

# 灯具、电工双轮驱动，“灯王”王者归来

## ——佛山照明（000541）深度报告

2017年03月06日

强烈推荐/维持

佛山照明

公司深度

### 报告摘要：

LED照明行业格局出现新的变化，外资厂商逐渐退出市场，小规模LED厂商出现倒闭潮，市场份额向国内一线品牌集中。佛山照明素有中国灯王美誉，是国内一线LED照明品牌，抓住行业格局变化的机遇将获得快速发展。

佛山照明是我国老牌照明企业，近年来积极转型LED照明，目前LED照明销售收入比例已经达到60%以上。公司传统的优势渠道是五金渠道，在渠道变革时代，公司积极拓展专卖店、电商、工程师等新渠道，已经取得初步成效。产品线结构从单价较低的灯泡、灯管类产品向单价更高的灯具产品转变，预计未来灯具产品贡献收入比重将稳步提升，使得公司的盈利能力再上一个台阶。

LED汽车灯拥有亮度高、耗能低、寿命长等优点，随着成本的下降，近年来逐步替代原有的卤素灯/氙气灯。佛照是摩托车车灯市场的绝对领导者，市场份额超过60%，拥有丰富的汽车车灯渠道资源。目前公司产品已经导入部分国内知名整车企业，打开了乘用车前装市场。

公司的电工业务进展顺利，开关、插座等电工产品与照明产品客户基本重叠，佛山照明利用已有的照明渠道销售电工产品将快速打开市场。拥有定时开关、延时开关、手机APP远程操作等三大优势的智能开关是未来的发展趋势。

公司是广东省广晟集团在LED照明产业的资本平台，可充分嫁接集团的资源，加快内生增长的步伐。广晟集团鼓励佛山照明通过内生增长、外延扩张等多种方式做强做大，全力支持佛照成为LED照明行业的排头兵。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预测公司2016~2018年EPS分别为0.85元、0.35元、0.46元，目前股价对应P/E分别为12.73倍、30.79倍、23.3倍。我们认为公司的合理估值为184亿元，给予14.46元的目标价，维持“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,068.64	2,876.66	3,382.60	4,297.80	5,406.33
增长率(%)	21.45%	-6.26%	17.59%	27.06%	25.79%
净利润(百万元)	266.13	53.41	1,078.59	445.83	589.16
增长率(%)	5.68%	-79.93%	1919.62	-58.67%	32.15%
净资产收益率(%)	8.84%	1.31%	19.51%	7.22%	8.99%
每股收益(元)	0.21	0.04	0.85	0.35	0.46
PE	51.58	257.02	12.73	30.79	23.30
PB	3.47	2.73	2.33	2.20	2.04

### 分析师：

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

### 联系人：

贺茂飞

021-25102844

hemf@dxzq.net.cn

余江

010-66554014

yujiang@dxzq.net.cn

刘慧影

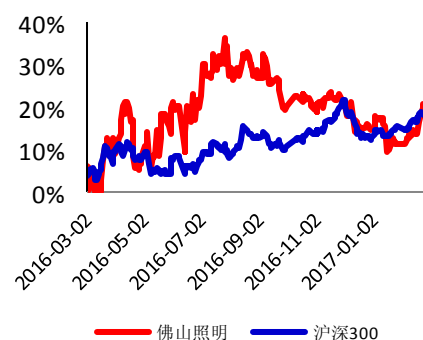
010-66444130

liuhyl@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	8.57-11.70
总市值(亿元)	132
流通市值(亿元)	101
总股本/流通A股(亿股)	9.75/12.72
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.89%

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所，wind

## 目录

<b>1. 国内自主品牌 LED 灯具崛起</b> .....	<b>5</b>
1.1 国产自主品牌 LED 灯具开始崛起.....	5
1.2 佛照积极布局高价值量灯具产品，打开高端产品市场.....	6
1.3 把握渠道变革机遇，优质厂商市场份额有望提升.....	7
1.4 全装修交付引发渠道格局重塑，佛照积极拓展房地产集采业务.....	9
1.5 汽车灯逐步由卤素/氙气灯升级为 LED 灯，打开新的市场空间.....	10
1.6 广晟集团全力支持，将佛照打造为“全国排头兵”.....	11
<b>2. 布局电工业务，再造一个佛照</b> .....	<b>12</b>
2.1 电工业务市场空间广阔.....	12
2.2 开关智能化为行业提供新机遇.....	13
2.3 共享照明销售渠道，力争 3 年内进入电工品牌第一集团.....	13
2.4 公司股权投资逐渐变现，为电工业务发展注入充沛资金支持.....	14
<b>3. 盈利预测</b> .....	<b>15</b>
<b>4. 风险</b> .....	<b>15</b>

## 表格目录

表 1: 国际三大照明品牌调整中国区的 LED 业务 .....	5
表 2: 佛山照明光源及灯具产品价格对比 .....	7
表 3: 各省全装修交付政策一览 .....	9
表 4: 三种汽车大灯性能对比 .....	10
表 5: LED 汽车大灯已经进入各大汽车品牌量产车型 .....	11
表 6: 采用“基本年薪+绩效年薪+股权激励基金”的薪酬制度激励高管 .....	11
表 7: 三种汽车大灯性能对比 .....	12
表 8: 公司主要股权投资项目 .....	14
表 9: 公司盈利预测表 .....	16

## 插图目录

图 1:国内主要 LED 照明品牌 .....	5
图 2:飞利浦照明业务 16 年出现销售下滑情况（人民币亿元） .....	6
图 3:佛山照明光源及灯具产品示意 .....	6
图 4:以同行业其他公司数据来看，灯具的平均单价是光源的 3-10 倍 .....	7
图 5:佛照迎合多元化渠道趋势，全面布局四大渠道 .....	8
图 6:佛山照明在广州、深圳、北京、上海等高铁站投放广告打造“明匠荟”品牌 .....	8
图 7:佛山照明年度经销商订货会订货金额屡创新高（亿元） .....	8
图 8:佛山照明车灯产品线覆盖卤素灯、氙气灯、LED 灯三大品类 .....	10
图 9:佛山照明股权结构 .....	11
图 10:国内电工巨头年销售额（亿元） .....	12
图 11:gecko switch 可通过手机 APP 操作开关 .....	13
图 12:佛山电工产品示意图 .....	13
图 13:佛照电工业务平台股权结构 .....	14



## 1. 国内自主品牌 LED 灯具崛起

### 1.1 国产自主品牌 LED 灯具开始崛起

目前行业第一梯队是以欧司朗、飞利浦、GE 为代表的国际照明品牌。行业第二梯队是佛山照明、欧普照明、阳光照明、雷士照明、TCL 照明等国内一线品牌。行业第三梯队是没有品牌影响力 LED 照明小厂。

佛山照明是国内前十大 LED 照明企业，自主品牌 FSL 在国内享有盛誉。受益于小规模 LED 照明企业退出市场，公司的行业市占率稳步提升。2016 年，众多小规模企业在原材料涨价的浪潮下普遍面临亏损的境地，中山古镇倒闭了 2000 余家中小规模 LED 照明企业。

欧司朗、飞利浦、GE 在近年来逐步退出 LED 照明市场，国际三大巨头已有两家退出中国市场，其中 GE 照明终止亚洲市场的 LED 照明业务，欧司朗将照明业务出售给木林森。

LED 照明市场格局即将改变，我们预计佛山照明等国内品牌在未来几年将成为行业第一梯队的企业，行业份额向优势品牌企业进一步集中。

**表 1：国际三大照明品牌调整中国区的 LED 业务**

日期	事件
2015 年 4 月	飞利浦将照明业务分拆为飞利浦照明（单独 IPO）及 lumileds（剥离出售给私募基金阿波罗）
2016 年 6 月	飞利浦灯饰制造（深圳）有限公司解散，将 LED 灯生产转移给 OEM 厂商负责。
2015 年 11 月	2015 年 11 月，欧司朗决定出售照明业务。
2016 年 8 月	GE 照明决定在 2016 年 8 月底终止亚洲地区的业务活动
2015 年 4 月	飞利浦将照明业务分拆为飞利浦照明（单独 IPO）及 lumileds 剥离出售给私募基金阿波罗

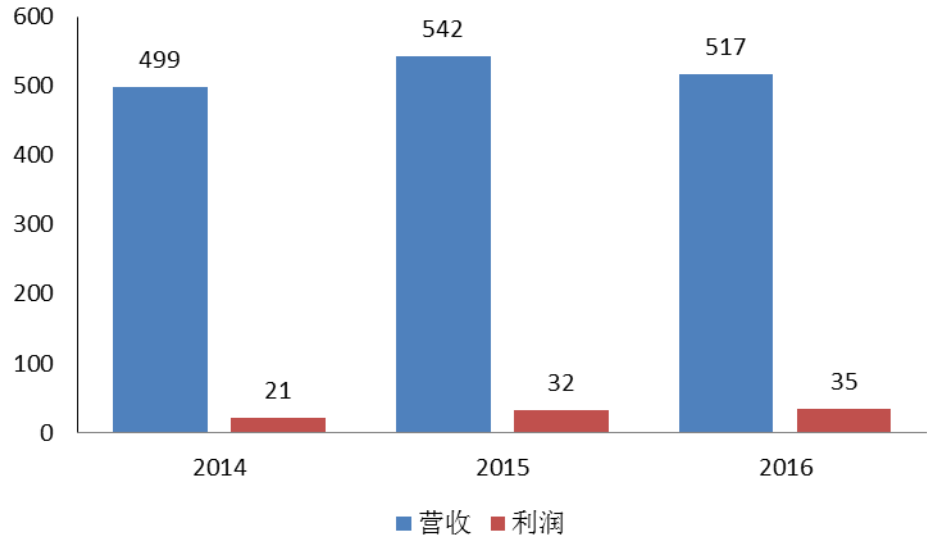
数据来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

**图 1：国内主要 LED 照明品牌**



资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

图 2: 飞利浦照明业务 16 年出现销售下滑情况 (人民币亿元)



资料来源: 东兴证券研究所, 公司财报

## 1.2 佛照积极布局高价值量灯具产品, 打开高端产品市场

消费者的照明需求不再仅仅满足于照明本身, 灯具的造型、材质等装饰作用逐渐成为消费者选购照明产品考虑的重点。

公司研发团队达到了 230 余人, 设计了 1000 多个灯型, 公司的灯具产品无论设计样式还是产品质量均处于行业领先地位。

图 3: 佛山照明光源及灯具产品示意



资料来源: 东兴证券研究所, 佛山照明天猫旗舰店

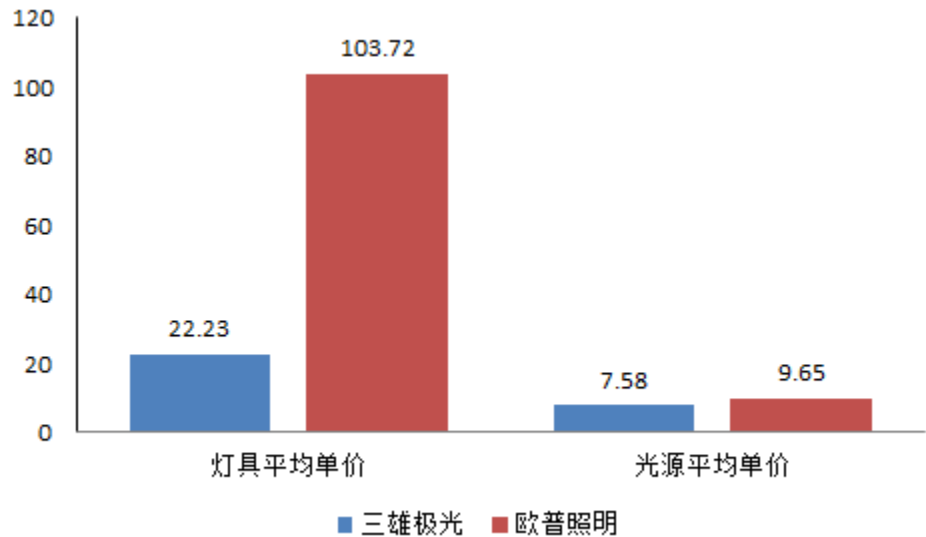
佛照近年来不断拓展渠道，从原先的五金店渠道向专卖店渠道拓展，高价值量灯具产品占销售收入的比重持续提升，公司照明产品平均单价稳步提升。佛照不同功率的光源产品价格有所不同，单价范围在 8.9-44.9 元左右，灯具产品价格普遍比光源产品更高，部分高端灯具产品价格在 199-699 之间。

表 2：佛山照明光源及灯具产品价格对比

类型	品种	功率（瓦）	价格（元）
光源	球泡灯	5	8.9
光源	球泡灯	7	12.9
光源	球泡灯	9	17.9
光源	飞碟灯	16	26.9
光源	飞碟灯	22	44.9
灯具	餐厅吊灯		199
灯具	吸顶灯	54	499
灯具	吸顶灯	72	699

数据来源：东兴证券研究所、佛山照明天猫旗舰店

图 4:以同行业其他公司数据来看，灯具的平均单价是光源的 3-10 倍



资料来源：东兴证券研究所，公司财报

### 1.3 把握渠道变革机遇，优质厂商市场份额有望提升

品牌和渠道是 LED 照明企业的生命线，佛山照明起家于传统照明业务，品牌方面有“中国灯王”美誉，渠道方面在五金店等批零渠道方面拥有深厚的积淀。进入 LED 时代，公司积极转型，目前 LED 照明营收占比已经达到 60%以上，成功的从传统照明企业转型为 LED 照明企业。



图 5:佛照迎合多元化渠道趋势，全面布局四大渠道



资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

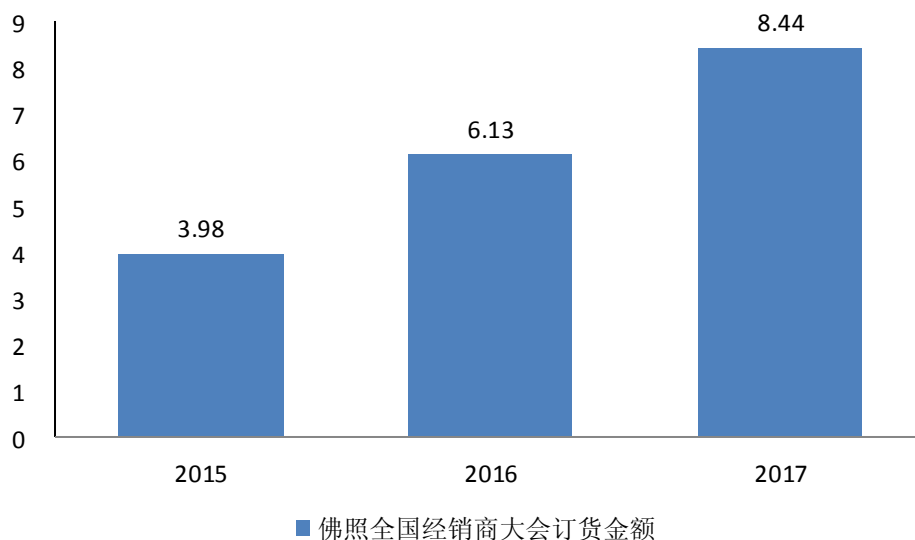
图 6:佛山照明在广州、深圳、北京、上海等高铁站投放广告打造“明匠荟”品牌



资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

面对渠道变革，全面布局新兴渠道，在专卖店、电商、工程渠道大力布局，年度经销商订货会订货金额屡创新高，2016年12月的年度经销商大会取得8.44亿的订单，创下历史新高记录。

图 7:佛山照明年度经销商订货会订货金额屡创新高（亿元）



资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息



### 1.4 全装修交付引发渠道格局重塑，佛照积极拓展房地产集采业务

浙江、海南全装修交付政策逐步落地，佛照早在 2016 年就确立了开展房地产公司集采业务等新渠道。全装修的兴起将带动照明行业销售渠道发生变化，优势照明品牌可直接与地产商进行合作，实现整个小区用户的照明灯具供应。

**表 3：各省全装修交付政策一览**

区域	政策详情
江苏省	2014 年 10 月 31 日，江苏省政府办公厅发布《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》，提出到 2025 年年末，建筑产业现代化建造方式成为主要建造方式，新建住宅装饰装修装配化率达到 60% 以上。
北京市	2015 年 5 月 1 日，政府办公厅发布《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》，即日起，由是保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房，其他新建住宅鼓励采用装配式装修工艺。
山东省	2015 年 9 月 6 日，山东省政府办公厅发布《山东省房地产业转型升级实施方案》，2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
河南省	2016 年 1 月 4 号，河南省委、省政府印发《关于加强城市规划建设管理工作的意见》，到 2020 年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑州新区从 2016 年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准。
四川省	2016 年 3 月 23 日，四川省人民政府发布《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》，到 2020 年，新建住宅全装修达到 50%。
上海市	2016 年 8 月 18 日，上海市住房与城乡建设管理委员会发布《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》，2017 年 1 月 1 日起，外环线以内的城区应达到 100%，除奉贤区、金山区、崇明区以外，其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区试试全装修的比例为 30%，至 2020 年应达到 50%。
浙江省	2016 年 9 月 18 日，浙江省人民政府办公厅发布《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》，2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。
海南省	2016 年 12 月 7 日，海南省人民政府发布《关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知》，从 2017 年 1 月 1 日起，各市商品住宅项目要全部实行全装修。

数据来源：东兴证券研究所，公开信息

## 1.5 汽车灯逐步由卤素/氙气灯升级为 LED 灯，打开新的市场空间

佛山照明的车灯产品线涵盖汽车、摩托车、电动车全系列产品。公司车灯生产线引进了国内最先进的“H7 自动生产线”，自动化率行业领先，车灯产品一致性、稳定性位居行业龙头地位。

佛山照明从上世纪 80 年代开始进入车灯市场，积累了成熟的渠道体系，在摩托车灯领域占据了 60% 以上市场份额。目前佛照的汽车车灯产品已经进入了部分国内一线知名整车厂，打开了汽车车灯前装市场。

图 8:佛山照明车灯产品线覆盖卤素灯、氙气灯、LED 灯三大品类



资料来源：东兴证券研究所，佛山照明官网

卤素灯是目前使用最广泛的车灯，但是由于其光效不高，亮度相对较低，寿命较短等缺点，近年来逐渐被氙气灯及 LED 灯替代。我们认为随着成本逐步下降，LED 汽车大灯将成为市场主流。

表 4：三种汽车大灯性能对比

品类	优势	劣势
卤素灯	售价低	光效低，亮度较低（1200 流明左右），耗能高，寿命相对较短（约 1000 小时左右）
氙气灯	光效较高，亮度较高（4500 流明左右），寿命较长（3 万小时），光色与日光接近	点亮时间长（3-4 秒才能达到额定亮度）
LED 灯	光效高，亮度较高（6200 流明左右），点亮时间短，寿命长（10 万小时），指向性好，矩阵式 LED 大灯能够配合传感器技术实现智能关闭照射对方来车的灯组	散热性不好，不易维修

数据来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

**表 5: LED 汽车大灯已经进入各大汽车品牌量产车型**

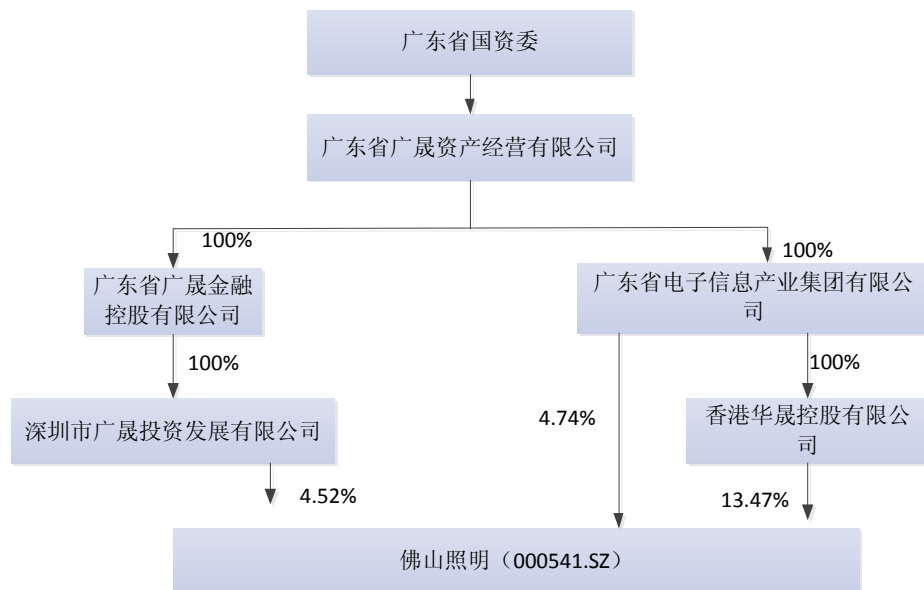
品类	价格 (万元)	近光灯光源	远光灯光源
一汽丰田卡罗拉	13.98	LED	LED
东风标致 408 至尊版	18.97	LED	LED
东风本田杰德豪华尊享版	18.38	LED	卤素灯
奔驰 GLS450	110	LED	LED
荣威 950	17	LED	LED

数据来源: 东兴证券研究所、互联网公开信息

### 1.6 广晟集团全力支持, 将佛照打造为“全国排头兵”

广晟集团是以矿产资源、电子信息、地产三大支柱产业为核心的大型国企, 总资产达 1353 亿元。LED 产业是广晟集团重点支持的战略新兴产业, 也是广东省委、省政府重点扶持的新兴产业。

佛山照明是广晟集团在 LED 照明领域的产业整合平台, 未来将借助集团的力量, 在内生成长、外延并购两个方向努力将佛山照明做大做强。

**图 9:佛山照明股权结构**


资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

**表 6: 采用“基本年薪+绩效年薪+股权激励基金”的薪酬制度激励高管**

职位	基本年薪	绩效年薪	股权激励基金
总经理	140	公司当年主营净利润达到年初设定的目标时按主营净利润的 0.1% 计发, 主营净利润超过目标部分按 0.05% 计发	基本年薪的 10-30%

副总经理、董事会秘书、财务总监及《公司章程》认定的其他高级管理人员	50-90	按总经理绩效年薪的 40%-80%	基本年薪的 10-30%
-----------------------------------	-------	-------------------	--------------

数据来源：东兴证券研究所、公司公告

## 2. 布局电工业务，再造一个佛照

### 2.1 电工业务市场空间广阔

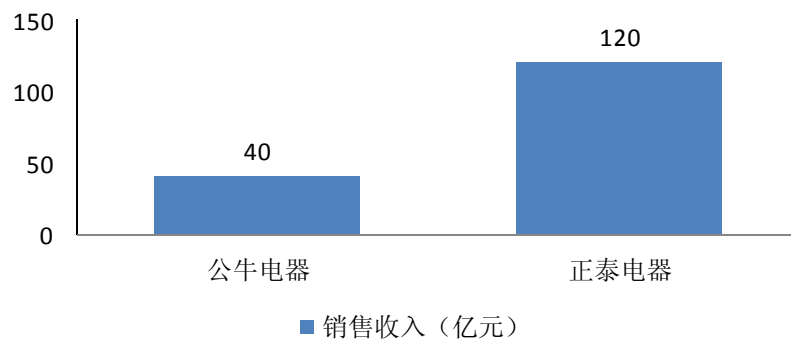
开关、插座是新房装修必须的一个电器大类，电工市场分为施耐德、罗格朗、德力西、西门子、ABB、西蒙等外国品牌阵营和正泰、公牛、飞雕、欧普、佛照等国内品牌阵营。

表 7：三种汽车大灯性能对比

品类	优势	劣势
卤素灯	售价低	光效低，亮度较低（1200 流明左右），耗能高，寿命相对较短（约 1000 小时左右）
氙气灯	光效较高，亮度较高（4500 流明左右），寿命较长（3 万小时），光色与日光接近	点亮时间长（3-4 秒才能达到额定亮度）
LED 灯	光效高，亮度较高（6200 流明左右），点亮时间短，寿命长（10 万小时）	散热性不好，不易维修

数据来源：东兴证券研究所、互联网公开信息

图 10:国内电工巨头年销售额（亿元）



资料来源：东兴证券研究所，公司年报

## 2.2 开关智能化为行业提供新机遇

传统开关、插座行业竞争激烈，智能开关为行业带来新的机遇。智能开关价格是普通开关的 5 倍左右，是开关行业的一个细分蓝海。目前智能开关一般采用蓝牙通信方案，通过手机 APP 应用软件可实现调节灯光的明暗度、定时开关灯、延迟关灯的功能。

图 11:gecko switch 可通过手机 APP 操作开关



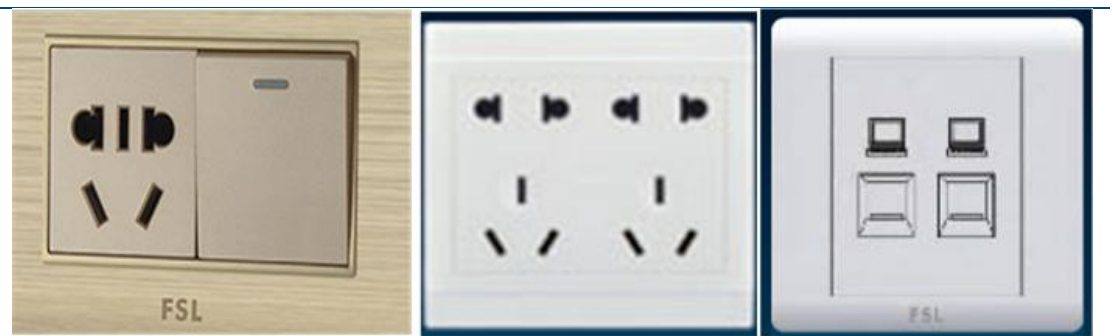
资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

## 2.3 共享照明销售渠道，力争 3 年内进入电工品牌第一集团

公司利用已有的照明销售渠道延伸产品线，进入电工市场，有望在新的领域再造一个佛照。

电工产品是耐用消费品，消费者重复消费频次低，品牌及经销商渠道是电工业务发展壮大的核心要素。佛照立足既有的销售渠道体系，向外延展开关、插座、吊顶、排气扇等家用品类，未来将打造一个拥有多种家庭装修装饰电器的大平台。

图 12:佛山电工产品示意图



资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

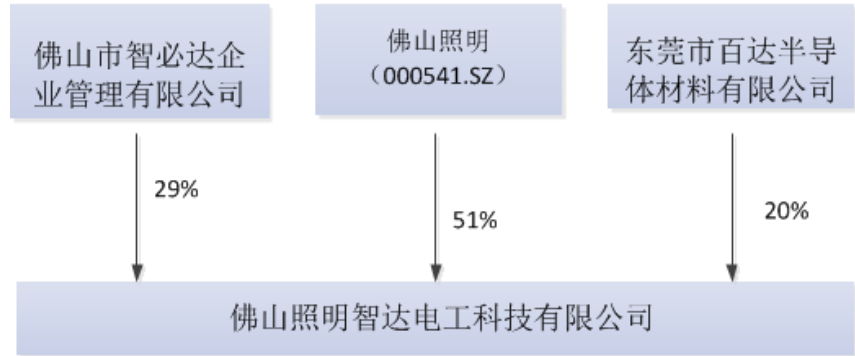
佛山照明引入多元化股权激励机制发展电工业务，上市公司持有电工业务平台佛照电工 51%股权；佛山智必达代表经销商及核心骨干出资，其中销售端战略投资者持有佛照电工 12%股权，管理层及骨干员工持有 17%股权；东莞百达代表电工产品生产工艺技术方出资，持有 20%股权。

公司通过股权的方式绑定销售渠道及生产工艺技术方资源，为佛山电工业务平台建立了电工业务的长效激励机制，有利于调动各方积极性，预计佛照的电工业务将快步进

入发展正轨，实现管理层“3年内进入电工品牌第一集团，5年内成为电工品牌前三名”发展目标。

目前电工工业园已经投入生产，一期产能规模1.5亿元。产品将全面铺向五金渠道、家居专卖店渠道、大中型采购的工程及KA渠道、电商渠道等，未来将实现乡镇级市场的全面覆盖。

图 13:佛照电工业务平台股权结构



资料来源：东兴证券研究所，公司公告

## 2.4 公司股权投资逐渐变现，为电工业务发展注入充沛资金支持

公司逐步清理退出新能源电动车相关的投资项目，专注于LED照明及电工业务发展。公司从去年12月以来陆续出售了国轩高科部分股票及佛照锂能源的38%股权。两项非主业项目的出售将为公司带来11.53亿元的现金流，为电工及照明业务的发展提供了充沛的现金支持。

截至2016年第三季度，公司资产负债表共有27.9亿元可供出售金融资产，6.45亿元货币资金，公司资金充沛。公司可供出售金融资产主要是国轩高科股票、厦门银行股权、光大银行股票、佛照锂能源股权，其中厦门银行如若实现上市，相应股权投资项目有较大增值空间。

表 8：公司主要股权投资项目

	持股数量（股）	持股比例	期末账面价值（元）
光大银行	18,546,754	0.04%	69,735,795
厦门银行	109,714,176	5.85%	292,571,133
国轩高科 （出售部分 股票前）	73,006,150	8.33%	2,426,724,426
国轩高科 （出售部分 股票后）	43,736,150	4.99%	1,453,789,626

数据来源：东兴证券研究所，公司公告

### 3. 盈利预测

外资照明企业逐渐退出亚洲地区 LED 照明市场, 中小规模 LED 照明企业在成本压力下出现倒闭潮, 市场份额将向佛山照明等国内一线品牌集中。我们看好佛山照明在渠道和品牌上的优势, 利用原有渠道开拓电工产品线将再造一个佛山佛照。

我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 33.83 亿元、41.98 亿元、54.06 亿元, 归属母公司净利润分别为 10.79 亿元(扣非净利润 3.5 亿元)、4.46 亿元、5.89 亿元, 每股收益分别为 0.85 元、0.35 元、0.46 元, 目前股价对应 P/E 分别为 12.73 倍、30.79 倍、23.3 倍。

我们对公司按照持续经营的业务和股权投资项目两部分进行分部估值, 公司主营业务 2017 年净利润 4.46 亿元, 考虑到公司新开拓的电工业务的高增长, 我们给予公司照明及电工业务 35 倍市盈率估值, 公司主营的照明及电工业务估值为 156.1 亿元。国轩高科、佛照锂能源、厦门银行等股权投资按照资产负债表账面价值进行估值, 估值为 27.9 亿元。综合两部分估值, 我们认为佛山照明的合理估值为 184 亿元, 给予 14.46 的目标价, 给予公司“强烈推荐”评级。

### 4. 风险

渠道拓展不及预期的风险。



表 9: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	2310	2182	2756	3295	3827	<b>营业收入</b>	2527	3069	3383	4298	5406
货币资金	990	935	1341	1490	1564	<b>营业成本</b>	2247	2186	2522	3179	3969
应收账款	323	366	454	577	726	营业税金及附加	26	26	30	38	48
其他应收款	74	17	-7	-9	-11	营业费用	208	203	220	303	382
预付款项	13	165	165	165	165	管理费用	236	242	51	86	108
存货	626	560	648	817	1021	财务费用	-10	-29	-4	-5	-5
其他流动资产	32	91	75	109	137	资产减值损失	10.92	89.47	-20.00	-20.00	-20.00
<b>非流动资产合计</b>	1427	3866	6815	7335	7972	公允价值变动收益	1.11	0.04	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	0	180	180	180	投资净收益	19.21	19.52	0.00	0.00	0.00
固定资产	463.3	484.4	465.3	429.4	546.8	<b>营业利润</b>	370	180	460	547	722
无形资产	187	164	151	138	125	营业外收入	12.06	7.63	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	51	49	167	197	197	营业外支出	63.12	141.31	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	3737	6048	6815	7335	7972	<b>利润总额</b>	319	46	1320	547	722
<b>流动负债合计</b>	554	589	766	891	1116	所得税	52	8	239	99	131
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	267	38	1081	448	592
应付账款	399	396	457	577	720	少数股东损益	1	-16	2	2	2
预收款项	61	72	85	107	135	归属母公司净利润	266	53	1079	446	589
一年内到期的非	0	0	51	91	101	EBITDA	446	224	527	615	795
<b>非流动负债合计</b>	88	401	51	91	101	<b>BPS (元)</b>	0.21	0.04	0.85	0.35	0.46
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0				2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	642	991	817	982	1217	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	50	34	32	30	27	营业收入增长	21.45%	-6.26%	17.59%	27.06%	25.79%
实收资本(或股	979	1272	1272	1272	1272	营业利润增长	50.84%	-51.46%	155.79%	19.05%	32.01%
资本公积	590	296	296	296	296	归属于母公司净利润	5.68%	-79.93%	1919.62%	-58.67%	32.15%
未分配利润	778	614	3582	3894	4306	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3045	5024	5886	6243	6714	毛利率(%)	26.77%	24.02%	25.45%	26.03%	26.58%
<b>负债和所有者权</b>	3737	6048	6735	7255	7959	净利率(%)	8.69%	1.31%	31.95%	10.43%	10.94%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
<b>经营活动现金流</b>	306	188	835	281	462	<b>偿债能力</b>					
净利润	267	38	1081	448	592	资产负债率(%)	17%	16%	12%	14%	15%
折旧摊销	86	75	71	73	78	流动比率	4.17	3.70	3.60	3.70	3.43
财务费用	-10	-29	-4	-5	-5	速动比率	3.04	2.75	2.75	2.78	2.51
应收账款减少	67	-43	-64	-123	-149	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-15	-11	13	23	28	总资产周转率	0.86	0.59	0.53	0.61	0.71
<b>投资活动现金流</b>	-52	-38	-214	-43	-270	应收账款周转率	9	8	8	8	8
公允价值变动收	1	0	0	0	0	应付账款周转率	6.70	5.49	5.91	6.15	6.12
长期股权投资减	492	4	180	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	19	20	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.04	0.85	0.35	0.46
<b>筹资活动现金流</b>	2477	4146	-216	-89	-118	每股净现金流(最新	1.01	0.73	1.05	1.17	1.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.11	3.95	4.63	4.91	5.28
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	294	0	0	0	P/E	51.58	257.02	12.73	30.79	23.30
资本公积增加	-28	-294	0	0	0	P/B	3.47	2.73	2.33	2.20	2.04
<b>现金净增加额</b>	92	-56	406	149	74	EV/EBITDA	28.53	57.01	23.51	19.90	15.31

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 7 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士, 2016 年 7 月加入东兴证券。

### 余江

北京大学金融学硕士, 2016 年 1 月加入东兴证券。

### 刘慧影

2 年证券从业经验, 曾在纽约一家对冲基金任 TMT 研究员。2017 年 1 月加入东兴证券从事电子研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。