



奶粉行业迎来拐点, 公司业绩触底回升

投资要点

- **事件:** 近期, 我们调研了贝因美, 与公司管理层进行了沟通与交流。
- **供需关系改善, 奶粉行业迎来拐点:** 1) **供给端:** 奶粉注册制文件出台标志奶粉新政步入落实阶段。奶粉注册制促进行业洗牌, 杂牌、贴牌奶粉加速退出。现存的 2000 余种品牌未来将缩减到不足 500 个, 超六成品牌退出将让出 15%-20% 近 200 亿元市场空间。龙头企业将充分受益品牌集中度进一步提升, 供给端竞争格局得到明显改善。2) **需求端:** 二胎政策全面放开叠加猴年婴儿潮, 2016 年新生人数同比+6%。考虑到从备孕到生育大概需要 12-18 个月时间, 二胎政策带来的生育高峰将会出现在 2017 年, 预计将达到 2100 万的峰值, 带动奶粉需求扩张的效果将在 2017 年上半年得到集中释放。奶粉行业供需两端均显著改善, 公司盈利能力开始转好, 整个行业拐点已经显现。
- **预计 2017 年上半年渠道将迎来补库存周期。** 注册制审批进程慢于预期, 第一批通过名单有望将在 2017 年上半年通过。目前经销商对奶粉囤货保持谨慎态度, 都在积极消库存。公司渠道库存已降至历史低位, 预计拐点将在第一批名单通过后出现, 渠道将进入补库存周期。
- **业绩见底。** 由于行业恶性竞争和公司战略性失误过早抢占终端, 2016 年前三季度大幅亏损。四季度公司向经销商重点推大概率能通过注册的产品, 增强经销商拿货信心, 预计四季度业绩有望得到改善。同时公司电商业务超预期, 营收占比大幅提升。尽管 2016 年亏损已成定局, 2017 年在奶粉行业迎来拐点的大背景下公司业绩将得到大概率改善, 具有较大弹性。
- **股价安全边际高, 管理层动力充分。** 2014 年恒天然要约收购公司 18.82% 股权, 均价为 18 元/股, 2016 年初贝因美大股东增持公司股份, 均价为 13.5 元/股, 充分彰显国外投资者和管理层对公司未来发展的信心, 并且持有成本均高于目前股价, 安全边际高。另外公司第一期员工持股计划已在 2016 年 8 月解锁, 持有成本为 11.54 元, 距离当前股价差距不大, 因此管理层积极性较高。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年收入分别为 33 亿、39 亿、47 亿, 增速分别是 -26%、16%、21%, 对应 EPS 分别为 -0.39 元、0.04 元、0.22 元。奶粉行业拐点已现, 公司将充分受益奶粉注册制, 未来业绩大概率反转, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 奶粉注册审批通过时间或晚于预期; 二胎政策影响或不达预期; 奶粉行业恶性竞争短期或将持续。

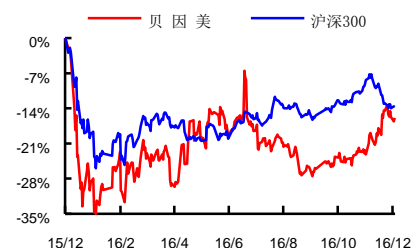
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4533.82	3337.99	3872.15	4669.28
增长率	-10.20%	-26.38%	16.00%	20.59%
归属母公司净利润(百万元)	103.64	-395.10	40.93	220.04
增长率	50.45%	-481.22%	110.36%	437.64%
每股收益 EPS(元)	0.10	-0.39	0.04	0.22
净资产收益率 ROE	2.44%	-14.87%	0.62%	5.89%
PE	131	-34	333	62
PB	3.71	4.26	4.04	3.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 徐卿
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.23
流通 A 股(亿股)	10.21
52 周内股价区间(元)	10.17-15.25
总市值(亿元)	134.05
总资产(亿元)	56.64
每股净资产(元)	3.18

