

祥和实业(603500)

报告日期: 2020 年 5 月 8 日

# 新业务打破成长天花板, ROE 提升空间巨大

## ——祥和实业首次覆盖报告

✎ : 潘贻立 执业证书编号: S1230518080002; 李锋 执业证书编号: S1230517080001;  
 ☎ : 021-80106025 021-80105916  
 ✉ : panyili@stocke.com.cn lifeng1@stocke.com.cn

### 报告导读

FOSCO 新加坡和富适扣浙江成立,公司将正式进军海外和国内城轨(包括市域)扣件市场,打破了成长天花板。

### 投资要点

#### □ 投资建议

祥和属于典型的高盈利公司, 19 年毛利率 43.76%, 净利率 26.43%, ROE 为 10.24%。公司资产负债率仅为 6.69%, 财务杠杆极低, ROE 存在极大的提升空间。预计随着 FOSCO 成立, 公司将由高铁扣件非金属件的配套商转变为扣件系统集成商, 同时进入海外和城轨(包括市域)等新基建扣件市场, 成长天花板打破。预计 2020-2022 年公司净利润同比增长 11.86%、23.13%和 11.93%, 对应估值分别为 29 倍、24 倍和 21 倍。由于公司目前估值处于历史估值区间的上限, 并且也高于可比公司估值, 我们给予公司增持评级。

#### □ 超预期因素

截至 2019 年我国高铁运营里程已达到 3.54 万公里, 超过了《铁路十三五规划》3 万公里的目标, 预计 2020 年也将达成《中长期铁路网规划》中 2025 年 3.8 万公里的目标。市场认为十四五期间高铁投资将下滑, 产业链投资机会较少。我们认为公司逻辑超预期: 1) 行业层面, 根据我们不完全统计, 截至 2020 年 3 月我国在建或规划的高铁里程超过 1.5 万公里, 为了对冲宏观经济下滑, 十四五仍需维持一定的高铁投资强度, 并且十四五期间高铁扣件进入集中更新周期, 加之城际铁路适用高铁标准的扣件带来的增量, 十四五期间高铁扣件的需求可能同比上升而非下滑; 2) 公司层面, 随着 FOSCO 新加坡和富适扣浙江成立, 公司将由高铁扣件非金属件的配套商转变为扣件系统集成商, 同时进入海外和城轨(包括市域)等新基建扣件市场, 成长天花板打破。

#### □ 超预期逻辑推导路径

**行业层面:** 市场认为十四五高铁新增里程下滑会导致扣件非金属件的市场规模缩水。我们认为十四五期间高铁年新增里程 2600 公里, 虽然小于十三五期间年新增 3432 公里, 但是随着更新需求和城际铁路适用高铁扣件标准, 十四五期间年均高铁扣件需求有望达到 2708 万套, 同比十三五增长 18%。

**公司层面:** 市场认为公司 88%收入主要来自高铁扣件产品。一旦高铁新建里程下滑, 公司的业绩也将随之下滑。我们认为 1) 更新需求和城际铁路带来的增量将使十四五期间高铁扣件需求同比增长而非下滑; 2) 公司设立 FOSCO 新加坡和富适扣浙江之后, 将由高铁扣件非金属件的配套商转变为扣件系统集成商, 产品单套价值将由原来非金属件变为整套扣件系统, 价值量提高 1.5 倍; 同时能够进入海外和城轨(包括市域)等新基建扣件市场, 成长天花板打破。

#### □ 催化剂

1) 公司在市域、地铁和海外有相关订单落地; 2) 季度业绩超预期。

#### □ 核心风险

1) 新进市场竞争加剧导致毛利率下滑; 2) 尼龙、天然橡胶等原材料大幅上升

### 评级

### 增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 16.30

### 单季度业绩

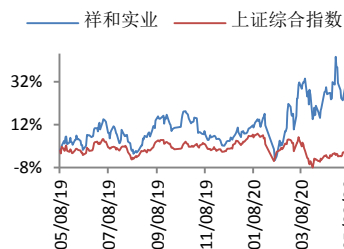
元/股

1Q/2020 0.02

4Q/2019 0.13

3Q/2019 0.07

2Q/2019 0.17



### 公司简介

国内高铁扣件系统非金属件龙头, 与扣件集成商中原利达深度绑定, 配套国内所有 6 家高铁扣件集成商。2019 年先后设立 FOSCO 新加坡和富适扣浙江, 进军海外和国内市域和城轨扣件市场。

### 相关报告

报告撰写人: 潘贻立; 李锋

数据支持人: 李锋

## 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	336	420	530	600
(+/-)	-1.30%	25.18%	26.11%	13.34%
净利润	89	99	122	137
(+/-)	7.65%	11.86%	23.13%	11.93%
每股收益 (元)	0.50	0.56	0.69	0.77
P/E	32.43	28.99	23.54	21.03

## 正文目录

<b>1. 与高铁国产化进程共同成长的扣件非金属件龙头</b>	<b>5</b>
1.1. 起家于电子元器件配件，成长于高铁扣件系统国产化	5
1.2. 轨道扣件非金属件是保证轨道精度和平顺性的核心部件	5
1.3. 配套全部 6 家高铁扣件集成商，与中原利达深度绑定	7
1.4. 立足轨交装备，未来向电子元器件和新材料领域进军	8
1.5. 营收增长稳定，毛利率受产品结构和原材料价格影响较大	8
<b>2. 存量市场:更新与城际需求带动高铁业务持续增长</b>	<b>11</b>
2.1. 对冲经济下滑，预计十四五高铁投资仍将维持一定强度	11
2.2. 高铁扣件使用寿命在 10 年左右，2020 年进入更新周期	11
2.3. 预计十四五城际铁路进入建设高峰，扣件系统适用高铁标准	12
<b>3. 增量市场：新进城轨和海外市场打开成长空间</b>	<b>14</b>
3.1. 城轨市场目前处快速增长阶段，地铁和市域贡献主要增量	14
3.2. 中企海外铁路项目遍地开花，扣件存量规模超 70 亿	15
3.3. 立足浙江，成立 FOSCO 进军城轨和海外扣件市场	16
3.3.1. 商业模式变革：由非金属件配套商转变为扣件系统集成商	16
3.3.2. 市场空间扩大：单套产品价值提升和覆盖市场范围扩大	17
3.3.3. 区域优势明显：乘浙江十四五轨交建设东风快速切入增量市场	17
<b>4. 电子元器件配件：下游短期承压，新产品带来增量</b>	<b>19</b>
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
5.1. 盈利预测	21
5.2. 估值	22
5.3. 投资建议	23

## 图表目录

图 1: 祥和实业发展历程	5
图 2: 弹条 IV 型扣件组装零件图	6
图 3: 弹条 V 型扣件组装零件图	6
图 4: WJ7 型扣件组装零件图	6
图 5: WJ8 型扣件组装零件图	6
图 6: 祥和实业在各集成商配套相关细分产品明细	7
图 7: 祥和实业未来发展战略	8
图 8: 祥和实业扣件产品收入增长稳定，波动较小	9
图 9: 我国高铁新投产线在五年计划中年际波动较大	9
图 10: 毛利率 2017 年开始下滑，2019 年企稳反弹	9

图 11: 尼龙件收入占比提高, 橡胶件和 WJ8 弹性垫板占比下降 .....	9
图 12: 尼龙价格指数在 2018 年出现大幅上升 .....	10
图 13: 2017-2019 年马来西亚天然橡胶离岸价格变化 .....	10
图 14: 2019 年我国高铁营运里程已经超额完成任务 .....	11
图 15: 预计十四五期间年高铁新增通车里程达到 2600 公里 .....	11
图 16: 2008 年~2019 年我国每年新增高铁运营里程 .....	12
图 17: 2019 年地铁新增运营里程快速增长带动城轨创新高 .....	14
图 18: 2019 年我国地铁运营里程占城轨运营里程 77% .....	14
图 19: FOSCO 成立前后公司商业模式转变 .....	16
图 20: 铁路系统主要扣件系统的市场价格 .....	17
图 21: 铁路系统主要扣件系统的市场价格 .....	18
图 22: 浙江省都市圈城际铁路二期建设规划项目汇总 .....	18
图 23: 铝电解电容器结构示意图 .....	19
图 24: 公司现有和即将推出的电子元器件配件产品 .....	19
图 25: 消费电子和工业是铝电解电容器的主要应用领域 .....	19
图 26: 2020 年受新冠疫情影响铝电解电容器产量短期承压 .....	19
图 27: 2019 年铝电解电容器市场规模达到 284 亿元 .....	20
图 28: 2019 年公司电子元器件配件的市场规模约 26 亿元 .....	20
图 29: 祥和实业自上市以来 PE(TTM)处于 20-40 倍之间 .....	22
表 1: 四种类型轨道扣件系统区别 .....	6
表 2: 2014 年~2017 年 H1 中原利达高铁扣件招投标情况 .....	7
表 3: 我国主要轨道交通线路运行速度对比 .....	12
表 4: 发改委主要批复的都市圈城际铁路建设规划 .....	13
表 5: 地铁/轻轨、市域快轨和城际铁路的差异对比 .....	14
表 6: 地铁/轻轨、市域快轨和城际铁路的差异对比 .....	15
表 7: 公司细分业务盈利预测 .....	21
表 8: 祥和实业与可比公司主要财务指标对比 .....	22
表附录: 三大报表预测值 .....	24

## 1. 与高铁国产化进程共同成长的扣件非金属件龙头

### 1.1. 起家于电子元器件配件，成长于高铁扣件系统国产化

公司前身是成立于 1986 年的天台县橡胶三厂，起家于国内电子元器件国产化的第一浪潮。90 年代进入铁路行业，采用原铁道部技术图纸生产用于普通轨道扣件的非金属类部件，并拿到铁道部《铁路工业产品制造许可证》；2005 年开始参与原铁道部委托铁科院牵头组成的“中国客运专线扣件系统联合研发组”，并承担了“客运专线扣件系统橡胶、尼龙件设计、试制、工艺研究和标准制定”子课题的研发任务，所研发成功的高速铁路轨道扣件产品，打破了德国、法国、英国、日本等少数国家的技术垄断，为我国高铁建设国产化作出了积极的贡献。

图 1：祥和实业发展历程



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

**高铁轨道扣件非金属件 CRCC 认证齐全，品牌知名度高。**由于高铁基建对供应商产品品质要求高、完成认证到供货的周期较长（从申请到试铺到获取认证证书再到正式供货，前后共需约 5 年时间，其中试用期为三年）、所需投入较高（完成认证需要约 5000 万资金投入）三大因素，行业形成了较高的资质认证壁垒。

公司与铁科院铁建所紧密合作，相继完成耐寒型高铁扣件、重载铁路扣件、客货共线扣件、普铁优化扣件等研发任务。高铁发展中国国家重大试验项目均在祥和供货线路上取得了成功。截至 2019 年 12 月，公司已通过高铁扣件、普铁扣件、客货共线、重载铁路 12 大类别 63 个系列产品的 CRCC 认证，为行业中非金属部件认证最齐全、综合供货能力最强的供应商；公司也是行业中较早通过尼龙件、橡胶件、WJ8 铁垫板下弹性垫板和塑料件的 CRCC 认证的企业。公司具有轨道扣件非金属部件种类完整（全型号配套仅公司一家做到）、工艺先进、生产历史悠久、前期供货量大等诸多先发优势，有较高品牌认知度。

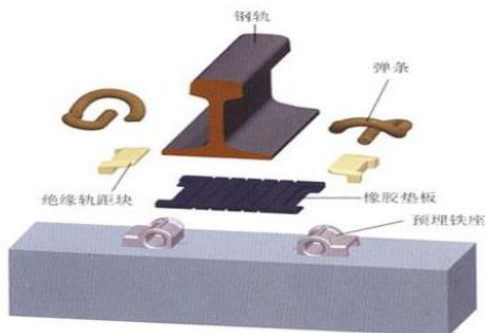
### 1.2. 轨道扣件非金属件是保证轨道精度和平顺性的核心部件

轨道扣件是将轨道上的钢轨和轨枕（或其他类型轨下基础）联结的零件，其作用是将钢轨固定在轨枕上，保持轨距和阻止钢轨相对于轨枕纵向移动，给整个轨道结构提供弹性，同时起绝缘作用。整个轨道扣件系统主要由**金属部件**和**非金属部件**两部分组成。金属部件包括：螺旋道钉、弹条、铁垫板、螺栓、螺母和平垫块等。**轨道扣件非金属部**



件是保证轨道精度和平顺性的核心部件，对整体扣件的绝缘性能和使用寿命起决定性作用。轨道扣件非金属部件包括：轨下垫板、轨距挡板、绝缘轨距块、弹性垫板、绝缘轨距块、尼龙挡板座、预埋套管和塑料垫板等。目前可以满足时速 250km/h 或 350km/h 的高铁扣件系统包括弹条 IV 型、弹条 V 型、WJ7 型和 WJ8 型。

图 2：弹条 IV 型扣件组装零件图



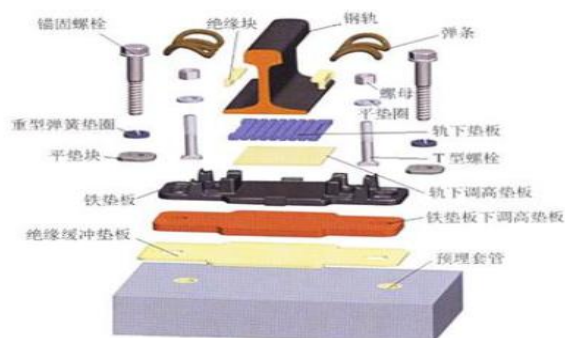
资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 3：弹条 V 型扣件组装零件图



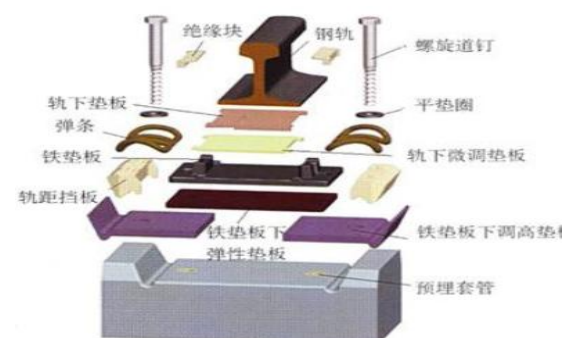
资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 4：WJ7 型扣件组装零件图



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 5：WJ8 型扣件组装零件图



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

表 1：四种类型轨道扣件系统区别

扣件系统	应用轨道类型	可满足的运营需求	有无轨距挡板	有无螺栓	有无铁垫板
弹条 IV 型	有砟轨道	250/350km/h 客运专线（兼顾货运）	无	无	无
弹条 V 型	有砟轨道	250/350km/h 客运专线（兼顾货运）	有	有	无
WJ7 型	无砟轨道	250/350km/h 客运专线（兼顾货运）	无	有	有
WJ8 型	无砟轨道	250/350km/h 客运专线（兼顾货运）	有	有	有

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

### 1.3. 配套全部 6 家高铁扣件集成商，与中原利达深度绑定

轨道扣件各类零部件企业一般通过协作方式组成经营联合体并提供各自产品组装成完整扣件系统，并由负责最后装配的企业作为轨道扣件集成商代表整个联合体参与竞标。由于金属部件和非金属部件配合精度要求极高，轨道扣件集成商一般不会寻求新的零部件制造商。行业严格的认证壁垒和较高的技术研发壁垒导致了行业内竞争者较少的有序竞争局面。目前主要竞争对手为时代新材、铁科翼辰、晋亿实业等。公司相比竞争对手的优势在于，已经完成了高铁行业所有 6 家扣件集成商的配套，市占率 20% 左右，稳中见升。

公司是国内轨道扣件集成供应商中原利达的主要供货商。首先，公司深度绑定独家大客户中原利达，销售给中原利达的扣件产品收入占公司收入 90% 以上，而中原利达采购公司的扣件产品占其采购同类产品的比重超过 90%。其次公司还逐步供货安徽巢湖、铁科首钢、河北翼辰等竞争对手的主要客户。目前公司已经完成了高铁行业六家扣件集成商的配套。铁科翼辰因为出身关系，绑定铁科首钢和翼辰实业两大客户；时代新材则和中铁隆昌深度绑定。晋亿实业除了购买祥和实业部分产品，其余全部自供。

中原利达是弹条 IV 型、弹条 V 型、WJ7 型和 WJ8 型高铁扣件系统的集成供应商，年生产能力可满足每年 3000 公里高铁建设的需求。公司是其弹条 IV 型、弹条 V 型、WJ7 型扣件非金属部件的唯一供应商，是 WJ8 型扣件系统非金属件的主要供应商（其他还包括时代新材和铁科翼辰）。公司根据铁路物资采购与招商平台上的招标信息统计，2014 年~2017 年 H1 中原利达联合体在高铁扣件行业的市场投标总金额为 107.06 亿元，中标金额 19.44 亿元（实际签订合同金额为 21.41 亿元），市场占有率为 18.16%。而在同期，中原利达向发行人采购的高铁扣件非金属部件占同类产品采购总额的比重分别为 92.35%、91.17%、99.22% 和 100.00%。因此仅以公司在中原利达的市场份额保守估计，祥和在高铁非金属扣件的市占率超过 18%。

图 6：祥和实业在各集成商配套相关细分产品明细

非金属部件 供应商	细分产品	系统集成商（市占率均为14%-16%）					
		中原利达	铁科首钢	翼辰实业	巢湖铸造	中铁隆昌	晋亿实业
祥和实业	尼龙	√	√	√	-	-	√
	橡胶	√	√	√	√	√	√
	塑料	√	-	√	-	√	-
	弹性体	√	-	-	-	-	-
铁科翼辰	尼龙	-	√	√	-	-	-
	橡胶	-	√	√	-	-	-
	塑料	-	√	√	-	-	-
	弹性体	-	√	√	√	-	-
时代新材	尼龙	-	-	-	-	√	-
	塑料	-	-	-	-	√	-
	弹性体	√	-	√	√	√	-

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

表 2：2014 年~2017 年 H1 中原利达高铁扣件招投标情况

年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 H1	合计
全国高铁扣件系统招标次数	29.00	24.00	23.00	5.00	81.00
中原利达招标次数	22.00	24.00	23.00	5.00	74.00
中标次数	3.00	4.00	2.00	1.00	10.00

中原利达招标次数占比	13.64%	16.67%	8.70%	20.00%	13.51%
中原利达投标总套数 (万套)	1348.57	1769.13	1908.19	745.92	5771.81
中标套数 (万套)	269.60	312.70	263.80	202.23	1048.33
中标套数占比	19.99%	17.68%	13.82%	27.11%	18.16%
中原利达投标总金额 (万元)	316255.24	306310.57	310251.36	137814.31	1070631.48
中标总金额 (万元)	48545.67	35469.15	62078.33	48285.32	194378.47
中标金额占比	15.35%	11.58%	20.01%	35.04%	18.16%
中标单价 (元/套)	180.07	113.43	235.32	238.76	185.42

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

#### 1.4. 立足轨交装备，未来向电子元器件和新材料领域进军

**立足轨交设备，未来有望与电子元器件和新材料形成三足鼎立之势。**根据 2019 年公司年报披露的信息来看，公司未来围绕电子元器件、轨道交通装备、新材料产业三大领域谋发展，充分发挥资本市场优势，争取快速落实布局，为公司带来新的利润增长点。1) 在电子元器件领域，深挖原产品市场空间外，通过研发、对外投资等方式，向新型传感器、半导体器件、光电子材料、电子密封制品领域拓展；2) 进一步横向拓展，丰富产品种类的基础上，研发高速、重载、城市轨道用道岔。进入普铁，市域、地铁等城市轨道扣件系统成套供应领域；3) 凭借公司多年来对橡塑材料研究掌握的基础上，通过对外投资、合作等方式进入工程塑料及合成树脂、高性能纤维及复合材料、热塑性弹性体等新材料领域。

**图 7：祥和实业未来发展战略**



资料来源：公司微信公众号、公司年报、浙商证券研究所

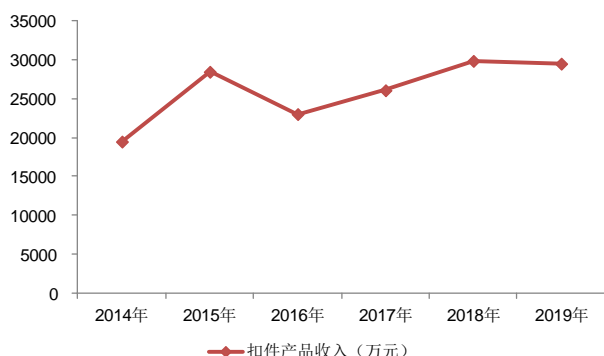
#### 1.5. 营收增长稳定，毛利率受产品结构和原材料价格影响较大

**扣件产品营收增长稳定，受高铁新增投产里程波动影响较小。**扣件产品占主营业务收入 88.40%，是公司营业收入主要来源。我国高铁新建产线的运营里程在“五年规划”中呈现出前低后高的特征。十二五期间前三年平均每年投产里程 1938.50 公里，后两年平均每年投产里程 4398.50 公里；十三五期间前三年平均每年投产里程 2728.33 公里，后两年预计达到 4337 公里。与高铁投产里程年际变化较大相比，公司扣件产品收入增长保持相对稳定，并且年际变化较小。2015~2019 年年均复合增长为 8.66%，期间除了 2016 年、



2019 年小幅下滑之外，其余年度都保持了较快增长。主要原因是高铁建设的周期性决定的。公司的供货（确认收入）的时间一般早于高铁的通车时间。高铁通车里程较多的年份并非是公司收入确认最多的年份。因此公司收入增长跟高铁新增通车里程增长波动并不一致。

图 8：祥和实业扣件产品收入增长稳定，波动较小



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

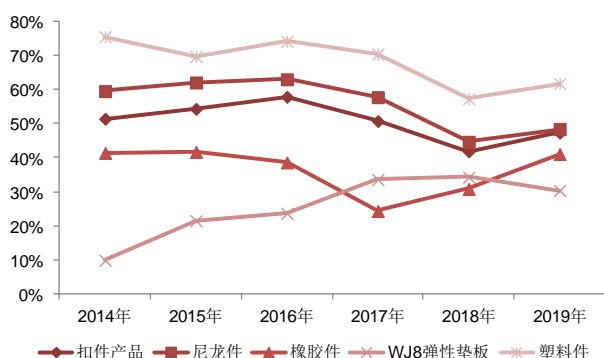
图 9：我国高铁新投产线在五年计划中年际波动较大



资料来源：铁道统计公报、浙商证券研究所

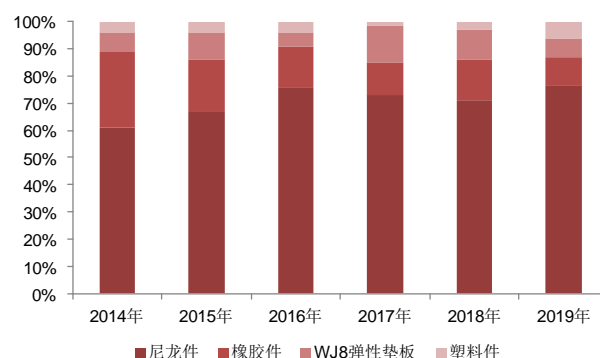
毛利率整体趋势向下，受产品结构和原材料价格波动影响较大。公司扣件产品主要分为尼龙件、橡胶件、WJ8 弹性垫板和塑料件。其中尼龙件和塑料件毛利率相对较高，橡胶件和 WJ8 弹性垫板毛利率相对较低。扣件毛利率在 2016 年创新高之后两年连续下滑，并且在 2019 年企稳反弹。公司毛利率变化主要受产品结构和原材料价格变化影响。1) 产品结构上，高铁铺轨完成后还会采购约 20% 左右的精调件，精调件属于非标品，毛利率高于标准品。因此当精调件收入占比较高时公司毛利率相对较高；2) 公司扣件的主要原材料为改性尼龙、天然橡胶和聚氨酯组合材料。公司通过合同锁定半年的原材料价格，并和下游客户约定原材料价格上涨超过 30% 后，各自承担 50% 的上涨幅度。因此当改性尼龙和天然橡胶的价格涨幅超过 30% 时，原材料价格的上涨将会部分影响公司的毛利率。

图 10：毛利率 2017 年开始下滑，2019 年企稳反弹



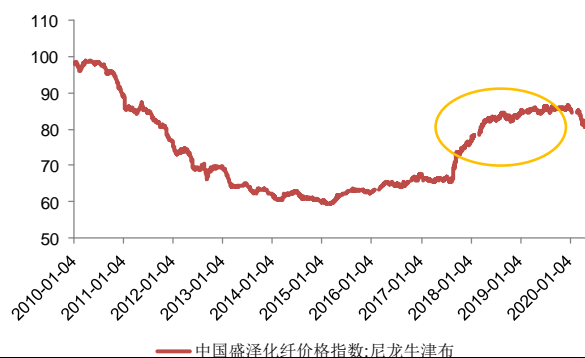
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 11：尼龙件收入占比提高，橡胶件和 WJ8 弹性垫板占比下



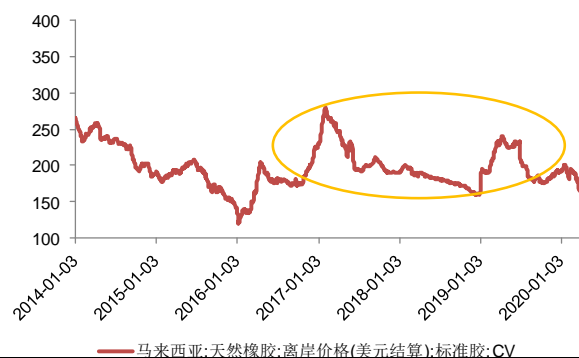
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 12: 尼龙价格指数在 2018 年出现大幅上升



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 13: 2017-2019 年马来西亚天然橡胶离岸价格变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

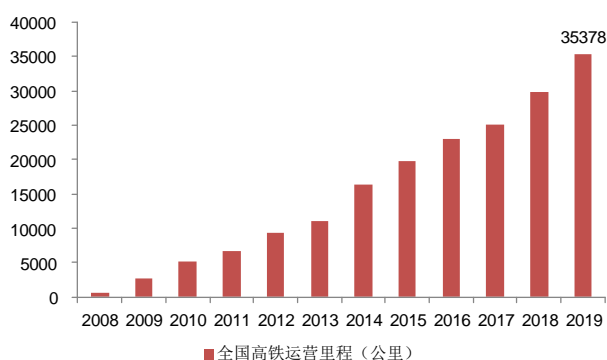
## 2. 存量市场:更新与城际需求带动高铁业务持续增长

### 2.1. 对冲经济下滑, 预计十四五高铁投资仍将维持一定强度

十三五期间高铁通车里程目标将超额完成。2019 年我国高铁新增通车里程 5474 公里, 创 2008 年以来历史第二高; 累计高铁运营里程达到 3.54 万公里, 已经超过了《铁路十三五规划》中高铁运营里程达到 3 万公里的目标, 预计随着 2020 年高铁通车里程的增加, 《中长期铁路网规划》中到 2025 年高铁通车里程 3.8 万公里左右的目标也将达成。

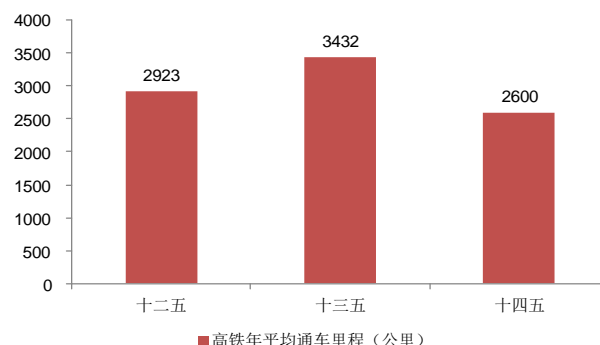
对冲经济下滑, 预计十四五期间新增高铁新增通车里程仍将维持一定强度。十三五前四年高铁年均通车里程 3414.75 公里, 预计 2020 年新增通车里程约有 3500 公里。考虑到中美贸易战和新冠疫情对国内宏观经济带来的不利影响, 2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%, 未来宏观经济仍将面临较大的下滑压力。作为基建投资的重头戏, 十四五期间铁路投资包括高铁投资仍将是重中之重。根据我们的不完全统计, 截至 2020 年 3 月我国在建或规划的高铁里程超过 1.5 万公里, 其中预计在 2019 年开工的达到 4419.5 公里, 预计在 2020 年开工的达到 7236.1 公里。根据目前高铁在建情况以及未来开工情况的预测, 我们预计十四五期间年高铁新增通车里程有望达到 2600 公里。

图 14: 2019 年我国高铁运营里程已经超额完成任务



资料来源: 铁道统计公报、浙商证券研究所整理

图 15: 预计十四五期间年高铁新增通车里程达到 2600 公里

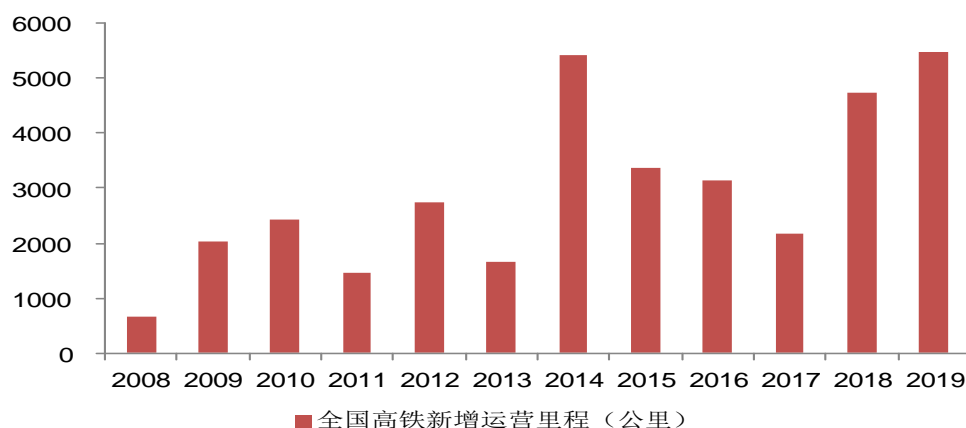


资料来源: 铁道统计公报、浙商证券研究所整理

### 2.2. 高铁扣件使用寿命在 10 年左右, 2020 年进入更新周期

根据《客运专线扣件系统暂行技术条件》, 扣件系统中弹性垫层使用寿命应不少于 8 年, 或通过总重 5 亿吨以上, 其它零部件使用寿命不少于 10 年, 或通过总重 7 亿吨以上。由此可见高铁扣件的主要零部件的使用寿命大概在 10 年左右。2008 年我国首条高铁京津城际开始运营。2010 年起高铁线路进入大规模投产期, 最早的一批通车的高铁线路距今已经运营超过 10 年, 其高铁扣件系统中的非金属件也逐渐进入集中更新替换周期。

图 16：2008 年~2019 年我国每年新增高铁运营里程



资料来源：铁道统计公报、浙商证券研究所整理

### 2.3. 预计十四五城际铁路进入建设高峰，扣件系统适用高铁标准

城际高速铁路纳入新基建，预计十四五将迎来建设高峰。2020 年受新冠疫情影响，全年经济增长承压，逆周期调节有望发力，“新基建”成为拉动投资扩大需求的方向。新基建涉及七大领域，其中“城际高速铁路和城际轨道交通”赫然在列。城际高速铁路，是指在人口稠密的都市圈或者城市带（城市群）中规划和修建的高速铁路客运专线运输系统，属于高速铁路的一种类型，一般作为干线铁路的补充。“城际高速铁路”是在发展城市群和都市圈战略的大背景下，以实现交通强国“都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖”目标提出的。

表 3：我国主要轨道交通线路运行速度对比

路线类型	运行速度 (km/h)	适用路线
高铁	250/350km/h	高速铁路干线网络
城际	200km/h 以下	相邻城市之间中短距离客运专用铁路
普铁	160km/h 以下	适合在困难地段建造
市域	50-160km/h	市中心与近远郊的通勤线路
地铁	100km/h 以下	连接市中心主要交通节点

资料来源：中国 e 车网、《城市公共交通分类标准 CJJ/T 114-2007》、浙商证券研究所整理

截至目前发改委已批复或待批复的城际铁路建设规划接近 5000 公里。根据我们的不完全统计，目前已经取得国家发改委批复或者待批复的主要城际铁路规划有浙江省都市圈城际铁路一期、二期建设规划、京津冀地区城际铁路网规划修编方案、皖江城际铁路网、海峡西岸城市群粤东地区城际铁路网规划、江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025 年）和粤港澳大湾区（城际）铁路建设规划，合计建设里程达到 4885.29 公里，预计城际铁路将成为十四五建设的重点方向。

城际铁路没有专门的扣件设计标准，只能就高适用高铁扣件标准。城际铁路的运行时速在 160km/h~200km/h 之间，目前并无专门针对城际铁路的扣件设计标准，而普速铁路、地铁的扣件系统在运行速度上又达不到城际铁路的要求。按照“就高不就低”的原则，目前能适用于城际铁路的扣件标准也只有高铁的扣件标准。目前在城际铁路建设实

践中，已经实际采用了高铁的扣件便准。考虑到十四五期间城际铁路将大规模建设，也将为高铁扣件带来可观的增量需求。

**表 4：发改委主要批复的都市圈城际铁路建设规划**

规划名称	所属省份	批复时间	总投资（亿元）	总里程（公里）
浙江省都市圈城际铁路一期建设规划(2014-2020)	浙江	2014-12-16	1305	452.4
皖江城际铁路网	安徽	2015-9-21	——	500
京津冀地区城际铁路网规划修编方案	北京、天津、河北	2016-11-18	——	1104
海峡西岸城市群粤东地区城际铁路网规划	广东	2018-5-16	1002	460
江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025 年）	江苏、安徽	2018-12-26	2317	1063
浙江省都市圈城际铁路二期建设规划(2019-2024)	浙江	待批复	——	526.2
粤港澳大湾区（城际）铁路建设规划	广东、香港、澳门	待批复	——	779.69
合计				4885.29

资料来源：国家发改委、浙商证券研究所

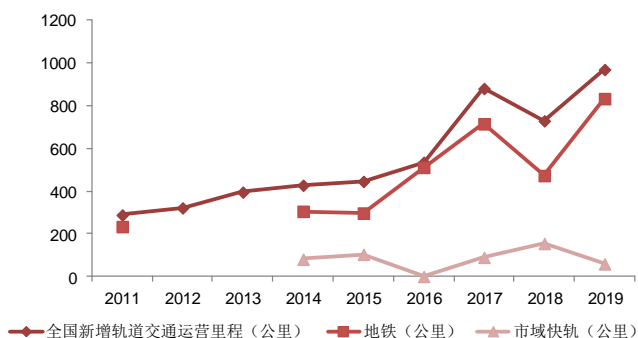


### 3. 增量市场：新进城轨和海外市场打开成长空间

#### 3.1. 城轨市场目前处快速增长阶段，地铁和市域贡献主要增量

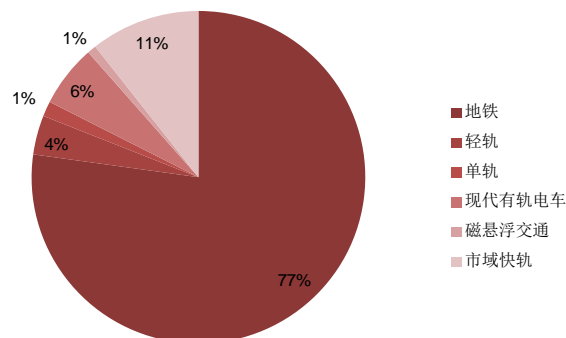
全国城轨市场仍处于快速增长阶段。2019 年全国完成新增城市轨道交通投资 9700 亿元,同比增长 77.32%,完成新增城市轨道交通运营里程 968.77 公里,同比增长 32.94%。新增城轨投资和运营里程均创历年最高。其中新增地铁运营里程 832.72 公里,同比增长 76.23%,增长最快。截至 2019 年底,全国城市轨道交通运营里程累计达到 6730.27 公里。其中地铁运营里程为 5187.02 公里,占比 77.07%;市域快轨 715.61 公里,占比 10.63%;现代有轨电车 405.64 公里,占比 6.03%。

图 17：2019 年地铁新增运营里程快速增长带动城轨创新高



资料来源：城市轨道交通协会、浙商证券研究所整理

图 18：2019 年我国地铁运营里程占城轨运营里程 77%



资料来源：城市轨道交通协会、浙商证券研究所整理

**预计 2019~2021 年将迎来城轨建成投运高峰期。**根据我们的不完全统计,2015~2019 年国家发改委共批复了 3741.23 公里的城市轨道交通计划,累计投资金额 26793.13 亿元。其中 2015-2016 年共批复了 1976.65 公里,累计投资金额 13639.14 亿元,按照 4-5 年的工期测算,这些项目将在 2019~2021 年逐步建成运营;2017~2018 年暂停批复,2018 年 8 月又重新开始批复。2018 年 8 月到 2019 年共批复了 1764.58 公里,累计投资金额达到 7990.52 公里。而我国远期规划城市轨道交通里程达 3.5 万公里,其中地铁 2.7 万公里。对比 2019 年 6730.27 公里的运营里程,未来发展空间依然很大。地铁中常用的轨道扣件系统包括单趾弹簧扣件、DT 弹条 III 型扣件、DTV12 型扣件、WJ-2 型及 WJ-2A 型扣件。其中常见的 WJ-2 型及 WJ-2A 型扣件整套价格在 240 元左右。

**预计十四五市域快轨将得到重大发展。**2017 年,多部门联合出台《关于促进市域(郊)铁路发展的指导意见》中明确提出,至 2020 年京津冀、长江三角洲、珠江三角洲、长江中游、成渝等经济发达地区的超大、特大城市及具备条件的大城市,市域(郊)铁路骨干线路基本形成,构建核心区至周边主要区域的 1 小时通勤圈。作为城轨中占比第二高的市域快轨,预计在十四五期间将得到重大发展。根据我们不完全统计,目前在建或待建的市域快轨达到 1879.34 公里。目前市域快轨在实践中也使用高铁标准的扣件系统,比如温州 S1、郑许市域铁路采用 WJ-7 型高铁扣件系统。

表 5：地铁/轻轨、市域快轨和城际铁路的差异对比

差异点	地铁/轻轨	市域快轨	城际铁路
服务定位	连接市中心主要交通节点	连接市中心与近远郊、城区边缘、郊区新城或机场的快线	连接相邻城市或城市群
运营模式	城轨运营模式	城轨运营模式或国铁公文化	国家铁路运营

系统制式	地铁技术制式	参考地铁或国铁	国铁技术制式
车辆类型	地铁、磁悬浮、有轨电车	地铁车辆或专用车辆	城际动车组
运行速度	100km/h 以内	100-160km/h	140-200km/h
线路长度	35km 以内	50-100km	100-200km
平均站距	1km 左右	2.5-5km	5-15km
乘坐时间	10-60min	60min 以内	60min 以上
运量等级	1-7 万人/h	20 万-45 万人/d	——
车内设置	无卫生间、给水系统	无卫生间、给水系统	有卫生间、给水系统
投资成本	7-10 亿/公里	约 3 亿/公里	约 1 亿/公里

资料来源：国家发改委、浙商证券研究所整理

### 3.2. 中企海外铁路项目遍地开花，扣件存量规模超 70 亿

伴随着一带一路战略推进和“南北车”合并，中企抱团海外承接铁路项目成果颇丰。根据我们的不完全统计，截至 2019 年我国企业及其联合体承接海外铁路项目线路长度超过 6000 公里。根据铁道院测算，海外铁路项目对应的扣件市场规模 70 多亿元，这些项目将在未来的 3-5 年左右将陆续开工建设，预计每年将有至少 14 亿元的增量规模。目前海外铁路扣件市场的竞争者主要有德国的福斯罗和英国的 PANDROL（2016 年被法国 DELACHAUX 集团吸收合并）。未来公司积极布局海外业务，争取与前两者形成三足鼎立竞争格局。祥和目前已经获得了香港地铁、北美 PNR、非洲尼日利亚铁路、印度铁路等项目订单。

**表 6：地铁/轻轨、市域快轨和城际铁路的差异对比**

所在国	项目名称	建设企业	线路长度（公里）
泰国	泰国三机场高速铁路 PPP 项目	中国铁建、中车四方、中信等联合体	220
尼日利亚	尼日利亚首都阿布贾-Warri 港 440km 的铁路线建造及 Warri 港口建设项目	中国铁建	440
几内亚	几内亚特立梅雷-博法铁路项目	特变电工控股新疆天池能源	——
伊朗	伊朗克尔曼沙至霍斯拉维铁路项目	中土集团	263
伊朗	伊朗德黑兰-哈马丹-萨南达季（T-H-S）铁路改扩建项目	国机重工	470
尼日利亚	拉各斯至卡诺铁路第 4 号补充实施协议（伊巴丹至卡杜纳段含支线从奥逊伯至阿杜-埃基蒂）- 尼日利亚铁路现代化项目的第 4 标段	中土集团	80.88
尼日利亚	尼日利亚西线铁路修复项目	中国电建/美国通用公司/南非 TRANSNET 公司/荷兰 APMT 公司联合体	——
苏丹	苏丹港经尼亚拉至阿德里铁路项目	中铁十六局集团	2407
坦桑尼亚	坦桑尼亚中央线铁路修复改造工程一期和二期项目	中土集团	——
阿根廷	圣马丁货运铁路改造一期项目	中国铁建	1020
塞尔维亚	匈塞铁路塞尔维亚境内诺维萨德-苏博	中铁国际和中国交建联合体	107

蒂察段项目			
缅甸	缅甸仰光环城铁路升级改造项目	水电十局与缅甸 A1 公司联合体	19.13
沙特	沙特胡富夫至利雅得铁路建设项目	中地集团	
中国、老挝	中老铁路项目	中铁五局、中铁国际、中铁八局、水电国际、电建国际、中铁二局	414
印度尼西亚	印度尼西亚雅加达一万隆高铁项目	中国铁路国际有限公司牵头的中方企业联合体与印尼企业联合体	142.3
合计			6428.31

资料来源：中国铁路总公司、浙商证券研究所整理

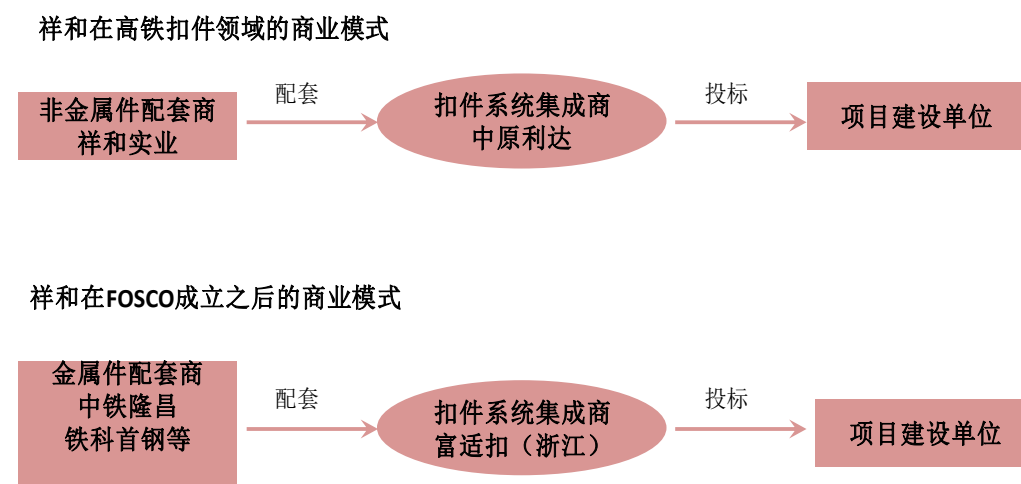
### 3.3. 立足浙江，成立 FOSCO 进军城轨和海外扣件市场

2019 年铁科院铁道建筑研究所牵头，联合祥和实业、时代新材、铁科首钢、中铁隆昌等 5 家中国高速铁路扣件主要研发制造单位，组成轨道扣件联合体，并以祥和实业为主体，授权其出资在新加坡设立富适扣公司，搭建中国轨道扣件海外销售平台。2019 年 6 月 3 日祥和实业在新加坡设立 FOSCO RAIL PTE. LTD.，注册资本 500 万新币。FOSCO 公司已研发成功多种可适用于高铁、普铁、城市轨道交通等不同场景、不同线路要求的轨道扣件系统，未来将重点开拓海外市场；2019 年 8 月 12 日祥和实业又以 FOSCO 新加坡为主体出资 350 万元，设立富适扣铁路器材（浙江）有限公司，富适扣浙江将立足浙江市场，着力开拓全国城轨扣件市场。

#### 3.3.1. 商业模式变革：由非金属件配套商转变为扣件系统集成商

在高铁、普铁等传统领域，公司仅作为非金属件配套商，需要与金属扣件提供商组成投标联合体，并由金属扣件商作为投标人。目前祥和实业已经与国内 6 家高铁扣件集成商完成了配套；2018 年 3 月公司拿下了普铁所有认证，目前已经参与到 12 家集成供应商的集成配套，其中 5 家通过试验，并拿到 CRCC 证书。**成立 FOSCO 之后，公司将由非金属件配套商转变为扣件系统集成商直接参与市场投标。**其中非金属件继续由公司生产提供，金属件目前采购铁科首钢、中铁隆昌等，同时公司也将计划自建弹条生产线。FOSCO 公司由铁科院牵头，并提供技术支持。FOSCO 与铁科院联合研发了 42 种可适用于高铁、普铁、地铁、城轨等的轨道扣件技术，并被授权给富适扣公司旗下的“FSCR”商标使用。

图 19：FOSCO 成立前后公司商业模式转变

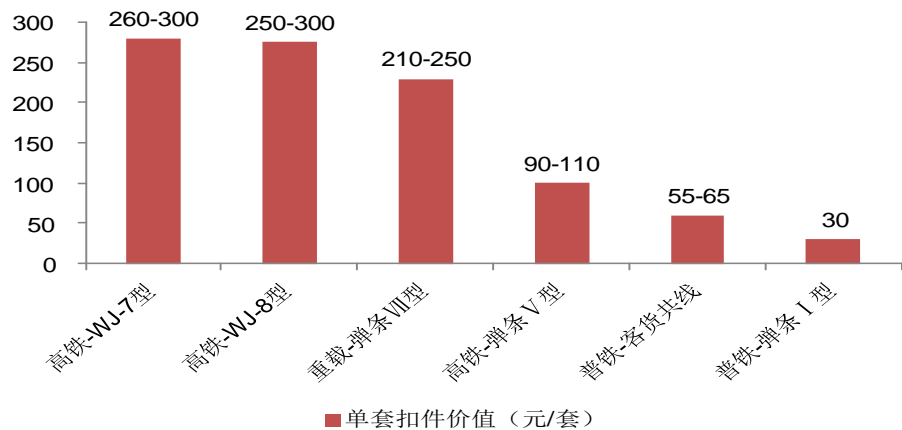


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3.3.2. 市场空间扩大：单套产品价值提升和覆盖市场范围扩大

1) 公司在原来高铁领域仅提供非金属件，其价值约占整套扣件价值的 40%，约为 100-120 元/套，重载扣件弹条 VII 型非金属件的价值占比在 15% 左右，约为 31.5-37.5 元/套；成立 FOSCO 之后，公司将由非金属件配套商转变为扣件系统集成商，提供的整套产品的价值将为 100% 扣件价值。目前高铁扣件弹条 V 型均价约 90-110 元/套，WJ-8 型均价约 250-300 元/套，WJ-7 型均价约 260-300 元/套。普铁扣件当中的客货共线扣件均价约 55-65 元/套，普通弹条 I 型扣件价约 30 元/套。重载扣件弹条 VII 型约为 210-250 元/套；2) 公司原来只能在高铁、普铁和重载铁路市场配套扣件集成商去投标，而成立 FOSCO 之后，可以在除国内高铁市场之外的其他扣件市场自主投标，包括海外的高铁、普铁和城轨以及国内普铁、城轨（地铁和市域快轨），覆盖的市场范围明显扩大。

图 20：铁路系统主要扣件系统的市场价格



资料来源：招股说明书、公司公告、浙商证券研究所

### 3.3.3. 区域优势明显：乘浙江十四五轨交建设东风快速切入增量市场

预计十四五期间浙江轨道交通运营里程增长近 2 倍。截至 2019 年，浙江省轨道交通运营总里程为 418.4 公里，在建里程达 777 公里，总投资 6511 亿元。浙江省近期在内部征求意见的《浙江省轨道交通中长期发展规划(征求意见稿)》中明确浙江轨道交通“十四五”期间总投资将超 4000 亿元，其中都市圈城际铁路、市域(郊)铁路建设里程超 800 公里(含既有线改造里程)，总投资超 1500 亿元，城市轨道交通建设里程超 400 公里，总投资超 2500 亿元。《规划》中提出，到 2025 年全省轨道交通网络规模达到 1500 公里，其中城市轨道交通达到 700 公里；到 2035 年，全省轨道交通规模达到 3000 公里，其中城市轨道交通规模达到 1200 公里，都市圈城际和市郊铁路合理规模应控制在 1800 公里；到本世纪中叶，实现轨道交通重点城镇覆盖率达到 100%，出行分担率达到 50%。《规划》预计浙江省 2035 年前后人口数量将出现拐点，2050 年人口总量较 2035 年有小幅减少，人口进一步向城市聚集，人口由城市中心向城市外围分散，轨道交通出行频次增加，全省都市圈城际和市郊铁路合理规模控制在 3000 公里，城市轨道交通控制在 2000 公里。

公司出资成立富适扣铁路器材(浙江)有限公司。富适扣浙江将立足浙江市场、依靠本地优势，快速切入浙江城际、市域和地铁等增量市场。未来随着公司项目经验的积



累和产能的逐步提高，公司将向着海外和全国轨道交通扣件市场进军，进一步打开成长的天花板。

图 21：铁路系统主要扣件系统的市场价格



资料来源：中国经营报、浙商证券研究所整理

图 22：浙江省都市圈城际铁路二期建设规划项目汇总

都市圈	线名	线路长度（公里）	设站数	地下线比例
杭州	杭德城际铁路	34.6	12	56.30%
	绍兴城际铁路	64.5	12	0.00%
	沪嘉城际铁路	35.6	7	9.80%
	沪平城际铁路	36.8	7	0.00%
	小计	171.5	38	/
宁波	宁象城际铁路	80.5	13	5.70%
	小计	80.5	13	/
温台	台州 S3 线	48.2	13	29.00%
	台温连接线	48.3	8	0.00%
	温州 S3 线二期工程	66	17	32.40%
	小计	162.5	38	/
浙中	金武永东城际铁路	111.7	26	29.50%
	小计	111.7	26	/
总计	9 条	526.2	115	/

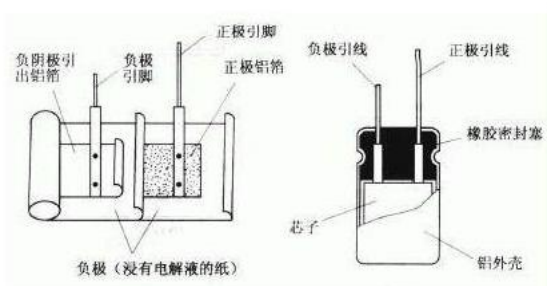
资料来源：公司年报、浙商证券研究所



## 4. 电子元器件配件：下游短期承压，新产品带来增量

公司在电子元器件配件领域的产品主要是**橡胶塞和底座**，主要用于**铝电解电容器**。铝电解电容器是使用铝外壳、正极铝箔、负极铝箔、电解纸、电解液、橡胶塞、引出线等材料，经自动化生产设备制造而成的电容器。橡胶塞是铝电解电容器的主要密封和绝缘材料，而底座则是片式电解电容器主要承载物。橡胶塞和底座的橡胶塞和底座的。公司与尼吉康（日资）、贵弥宫（日资）、三莹（韩资）、三和（韩资）、立隆（台资）、江海股份、艾华集团、风华高科、三水日明等全球知名电容器公司，形成了长期稳定的合作关系，并广泛应用到航天、军工、汽车、智能电子等领域。

图 23：铝电解电容器结构示意图



资料来源：互联网公开资料、浙商证券研究所整理

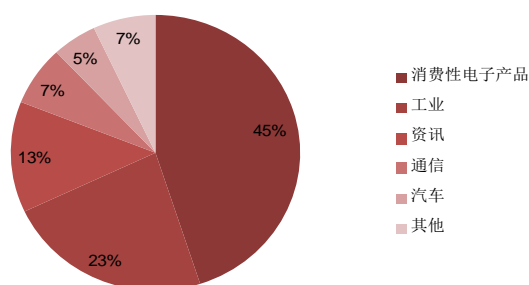
图 24：公司现有和即将推出的电子元器件配件产品



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

消费电子和工业领域是铝电解电容器的主要应用领域。根据立木信息咨询《中国铝电解电容器市场现状与投资预测报告（2018 版）》的数据显示，应用于消费电子领域的铝电解电容器占比高达 45%，应用于工业领域占比 23%。其中监视器、CD 音响、电视机、电源供应器及主机板产品是铝电解电容器最典型的应用，受技术革新和新冠疫情的在全球蔓延的不利影响，2020 年铝电解电容器行业短期承压。未来随着 5G、汽车电子、新能源等新兴领域的快速发展，铝电解电容器在新领域的销量将会弥补消费类电子产品销量的下滑，整体铝电解电容器产业将保持稳步增长。按照每只铝电解电容器 0.14 元价格测算，2019 年铝电解电容器的市场规模 284 亿元，2020 年略有下滑至 267 亿元；铝电解电容器毛利率 25%-30%，公司产品占约占铝电解电容器成本的 10%-15%，据此测算，2020-2023 年公司产品的市场规模在 24.17 亿元、26.59 亿元、28.05 亿元和 29.45 亿元。

图 25：消费电子和工业是铝电解电容器的主要应用领域



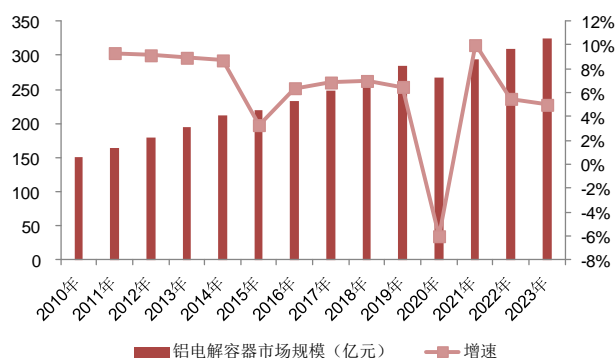
资料来源：前瞻研究院、浙商证券研究所

图 26：2020 年受新冠疫情影响铝电解电容器产量短期承压



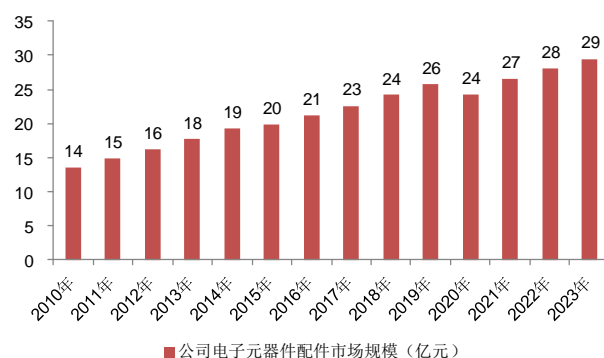
资料来源：前瞻研究院、浙商证券研究所

图 27：2019 年铝电解电容器市场规模达到 284 亿元



资料来源：前瞻研究院、浙商证券研究所

图 28：2019 年公司电子元器件配件的市场规模约 26 亿元



资料来源：前瞻研究院、浙商证券研究所

**新产品推出和新客户开拓有望贡献增量收入。**公司在铝电解电容器封口胶塞和底座产品外，将围绕封口产品概念，公司紧跟当前 5G 通信、新能源汽车等快速发展步伐，依靠自主研发，开发了端子（牛角型）电容盖板、汽车专用贴片电容耐振动底座、V-CHIP 电容用橡胶塞、固态电容用橡胶塞、超级电容用橡胶塞等新品类，并陆续通过立隆、首科、冠坤、富之光、海成、江海等几大客户认证，并开始小批量供货，业务拓展奠定良好基础。预计 2020 年将开始贡献增量收入。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

关键假设：

1) 扣件非金属件收入假设：考虑到尽管十四五高铁年新增里程低于十三五的年均水平，但是 2010 年建成投产的高铁线路在 2020 年以后将进入集中更新周期，并且十四五期间大力建设的城际铁路也将采用高铁标准的扣件系统，更新需求和城际铁路带来的增量需求将带动高铁扣件非金属件收入快速增长。预计 2020~2022 年公司扣件非金属件收入增速分别为 26%、26%和 13%。由于精调件对公司扣件毛利率有着较大的影响，预计未来三年高铁建设处于较高水平，精调件收入占比会提高，公司的扣件非金属件的毛利率将会逐年升高，2020-2022 年毛利率分别为 48%、49%和 50%。

2) 由于 FOSCO 新加坡、富适扣浙江分别在 2019 年下半年成立。公司也由之前的高铁扣件非金属件配套商转变为扣件系统集成商。随着海外高铁项目陆续开工，预计 2020~2022 年 FOSCO 新加坡在海外扣件市场分别实现扣件销售收入 3000 万、5600 万和 8400 万。由于扣件出海前期成本较高，规模效应不能显现，预计 2020-2022 年海外市场扣件毛利率为 20%，低于国内 25%左右的毛利率（参考晋亿实业 2019 年紧固件销售的毛利率水平）；随着浙江轨道交通十四五规划的推进，预计 2020~2022 年富适扣浙江在在在域快轨市场实现扣件销售收入分别为 4800 万、8960 万和 11200 万元，毛利率随着销售规模扩大和金属件自制率提高整体呈现上升趋势，预计 2020-2022 年毛利率分别为 22%、23%和 25%。

3) 尽管 2020 年受新冠疫情的影响，铝电解电容器的需求有所减少，但是随着端子（牛角型）电容盖板、汽车专用贴片电容耐振动底座、V-CHIP 电容用橡胶塞、固态电容用橡胶塞、超级电容用橡胶塞等新品类推出市场，并陆续通过立隆、首科、冠坤、富之光、海成、江海等几大客户认证，开始小批量供货，电子元器件配件收入有望逆势增长，预计 2020-2022 年公司电子元器件配件的销售收入增速分别为 8%、14%和 17%。预计 2020~2022 年电子元器件配件的毛利率维持过去三年平均毛利率 24%不变。

**表 7：公司细分业务盈利预测**

业务类型	2019	2020	2021	2022
扣件非金属件-营业收入（万元）	29510	30000	33622	34822
扣件非金属件-毛利率	47.34%	48.00%	49.00%	50.00%
市域铁路扣件-营业收入（万元）		4800	8960	11200
市域铁路扣件-毛利率		22.00%	23.00%	25%
海外市场扣件-营业收入（万元）		3000	5600	8400
海外市场扣件-毛利率		20.00%	20.00%	20.00%
电子元器件配件-营业收入（万元）	3873	4200	4786	5610
电子元器件配件-毛利率	14.68%	24.00%	24.00%	24%

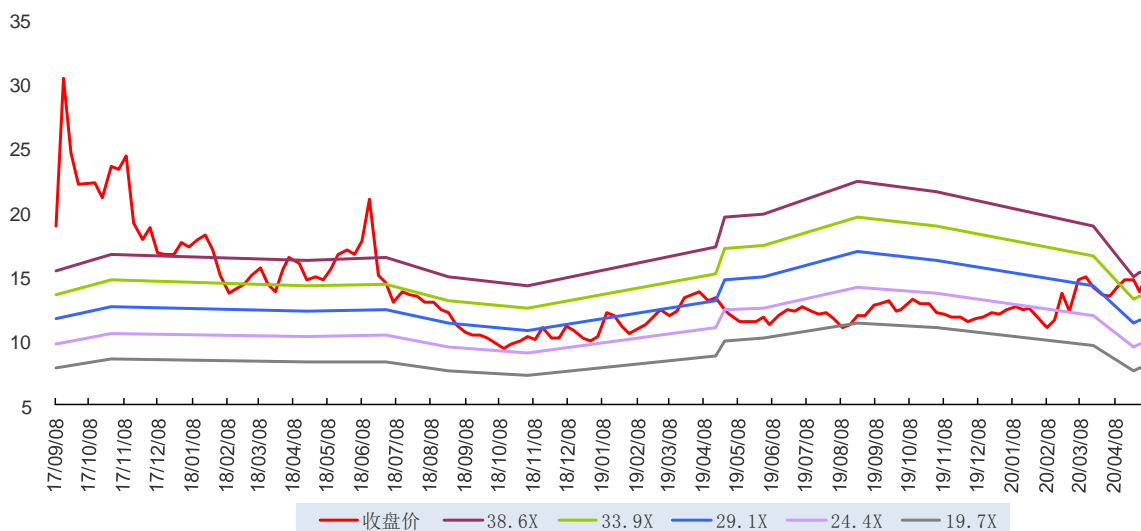
资料来源：浙商证券研究所

根据以上假设, 我们预计祥和实业 2020~2022 年营业收入分别为 4.20 亿元、5.30 亿元和 6.00 亿元, 增速分别为 25.18%、26.11%和 13.34%, 净利润分别为 0.99 亿元、1.22 亿元和 1.37 亿元, 增速分别为 11.86%、23.13%和 11.93%。EPS 分别为 0.56 元/股、0.69 元/股和 0.77 元/股。

## 5.2. 估值

从历史估值来看, 祥和实业自上市以来 PE (TTM) 均处于 20-40 倍之间。截至 2020 年 5 月 8 日, 公司的 PE (TTM) 为 41 倍, 处于历史较高位置。

图 29: 祥和实业自上市以来 PE(TTM)处于 20-40 倍之间



资料来源: Wind、浙商证券研究所

从与可比公司横向比较的角度来看, 截至 2020 年 5 月 8 日可比公司海达股份 (轨道交通用橡塑件, 2019 年轨道交通用产品收入占比 33.20%)、天铁股份 (轨道交通工程用橡胶制品, 2019 年轨道交通工程橡胶制品收入占比 64.28%) 和时代新材 (WJ8 铁垫板下弹性垫板、WJ12 铁垫板下弹性垫板, 2019 年轨道交通用产品收入占比 22.71%) 2020 年 Wind 一致预期预测的平均 PE16.39 倍, 而我们对祥和实业 2020 年预测 PE 为 28.99 倍, 高于可比公司的平均水平。

表 8: 祥和实业与可比公司主要财务指标对比

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	PE (2020E)	19 年净利润 (亿元)	19 年毛利率	19 年净利率	19 年资产负债率	19 年 ROE
300320	海达股份	31.08	12.62	2.24	27.03%	10.24%	39.24%	13.28%
300587	天铁股份	32.53	16.53	1.27	51.04%	15.72%	48.22%	12.14%
600458	时代新材	53.06	20.03	0.54	16.21%	0.19%	69.75%	1.20%
行业平均		38.89	16.39	1.35	31.43%	8.72%	52.40%	8.87%
603500	祥和实业	25.15	28.99	0.89	43.76%	26.43%	6.69%	10.20%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

### 5.3. 投资建议

从历史估值来看,公司的 PE (TTM) 超过历史区间 20-40 倍的上限,目前的估值处于较高水平;从与可比公司的对比来看,公司 2020 年预测 PE (29 倍) 也高于 Wind 一致预期 2020 年预测 PE 的平均值 16.39 倍。公司估值较高具有一定的合理性: **1) 公司盈利能力强。**公司的毛利率在可比公司中处于第二高,净利率在可比公司中处于第一位,高于可比公司净利率平均值 17.71pct。显示出公司业务具有高盈利的特征; **2) 公司财务杠杆非常低,未来 ROE 提高空间大。**公司仅以 6.69% 的资产负债率实现了 10.20% 的 ROE,即公司在基本未使用杠杆的情况下依靠高盈利实现了较高的 ROE,未来 ROE 水平进一步提升的空间较大。考虑到公司目前估值处于相对高位,我们给予公司增持评级。



表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	695	800	904	1031	营业收入	336	420	530	600
现金	268	191	241	310	营业成本	189	249	322	368
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	3	5	6	6
应收账款	217	302	354	407	营业费用	16	19	23	24
其它应收款	0	29	29	25	管理费用	25	31	37	41
预付账款	1	1	1	1	研发费用	13	17	19	21
存货	54	70	91	104	财务费用	(1)	(3)	(3)	(4)
其他	155	208	188	184	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	265	295	322	347	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	9	7	5	投资净收益	8	7	9	8
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	3	2	2	2
固定资产	112	149	182	211	营业利润	98	111	137	154
无形资产	32	30	29	27	营业外收支	5	5	5	5
在建工程	105	100	96	93	利润总额	103	116	142	160
其他	16	7	8	10	所得税	15	17	20	23
资产总计	960	1095	1227	1379	净利润	89	99	122	137
流动负债	62	98	107	122	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	5	4	3	归属母公司净利润	89	99	122	137
应付款项	45	74	81	96	EBITDA	111	122	151	170
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.50	0.56	0.69	0.77
其他	18	18	21	23	主要财务比率				
非流动负债	2	3	2	2	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	2	3	2	2	营业收入增长率	-1.30%	25.18%	26.11%	13.34%
负债合计	64	100	110	125	营业利润增长率	0.37%	12.62%	23.95%	12.46%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	7.65%	11.86%	23.13%	11.93%
归属母公司股东权益	896	995	1117	1254	获利能力				
负债和股东权益	960	1095	1227	1379	毛利率	43.76%	40.63%	39.28%	38.71%
					净利率	26.43%	23.62%	23.06%	22.77%
现金流量表					ROE	10.20%	10.49%	11.56%	11.53%
单位: 百万元					ROIC	9.51%	9.63%	10.66%	10.61%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	40	(45)	77	97	资产负债率	6.69%	9.15%	8.93%	9.04%
净利润	89	99	122	137	净负债比率	0.00%	5.31%	4.06%	2.08%
折旧摊销	12	9	12	14	流动比率	11.20	8.20	8.44	8.43
财务费用	(1)	(3)	(3)	(4)	速动比率	10.33	7.49	7.59	7.58
投资损失	(8)	(7)	(9)	(8)	营运能力				
营运资金变动	76	(136)	(22)	(28)	总资产周转率	0.36	0.41	0.46	0.46
其它	(129)	(7)	(23)	(15)	应收账款周转率	1.72	1.74	1.81	1.74
投资活动现金流	72	(41)	(29)	(29)	应付账款周转率	4.65	5.86	5.87	5.39
资本支出	(58)	(40)	(40)	(40)	每股指标 (元)				
长期投资	13	(9)	1	2	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.56	0.69	0.77
其他	118	8	10	9	每股经营现金流 (最	0.23	-0.26	0.44	0.55
筹资活动现金流	(45)	8	2	2	每股净资产 (最新摊	5.08	5.64	6.33	7.11
短期借款	(10)	5	(1)	(2)	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	32.43	28.99	23.54	21.03
其他	(35)	3	3	4	P/B	3.21	2.89	2.57	2.29
现金净增加额	67	(78)	50	69	EV/EBITDA	17.28	22.10	17.45	15.11

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn