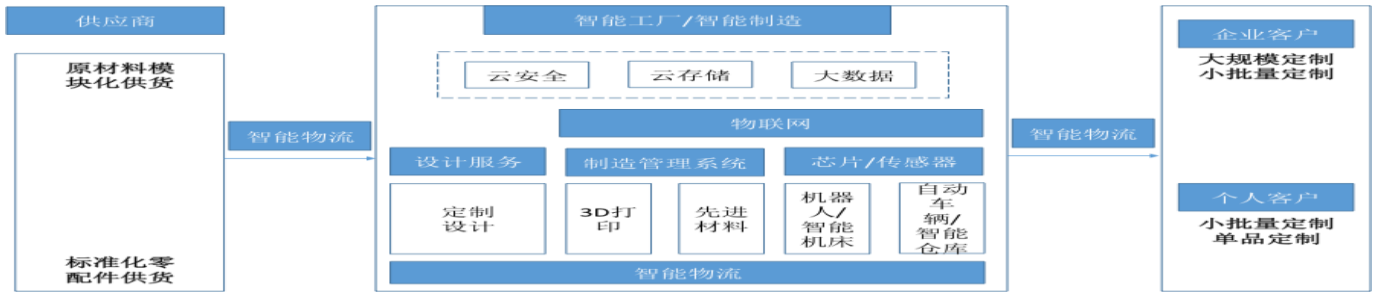
智能物流是工业 4.0 的重要组成部分。工业 4.0 时代, 客户需求高度个性化, 产品创新周期继续缩短, 生产节拍不断加快, 物流作为工业生产的重要组成部分, 也面临了巨大挑战。智能物流大大提高了工业效率, 是工业 4.0 的核心组成部分。

表 9: 生产与物流在工业 4.0 道路上的发展阶段

	昨天 (工业 1.0/2.0)	今天 (工业 3.0)	明天 (工业 4.0)
超级系统	模拟交际	互联网和内部网	物联网
系统	新科学管理主义, 运输、转运及 储存功能	精益生产, 精益物流	智能工厂, 认知物流
子系统	机械化	自动化	虚拟化

资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

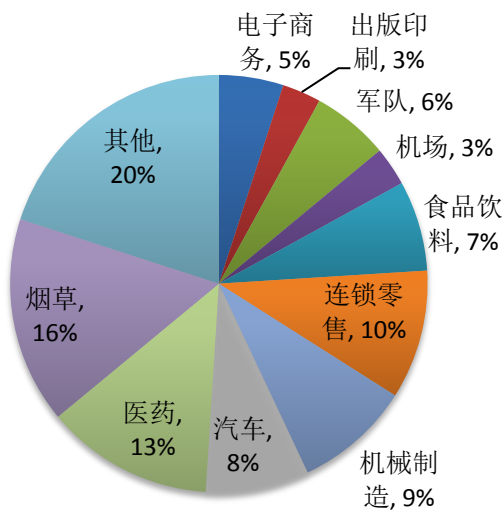
图 25: 智能物流在工业 4.0 生态系统中占据重要作用



资料来源：公开资料，长城证券研究所

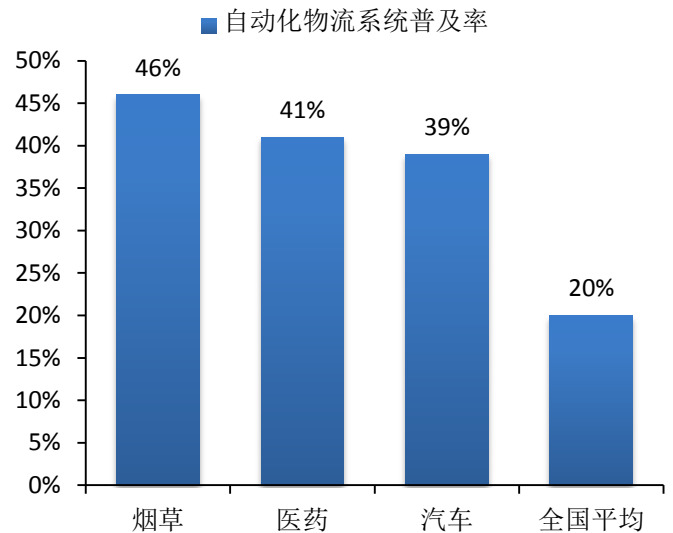
工业应用市场远大于电商。截至 2014 年底，全国累计建成的自动化立体库已超过 2,500 座，目前已建成的自动化物流系统中，电子商务仅占 5%，而医药、机械制造、汽车等制造行业占比更大。2015 年，中国自动化物流装备系统市场规模约 583 亿元，同比增长 25.7%。其中，自动化输送+自动化分拣设备的市场规模约 216.2 亿元，占比约 37.1%。预计 2016 年该市场的涨幅为 38%。到 2020 年中国自动化物流装备系统市场规模有望达到 1745 亿元，其中自动化输送+分拣设备为 689.3 亿元。

图 26：物流自动化行业分布



资料来源：公开资料，长城证券研究所

图 27：分行业自动化物流普及程度



资料来源：公开资料，长城证券研究所

智能分拣系统是物流装备中的核心部件。在一个完整的自动化物流仓储系统中，输送+分拣设备的占比高达 36% 以上，是所有设备中价值量最高的，其次为自动化仓库、货架、电脑软硬件等，输送分拣设备是物流自动化中的关键核心设备。在智能物流的核心设备中，自动输送机和自动分拣系统的增速最高，为 35%。因此，输送分拣装备可以跟随整个智能物流行业的爆发而迎来巨大的市场需求。根据中国物流技术协会的数据，2013 年自动输送和分拣设备市场规模约 123 亿元，2015 年市场规模可达 206 亿。

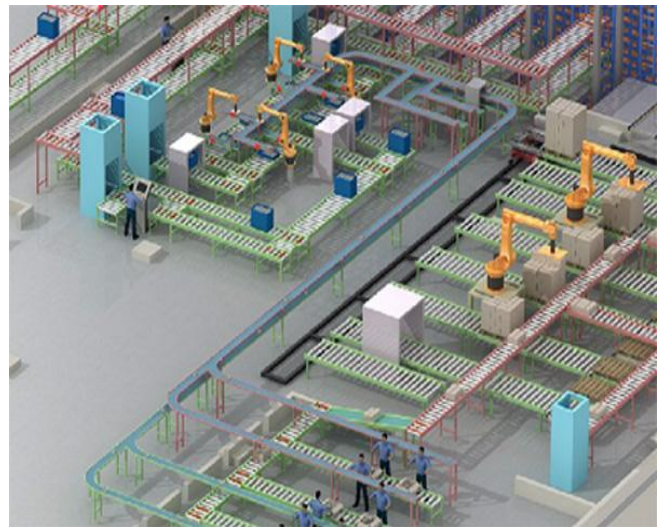
表 10: 2014 年我国物流装备行业各个细分领域增速

分类	2013 年市场 总额 (亿元)	增速 (%)	2014 年市场 总额 (亿元)	比重 (%)
自动化仓库	80.46	26%	101.38	23.87%
台车和 AGV	24.73	30%	27.20	7.57%
自动分拣系统	36.75	35%	49.61	11.68%
电脑软硬件	40.68	30%	52.88	12.45%
自动输送机	85.96	35%	116.05	27.32%
货架	46.29	25%	57.86	13.62%
其他	45.10	30%	58.63	13.80%
合计	360	18%	424.80	100%

资料来源: 中国物流技术协会信息中心, 长城证券研究所

智能分拣系统介绍。智能分拣系统一般由控制装置、分类装置、输送装置及分拣道口组成。控制装置的作用是识别、接收和处理分拣信号。分类装置的作用是根据控制装置发出的分拣指示, 使改变在输送装置上的运行方向进入其它输送机或进入分拣道口。输送装置的主要组成部分是传送带或输送机。分拣道口是已分拣商品脱离主输送机 (或主传送带) 进入集货区域的通道, 一般由钢带、皮带、滚筒等组成滑道。以上四部分装置通过计算机网络联结在一起, 配合人工控制及相应的人工处理环节构成一个完整的自动分拣系统。其主要特点为: 能连续、大量的来给货物分类, 分类错误率极低, 基本实现无人操作排序。

图 28: 智能分拣系统示意图



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图29：自动输送与分拣系统市场快速增长



资料来源：国家邮政局、艾瑞咨询，长城证券研究所

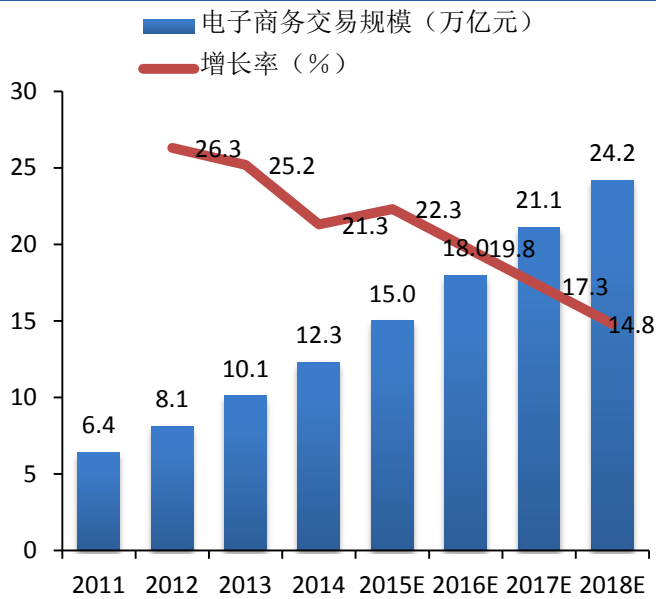
3.2 电商和网购快速发展，带动快递规模扩大

国家层面推动，宏观政策不断加码物流产业。近年来，国家相继出台一系列政策促进物流行业向自动化信息化转型升级。特别是近日印发的《2016-2020 年全国电子商务物流规划》中提出，提高电子商务物流信息化水平成为主要任务之一，推动智能分拣系统等新兴信息技术应用，提升物流设施设备智能化水平。

电商和网购规模快速扩大。根据艾瑞咨询数据，2014 年中国电子商务市场交易规模为 12.3 万亿元，同比增长 21.3%；其中，B2B 电子商务市场占比超七成，网络购物占比超两成，交易规模高达 2.8 万亿，增长 48.7%；中小企业 B2B 电商市场营收增长超三成；网络购物年度线上渗透率首次突破 10%；移动购物市场规模增速超 200%。未来几年，移动购物预计将保持 48% 的复合增长率，成为网络购物市场快速发展的主要推动力，其占比预计在 2016 年超过 PC。在移动互联网等新技术的推动下，信息消费经济快速增长，电子商务引发的物流设备、仓储和配送需求呈现高速增长态势。电子商务平台的高速发展带动的快递行业对智能分拣产生了更大的需求。

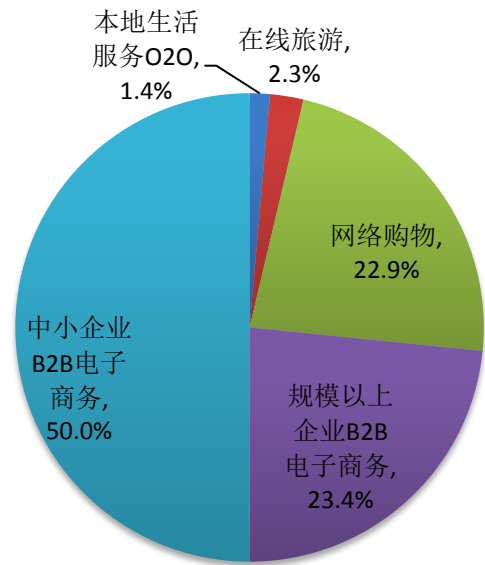
“快递不快”成瓶颈，人工分拣难以为继。电子商务和网购的快速兴起，也给我国的物流快递行业带来了前所未有的机遇和挑战。“快递不快”成为制约我国目前电子商务发展的一大瓶颈。电子商务市场放大了传统商业模式下的销量波动，2010 年“双十一”包裹数量仅为 1000 万个，到 2015 年已经达到了 6.78 亿个。但从快递员每年的产出效率来看，每个快递员每年快递负荷量并没有显著增加，基本稳定在每年 6000 个至 7000 个包裹，快递行业的自动化水平未明显提升，普遍采用人工分拣的传统快递企业根本难以应对。而智能分拣系统可以实现分拣的自动化、降低工人劳动强度的目的，有效降低分拣错误率、加快分拣速度、提高作业率和降低相关作业成本。

图 30: 2011-2018 年中国电子商务市场交易规模



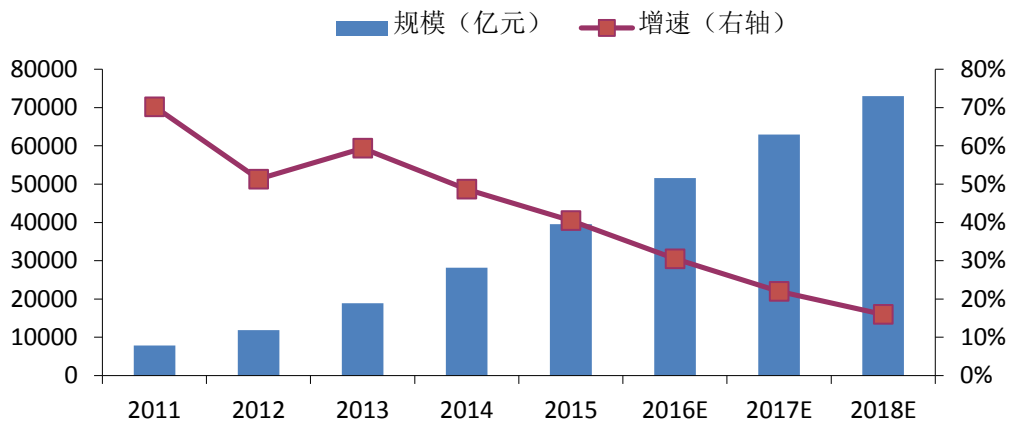
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

图 31: 2014 年中国电子商务市场细分行业构成



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

图 32: 2011-2018 年中国网络购物市场交易规模



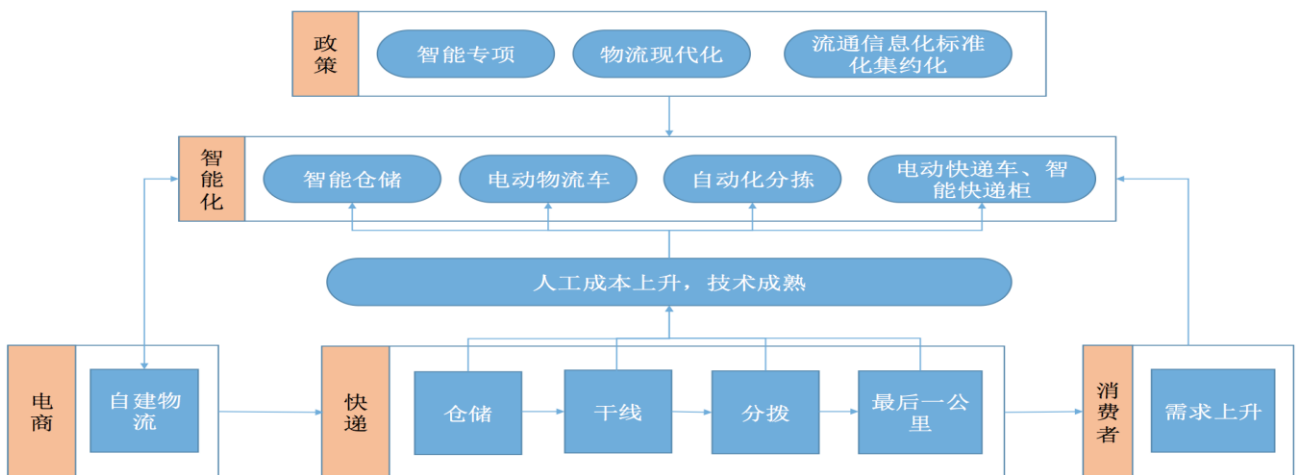
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

表 11: 物流行业相关政策

时间	部门	政策文件	主要内容
2009.02	国务院	《物流业调整振兴规划》	正式将物流行业纳入国家十大产业振兴规划
2011.03	国务院	《国民经济和社会发展十二五规划纲要》	建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系，大力发展第三方物流，推广现代物流管理
2011.06	国务院	物流业发展“国八条”	改进对物流企业的管理、鼓励整合物流设施资源、推进物流技术创新和应用等
2011.08	国务院	物流业发展“国九条”	其中涉及物流管理体制、行业资源整合、技术创新应用等
2013.06	交通部	《关于交通运输推进物流业务健康发展的指导意见》	培育物流行业龙头骨干企业，实现到 2020 年，全国基本建成便捷高效、安全绿色的交通运输物流服务体系，传统交通运输转型升级取得明显突破
2014.06	国务院	《物流业发展中长期规划》	以提高物流效率、降低物流成本、减轻资源和环境压力为重点，以市场为导向，以改革开放为动力，以先进技术为支撑，积极营造有利于现代物流业发展的政策环境
2014.10	国务院	《物流业发展中长期规划（2014-2020）年》	基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系，物流的社会化、专业化水平进一步提升
2015.10	国务院	《有关促进快递业发展的若干意见》	支持骨干企业建设工程技术中心，开展智能终端、自动分拣、机械化装卸、冷链快递等技术装备的研发应用
2016.03	发改委、商务部、工信部等	《关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》	大力加强物流短板领域建设，加快健全完善物流基础设施网络，提高物流运行质量和效益，提升物流业整体发展和服务水平
2016.03	国务院	《政府工作报告》	鼓励线上线下互动，推动实体商业创新转型，完善物流配送网络，促进快递业健康发展

资料来源：智研数据中心，长城证券研究所

图33: 快递产业链



资料来源：智研数据中心，长城证券研究所

表 12: 中国电子商务主要细分市场未来发展预期

大类别	小类别	2014 年规模 (亿元)	2018 年规模 (亿元)	CAGR (2014-2018 年)
B2B 电子商务	中小企业 B2B 电子商务	61358.6	116627.3	17.4%
	规模以上企业 B2B 电子商务	28782.6	42140.1	10.0%
网络购物	网络购物 (移动 + PC)	28145.1	73000.0	26.9%
	移动网络购物	9297.1	45039.7	48.4%
	PC 网络购物	18848.0	27960.7	10.4%
在线旅游	在线机票	1607.3	3250.0	19.2%
	在线酒店	636.1	1620.0	26.3%
	在线度假	426.5	1286.7	31.8%
O2O	餐饮 O2O	941.9	2127.3	22.6%
	休闲娱乐 O2O	660.0	1521.5	23.2%
	婚庆 O2O	45.2	227.1	49.7%
	亲子 O2O	55.7	135.9	25.0%
	美容美护 O2O	54.1	88.7	13.2%

资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

3.3 人工成本不断攀升成物流行业盈利痛点

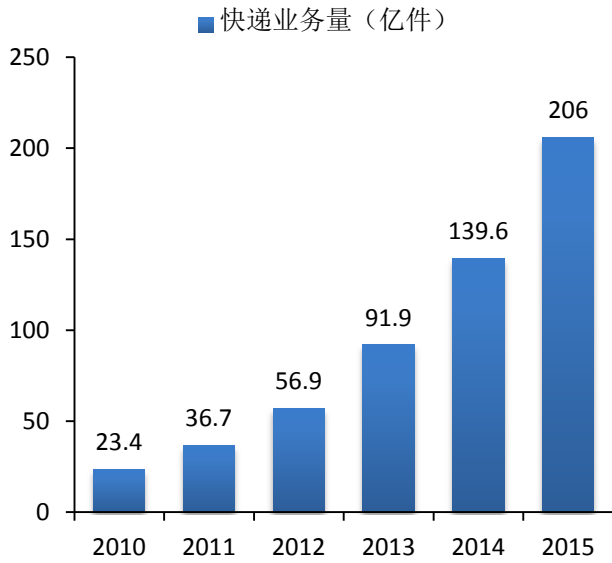
业务增长, 价格降低。随着电子商务的发展, 国内快递业务也进入了高速成长的通道, 2011-2014 年快递业务量年均复合增速达到 56%, 业务收入年均增长近 40%。根据国务院 2015 年 10 月分布的《关于促进快递业发展的若干意见》, 2020 年快递业务量目标达到 500-700 亿件。但是同时快递业务单价逐年下降, 可以看出快递业竞争激烈, 同质化严重, 主要依靠价格战进行竞争, 这不断地压缩快递业的利润空间。网点数量的增加加剧了快递行业人力、物力成本负担。对于快递公司而言, 节约成本、提高工作效率势在必行, 信息化集成化自动化升级、淘汰落后中间过程必然是其保持长期竞争力的发展方向。

表 13: 2014 年中国快递企业按业务量排名

2014 年业务量排名	快递公司	网点数	2014 年市场份额	员工数 (万)	车辆	加盟/直营
1	申通快递	10000	17%	20	-	加盟 + 直营
2	圆通快递	20000	15%	22	30000	加盟 + 直营
3	中通快递	10000	10%	20	40000	加盟 + 直营
4	顺丰速运	12000	8%	34	16000	直营
5	韵达快运	10000	-	10	-	加盟 + 直营
6	邮政速递	45000	-	10	10000	直营
7	百世快递	14000	-	10	-	加盟 + 直营
8	京东快递	覆盖全国区县 2000+	-	-	-	直营

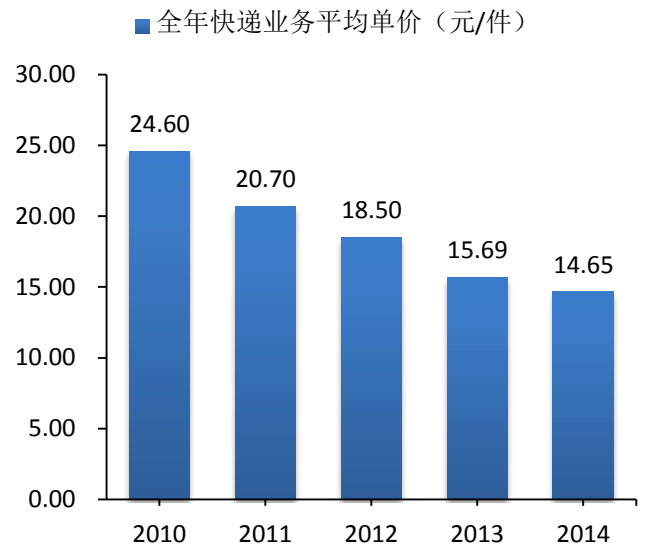
资料来源: 智研数据中心, 长城证券研究所

图 34: 中国快递业业务量呈增长趋势



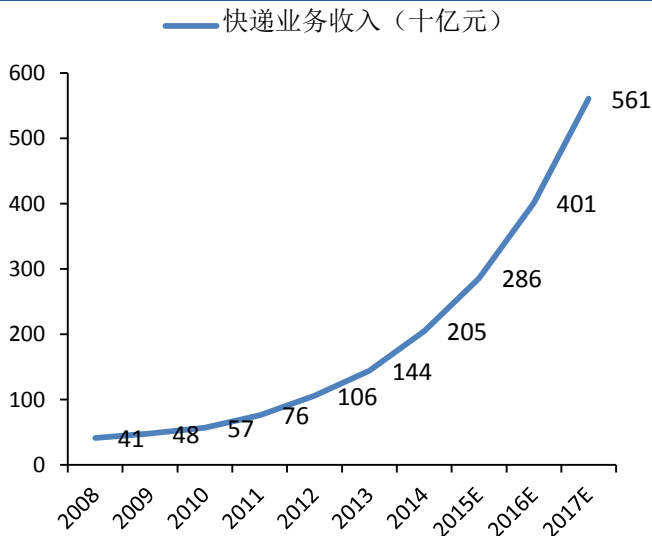
资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 35: 快递业业务平均单价呈下降趋势



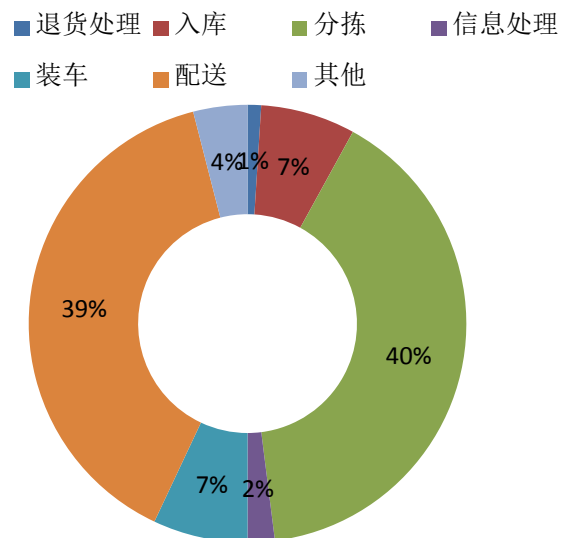
资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 36: 中国快递业业务收入增长趋势



资料来源: 产业信息网, 长城证券研究所

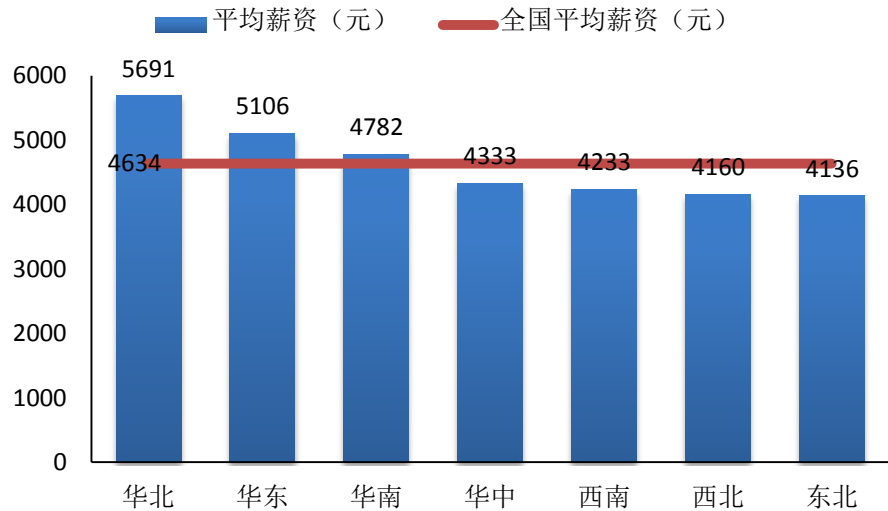
图 37: 转运中心物流成本构成



资料来源: 阿里研究院, 长城证券研究所

人力成本过高导致利润率过低。目前, 中国快递企业人工成本约占总收入的 35%-40%, 快递人工薪酬成本今年年来复合涨幅超过 20%, 运输成本约占总收入的 25%-40%。快递行业属于人力资本密集型行业, 管理较为粗放, 行业壁垒不高。作为典型的劳动密集型行业, 快递行业的人力成本占比很高, 在分拨转运站的分拣、分仓仓储等环节均有较大的自动化提升空间。

图 38: 2015 年 11 月七大区域物流人就业人员薪资



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

全球物流市场持续增长, 中国位居第一。据 Armstrong & Associates 的最新数据显示, 截至 2013 年底, 全球物流业市场的规模已经超过 8.5 万亿美元, 相比于 2009 年 6.62 万亿美元的规模增长 29.58%, 年复合增长率为 6.69%。2013 年中国物流业市场规模达 1.59 万亿美元, 占全球的 18.6%, 继 2012 年后再次位居世界第一。预计未来几年, 随着各国经济复苏, 全球物流业仍将快速发展, 2015 年市场规模将可能达到 9.18 万亿美元。

我国物流总费用居高不下, 效率有待提升。尽管我国的物流在近几年有了较快的发展, 但物流成本的居高不下一直制约着我国物流的高速发展。据世界银行计算, 目前我国的物流成本占 GDP 的 16.9%, 而欧美国家物流成本仅占成本的 10% 左右。由此可以看到, 我国的物流成本远远高于欧美现金国家的物流成本, 物流成本每降低一个百分点, 我国的企业将从中获得巨大的收益, 我国物流成本降低的空间还比较大, 物流利润的潜力大, 但是降低费用的根本还是要提高效率。

设备升级迫在眉睫。2014 年快递行业快递员数量约 200 万人, 最近几年增长速度非常快, 相比于 2010 年增长了 4 倍。考虑到近年来人工成本的快速上升, 对智能分拣系统等信息化产品需求增加。目前半自动化分拣机的效率是人工的 3 倍以上, 自动化分拣机的效率是人工分拣的 6 倍以上。按照自动化分拣设备投入、折旧和人工工资推算, 半自动分拣设备与人工分拣的临界点在 4 万件/天左右, 自动分拣与人工分拣在 6 万件/天左右。通过对目前主流快递企业每年包裹数量进行平滑估算, 申通、圆通已经超过 6 万件/天, 主要的企业几个大快递企业的大型中转中心每天分拣量也都已经超过 4 万件/天, 设备升级迫在眉睫。

3.4 增资控股欣巴科技, 切入智能分拣蓝海

增资控股欣巴科技, 其项目运作经验丰富。公司 2015 年 7 月以自有资金人民币 2,249 万元通过增资扩股的方式控股辛巴科技 51% 的股权, 从而切入智能分拣领域。欣巴科技主要从事智能化分拣系统的研究、设计、实施与咨询, 欣巴科技团队主要成员均来自上海邮政研究所, 创始人金卫平曾历任国家邮政局上海研究所网路运行研究部主任、中国邮政集团公司上海研究院市场部主任、副院长等职, 另一位创始人增历任邮电部第三研究所办公室主任, 中国邮政集团公司上海研究院市场部副主任, 采购部主任等职。核心管理团队在智能化分拣系统的系统集成建设方面, 均有着深厚的理论功底和丰富的实践经验, 并有多年项目管理与运营经验。

与申通签订合作协议，期待总包示范效应。2015年8月公司与申通快递签订《战略合作暨2016年分拨中心项目合作协议书》，欣巴科技全权负责申通快递在全国范围内的自动化输送及分拣系统等领域的规划、设计及实施工作，此项目总包的顺利完成将使得公司率先积累到成功项目案例的经验，可以借此打开公司在智能分拣系统领域的品牌知名度和市场认可度，起到良好的示范效应。

公司客户资源丰富，助力欣巴市场拓展。公司客户资源丰富，拥有4,000多家各类工业客户，积累了大量客户的需求分析数据，特别是著名的快递公司如顺丰、四通一达均是公司的客户，也是最可能率先投入智能分拣设备的的企业，公司可以将智能化分拣系统快速推广到直接用户。此外，公司还可以共享其产业链上下游的大量合作伙伴及客户资源，以帮助欣巴科技进行市场开拓。

率先切入智能分拣，抢占外资主导的国内市场。目前中国物流装备供应商有两大类：本土和外资企业。其中，来自欧美和日本等国家的外资企业占主导地位，在电商、机场等高端物流领域几乎垄断；本土供应商以单体设备供应商居多，主要集中在烟草、医药、电力系统、服装和食品等下游物流行业。公司率先切入智能分拣领域，相比其他国内企业占得市场先机，有望对外资企业形成一定的压力，抢占部分国内市场。

4. 估值与投资建议

盈利预测的假设条件有：

- 公司主业轻型输送带未来保持稳定增长；
- 公司的外延收购精密模塑所带来的协同效应凸显，业绩增速有望位于行业内平均水平以上；
- 公司增资控股欣巴科技所切入的智能分拣领域的订单量有望在未来快速增加，市场拓展力度提升。

结合以上分析，我们预测公司2016-2018年公司归属母公司的净利润分别为1.64亿、2.18亿和2.86亿，EPS分别为0.80元、1.06元和1.40元，对应PE分别为30.72倍、23.15倍和17.60倍，上调公司为“强烈推荐”评级。（注：详细盈利预测表见表14）

风险提示

- 汇率波动风险；
- 收购整合不达预期。

表14: 主营业务盈利预测

300230.SZ	永利股份						
永利股份(300230.SZ)盈利预测							
核心假设							
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	30,089.04	35,631.98	39,919.65	92,843.80	191,281	248,592	323,206
塑料件				41,511.80	127,234	154,831	173,813
增速					206.5%	21.7%	12.3%
普通高分子材料轻型输送带	21,967.44	25,305.08	26,699.32	29,549.28	35,459.14	40,778.01	45,671.37
增速		15.2%	5.5%	10.7%	20.0%	15.0%	12.0%
热塑性弹性体轻型输送带	6,413.95	7,908.22	9,830.62	7,888.01	13,410	20,114	29,166
增速		23.3%	24.3%	-19.8%	70.0%	50.0%	45.0%
模具				3,097.65	9,292.95	23,232.38	58,080.94
增速					200.0%	150.0%	150.0%
自动分拣系统				269.23	808	2,019	5,048
增速					200.0%	150.0%	150.0%
其他	1,707.65	2,418.67	3,389.71	3,385.62	5,078	7,618	11,426
增速					50.0%	50.0%	50.0%
营业成本	16,935.15	20,224.21	22,556.30	63,642.39	135,327	171,105	211,288
塑料件				33,209.77	101,787	123,865	139,050
毛利率				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
普通高分子材料轻型输送带	14,047.93	16,197.29	17,039.13	17,774.24	21,630	24,875	27,860
毛利率	36.1%	36.0%	36.2%	39.8%	39.0%	39.0%	39.0%
热塑性弹性体轻型输送带	2,400.66	3,091.02	4,182.29	3,342.74	5,632	8,448	12,250
毛利率	62.6%	60.9%	57.5%	57.6%	58.0%	58.0%	58.0%
模具				1,305.84	3,903	9,758	24,394
毛利率				57.8%	58.0%	58.0%	58.0%
自动分拣系统				199.07	598	1,494	3,736
毛利率				26.1%	26.0%	26.0%	26.0%
其他	486.56	935.90	1,334.89	1,171.48	1,777	2,666	3,999
毛利率	71.5%	61.3%	60.6%	65.4%	65.0%	65.0%	65.0%
主营业务税金及附加/销售收入	0.24%	0.15%	0.25%	0.40%	0.30%	0.30%	0.30%
销售费用增长率	5.77%	22.32%	37.36%	43.01%	30.00%	30.00%	30.00%
管理费用增长率	-3.25%	24.63%	2.24%	90.70%	10.00%	10.00%	10.00%
资产减值损失/销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	-9.1%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税费用/所得税	16.8%	15.8%	15.4%	17.3%	15%	15.0%	15.0%
营业外收入/销售收入	0.96%	1.09%	1.30%	0.67%	1%	1.0%	1.0%

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	399	928	1913	2486	3232	成长性					
营业成本	226	636	1339	1740	2263	营业收入增长	12.0%	132.6%	106.0%	30.0%	30.0%
销售费用	57	82	169	220	285	营业成本增长	11.5%	182.1%	110.4%	30.0%	30.0%
管理费用	50	95	195	253	330	营业利润增长	7.0%	68.7%	77.2%	33.5%	32.1%
财务费用	-3	-7	-2	-7	-13	利润总额增长	8.4%	64.6%	73.2%	32.7%	31.5%
投资净收益	0	-1	0	0	0	净利润增长	8.6%	66.0%	74.5%	32.7%	31.5%
营业利润	66	112	198	265	350	盈利能力					
营业外收支	5	5	5	5	5	毛利率	43.5%	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%
利润总额	71	117	203	270	355	销售净利率	15.1%	10.5%	9.0%	9.2%	9.3%
所得税	11	20	30	40	53	ROE	9.8%	9.3%	14.4%	16.8%	19.0%
少数股东损益	4	3	9	12	15	ROIC	15.7%	23.2%	17.4%	14.1%	23.8%
净利润	57	94	164	218	286	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	14.4%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
流动资产	476	839	1586	1524	2481	管理费用/营业收入	12.4%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
货币资金	226	145	19	152	32	财务费用/营业收入	-0.9%	-0.7%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
应收账款	121	356	704	674	1118	投资收益/营业利润	0.0%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	5	29	493	405	727	所得税/利润总额	15.4%	17.3%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	129	337	863	697	1331	应收账款周转率	3.60	2.87	2.98	4.05	3.17
非流动资产	219	800	722	645	576	存货周转率	1.75	1.89	1.55	2.50	1.70
固定资产	208	382	318	254	189	流动资产周转率	0.84	0.79	1.23	1.42	1.19
资产总计	695	1638	2308	2169	3057	总资产周转率	0.57	0.57	0.83	1.15	1.06
流动负债	77	513	1052	739	1399	偿债能力					
短期借款	4	61	420	0	394	资产负债率	14.0%	33.8%	47.3%	35.9%	47.1%
应付款项	74	452	632	739	1005	流动比率	6.01	1.58	1.48	2.02	1.75
非流动负债	20	40	40	40	40	速动比率	4.38	0.95	0.68	1.09	0.81
长期借款	18	19	19	19	19	每股指标 (元)					
负债合计	97	553	1092	779	1440	EPS	0.28	0.46	0.80	1.06	1.40
股东权益	598	1085	1216	1389	1618	每股净资产	2.92	5.30	5.94	6.79	7.90
股本	162	205	205	205	205	每股经营现金流	-0.03	-0.49	-0.61	0.65	-0.59
留存收益	227	304	426	588	801	每股经营现金/EPS	-0.12	-1.06	-0.76	0.61	-0.42
少数股东权益	19	73	81	93	108	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	695	1638	2308	2169	3057	PE	89.03	53.62	30.72	23.15	17.60
现金流量表					(百万)	PEG	1.57	1.19	0.41	0.71	0.56
经营活动现金流	48	63	-435	615	-435	PB	8.69	4.97	4.44	3.88	3.34
其中营运资本减少	82	-73	208	251	297	EV/EBITDA	44.03	32.39	19.35	14.27	13.02
投资活动现金流	-41	-187	4	4	4	EV/SALES	9.50	5.44	2.91	2.02	1.72
其中资本支出	-41	-58	0	0	0	EV/IC	9.53	4.91	3.36	3.92	2.74
融资活动现金流	-14	15	305	-486	311	ROIC/WACC	0.16	0.23	0.16	0.14	0.23
净现金总变化	-7	-106	-125	133	-120	REP	1.09	1.17	1.13	1.11	1.00

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

李倩倩: 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券

张如许: 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>