相关研究

目 录

1 公司概况：国内婴童产业领跑者	1
2 供需关系改善，奶粉行业迎来拐点	2
2.1 供给端：奶粉注册制加速行业整合，竞争格局有望改善.....	2
2.2 需求端：二胎政策全面放开叠加猴年婴儿潮，需求迅速扩张.....	3
3 渠道迎来补库存周期，业绩见底	5
3.1 专注婴幼儿奶粉，坚持质量保证	5
3.2 渠道补库存，业绩见底弹性大，股价安全边际高	5
4 盈利预测与估值	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司 2016 年中期主营业务收入结构情况	1
图 2: 公司 2016 年中期主营业务毛利结构情况	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2011 年以来归母净利润及增速	1
图 5: 2011-2016 年历年新增人口数量及同比增速	3
图 6: 2014 年各国母乳喂养率	4
图 7: 2014 年中国城市和农村母乳喂养率	4
图 8: 2014 年各国女性就业率	4
图 9: 公司产品系列	5
图 10: 我国婴幼儿食品市场各大品牌占比	5

表 目 录

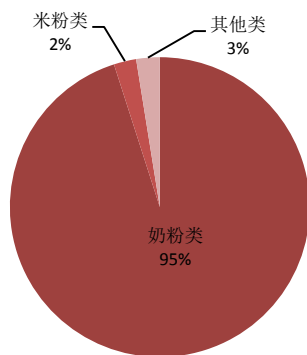
表 1: 婴幼儿奶粉注册制相关政策	2
表 2: “全面二胎”政策的目标育龄妇女群体	3
表 3: 新增人口测算	4
表 4: 贝因美各项业务整体预测表(百万元)	6
附表: 财务预测与估值	8

1 公司概况：国内婴童产业领跑者

贝因美成立于 1992 年，一直专注于婴幼儿食品的研发、生产和销售等业务，主要产品包括婴幼儿配方奶粉、营养米粉、亲子食品、儿童奶和其他婴幼儿辅食等。经过十几年的努力，已在消费者心中树立了“育婴专家”品牌地位，成为中国婴童产业的领跑者和最大规模企业之一。

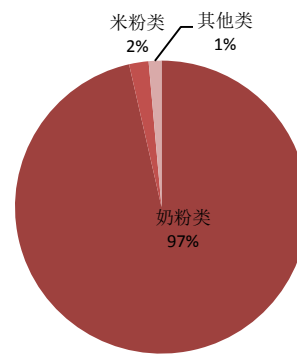
公司主营业务结构：公司收入主要来自婴幼儿配方奶粉，占比 95%，米粉类和其他类（如婴幼儿辅食和婴童用品）分别占比 2%、3%；婴幼儿配方奶粉贡献 97%毛利，米粉类和其他类分别贡献剩余的 2%、1%。

图 1：公司 2016 年中期主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

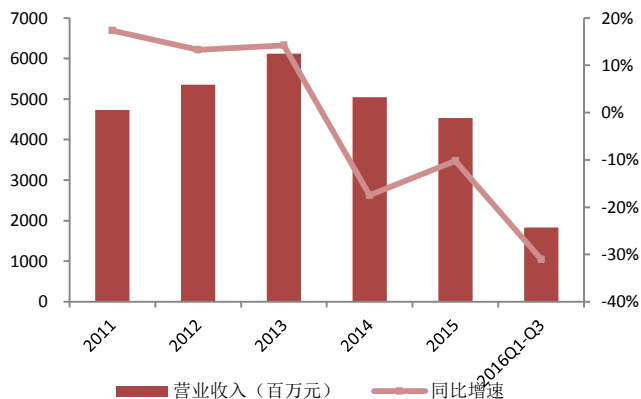
图 2：公司 2016 年中期主营业务毛利结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

