



# 海天国际

## 中国优质注塑机制造商

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖海天国际公司 (01882) 给予推荐评级, 目标价 28.85 港币, 对应 16 倍 2018 年市盈率。理由如下:

- ▶ **受益于行业增长的注塑机领军企业。**海天国际是注塑机行业中的领导者, 在全球和国内销量/市占率分别达到 27%/40%。随着汽车/家电/包装等下游行业稳定增长, 注塑机市场规模有望在 2016~2020 期间实现年均复合增长率 4.6%。
- ▶ **产品升级和出口驱动未来增长。**预计高端电动/两板式注塑机行业年均复合增长率 12.4%/9.5%。考虑海天国际正在进军高端市场, 我们预计 2016~18 年海天电动/两板式注塑机收入的年均复合增长率为 30%/27%。此外, 中国注塑机贸易顺差由 2009 年 11 亿元上升至 2015 年 23 亿元, 同期公司出口年均复合增长率达到 18%。我们预计公司将持续受益于海外扩张。
- ▶ **盈利水平和激励机制良好。**2016 年, 公司毛利率/净利率/净资产收益率 (ROE) 分别为 34%/19%/18%, 远超同行水平。员工持股比例占总股本 59%。派息率保持在 33% 以上, 股息收益率稳定在 4% 左右。

**我们与市场的最大不同?** 市市场普遍不看好注塑机的长期前景, 但我们认为凭借产品升级和出口增长, 海天国际的净利润有望维持两位数增长, 表现有望超同业公司。

**潜在催化剂:** 2017 年下半年新订单持续强劲增长。

### 盈利预测与估值

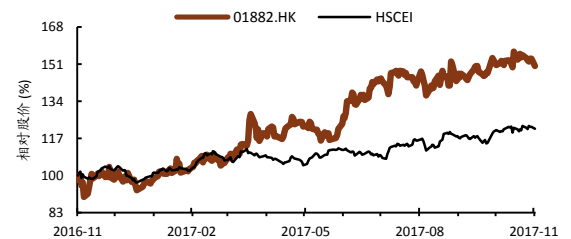
我们预计公司 2017~2018 年 EPS 分别 1.27 元、1.50 元, CAGR 为 24%。首次覆盖海天国际公司给予推荐评级, 目标价 28.85 港币, 对应 16 倍 2018 年市盈率和 26% 上行空间。

### 风险

宏观经济放缓; 钢价上涨; 汇兑风险。

### 首次覆盖推荐

股票代码	01882.HK
评级	* 推荐
最新收盘价	港币 22.95
目标价	港币 28.85
52 周最高价/最低价	港币 24.20~13.72
总市值(亿)	港币 370
30 日日均成交额(百万)	港币 29.34
发行股数(百万)	1,596
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	1.26
主营行业	机械



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	7,336	8,098	10,136	11,312
增速	-3.0%	10.4%	25.2%	11.6%
归属母公司净利润	1,363	1,551	2,025	2,391
增速	4.5%	13.8%	30.6%	18.1%
每股净利润	0.85	0.97	1.27	1.50
每股净资产	5.03	5.71	6.65	7.73
每股股利	0.29	0.33	0.42	0.49
每股经营现金流	0.66	1.21	1.25	1.60
市盈率	22.5	21.1	15.5	12.7
市净率	3.8	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	14.6	13.7	10.3	8.1
股息收益率	1.5%	1.6%	2.1%	2.6%
平均总资产收益率	11.1%	11.1%	12.6%	13.1%
平均净资产收益率	18.1%	18.1%	20.5%	20.8%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

孔令鑫

分析师

lingxin.kong@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080514080006

SFC CE Ref: BDA769

吴慧敏

分析师

huimin.wu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511030004

SFC CE Ref: AUZ699

张梓丁

分析师

ziding.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080517090002



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	7,336	8,098	10,136	11,312	营业收入	-3.0%	10.4%	25.2%	11.6%
营业成本	-4,917	-5,315	-6,591	-7,300	营业利润	-0.4%	19.7%	34.2%	15.9%
营业费用	602	608	699	747	EBITDA	6.3%	11.9%	26.3%	19.4%
管理费用	429	488	527	566	净利润	4.5%	13.8%	30.6%	18.1%
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	1,492	1,786	2,397	2,779	毛利率	33.0%	34.4%	35.0%	35.5%
财务费用	-127	-100	-73	-142	营业利润率	20.3%	22.1%	23.7%	24.6%
其他利润	53	25	25	25	EBITDA 利润率	26.8%	27.2%	27.4%	29.3%
利润总额	1,676	1,914	2,499	2,950	净利润率	18.6%	19.2%	20.0%	21.1%
所得税	313	363	474	559	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	2.79	2.73	2.57	2.64
归属母公司净利润	1,363	1,551	2,025	2,391	速动比率	2.33	2.33	2.16	2.24
EBITDA	1,967	2,200	2,778	3,317	现金比率	0.69	0.75	0.64	0.75
扣非后净利润	1,363	1,551	2,025	2,391	资产负债率	37.8%	39.6%	37.7%	36.9%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,349	3,264	3,334	4,476	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	2,414	2,593	3,246	3,623	总资产收益率	11.1%	11.1%	12.6%	13.1%
存货	1,557	1,720	2,133	2,362	净资产收益率	18.1%	18.1%	20.5%	20.8%
其他流动资产	3,154	4,258	4,730	5,202	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	9,475	11,835	13,443	15,663	每股净利润 (元)	0.85	0.97	1.27	1.50
固定资产及在建工程	2,417	2,712	2,956	3,198	每股净资产 (元)	5.03	5.71	6.65	7.73
无形资产及其他长期资产	1,005	552	628	701	每股股利 (元)	0.29	0.33	0.42	0.49
非流动资产合计	3,422	3,265	3,584	3,900	每股经营现金流 (元)	0.66	1.21	1.25	1.60
资产合计	12,897	15,100	17,027	19,562	<b>估值分析</b>				
短期借款	436	678	691	922	市盈率	22.5	21.1	15.5	12.7
应付账款	1,643	2,141	2,655	2,941	市净率	3.8	3.6	3.0	2.5
其他流动负债	1,323	1,524	1,878	2,079	EV/EBITDA	14.6	13.7	10.3	8.1
流动负债合计	3,401	4,342	5,225	5,942	股息收益率	1.5%	1.6%	2.1%	2.6%
长期借款	0	0	0	0					
非流动负债合计	1,476	1,639	1,187	1,282					
负债合计	4,877	5,981	6,411	7,224					
股本	161	161	161	161					
未分配利润	7,860	8,958	10,455	12,177					
股东权益合计	8,020	9,119	10,616	12,338					
负债及股东权益合计	12,897	15,100	17,027	19,562					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	1,676	1,914	2,499	2,950					
折旧和摊销	163	187	206	224					
营运资本变动	-310	707	-296	-179					
其他	-473	-879	-417	-435					
经营活动现金流	1,056	1,928	1,992	2,560					
资本开支	-453	-474	-514	-530					
其他	-454	-296	-343	-377					
投资活动现金流	-907	-770	-857	-907					
股权融资	-427	-453	0	0					
银行借款	476	363	-463	299					
其他	-51	-153	-602	-811					
筹资活动现金流	-2	-243	-1,065	-511					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	147	914	70	1,142					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

海天国际成立于1966年，为世界上产量最大的注塑机制造企业。公司产品主要包括三大系列，分别是 Mars 节能注塑机系列、长飞亚电动注塑机系列和 Jupiter 二板机系列，公司始终秉承小型注塑机电动化和大型注塑机二板化的发展战略，产品结构不断升级，目前三大产品系列的收入占比分别为 70%、10%和 13%。同时，公司积极拓展海外市场，过去五年，海外收入年均复合增速为 18%，收入占比达到 28%。2016 年，公司毛利率、净利润率和 ROE 分别为 34%、19%和 18%，盈利能力显著高于同业竞争者。总体而言，公司是质地优良的机械细分领域龙头企业。



## 目录

<b>海天国际：中国优质注塑机制造商</b> .....	<b>5</b>
中国注塑机领军企业 .....	5
提供全面的注塑机产品 .....	6
股权结构保障良好激励机制 .....	8
<b>注塑机：增长稳定；产品升级</b> .....	<b>9</b>
注塑机是使用最多的塑料加工机械中 .....	9
增长稳定；产品升级 .....	11
进口替代继续推进；出口增长提速 .....	14
公司受益于全球化进程 .....	15
<b>海天国际享有显著优势</b> .....	<b>17</b>
竞争格局：绝对领先企业 .....	17
研发实力支撑产品升级 .....	17
强大的销售网络为成功奠定基础 .....	19
规模效应为经济效益奠定基础 .....	20
<b>预计 2017/18 年净利润增长 25%/18%</b> .....	<b>24</b>
盈利预测 .....	24
估值 .....	26
<b>投资风险</b> .....	<b>27</b>



## 图表

图表 1: 公司历史收入和净利润.....	5
图表 2: 海天国际是中国最大的注塑机制造商.....	5
图表 3: 公司产能远超同业.....	6
图表 4: 公司里程碑事件.....	6
图表 5: 公司提供全面注塑机产品.....	7
图表 6: 按产品吨位和产品系列划分的收入组成.....	7
图表 7: 股权结构良好 (2017).....	8
图表 8: 注塑机工作原理介绍.....	9
图表 9: 按照锁模力对注塑机进行分类 (全球).....	10
图表 10: 按照驱动系统对注塑机进行分类.....	10
图表 11: 按照下游应用对注塑机进行分类.....	11
图表 12: 全球注塑机产量和销量国家排名 (2016).....	11
图表 13: 中国塑料加工器械和注塑机历史销售额.....	12
图表 14: 下游应用行业预测.....	12
图表 15: 国内和全球注塑机市场规模预测.....	13
图表 16: 预计 2016~2020 年电动注塑机年均复合增长率约为 12.4%.....	13
图表 17: 预计 2016~2020 年两板式注塑机年均复合增长率为 9.5%.....	14
图表 18: 中国的注塑机进口额 (2015).....	14
图表 19: 进口替代趋势.....	15
图表 20: 贸易顺差和出口均价.....	15
图表 21: 海天国际的海外收入拆分 (2016).....	16
图表 22: 海天国际占中国注塑机总出口额 35%~40%.....	16
图表 23: 海天国际的海外业务.....	16
图表 24: 中国注塑机市场竞争格局 (销售额; 2016).....	17
图表 25: 公司顺应产品升级趋势.....	18
图表 26: 节能火星系列产品占总收入 70%.....	18
图表 27: 金星系列产品收入增速远超公司总收入.....	19
图表 28: 木星系列产品收入增速远超总收入.....	19
图表 29: 海天的全球销售网络.....	20
图表 30: 海天的毛利率明显更高.....	20
图表 31: 公司费用率较低.....	21
图表 32: 净利率和 ROE 均较高.....	21
图表 33: 公司偿付能力较高.....	22
图表 34: 公司运营效率较高.....	22
图表 35: 公司现金流健康.....	22
图表 36: 高派息率.....	23
图表 37: 收入和毛利率预测.....	24
图表 38: 财务分析.....	25
图表 39: 可比估值.....	26
图表 40: 市盈率和市净率区间.....	26
图表 41: 人民币贬值对净利润的影响.....	27



## 海天国际：中国优质注塑机制造商

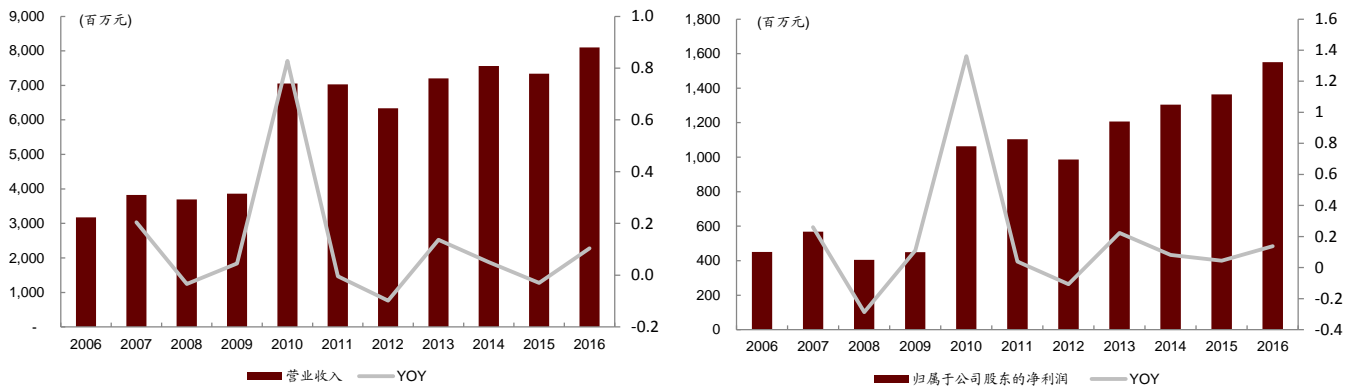
### 中国注塑机领军企业

#### 销量最高的注塑机制造商

海天国际成立于1996年，是国内领先的注塑机制造商，已有50多年历史。1994年，公司成为全球注塑机销量最高的企业，且至今仍保持着全球最高销量。过去几年里，海天国际长期致力于注塑机的设计、制造和销售，逐渐成长为细分领域中的领先企业。公司目前在全球和全国销量市占率分别达到27%和40%。

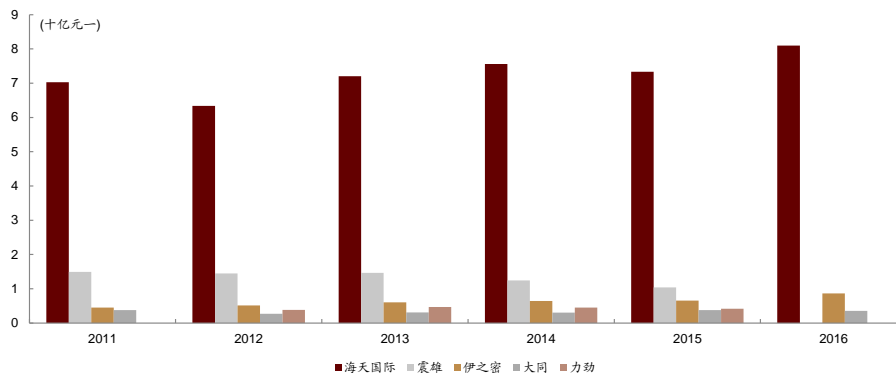
过去十年里，公司收入和净利润均保持稳定增长。2006~2016年期间，收入由32亿元增长至81亿元，对应年均复合增长率9.8%；净利润由4.51亿元上升至16亿元，对应年均复合增长率13.1%。增长保持稳定，且盈利能力持续改善。主要竞争企业震雄集团（第二大注塑机厂商）、力劲科技和伊之密（注塑机排名前五厂商）FY2016年收入分别为10.61亿元、7.53亿元和8.66亿元，远低于海天国际。公司当前拥有年产能3万件以上，远超同行。较竞争企业而言，海天国际具有显著的规模优势。

图表1：公司历史收入和净利润



资料来源：公司数据，中金公司研究部

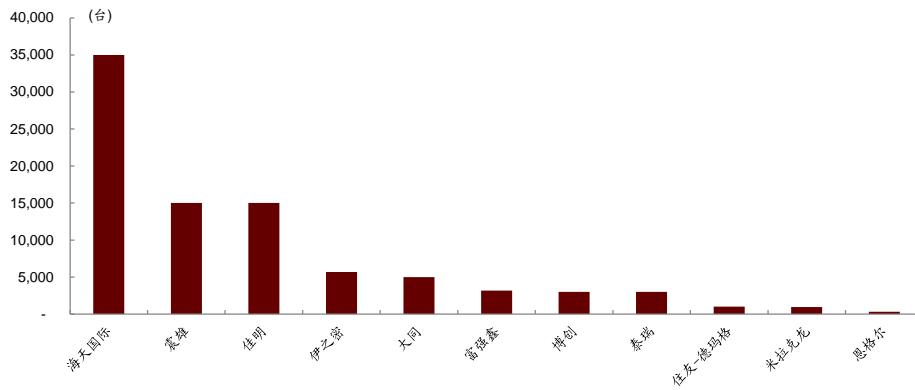
图表2：海天国际是中国最大的注塑机制造商



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表3：公司产能远超同业

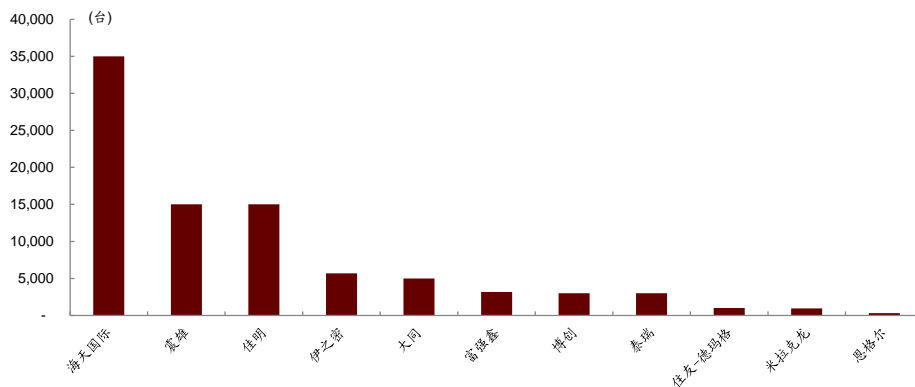


资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 企业声誉和品牌价值

经过 50 多年的努力，海天国际已在注塑机市场建立起良好的声誉和品牌价值。凭借优质产品和服务，海天已成为国内著名的塑料加工机械厂商，声誉闻名全球。2015 年 CCTV 中国品牌榜，评定海天国际的品牌价值达到 61.4 亿元，品牌力 844，在中国机械制造商中排名第三。我们认为公司良好的品牌声誉能够为公司有效筑起护城河。

图表4：公司里程碑事件



资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 提供全面的注塑机产品

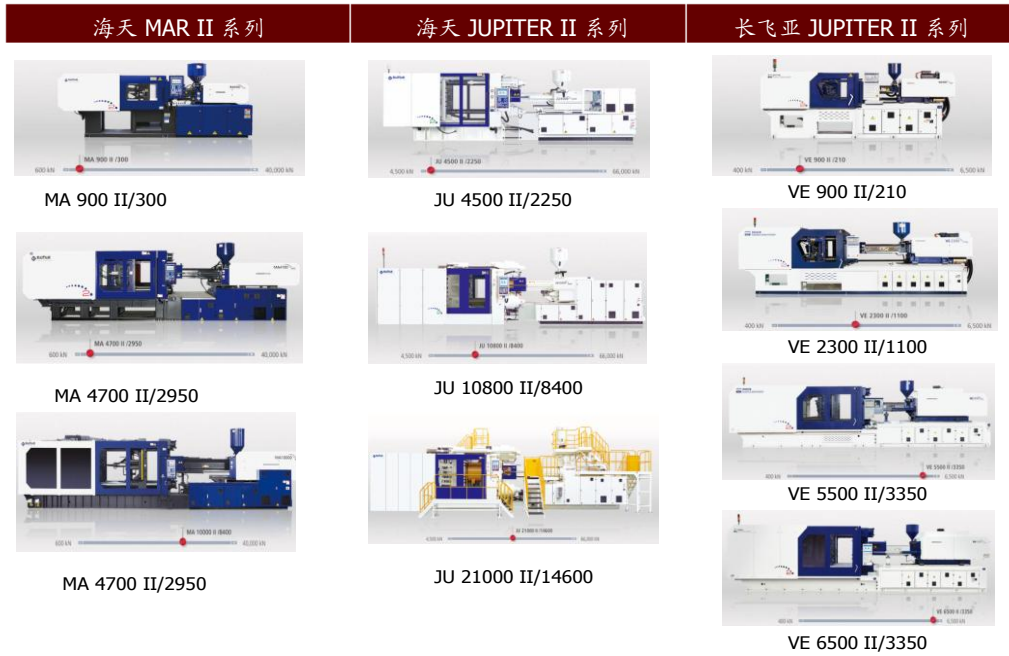
经过 50 多年的技术积累，公司已建成完善的产品组合，实现塑料加工产业链全覆盖，其中包括汽车、家电和包装等。

- ▶ 按照锁模力来看，小吨位注塑机占公司总收入 60%以上。
- ▶ 按照产品系列来看，公司注塑机产品主要包括四大系列：火星（节能）、金星（全电动）、木星（两板式）和其它。其中火星系列产品适用于大部分塑料部件生产，也是公司在最畅销的系列（贡献 70%以上收入）。金星全电动注塑机（2016 年占总收入 9.8%）主要用于生产复杂而精密的薄壁塑料部件，木星两板式大型注塑机（2016 年占总收入 12%）节省空间，且效率提升。



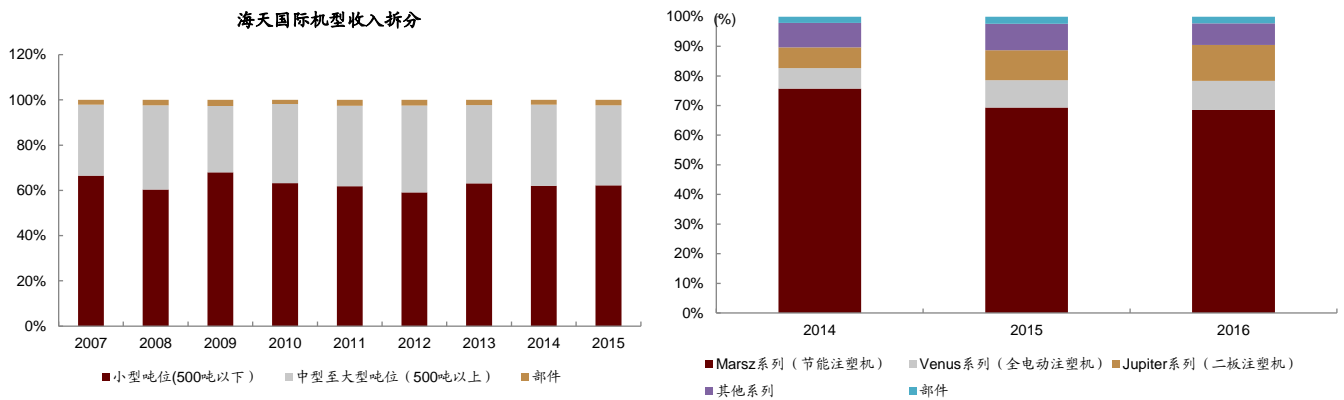
- 按照品牌来看，公司旗下主要有三大品牌，分别侧重不同的细分市场，包括海天塑机集团、长飞亚和天剑。其中海天塑机的产品主要应用于液压机等；长飞亚的产品主要应用于具备优质部件和领先技术的电气设备；天剑主要满足市场对于低成本简易塑料部件的需求。

图表5：公司提供全面注塑机产品



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表6：按产品吨位和产品系列划分的收入组成



资料来源：公司数据，中金公司研究部

过去几年里，公司由小吨位注塑机逐渐向全电动以及大吨位和两板式注塑机转型。2016年，电动注塑机在小吨位注塑机中的销售占比达到 15.3%，两板式注塑机在中大吨位注塑机中的销售占比达到 36.3%。

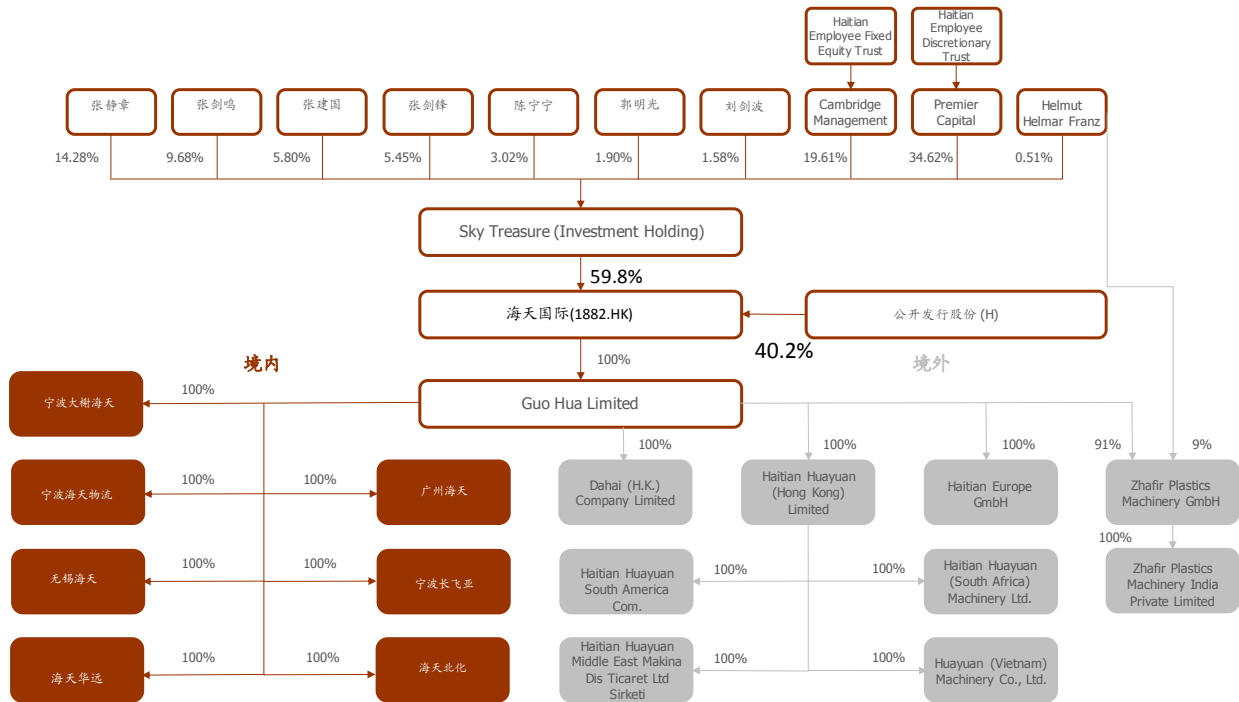


股权结构保障良好激励机制

我们看好海天国际的股权结构

我们看好公司的激励机制。管理层和员工通过天富资本合计持股比例搞到 58.9%，其中执行董事和非执行董事合计持股 25%以上，员工持股 32%以上。

图表 7: 股权结构良好 (2017)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

管理层拥有丰富的行业经验

公司董事会成员主要包括张静章及其亲戚。董事长张静章在注塑机行业拥有 50 余年的行业经验。其长子张剑鸣担任公司总裁，有着 35 多年的注塑机行业经验。Helmut Helmar Franz 教授担任非执行董事，有着 40 多年的行业经验。





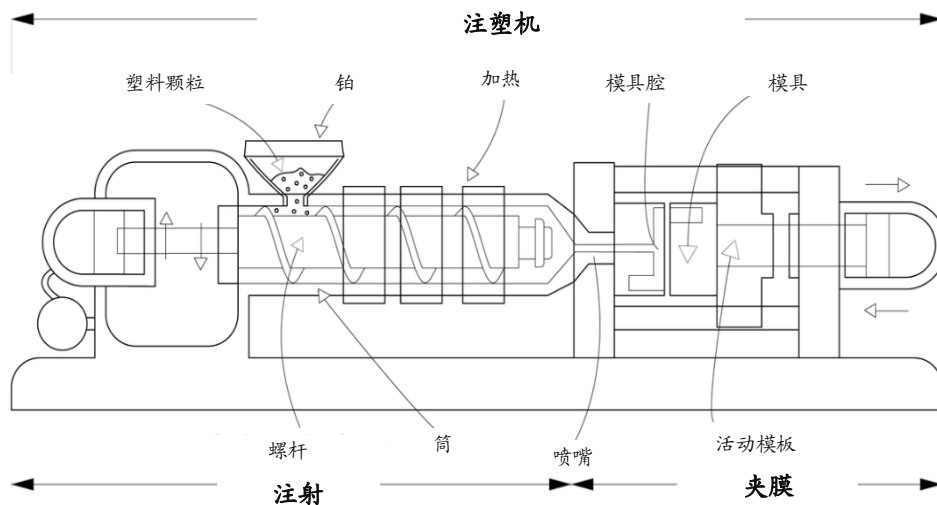
## 注塑机：增长稳定；产品升级

### 注塑机是使用最多的塑料加工机械中

汽车、建材、医疗、家电和包装等消费品都广泛使用到塑料产品。塑料加工机械种类较多，其中注塑机是最常见的一种，销量和销售额均超其它塑料加工机械。

注塑机将融化的塑料树脂注入模具，经过熔化、冷却和凝固，最终产出塑料产品。注塑机主要包括四大部分：注射装置（熔化塑料树脂）、合模装置（提供锁模力将模具合在一起）、驱动装置（包括液压、电液复合和电动三种）和电子控制装置。

图表 8：注塑机工作原理介绍



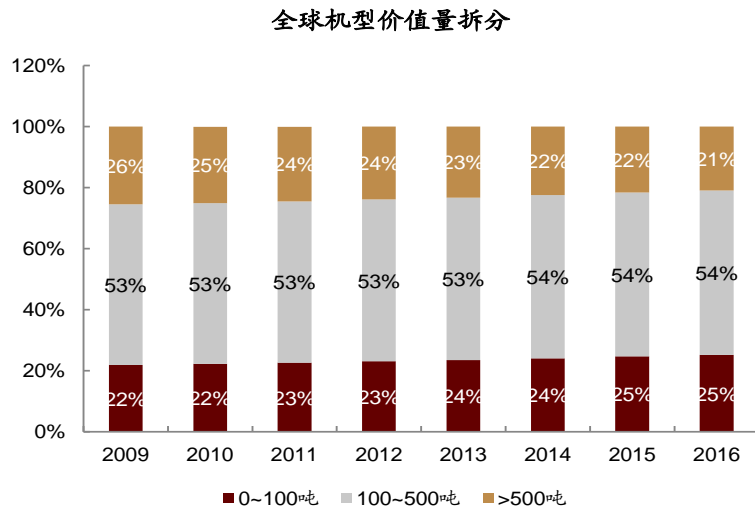
资料来源：维基百科，中金公司研究部

按照锁模力、驱动系统和下游应用，我们对注塑机就进行以下分类：

- ▶ **按照锁模力来分**，注塑机主要包括小吨位（锁模力不超过 500 公吨）和重大吨位（锁模力 500 公吨以上）。通常来说，计算机键盘和钥匙等小型塑料产品的模具大都使用小吨位注塑机，而汽车零部件等大型塑料产品则需要较高的锁模力。相对来说，小吨位注塑机对市场环境变化更加敏感，反应速度更快。但中大吨位注塑机主要供应于中大型企业，这些公司资金实力更强，且资本开支计划更加稳定。因此，宏观经济波动对中大吨位注塑机的影响较小。全球范围来看，小吨位注塑机约占总销售额 75%。



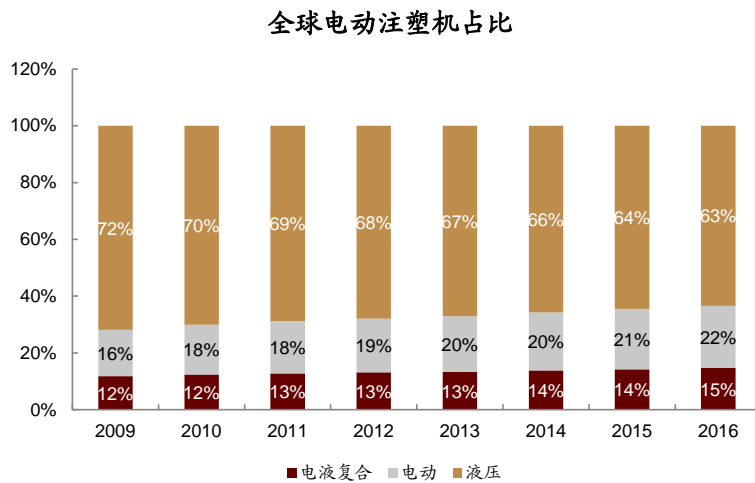
图表 9: 按照锁模力对注塑机进行分类 (全球)



资料来源: Interconnection, 中金公司研究部

- ▶ **按照驱动系统来分**, 注塑机主要包括液压、电动和电液复合三种。电动注塑机最为先进, 节能环保, 且精密度较高, 但价格高于液压注塑机。液压注塑机噪音更大, 能耗更高, 且污染物排放量更高。电液复合注塑机在价格和能源使用率方面实现更好的平衡。

图表 10: 按照驱动系统对注塑机进行分类

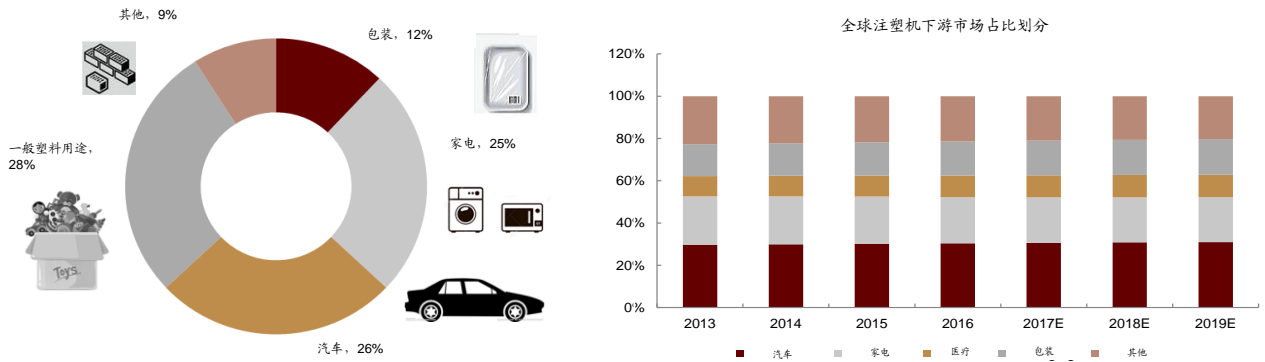


资料来源: Interconnection, 中金公司研究部

- ▶ **按照下游应用来看**, 国内注塑机主要应用于汽车、饮料包装、家电等行业, 其中汽车 (主要是汽车饰件)、家电 (冰箱、彩电和洗衣机等) 和饮料包装分别占 26%、25% 和 12%。玩具和建材等一般塑料应用占 28%。全球范围来看, 注塑机的应用情况基本相似, 汽车、电子和包装分别占 31%、21% 和 17%。



图表 11: 按照下游应用对注塑机进行分类

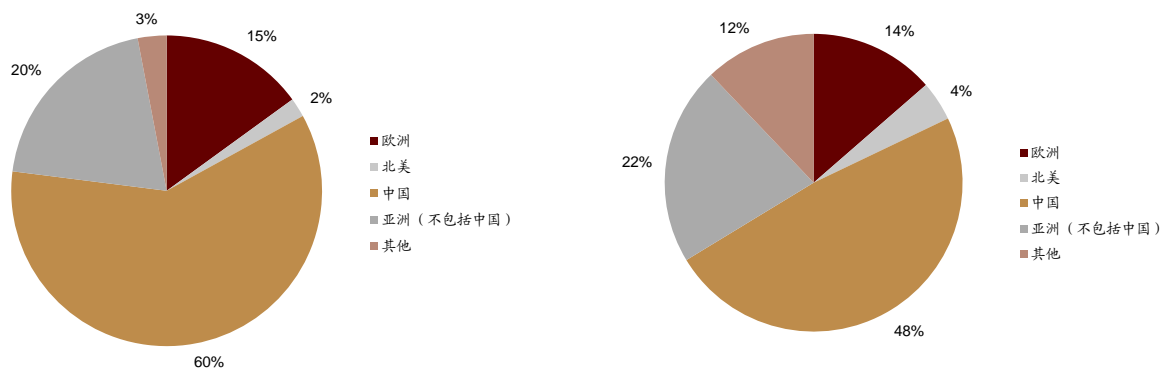


资料来源：国内研究，Interconnection，中金公司研究部

### 中国是世界最大的注塑机生产和消费国家

我们估算中国占全球注塑机总产量 60~70%，第二大生产国日本占全球总产量 11%。中国约占全球注塑机销量 50%，亚洲合计占全球注塑机销量 70%。

图表 12: 全球注塑机产量和销量国家排名 (2016)



资料来源：国内研究，Interconnection，中金公司研究部

### 增长稳定；产品升级

预计国内和全球注塑机市场规模年均复合增长率 4.6%和 2.7%

2006~2010 年，中国注塑机行业销售额年均复合增长率达到 19.8%，主要由于 2010 年增幅较大。但 2010 年之后，增长开始放缓。2011~2015 年，注塑机销售额年均复合增长率为低个位数增长。2016 下半年起，注塑机的市场需求有所回升，2016 年销售额超 260 亿元，达到 2009 年以来最高点。



图表 13: 中国塑料加工器械和注塑机历史销售额



资料来源：中国塑料机械产业协会，中金公司研究部 注：塑料加工器械和注塑机总销售包括零部件。

我们预计 2016~2020 年塑料产品年均复合增长率达到 6.7%

- ▶ **汽车行业对塑料产品的需求量预计实现 11% 的年均复合增长率。**我们认为汽车市场规模提升和汽车制造中的塑料使用增加，将驱动汽车行业对注塑机的去修。1) 汽车销量年均复合增长率预计 5%；2) 汽车生产过程中，将更多使用塑料产品。轻量化材料有助于改善汽车效率，减少能耗，提升对外部腐蚀的抵抗力。与钢铁相比，塑料更轻，化学属性更加稳定。在发达国家，塑料材料约占汽车总重 20% 以上，而在中国，该占比仅为约 10%。我们认为国内单辆汽车的塑料使用量有望从 160kg 上升至 200kg。因此，我们预计汽车行业对塑料的需求量有望实现 11% 的年均复合增长率。
- ▶ **家电行业的塑料使用量预计增长约 6.5%。**AVC 数据显示，2017 年家电销量预计增长 4.2%，我们假设 2017~2020 年保持同样的增长速度。我们同时假设塑料在家电行业中的渗透率在 2017~2020 年期间每年上升 1 个百分点。由此得出，家电行业的塑料使用量或将增长 6.5%。
- ▶ **包装行业的塑料使用量预计年均复合增长 6.8%。**根据包装行业十三五规划，行业总收入预计从 2015 年的 1.8 万亿元上升至 2020 年的 2.5 万亿元，对应年均复合增长率 6.8%。假设塑料在包装行业中的使用量保持稳定，我们预计包装行业塑料使用量预计年均复合增长 6.8%。
- ▶ **一般应用塑料预计年均复合增长率 3%~5%。**一般应用领域，我们预计塑料使用量维持稳定增长，年均复合增长率预计 3%~5%。

图表 14: 下游应用行业预测

		2016	2017E	2018E	2019E	2020E
汽车	汽车销量 (百万辆)	28.03	29.43	30.90	32.45	34.07
	单车塑料用量 (千克)	160	169	179	189	200
	汽车塑料用量合计 (百万千克)	4,485	4,979	5,528	6,137	6,814
	汽车塑料用量增速		11%	11%	11%	11%
家电	家电销量增速	6.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
	家电塑料用量占比	40%	41%	42%	43%	44%
	家电塑料用量增速		6.8%	6.5%	6.5%	6.4%
包装	包装塑料用量增速	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
其它应用	其它领域塑料用量增速	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
总计	塑料需求增速		6.9%	6.5%	6.6%	6.7%

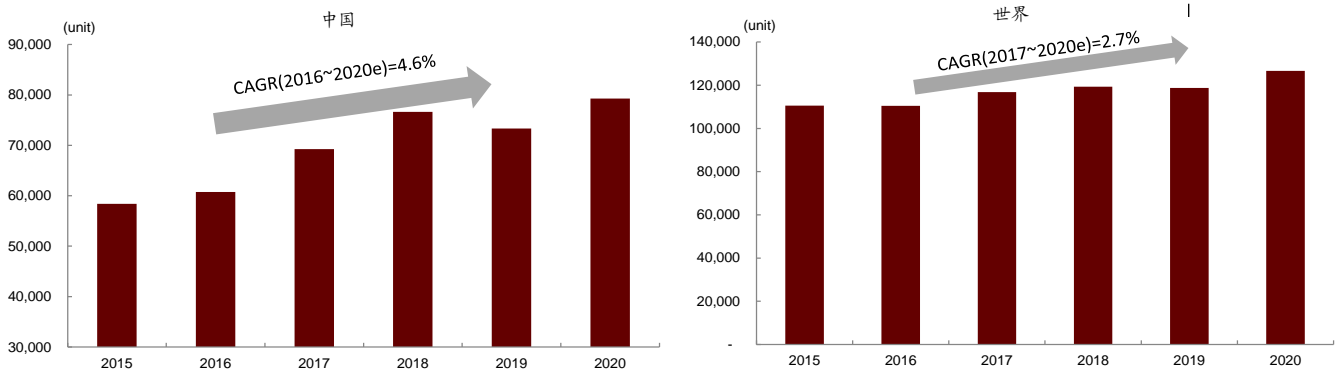
资料来源：中国汽车工业协会，AVC，中金公司研究部



国内注塑机市场预计年均复合增长率 4.6%。我们的估算主要基于以下假设：1) 注塑机的使用寿命为 7 年。2) 随着技术发展，注塑机的使用效率每年提升 2 个百分点。3) 塑料产品预计增长 6.7%。基于以上假设，我们得出国内注塑机市场预计年均复合增长率 4.6%。

全球注塑机市场预计年均复合增长率 2.7%。根据美国市场研究公司 Grand View Research，2015~2020 年全球注塑模具塑料需求年均复合增长率预计达到 4.2%。此外，我们假设全球注塑机效率每年提升 1~2 个百分点，且注塑机的使用寿命为 7 年，由此得出全球注塑机需求年均复合增长率 2.7%。

图表 15: 国内和全球注塑机市场规模预测



资料来源：国内研究，Grand View Research，Interconnection，中金公司研究部

我们估算电动/两板式注塑机年均复合增长率 12.4%/9.5%

小吨位注塑机正逐渐向全电动注塑机转型，大吨位注塑机则逐渐向两板式注塑机转型。我们预计 2016~2020 年国内注塑机市场年均复合增长率 4.6%，但电动和两板式注塑机增长率有望达到 12.4%/9.5%。

电动注塑机市占率有望提升。2009~2016 年期间，电动注塑机的全球占比从 16% 上升至 22%。其中电动注塑机在日本和美国的市占率分别达到 70~80% 和 40~50%，相比之下，电动注塑机在中国的市占率仅约为 10%。我们预计电动注塑机的市占率未来有望提升。一方面，电动注塑机较液压注塑机有着众多优势。另一方面，随着高端塑料产品的快速增长，电动注塑机将受益于产业升级。电动注塑机主要用于医疗设备、光学器件和 3C 电子等行业，我们认为终端市场的快速增长有望加速提升电动注塑机的使用。

电动注塑机厂商正力图降低成本，提供更低价格。电动注塑机的高价成为制约其发展的主要因素。为了实现对标准液压注塑机的替代，电动注塑机必须降低价格。因此海天国际等注塑机制造商正力图降低电动注塑机的制造成本，从而提供更具吸引力的价格。

预计 2016~2020 年电动注塑机年均复合增长率约为 12.4%。假设：1) 2016 年电动注塑机在小吨位注塑机中的占比为 15%；2) 2016~2020 年小吨位注塑机的增长率中值为 4.6%；2020 年电动注塑机在小吨位注塑机中的占比将提升至 20%。由此我们预计 2016~2020 年电动注塑机年均复合增长率 12.4%。

图表 16: 预计 2016~2020 年电动注塑机年均复合增长率约为 12.4%

		电动注塑机销量增速预测				
		电动注塑机在小型机中的占比				
		18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%
小型机的 年均复合 增速	3.6%	8.4%	9.9%	11.3%	12.7%	14.0%
	4.1%	9.0%	10.4%	11.9%	13.2%	14.6%
	4.6%	9.5%	11.0%	12.4%	13.8%	15.1%
	5.1%	10.0%	11.5%	12.9%	14.3%	15.7%
	5.6%	10.5%	12.0%	13.5%	14.9%	16.2%

资料来源：Interconnection，中金公司研究部



预计 2016~2020 年两板式注塑机年均复合增长率为 9.5%。两板式注塑机更加节省空间，预计其在中大吨位注塑机中的占比将持续提升。假设：1) 中大吨位注塑机年均复合增长率 4.6%；2) 两板式注塑机在中大吨位注塑机的占比在 2016 年为 25%，预计 2020 年达到 30%。基于以上假设，我们预计 2016~2020 年两板式注塑机年均复合增长率为 9.5%。

图表 17: 预计 2016~2020 年两板式注塑机年均复合增长率为 9.5%

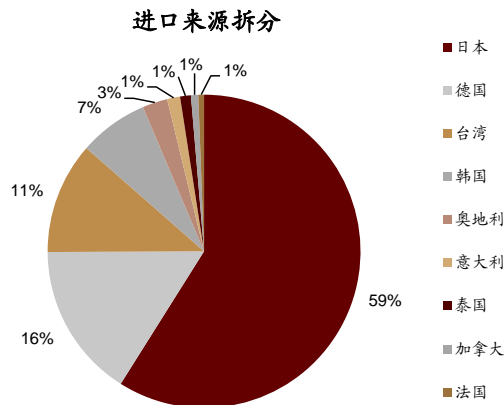
电动注塑机销量增速预测						
		电动注塑机在小型机中的占比				
		18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%
小型机的 年均复合 增速	3.6%	8.4%	9.9%	11.3%	12.7%	14.0%
	4.1%	9.0%	10.4%	11.9%	13.2%	14.6%
	4.6%	9.5%	11.0%	12.4%	13.8%	15.1%
	5.1%	10.0%	11.5%	12.9%	14.3%	15.7%
	5.6%	10.5%	12.0%	13.5%	14.9%	16.2%

资料来源：Interconnection，中金公司研究部

### 进口替代继续推进；出口增长提速

中国过去从发达国家进口高端注塑机。2009 年，进口占中国注塑机总需求 26%(销售额)，主要由于国内厂商无法生产高端注塑机，大都依赖进口（进口平均售价约为出口平均售价 2.5 倍）。因此，中国主要从日本（擅长电动注塑机，注塑机进口均价约为 108,000 美元；海天国际的均价约为 40,000 美元）、德国（擅长大吨位两板式注塑机，进口均价为 171,000 美元）、意大利、韩国和美国等发达国家进口注塑机。

图表 18: 中国的注塑机进口额 (2015)

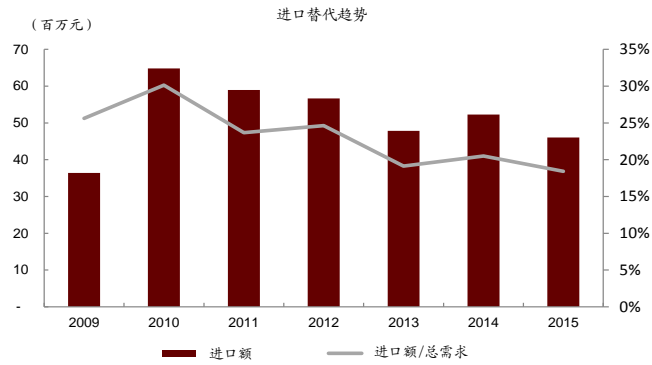


资料来源：中国塑料机械产业协会，中金公司研究部

国内企业逐渐开始生产高端注塑机。2015 年，进口仅占国内注塑机总需求 18%，主要由于海天国际等国内优秀企业开始生产高端注塑机。与国外品牌相比，我们认为国内企业有三大优势：1) 国外注塑机产品价格更高，但产品质量差别不大；2) 国内企业能够提供更优质的售后服务；3) 国内企业成本更低。因此，我们认为进口替代将持续推进，国内企业将凭借更高性价比获取更多市场份额。在此过程中，国内领军企业有望脱颖而出。



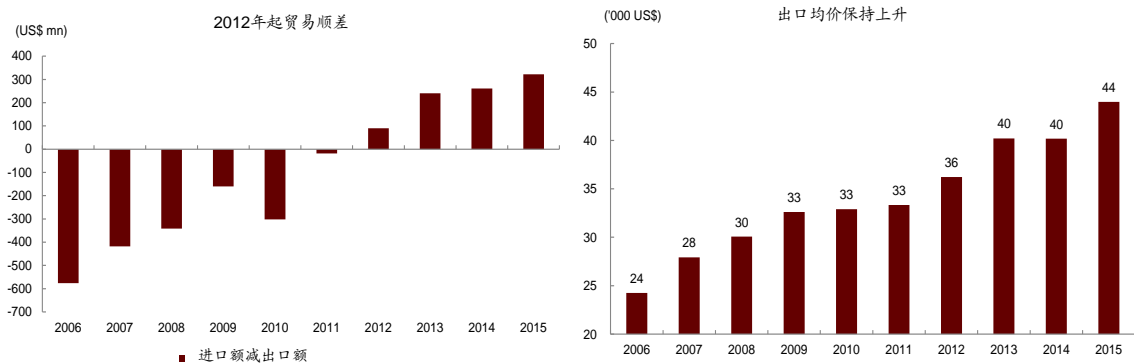
图表 19: 进口替代趋势



资料来源：中国塑料机械产业协会，国内研究，中金公司研究部

此外，高端产品出口也在不断增长。2006~2015年，注塑机出口额从3.46亿美元上升至9.80亿美元，对应年均复合增长率12%。2012年，中国注塑机出口实现贸易顺差，且顺差不断上升。2012~2015年，贸易顺差从9000万美元上升至3.22亿美元，对应年均复合增长率53%。此外，出口平均售价由24,000美元上升至44,000美元，高于公司2016年均价，表明中国高端注塑机的出口量正在逐渐增加。

图表 20: 贸易顺差和出口均价



资料来源：中国塑料机械产业协会，国内研究，中金公司研究部

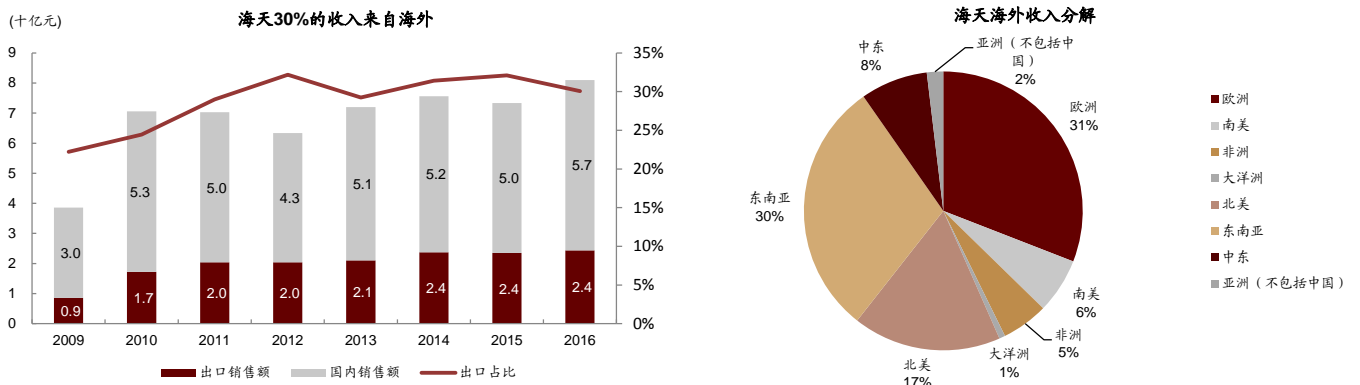
### 公司受益于全球化进程

海外收入占公司总收入30%。2007年收购德国长飞亚后，海天国际加快海外市场扩展，在德国、日本、越南、巴西、印度和土耳其等国家成立分公司、工厂和技术中心，注塑机产品出口至130多个国家。

海天国际占中国注塑机总出口额35%~40%。其中，公司31%的出口注塑机销往欧洲，30%销往东南亚，17%销往北美。发达国家是公司出口的主要目标市场。

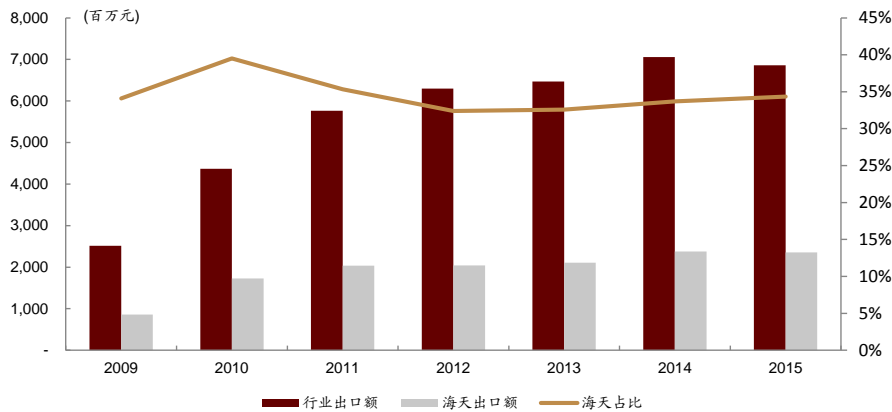


图表 21: 海天国际的海外收入拆分 (2016)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 22: 海天国际占中国注塑机总出口额 35%~40%。



资料来源：CPMIA，公司数据，中金公司研究部

图表 23: 海天国际的海外业务

海天国际海外布局				
亚洲	欧洲	中东、非洲	俄罗斯	美洲
越南1家6600平方米工厂	专供长飞亚1家4500平方米工厂	土耳其1家2200平方米工厂	莫斯科办事处	巴西1家12000平方米工厂
印度办事处	生产伺服液压机的1家7500平米工厂	土耳其办事处	俄罗斯海天	巴西办事处
越南办事处	长飞亚总部	在70个国家经销	俄罗斯长飞亚	在北美经销
在20余个国家经销	在17个国家经销			在南美经销

资料来源：公司数据，中金公司研究部





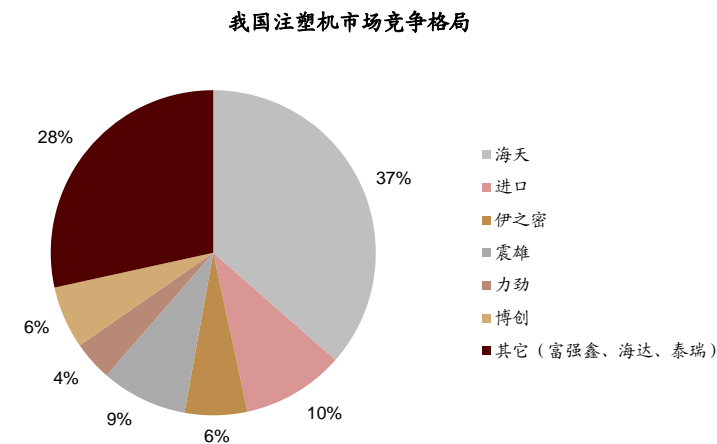
## 海天国际享有显著优势

### 竞争格局：绝对领先企业

#### 海天国际处于绝对领先地位

中国注塑机行业的市场集中度较高，海天国际享有绝对领先地位。从产量来看，公司 2016 年生产注塑机 29,538 件，占全球总产量 27%，占国内总产量 40%。第二大注塑机制造商震雄集团的市占率仅为 7%。其它主要国内厂商包括伊之密、博创和力劲科技；国外主要厂商包括恩格尔、米拉克龙和德马格。

图表 24：中国注塑机市场竞争格局（销售额；2016）



资料来源：公司数据，国内研究，中金公司研究部

根据 Interconnection，2016 年全球十大注塑机公司（阿博格、恩格尔、发那科、海天、日本制钢所、克劳斯玛菲、米拉克龙、日精、住友和东芝机械）合计市占率约为 65%（就价值而言）。

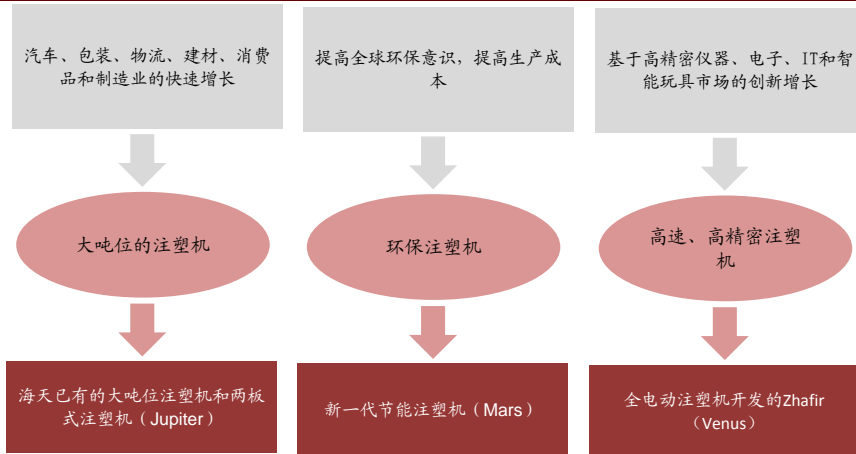
### 研发实力支撑产品升级

研发实力是海天成功的关键。公司研发团队主要由中德工程师组成。此外，公司与北京化工大学和浙江大学等机构建立良好的合作关系。2005 年，公司与北京化工大学联合成立海天北化，公司持有 80%，北京化工大学持有 20%。2008 年，公司成立博士后研发计划，资助博士毕业生进行注塑机研究。2011 年，公司获得两项国家科技进步奖，是注塑机行业首次获得如此高规格的荣誉。凭借着研发高投入，公司已研发出多个世界一流的高端注塑机产品。

海天的主要竞争者包括赫斯基、米拉克龙、住友和多个国内公司。国际企业主要专注于高端市场，国内企业主要专注于中低端市场。一方面，随着进口替代的逐渐推进，我们预计公司将从海外企业抢占更多市场份额。另一方面，我们认为海天凭借产品升级，能够打败不具备高端产品生产能力的国内企业。



图表 25: 公司顺应产品升级趋势

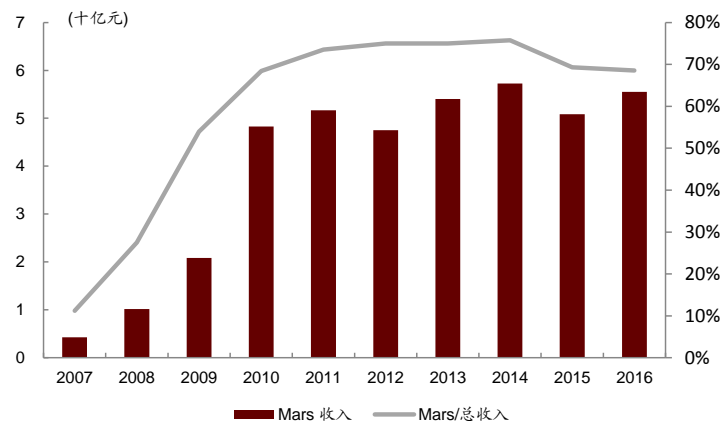


资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 从一代到二代的产品升级

2006年，公司自主研发出节能注塑机（火星系列），获得市场广泛认可。火星系列的液压伺服驱动系统具备高精度和节能的特点。迄今为止，海天已售出150,000件火星系列产品，目前该产品约占总销售额70%。2012年下半年，公司开始对火星、金星和木星等系列进行换代更新，实现从一代到二代的产品升级。二代产品精度更高、可靠度更高、速度更快且性价比更高。二代产品的推出有效提升了公司的竞争力。

图表 26: 节能火星系列产品占总收入 70%



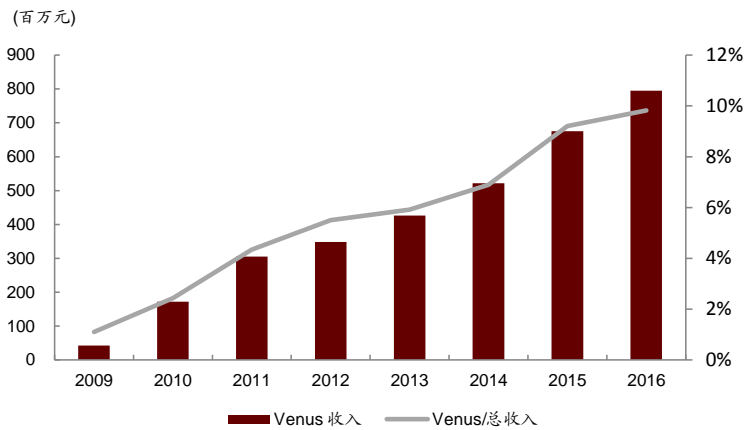
资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 收购长飞亚，进军全自动注塑机市场

2007年底，海天国际收购德国长飞亚。长飞亚是专注于小吨位电动注塑机的制造商，拥有优秀的欧洲工程师团队。较传统液压注塑机，全电动注塑机有着众多优势，如噪音更小、速度更快、精度更高、能耗更低和污染更少等。**1) 电动注塑机业务的快速发展。**2009~2016年，公司全电动注塑机（金星系列）收入年均复合增长率达到52%，总收入占比从1.1%提升至9.8%。具体来看，2016年电动注塑机在小吨位注塑机销售占比达到15.3%。公司金星系列产品已能够与进口品牌注塑机以及海外其它品牌竞争。2011年，出口约占公司金星系列产品销售50%。**2) 潜力仍然较大。**从销量来看，电动注塑机在全球注塑机总销量中的占比为22%。但公司电动注塑机在总销量中占比仅为6.4%，远低于全球平均占比。



图表 27: 金星系列产品收入增速远超公司总收入



资料来源：公司数据，Interconnection，中金公司研究部

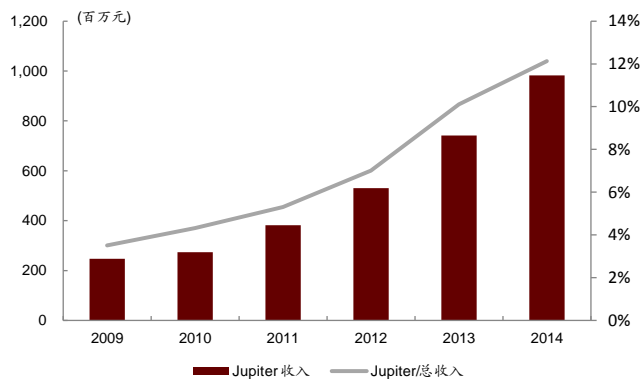
**预计木星系列 2016~2020 年年均复合增长率 32%**

与传统三板式注塑机相比，两板式注塑机的能耗低 20%，且能够节省生产空间。2011~2016 年，两板式注塑机(木星系列)年均复合增长率 32%，在总收入中占比从 3.5% 上升至 12.1%。具体来看，2016 年两板式注塑机在中大吨位注塑机中的占比为 36.3%。展望未来，我们认为海天能够凭借优质产品和高性价比，在高端市场进一步提升市场份额。

**高端产能扩张**

在开发高端产品技术的同时，公司也在提升高端产能。2015 年，海天国际在宁波春晓成立一期工厂，全电动注塑机年产能达到 5,000 件。另一新厂房将主要生产两板式注塑机。

图表 28: 木星系列产品收入增速远超总收入



资料来源：公司数据，中金公司研究部

**强大的销售网络为成功奠定基础**

1) 海天国际主要通过代理商和经销商销售产品。公司在国内外拥有广泛的销售网络，其中主要包括第三发销售代理商、经销商和服务中心。考虑到注塑机的终端用户十分分散，我们认为强大的销售网络能够帮助公司覆盖更多客户，提供优质的售后服务。

2) 三级式销售结构。为了管理销售代理商和经销商，同时加强与终端用户的直接联系公司采用三级式销售结构，主要包括销售总部、区域销售经理和第三方销售和经销商。销售总部主要负责整体规划，以及监督区域经理和第三方销售代理商和经销商。区域销售



经理主要监督第三方代理商和经销商，保障销售和营销活动正常进行。此外，销售代理商和经销商也会提供售后和技术支持，在机器故障时，为客户提供快速服务。海天还成立了多个服务中心，提供售后服务、系统整合和客户培训，同时跟踪调查客户对产品的满意度。

图表 29: 海天的全球销售网络



资料来源：公司数据，中金公司研究部

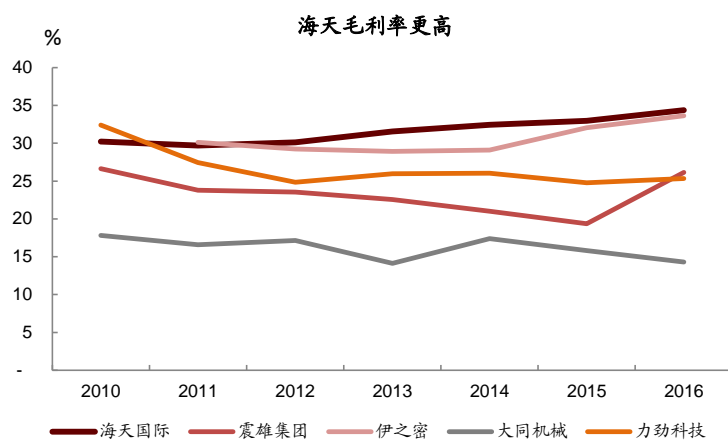
### 规模效应为经济效益奠定基础

作为注塑机行业的领军企业，海天国际主要受益于规模效应和强大的购买力。相比竞争者，公司能够以更低的价格获取原材料和零部件等。此外，公司的地理位置临近宁波的北仑港口（长江三角洲中两大集装箱港口之一，中国主要的港口之一），为进口和出口提供物流便利。考虑到公司的规模效应、较强议价能力和区位优势，我们预计海天国际将较其竞争者享有更高盈利能力。

相比震雄、伊之密、大同和力劲科技等同行竞争者，海天的盈利水平明显更高。

- ▶ 毛利率：公司毛利率水平略高于伊之密，远超其他公司（超震雄 15 个百分点，超大同 20 个百分点，超力劲科技 9.6 个百分点）。

图表 30: 海天的毛利率明显更高



资料来源：公司数据，中金公司研究部

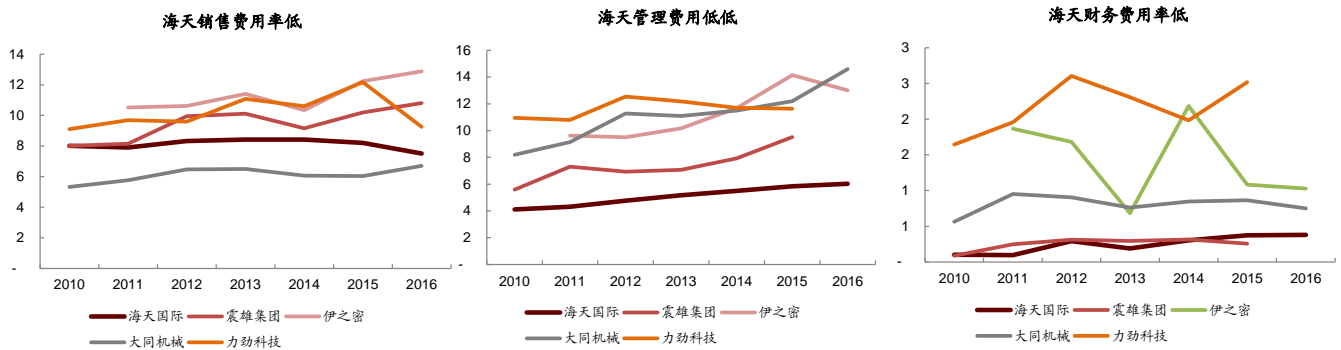
- ▶ 费用率：公司费用率远低于同行（仅略高于大同，但较其他公司低 2.5~5.5 个百分点）。



海天主要通过第三方销售代理商和经销商销售产品，因而能够建立广泛的销售网络，以更低的销售费用覆盖更多客户。此外，公司的管理效率也很高，管理费用率远低于同行（低于震雄/伊之密/大同/力劲科技：3.5/7.0/14.6/5.6个百分点）。此外，公司现金流处于健康水平，且周转效率较高，能够将财务费用率保持在较低水平（远低于伊之密/大同/力劲科技）。

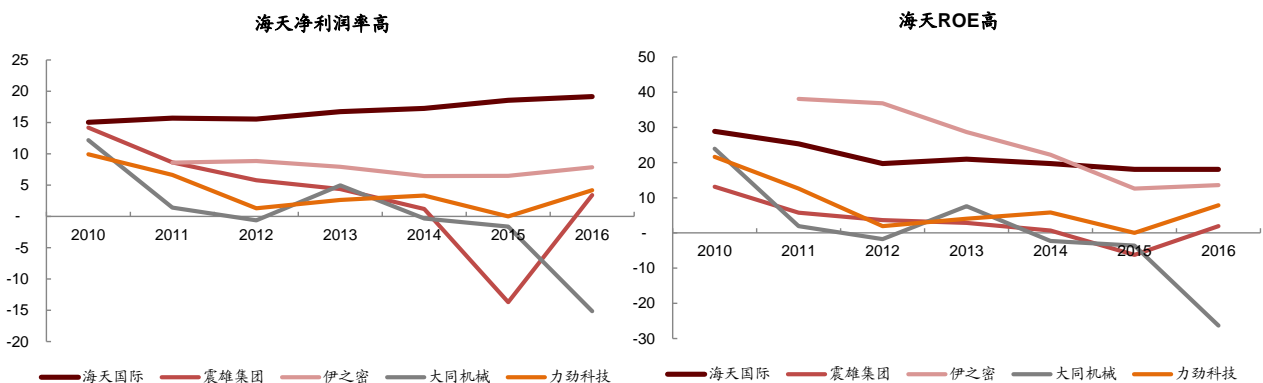
- ▶ **净利率和 ROE:** 凭借高毛利率和低费用率，公司净利率远超同行竞争者。上个业绩期，震雄和大同的净利率均为负数，力劲科技则接近收支平衡。同期海天的净利率达到 19.1%，高于伊之密 11.28 个百分点。此外，公司在同业中享有最高 ROE（超伊之密 4.5 个百分点），盈利能力较强。

图表 31: 公司费用率较低



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 32: 净利率和 ROE 均较高



资料来源：公司数据，中金公司研究部

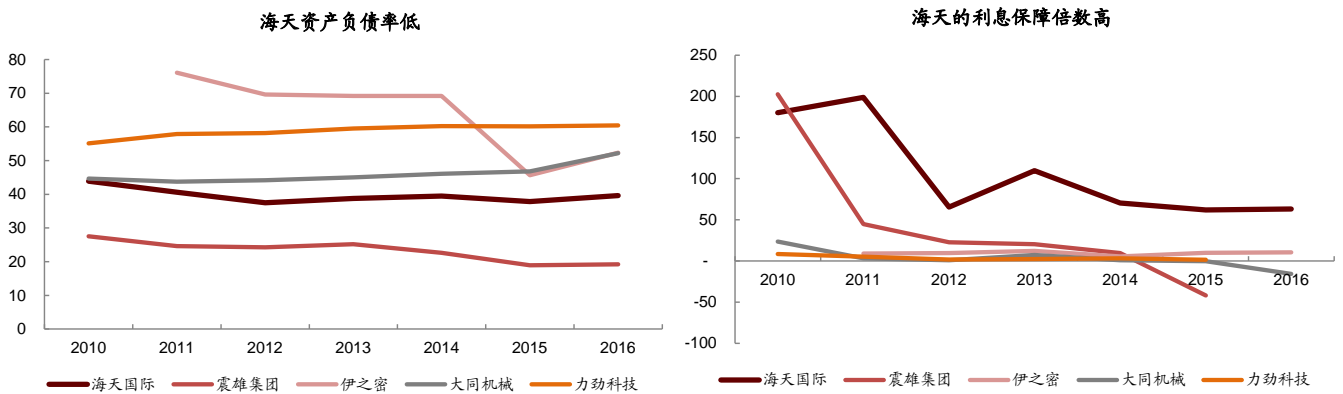
资产负债表和现金流均较为健康水平

公司资产负债表和现金流均很稳健和健康，因此偿付风险很低，财务负担较少。

- ▶ **资产负债率:** 海天的资产负债率为 39.6%，远低于伊之密、大同和力劲科技。
- ▶ **利息保障比率:** 2016 年海天的利息保障比率为 63，超同行水平，偿付能力较强。
- ▶ **运营能力:** 海天的库存周转天数和应收账款均低于同行竞争者，表明运营效率较高。
- ▶ **运营现金流健康:** 2011~2016 年，海天的运营现金流年均复合增长率 37%。2016 年，运营现金流占收入 24%（震雄/伊之密/力劲科技占比分别为：12%/16%/8%）。

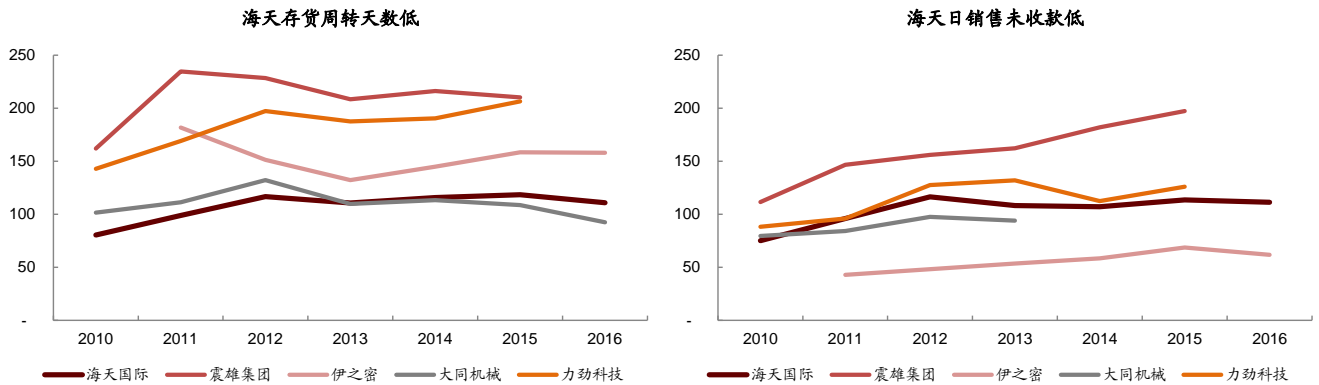


图表 33: 公司偿付能力较高



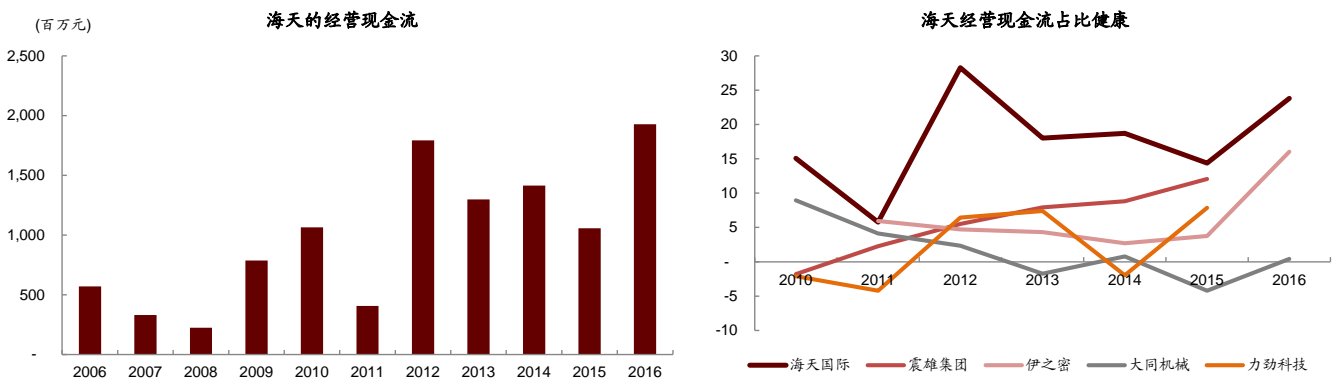
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 34: 公司运营效率较高



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 35: 公司现金流健康



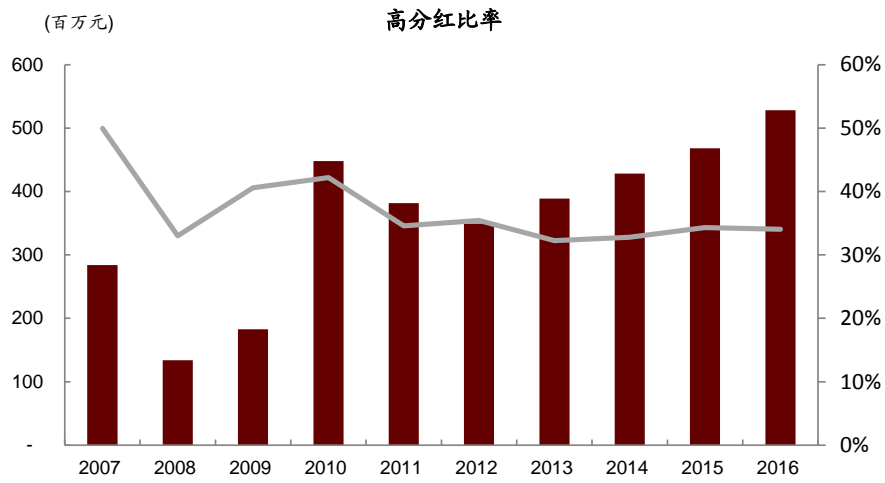
资料来源：公司数据，中金公司研究部

高派息率

2011~2016年，公司派息从3.82亿元增加至5.28亿元，对应年均复合增长率7%。派息率保持在33%以上。



图表 36: 高派息率



资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 预计 2017/18 年净利润增长 25%/18%

### 盈利预测

我们预计公司 2017/18 年收入分别增长 25%/12%；净利润分别增长 30.6%/18.1%。

- ▶ **各系列产品收入：**我们预计 2017 和 2018 年火星/金星/木星系列产品收入分别增长 25%/45%/35%和 8%/20%/25%。
- ▶ **毛利率：**我们预计 2017/18 年毛利率维持稳定增长，主要由于运营效率和产品结构持续改善（金星和木星系列产品占比提升）。我们同时预计公司成本管理将有效抵消原材料成本波动。
- ▶ **净利率：**考虑到规模效应有望持续增强，我们预计公司净利率逐步改善。预计 2017/18 净利率从 19.2%增长至 20.0%/21.1%。

图表 37: 收入和毛利率预测

分类(百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
总计	6,336	7,201	7,560	7,336	8,098	10,136	11,312
( +/-)	-10%	14%	5%	-3%	10%	25%	12%
Mars系列 (节能注塑机)	4,716	5,552	5,727	5,086	5,549	6,936	7,491
( +/-)	-9%	18%	3%	-11%	9%	25%	8%
Zhafir 系列	349	426	522	676	795	1,153	1,383
( +/-)	14%	22%	22%	30%	18%	45%	20%
Jupiter 系列 (双台板注塑机)	274	382	530	741	982	1,326	1,657
( +/-)	11%	40%	39%	40%	32%	35%	25%
其他系列	841	677	624	659	587	499	514
( +/-)	-26%	-20%	-8%	6%	-11%	-15%	3%
零件	156	164	158	174	185	222	266
( +/-)	-14%	5%	-3%	10%	6%	20%	20%
毛利率							
总毛利	1,907	2,274	2,453	2,419	2,783	3,544	4,012
%	30%	32%	32%	33%	34%	35%	35%

资料来源：公司数据，中金公司研究部





图表 38: 财务分析

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业收入	7,560	7,336	8,098	10,136	11,312
营业成本	5,108	4,917	5,315	6,591	7,300
其他收入	98	104	99	79	79
销售费用	637	602	608	699	747
管理费用	415	429	488	527	566
财务费用	106	127	100	73	142
税前利润	1,596	1,676	1,914	2,499	2,950
所得税	291	313	363	474	559
净利润	1,305	1,363	1,551	2,025	2,391
<b>现金流量表</b>					
净利润	1,305	1,363	1,551	2,025	2,391
折旧与摊销	147	163	187	206	224
营运资本变动	(488)	(310)	707	(296)	(179)
经营活动现金流	1,414	1,056	1,928	1,992	2,560
资本支出	(468)	(453)	(474)	(514)	(530)
投资活动现金流	(1,480)	(907)	(770)	(857)	(907)
股权融资	(388)	(427)	(453)	-	-
债务净增加	591	476	363	(463)	299
净利息	(106)	(127)	(100)	(73)	(142)
分红	(389)	(428)	(468)	(528)	(668)
融资活动现金流	156	(2)	(243)	(1,065)	(511)
货币资金增加额	90	147	914	70	1,142
货币资金期初余额	2,113	2,203	2,349	3,264	3,334
货币资金期末余额	2,203	2,349	3,264	3,334	4,476
<b>资产负债表</b>					
<b>流动资产</b>					
流动资产	<b>8,574</b>	<b>9,475</b>	<b>11,835</b>	<b>13,443</b>	<b>15,663</b>
货币资金	2,203	2,349	3,264	3,334	4,476
短期存款	153	114	163	174	186
应收账款	2,217	2,414	2,593	3,246	3,623
存货	1,677	1,557	1,720	2,133	2,362
可供出售金融资产	2,056	2,813	3,729	4,102	4,512
其他资产	268	227	364	452	500
<b>非流动资产</b>					
非流动资产	<b>3,136</b>	<b>3,422</b>	<b>3,265</b>	<b>3,584</b>	<b>3,900</b>
固定资产净值	2,116	2,417	2,712	2,956	3,198
土地使用权	392	382	373	437	500
递延事项和其他资产	628	573	79	90	101
<b>总资产</b>					
总资产	<b>11,710</b>	<b>12,897</b>	<b>15,100</b>	<b>17,027</b>	<b>19,562</b>
<b>流动负债</b>					
流动负债	3,239	3,401	4,342	5,225	5,942
应付账款	1,907	1,643	2,141	2,655	2,941
其他应付	1,261	1,251	1,440	1,786	1,978
其他	71	72	83	92	101
<b>非流动负债</b>					
非流动负债	<b>1,387</b>	<b>1,476</b>	<b>1,639</b>	<b>1,187</b>	<b>1,282</b>
递延事项	11	10	10	11	12
其他长期应付	1,377	1,466	1,629	1,176	1,271
<b>总负债</b>					
总负债	<b>4,626</b>	<b>4,877</b>	<b>5,981</b>	<b>6,411</b>	<b>7,224</b>
<b>股东权益</b>					
股东权益	<b>7,084</b>	<b>8,020</b>	<b>9,119</b>	<b>10,616</b>	<b>12,338</b>
<b>财务指标</b>					
毛利率	32%	33%	34%	35%	35%
营业利润率	20%	21%	22%	24%	25%
净利润率	17%	19%	19%	20%	21%
净资产收益率	18%	17%	17%	19%	19%
应收帐款周转天数	106	118	115	115	115
存货周转天数	118	114	117	117	117
资产负债率	40%	38%	40%	38%	37%
<b>每股数据 (元)</b>					
每股收益	0.82	0.85	0.97	1.27	1.50
每股净资产	4.44	5.03	5.71	6.65	7.73
每股分红	0.27	0.29	0.33	0.42	0.49

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



### 估值

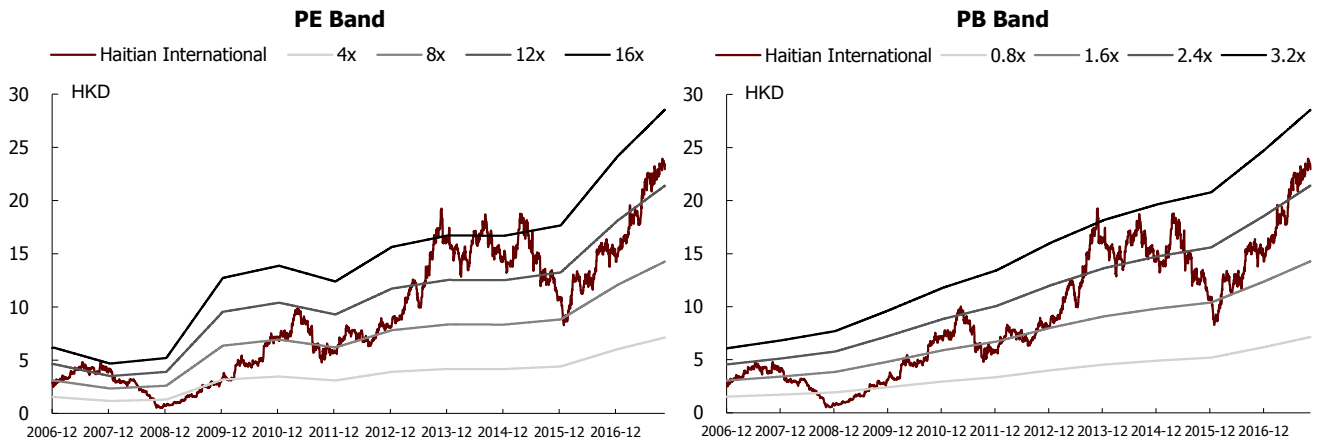
H股中没有可比公司,因此我们将公司主要竞争者伊之密和金明精机,以及A股细分市场领军企业中亚股份、杰克股份、弘亚数控、美亚光电、豪迈科技和科达洁能作为可比公司。A股可比公司估值为26.1倍2018年市盈率。考虑到机械行业A股对H股的平均估值溢价为1.6,我们给予海天国际16倍2018年市盈率。我们首次覆盖海天国际公司(01882)给予推荐评级,目标价28.85港币,对应16倍2018年市盈率。

图表 39: 可比估值

公司名称	股票代码	货币单位	股价	市值 (百万)	总股本 (百万股)	EPS			P/E		
			2017/11/8			16A	17E	18E	16A	17E	18E
<b>H股</b>											
中国中车-H	1766.HK	HKD	7.5	352,496	28,699	0.39	0.41	0.47	17.1	15.5	13.1
时代电气	3898.HK	HKD	44.9	52,720	1,175	2.47	2.32	2.97	16.2	16.6	12.5
中国通号	3969.HK	HKD	6.1	53,618	8,790	0.35	0.42	0.52	15.7	12.4	9.8
中集集团-H	2039.HK	HKD	15.8	57,060	2,981	0.18	0.91	1.10	78.2	14.9	12.0
中集安瑞科	3899.HK	HKD	5.0	9,750	1,942	(0.48)	0.14	0.32	-9.4	30.2	13.1
龙工	3339.HK	HKD	3.4	14,381	4,280	0.11	0.20	0.25	27.9	14.3	11.1
<b>平均值</b>									<b>24.3</b>	<b>17.3</b>	<b>12.0</b>
<b>中值</b>									<b>16.7</b>	<b>15.2</b>	<b>12.3</b>
<b>A股</b>											
伊之密	300415.SZ	RMB	17.2	8,759	432	0.25	0.53	0.71	68.3	32.8	24.2
金明精机	300281.SZ	RMB	14.1	4,627	279	0.12	0.25	0.35	120.3	57.3	40.2
杰克股份	603337.SH	RMB	50.3	12,233	207	1.07	1.54	2.06	47.1	32.5	24.5
弘亚数控	002833.SZ	RMB	65.5	10,426	135	1.15	1.82	2.51	57.1	35.9	26.1
美亚光电	002690.SZ	RMB	18.7	14,852	676	0.46	0.59	0.74	40.8	31.6	25.1
中亚股份	300512.SZ	RMB	21.9	6,956	270	0.60	0.69	0.82	36.7	31.7	26.6
豪迈科技	002595.SZ	RMB	20.5	19,272	800	0.90	0.93	1.15	22.8	22.0	17.8
科达洁能	600499.SH	RMB	13.6	22,585	1,411	0.21	0.42	0.57	63.2	32.5	24.0
<b>平均值</b>									<b>57.0</b>	<b>34.5</b>	<b>26.1</b>
<b>中值</b>									<b>52.1</b>	<b>32.5</b>	<b>24.8</b>
海天	1882.HK	HKD	23.6	31,922	1,596	0.97	1.27	1.50	21.69	15.89	13.06

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 40: 市盈率和市净率区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



## 投资风险

### 宏观经济放缓

公司的注塑机销售主要依靠汽车、家电、3C 产品等需求。如宏观经济放缓，下游需求或将趋弱，或导致公司收入大幅下降。

### 原材料价格上涨

原材料和零部件是公司的主要成本。如钢价大幅上涨，毛利率将承压。

### 外汇波动

2016 年，海外收入约占公司总收入 30%。海外销售主要以美元等外汇结算，但外汇仅占公司总购买额不到 10%。此外，截至 2016 年底公司以美元计净资产达 3.42 亿元。如人民币大幅贬值，公司毛利率和外汇收益或将下滑。根据我们估算，如人民币兑美元 2016 年贬值 1%/5%/7%，其他变量不变，公司净利润将相应下降 1%/9%/15%。但考虑到平均手机将相应调整，我们认为汇率波动的实际影响更低。

图表 41: 人民币贬值对净利润的影响

人民币升值对净利润影响 (百万元)					
人民币升值比率	0%	1%	3%	5%	7%
总收入	8,098	8,074	8,004	7,892	7,746
包括：海外收入	2,435	2,411	2,341	2,229	2,083
国内收入	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
<b>收入变动</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>	<b>-4%</b>
营业成本	5,315	5,310	5,294	5,270	5,238
包括：海外成本	531	526	511	487	455
国内成本	4,783	4,783	4,783	4,783	4,783
毛利	2,783	2,764	2,709	2,622	2,508
<b>毛利变化</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>	<b>-6%</b>	<b>-10%</b>
毛利率	34%	34%	34%	33%	32%
<b>毛利率变化</b>	<b>0ppt</b>	<b>-0.13ppt</b>	<b>-0.52ppt</b>	<b>-1.14ppt</b>	<b>-1.99ppt</b>
汇兑损益变动	0.00	-3.39	-9.97	-16.30	-22.39
净利润	1,551	1,533	1,486	1,414	1,322
<b>净利润变化</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-4%</b>	<b>-9%</b>	<b>-15%</b>
净利润率	19%	19%	19%	18%	17%
<b>净利润率变化</b>	<b>0ppt</b>	<b>-0.16ppt</b>	<b>-0.59ppt</b>	<b>-1.24ppt</b>	<b>-2.08ppt</b>

资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

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

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

翻译：张昕月

编辑：樊荣、张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