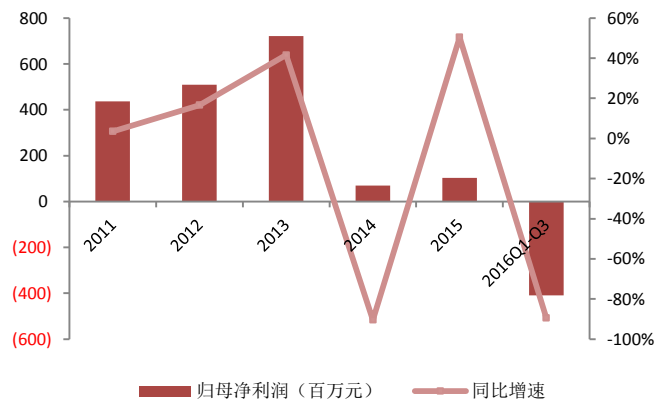
公司业绩状况：2013 年之前公司营业收入和净利润一直保持较快速度的稳健增长，2014 年随着母婴店渠道兴起，大量杂牌涌入市场加剧竞争，国外品牌通过海淘等途径进入中国市场，对国内价格造成冲击，导致公司业绩出现较大下滑，2014 年收入和归母净利润分别同比-17%、-90%。随后两年进入漫长调整期，2015 年归母净利润账面虽然有所增长，但扣除政府补贴的 1.2 亿元，实际已亏损。2016 年前三季度业绩进一步下滑，亏损达 4.1 亿元。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 供需关系改善，奶粉行业迎来拐点

奶粉注册制促进行业洗牌，杂牌、贴牌奶粉加速退出，品牌集中度进一步提升，供给端竞争格局将得到明显改善。二胎政策全面放开叠加猴年婴儿潮，2016 年迎来生育高峰，带动奶粉需求扩张的效果将在 2017 年上半年得到集中释放。奶粉行业供需两端均显著改善，公司盈利能力开始转好，整个行业拐点已经显现。

2.1 供给端：奶粉注册制加速行业整合，竞争格局有望改善

2016 年 11 月 16 日，国家食药监总局发布有关婴幼儿奶粉注册制的两大文件-《婴幼儿配方乳粉产品配方注册申请材料项目与要求(试行)》和《婴幼儿配方乳粉产品配方注册现场检查要点及判断原则(试行)》，文件的正式发布意味着被称为史上最严的奶粉新政步入落实阶段。

根据准则规定，2018 年 1 月 1 日起，在我国境内生产或向我国境内出口的婴幼儿配方乳粉应当取得婴幼儿配方乳粉产品配方注册证书，届时未取得证书的乳粉不得进行销售，同时每个企业原则上申请不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方。目前产品在国内市场流通的国内外奶粉制造厂商合计 160 多家，按照一个厂商最多申请三个品牌的规定，奶粉品牌数量将从现有的 2000 多个缩减到未来不超过 500 个，大多数无法申请到注册证书的小品牌将会被清洗出市场，届时将会让出 15%-20% 将近 200 亿元的市场空间。退出的小品牌主要集中在三四线城市，让出的市场将会由三四线城市婴幼儿奶粉龙头贝因美有效承接，充分受益新政带来的市场增量。

此外，在财政部今年 4 月发布《跨境电子商务零售进口商品清单》中对进口奶粉做出要求：从 2018 年 1 月 1 日起，在我国销售的婴幼儿配方乳粉，包括通过跨境电子商务零售进口的婴幼儿配方乳粉，必须依法获得产品配方注册证书。这意味着配方注册制也将对进口奶粉产生限制作用，未能取得证书的进口奶粉将无法在国内销售，利好国产奶粉。

表 1：婴幼儿奶粉注册制相关政策

政策名称	时间	发布机关	政策要点
《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》	2016 年 6 月 6 日发布，自 2016 年 10 月 1 日起施行	国家食品药品监督管理总局	第二条 在中华人民共和国境内生产销售和进口的婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理，适用本办法。
			第九条 同一企业申请注册两个以上同年龄段产品配方时，产品配方之间应当有明显差异，并经科学证实。每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方，每个配方系列包括婴幼儿配方乳粉（0—6 月龄，1 段）、较大婴幼儿配方乳粉（6—12 月龄，2 段）、幼儿配方乳粉（12—36 月龄，3 段）。
			第十条 同一集团公司已经获得婴幼儿配方乳粉产品配方注册及生产许可的全资子公司可以使用集团公司内另一全资子公司已经注册的婴幼儿配方乳粉产品配方。组织生产前，集团公司应当向国家食品药品监督管理总局提交书面报告。
			第二十三条 婴幼儿配方乳粉产品配方注册证书有效期为 5 年。
《跨境电子商务零售进口商品清单》	2016 年 4 月 6 日公布	财政部、发展改革委、工业和信息化部等 11 个部门	从 2018 年 1 月 1 日起，在我国销售的婴幼儿配方乳粉，包括通过跨境电子商务零售进口的婴幼儿配方乳粉，必须依法获得产品配方注册证书。

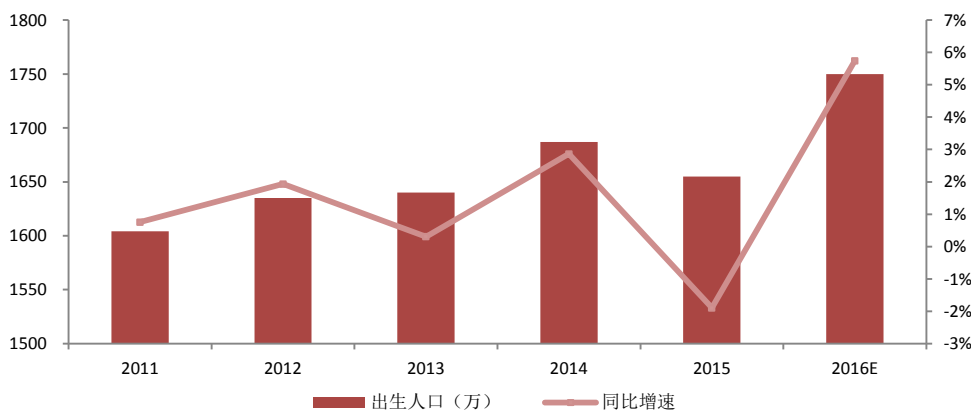
数据来源：国家食品药品监督管理总局，财政部，西南证券整理

注册制的推出提升婴幼儿配方乳粉行业准入门槛，加速行业整合，配方、品牌乱象将有较大改善，品牌集中度进一步提升，供给端竞争格局将得到明显改善。

2.2 需求端：二胎政策全面放开叠加猴年婴儿潮，需求迅速扩张

2016年预计新生儿数量同比+6%，较2015年多增加100万。全面两孩政策于2016年1月1日正式实施，效果明显。此外，2016年为猴年，大多数中国人认为在这一年出生的孩子能讨到“聪明机智自信快乐”的好彩头。二胎政策全面放开叠加猴年婴儿潮，2016年新生儿数量有显著上升。据卫计委统计，2016年全年出生人口将超过1750万，同比+6%，预期未来几年将继续保持较高增长。

图5：2011-2016年历年新增人口数量及同比增速



数据来源：卫计委数据，西南证券整理

我们分析，剔除现有符合“单独二胎”的人群后，二胎政策影响到的目标人群为8018万人，再根据单独二胎政策放开后的申请比例估算出理论上全面放开二胎政策实行的第1年带来的新增人口大致为300万人。考虑到从备孕到生育大概需要12-18个月时间，二胎政策带来的生育高峰将会出现在2017年，预计将达到2100万的峰值。而新生儿数量激增传导到奶粉需求扩张有半年的滞后期，因此二胎政策拉动的奶粉需要在2017年下半年有较为显著的体现，并且将带动整个奶粉行业进入未来三年需求上升期。

表2：“全面二胎”政策的目标育龄妇女群体

	可生育二胎的人口占比	人数 (万人)	数据来源
15-49岁育龄妇女		38000	第六次人口普查数据
15-49岁已经生育一孩的育龄妇女		15200	翟振武等，《立即全面放开二胎政策的人口学后果分析》，《人口研究》，2014年第2期
一孩半政	25.26%	3840	周长洪、潘金洪：《中国政策生育水平与实际生育水平的测算》，《中国人口科学》，2010年第4期
二胎政策	9.61%	1460	
少数民族特殊政策	1.60%	243	
城镇“双独”政策		228	张丽萍、王广州：《“单独二胎”政策目标人群及相关问题分析》，《人口科学》，2014年第1期
“单独”二胎政策		1411	
全面放开二胎政策的目标人群		8018	

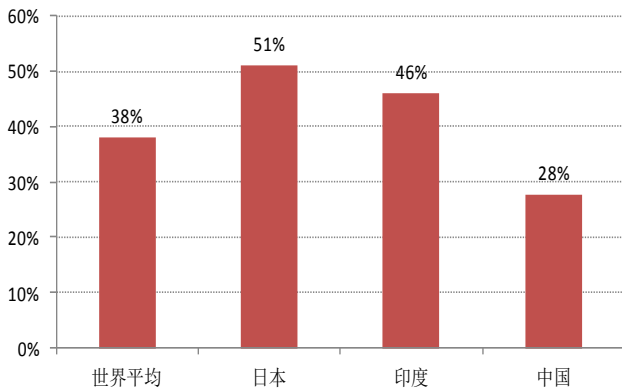
数据来源：西南证券整理

表 3: 新增人口测算

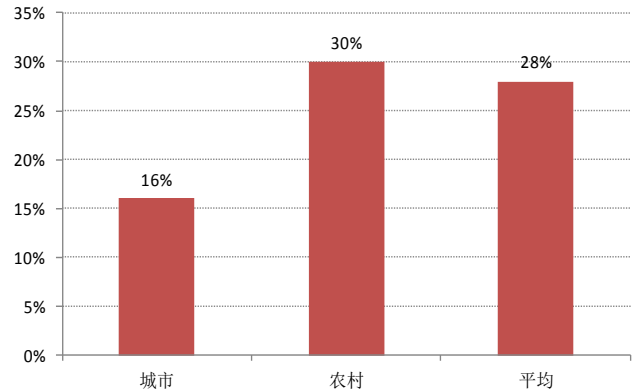
	政策后 1 年平均申请人数	单独政策目标群体	申请比例	全面二胎政策第 1 年的新增人口 (万元)
东部	79.24	688.06	11.52%	462
中部	23.99	395.28	6.07%	243
西部	23.44	327.7	7.15%	287
全国平均	42.22	470.35	8.25%	331

数据来源: 计划生育委员会, 西南证券整理

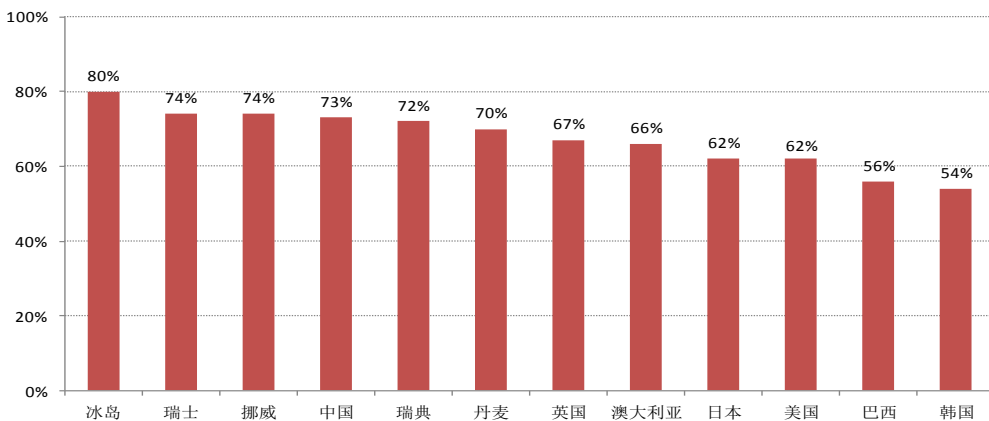
中国母乳喂养率下降空间有限, 将继续维持低位。与其他国家相比, 2014 年中国母乳喂养率不仅低于发达国家日本, 也远远落后于同是发展中国家的印度, 甚至低于国际平均水平。进一步细分来看, 我国农村地区母乳喂养率为 30%, 而城市地区仅 17%, 主要原因城市职业女性工作压力大。我国女性就业率保持在世界较高水平, 随着女性受教育程度的提升, 预计女性就业率未来将稳中有升, 母乳喂养率保持低位, 继续利好婴幼儿奶粉市场。

图 6: 2014 年各国母乳喂养率


数据来源: 联合国儿童基金会, 西南证券整理

图 7: 2014 年中国城市和农村母乳喂养率


数据来源: 国家卫生与计划生育委员会, 西南证券整理

图 8: 2014 年各国女性就业率


数据来源: 贝恩咨询, 西南证券整理

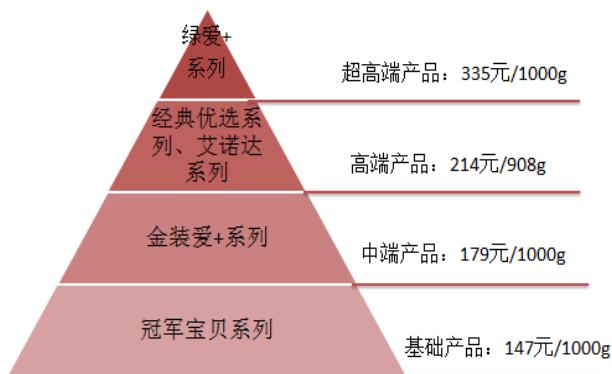
3 渠道迎来补库存周期，业绩见底

3.1 专注婴幼儿奶粉，坚持质量保证

贝因美是国产婴幼儿奶粉领导品牌之一，是目前国内两市唯一的婴童食品公司。贝因美在国内拥有四家全资工厂以及敦化贝因美工厂 2/3 股权，待在建项目完成后奶粉米粉产能可达 15 万吨。公司婴幼儿配方奶粉有冠军宝贝、金装爱+、经典优选、艾诺达、绿爱+等多个系列，产品从基础到超高端涵盖各个价格带。消费升级趋势下，公司产品结构得到优化，中高端及以上产品占比不断提升。在渠道开拓方面，经过十几年的深耕细作，贝因美奶粉已渗透至三四线城市，具有坚实的消费基础。

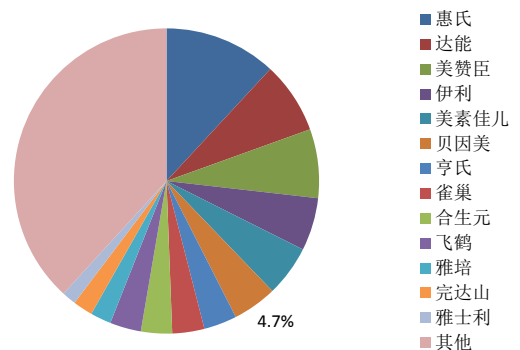
贝因美始终坚持品质为先，对每一位消费者负责。2008 年三聚氰胺事件爆发，国产奶粉纷纷陷入诚信危机，贝因美是为数不多未被卷入的国产奶粉品牌，从而受到消费者强烈信任。公司销量大幅提升，据 AC 尼尔森 2010 年数据显示，贝因美市占率从 2.3% 上升到 10.8%，一跃成为国产奶粉龙头。2014 年随着母婴店渠道兴起，大量杂牌涌入市场加剧竞争，国外品牌通过海淘等途径进入中国市场对国内价格造成冲击，公司业绩不断下滑，据 Euromonitor 最新统计，贝因美市占率降至 4.7%。

图 9：公司产品系列



数据来源：京东商城，西南证券整理

图 10：我国婴幼儿食品市场各大品牌占比



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

3.2 渠道补库存，业绩见底弹性大，股价安全边际高

渠道迎来补库存周期。在注册申请审批没有通过之前，公司的奶粉系列均面临着未来无法销售的风险，经销商对于囤货都保持谨慎态度。注册制审批进程比预期要慢，预计 2017 年上半年能出台第一批通过名单。公司具有 4+2/3 个工厂（敦化贝因美有 2/3 股权），根据 1 个工厂 3 个配方原则公司可以申报 14 个配方，基本满足公司主流产品品牌需求，公司每个工厂的首次申报大概率能够获批。目前公司的渠道库存已降至历史低位，过渡期间渠道都在减库存，预计拐点将在第一批名单通过后出现，也就是在 2017 年上半年渠道将进入补库存周期。

业绩见底，2017 年大概率改善。2018 年 1 月 1 日起未完成注册的产品将无法销售，因此在注册制实施前，杂牌奶粉疯狂甩货，整个行业陷入恶性竞争。公司抢占终端门店，导致大量应收账款、销售费用过高，同时 4 月份毒奶粉事件打击了经销商拿货的积极性，公司前

三季度经营出现困难，业绩大幅下滑，亏损达 4.1 亿。公司四季度向经销商重点推一些大概率能通过注册的产品，未来包装不会发生变化，增强经销商拿货信心，预计四季度业绩有望得到改善。此外在电商业务上公司表现亮眼。去年底公司更换电商负责人，并给予足够的支持，效果显著。最新数据显示双 12 公司产品在天猫淘宝平台的交易指数第一名，线上有效引流人数比去年双 11 的时候增加了 6 倍，线上销售收入占比由去年的 4% 上升到今年的 9%，提升幅度明显。虽然 2016 年大幅亏损已成定局，但业绩见底 2017 年改善是大概率事件，具备较大弹性。

股价安全边际高，管理层动力充分。2014 年国际乳制品巨头恒天然要约收购公司 18.82% 股权，价格为 18 元/股，2016 年初贝因美大股东增持公司股份，均价为每股 13.5 元，充分彰显国外投资者和管理层对公司未来发展的信心，并且持有成本均高于目前股价，安全边际高。另外公司第一期员工持股计划已在 2016 年 8 月解锁，持有成本为 11.54 元，距离当前股价差距不大，因此管理层积极性较高。

4 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 假设奶粉注册制首批通过名单能在 2017 年上半年如期公布。
- 2) 假设奶粉行业恶性竞争状况有望得到改善，公司毛利率稳步提升，未来三年分别为 59%、60%、61%。

表 4：贝因美各项业务整体预测表（百万元）

业务	项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	5049	4534	3338	3872	4669
	增速	-17.5%	-10.2%	-26.4%	16.0%	20.6%
	营业成本	2325	1970	1394	1583	1868
	毛利率	54.0%	56.6%	58.2%	59.1%	60.0%
奶粉类	营业收入	4815	4284	3170	3645	4374
	增速	-15.8%	-11.0%	-26.0%	15.0%	20.0%
	营业成本	2218	1835	1300	1458	1706
	毛利率	53.9%	57.2%	59.0%	60.0%	61.0%
米粉类	营业收入	135	137	82	115	150
	增速	-20.9%	1.6%	-40.1%	40.0%	30.0%
	营业成本	61	63	38	52	67
	毛利率	55.0%	53.9%	54.0%	55.0%	55.0%
其他类	营业收入	99	113	86	112	146
	增速	-56.4%	14.1%	-24.0%	30.0%	30.0%
	营业成本	46	72	57	73	95
	毛利率	53.6%	36.3%	34.0%	35.0%	35.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2016-2018 年收入分别为 33 亿、39 亿、47 亿，增速分别为-26%、16%、21%，对应 EPS 分别为-0.39 元、0.04 元、0.22 元。奶粉行业拐点已现，公司将充分受益奶粉注册制，未来业绩大概率反转，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

奶粉注册审批通过时间或晚于预期；二胎政策影响或不达预期；奶粉行业恶性竞争短期或将持续。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4533.82	3337.99	3872.15	4669.28	净利润	89.47	-475.10	20.93	210.04
营业成本	1970.14	1394.22	1582.61	1867.85	折旧与摊销	168.97	163.70	170.73	177.41
营业税金及附加	50.50	39.14	45.17	54.15	财务费用	-0.63	45.02	14.56	15.69
销售费用	1942.75	1936.03	1781.19	2007.79	资产减值损失	71.28	80.00	40.00	30.00
管理费用	433.30	433.94	387.21	420.24	经营营运资本变动	-442.83	573.77	-131.13	-160.42
财务费用	-0.63	45.02	14.56	15.69	其他	142.80	-58.11	-71.50	-41.50
资产减值损失	71.28	80.00	40.00	30.00	经营活动现金流净额	29.08	329.29	43.59	231.23
投资收益	9.02	1.50	1.50	1.50	资本支出	-107.37	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-252.86	-98.50	-28.50	-28.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-360.23	-198.50	-128.50	-128.50
营业利润	75.49	-588.87	22.90	275.06	短期借款	336.76	91.15	17.58	52.82
其他非经营损益	68.45	-5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	143.94	-593.87	27.90	280.06	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	54.47	-118.77	6.98	70.01	支付股利	0.00	0.00	158.04	-16.37
净利润	89.47	-475.10	20.93	210.04	其他	2.20	-12.68	5.44	4.31
少数股东损益	-14.17	-80.00	-20.00	-10.00	筹资活动现金流净额	338.96	78.47	181.05	40.76
归属母公司股东净利润	103.64	-395.10	40.93	220.04	现金流量净额	4.27	209.26	96.15	143.48
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	391.58	600.84	696.99	840.47	成长能力				
应收和预付款项	1475.28	724.24	909.81	1139.43	销售收入增长率	-10.20%	-26.38%	16.00%	20.59%
存货	593.57	517.69	543.92	560.36	营业利润增长率	-22.56%	-880.02%	103.89%	1100.97%
其他流动资产	654.09	481.57	558.63	673.63	净利润增长率	41.61%	-631.00%	104.40%	903.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.04%	-255.90%	154.77%	124.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1739.89	1693.43	1639.93	1579.75	毛利率	56.55%	58.23%	59.13%	60.00%
无形资产和开发支出	264.21	247.44	230.66	213.89	三费率	52.39%	72.35%	56.38%	52.34%
其他非流动资产	204.88	304.42	333.96	363.50	净利率	1.97%	-14.23%	0.54%	4.50%
资产总计	5323.50	4569.62	4913.89	5371.02	ROE	2.44%	-14.87%	0.62%	5.89%
短期借款	336.76	427.90	445.48	498.30	ROA	1.68%	-10.40%	0.43%	3.91%
应付和预收款项	901.65	608.34	700.42	837.09	ROIC	1.17%	-11.53%	0.83%	6.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.38%	-11.39%	5.38%	10.03%
其他负债	418.39	339.43	395.07	469.04	营运能力				
负债合计	1656.80	1375.67	1540.97	1804.43	总资产周转率	0.90	0.67	0.82	0.91
股本	1022.52	1022.52	1022.52	1022.52	固定资产周转率	2.82	2.09	2.49	3.10
资本公积	1183.46	1183.46	1183.46	1183.46	应收账款周转率	5.07	3.35	5.40	5.14
留存收益	1464.43	1069.33	1268.29	1471.96	存货周转率	2.58	2.39	2.85	3.35
归属母公司股东权益	3668.06	3275.31	3474.27	3677.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.64%	—	—	—
少数股东权益	-1.36	-81.36	-101.36	-111.36	资本结构				
股东权益合计	3666.70	3193.95	3372.92	3566.59	资产负债率	31.12%	30.10%	31.36%	33.60%
负债和股东权益合计	5323.50	4569.62	4913.89	5371.02	带息债务/总负债	20.33%	31.10%	28.91%	27.62%
					流动比率	1.93	1.79	1.87	1.90
					速动比率	1.56	1.39	1.50	1.57
					股利支付率	0.00%	0.00%	-386.15%	7.44%
					每股指标				
					每股收益	0.10	-0.39	0.04	0.22
					每股净资产	3.59	3.12	3.30	3.49
					每股经营现金	0.03	0.32	0.04	0.23
					每股股利	0.00	0.00	-0.15	0.02
业绩和估值指标									
EBITDA	243.84	-380.15	208.20	468.16					
PE	131.32	-34.45	332.54	61.85					
PB	3.71	4.26	4.04	3.82					
PS	3.00	4.08	3.51	2.91					
EV/EBITDA	54.77	-34.56	62.57	27.57					
股息率	0.00%	0.00%	—	0.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn