2017 年 04 月 12 日

证券研究报告•新股分析报告

新 凤 鸣（603225） 化工

合理价格区间

30.6-38.3 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

行业领先的涤纶长丝制造商

投资要点

- **行业领先的涤纶长丝制造商。**新凤鸣主营业务是涤纶长丝的研发、生产和销售，主营产品包括 POY、FDY 和 DTY。2016 年公司实现净利润 7.5 亿元，同比增长 132.6%，2014-2016 年复合增速为 53.5%。其中，POY 产品为收入的主要构成，占营业收入比例为 70%，贡献了 65%的毛利润。新凤鸣成立以来一直专注于民用涤纶长丝领域，立足于先进的生产技术和良好的公司信誉，依赖高产能形成规模效应，是国内年产能百万吨级以上最专业的涤纶长丝生产企业之一。

- **产能迅速扩张，规模优势突出。**公司专注于民用涤纶长丝业务，积极扩张产能，公司产量大幅提高，从 2013 年 114 万吨增加至 2015 年的 211 万吨，增长幅度远高于同行业平均水平及主要竞争对手增长幅度。公司市场占有率不断提升，从 2013 年的 5.01%提升至 2015 年的 7.53%，行业地位不断巩固和提升。随着企业效益两极分化加剧，部分耗能大产品品质差、竞争力弱的产能将被淘汰，包括公司在内的少数大型生产企业产能持续扩张，产量不断提高，行业集中度不断提高。同时，下游需求稳定，预计 2016-2020 年，国内涤纶长丝需求量以年均 2.4%的速度增长，2020 年将达到 3340 万吨左右。

- **募投项目显著提升产能增强竞争力。**新凤鸣此次以 26.68 元/股的价格发行 7730 万股，募集 20.6 亿元资金用于公司主营项目相关的项目建设，包括“桐乡市中维化纤有限公司年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目”和“湖州中石科技有限公司年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目”。“中维化纤年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目”有助于公司提高 DTY 产量、改善产品结构；“中石科技年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目”达产后将新增功能性 POY 产能 29.6 万吨及共聚共混改性 FDY 产能 15.4 万吨，有利于提高公司市场占有率及产品差别化率，有效突破产能瓶颈。

- **盈利预测与估值。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.53 元、1.80 元和 2.21 元。参照可比公司 2017 年的估值，结合公司的成长性，我们认为 2017 年公司的合理估值应该为 20~25 倍，对应的股价为 30.6~38.3 元。

- **风险提示：**宏观经济环境变化的风险；原材料价格波动的风险；纺织品出口下降的风险；业绩波动的风险；募投项目建设及达产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	17476.99	19107.39	20894.96	24282.75
增长率	19.38%	9.33%	9.36%	16.21%
归属母公司净利润（百万元）	731.56	920.57	1082.28	1333.17
增长率	140.26%	25.84%	17.57%	23.18%
每股收益 EPS（元）	1.22	1.53	1.80	2.21
净资产收益率 ROE	22.27%	15.05%	15.14%	15.87%
PE	22	17	15	12
PB	4.79	2.55	2.19	1.86

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：商艾华

执业证号：S1250513070003

电话：021-50755259

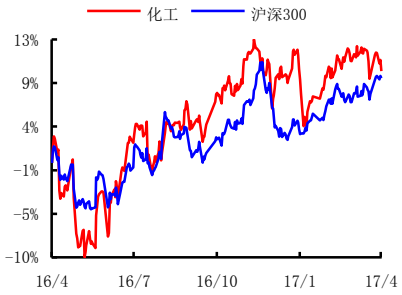
邮箱：shah@swsc.com.cn

联系人：徐文浩

电话：010-57631196

邮箱：xuwenh@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	52470
本次发行(万股)	7730
发行后总股本(万股)	60200
2016 年每股收益(摊薄后) (元)	1.39
2016 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后) (元)	1.33

主要指标（2016）

每股净资产	5.92
毛利率	9.25
流动比利	0.52
速动比率	0.26
应收账款周转率	60.64
资产负债率	61.14
净资产收益率	12.97

相关研究

目 录

1 行业领先的涤纶长丝制造商 1

2 产能迅速扩张，规模优势突出 2

2.1 积极扩张产能，规模优势显现 3

2.2 下游需求稳定，替代性需求增长 4

2.3 生产研发水平领先，管理协同优势明显 6

3 募投项目分析 7

4 盈利预测与估值 8

5 风险提示 9

图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构 1
图 2：公司 2016 年毛利率贡献情况 1
图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速 1
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速 1
图 5：IPO 后公司股权结构 2
图 6：民用涤纶长丝行业产业链情况 2
图 7：我国涤纶长丝产能和产量 3
图 8：2015 年国内涤纶长丝主要生产企业市场占有率情况 3
图 9：民用涤纶长丝国内总产量及公司产量增长情况 4
图 10：2010-2014 年全球纤维需求量情况 5
图 11：美国为代表的全球棉质服装消费情况 5
图 12：2011-2015 年我国涤纶长丝表观消费量及增长率 5
图 13：目前我国涤纶市场需求构成 5
图 14：我国纺织业主营业务收入及增速 6
图 15：我国纺织服装、鞋、帽制造业主营业务收入及增速 6

表 目 录

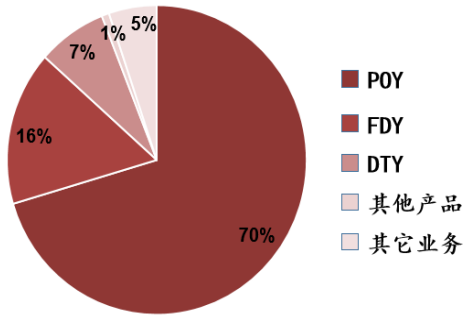
表 1：我国 POY 年产能 50 万吨及以上企业 3
表 2：发行人主要竞争对手及简介 4
表 3：募投项目列示 7
表 4：产能利用率 7
表 5：分业务收入及毛利率 8
表 6：可比公司估值情况 9
附表：财务预测与估值 10

1 行业领先的涤纶长丝制造商

新凤鸣是国内年产百万吨级以上最专业的涤纶长丝生产企业之一，主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，主要产品为 POY、FDY 和 DTY。公司经过多年的发展，开发了覆盖 POY、FDY 和 DTY 等多个系列 400 余个规格品种的产品，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等领域。

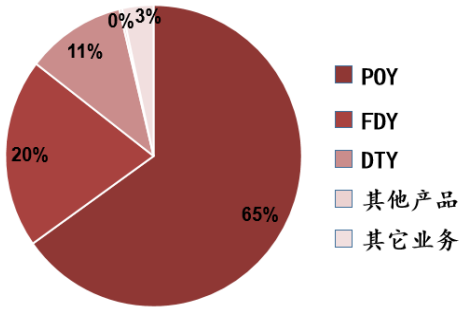
公司主营业务结构：公司收入主要来自 **POY 产品，占营业收入的比例为 70.43%**。此外，FDY 产品占 16.15%，DTY 产品占 7.44%。**POY 产品贡献了 65%的毛利润**，另外两项主营产品，FDY 贡献了 20%的毛利润，DTY 贡献了 11%的毛利润。

图 1：公司 2016 年主营业务结构



数据来源：wind，西南证券整理

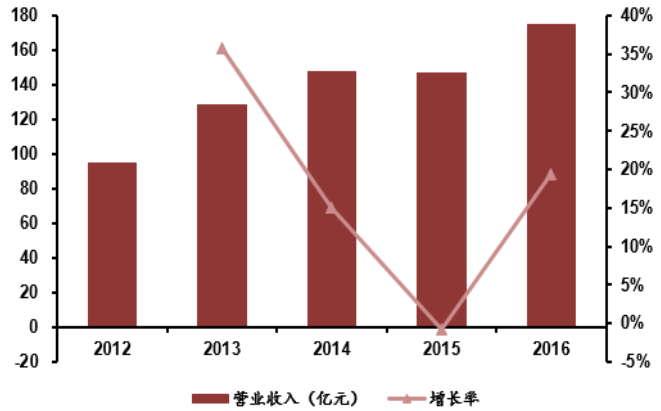
图 2：公司 2016 年毛利率贡献情况



数据来源：wind，西南证券整理

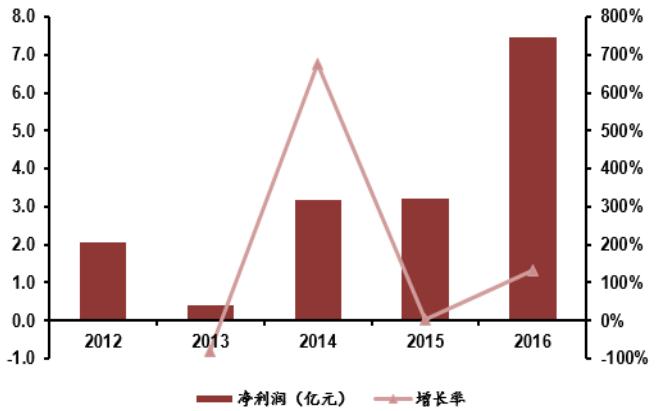
公司业绩状况：受宏观经济影响，涤纶长丝行业景气度自 2011 年四季度起逐步回落，进入了结构性的深度调整期，2012-2015 年公司营业收入增速放缓。2016 年，行业供需格局得以改善，涤纶长丝行业景气度有所回升，公司实现营业收入 174.8 亿元，同比增长 19%，实现净利润 7.5 亿元，同比增长 132.6%。2014-2016 年，公司营业收入分别为 147.6 亿元、146.4 亿元和 174.8 亿元，复合增速为 8.8%；实现净利润分别为 3.2 亿元、3.2 亿元和 7.5 亿元，复合增速为 53.5%。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

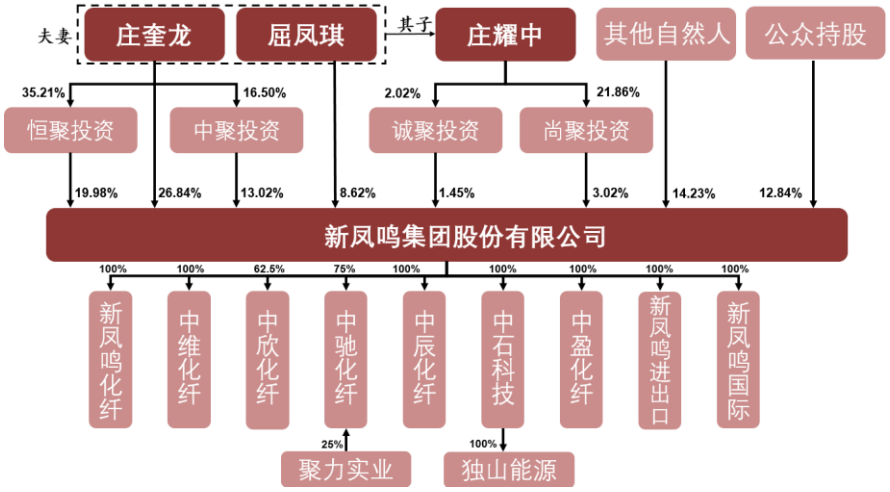
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权结构：庄奎龙先生和屈凤琪女士（夫妻关系）及其子庄耀中先生直接或间接合计控制公司股份 43901.6 万股，占公司此次发行前总股本的 83.7%，为公司的实际控制人，股权较为集中。公司旗下拥有新凤鸣化纤、中维化纤、中欣化纤、中驰化纤、中辰化纤、中石科技、独山能源、中盈化纤、新凤鸣进出口、新凤鸣国际等 10 家子公司。

图 5：IPO 后公司股权结构

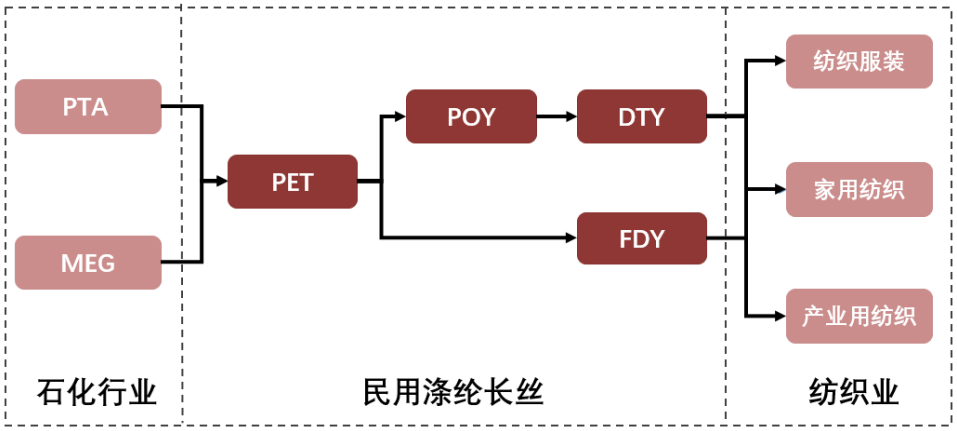


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 产能迅速扩张，规模优势突出

公司主要产品涤纶长丝的上游为石化行业，PTA 和 MEG 为生产涤纶长丝的主要原材料，约占涤纶长丝生产成本的 85%左右。我国民用涤纶长丝主要用于服装、家纺和产业用纺织品等行业。由于上述下游行业的生产企业数量多，规模相对较小，涤纶长丝生产企业对下游行业有一定的议价能力。同时，服装、家纺和产业用纺织品等行业的需求变化也不断影响着涤纶长丝行业的发展方向。

图 6：民用涤纶长丝行业产业链情况

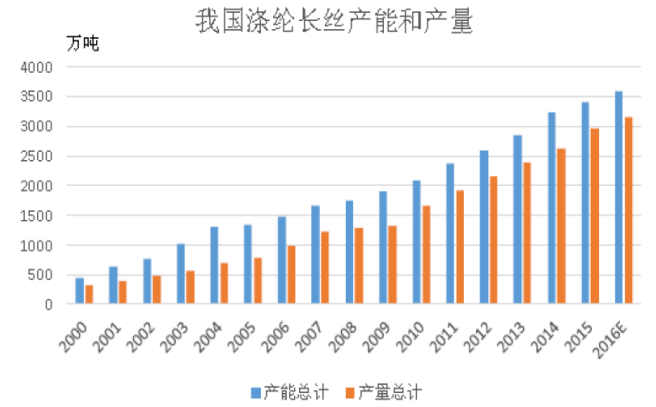


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.1 积极扩张产能，规模优势显现

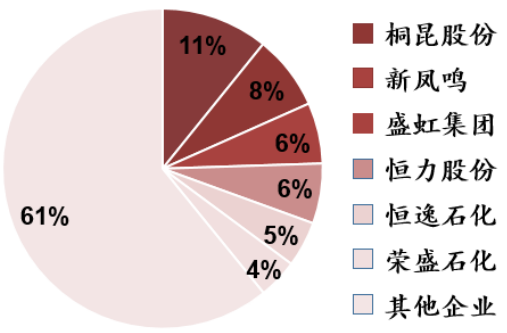
我国涤纶长丝行业受到国际原油价格波动及棉花价格波动等宏观经济因素影响，呈周期性变化。总体而言，涤纶长丝产能及产量稳步增长，总产能从 2000 年的不到 500 万吨，增长至 2015 年接近 3500 万吨，年复合增长率约 13.9%。自 2013 年以来，我国涤纶长丝的产能扩张速度已经明显放缓，产量增长率总体保持稳定。2015 年我国涤纶长丝的产量为 2958.1 万吨，预计 2016-2020 年，国内涤纶长丝需求量以年均 2.4%的速度增长，2020 年将达到 3340 万吨左右。

图 7：我国涤纶长丝产能和产量



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 8：2015 年国内涤纶长丝主要生产企业市场占有率情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

目前，我国已成为全球涤纶长丝产量最大的国家。但涤纶长丝行业相对缺乏行业龙头引领，行业内生产企业数量较多，行业竞争充分且较为激烈。2015 年，中国涤纶工业收入规模在 2000 万以上企业的数量为 776 家。但大多数企业规模较小，从生产规模上来看，目前我国涤纶长丝年产能 10 万吨以上的企业数量不超过 40 家。POY 年产能 10 万吨以上的企业为 30 家，其中年产能在 50-100 万吨之间的企业为 3 家，年产能 100 万吨以上的企业仅 2 家。

表 1：我国 POY 年产能 50 万吨及以上企业

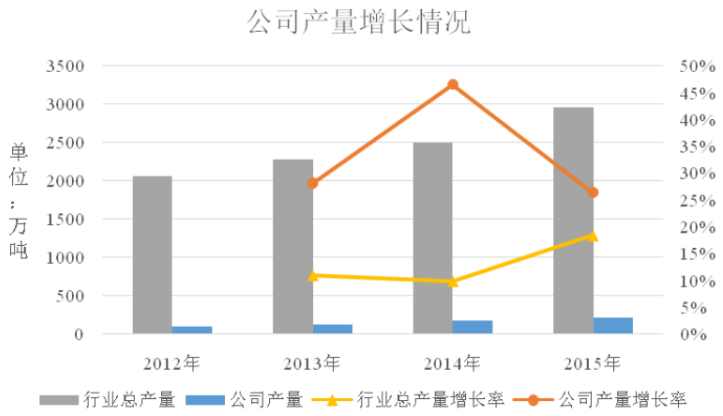
序号	企业名称	年产能（万吨）
1	桐昆股份	300
2	新凤鸣	211
3	恒逸石化	60
4	浙江双兔新材料有限公司	50
5	福建省金纶高纤股份有限公司	50

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司专注于民用涤纶长丝业务，积极扩张产能，公司产量大幅提高，从 2013 年 114 万吨增加至 2015 年的 211 万吨，增长幅度远高于同行业平均水平及主要竞争对手增长幅度，公司市场占有率不断提升，行业地位不断巩固和提升。2013 年-2015 年，公司产品产量的国内市场占有率分别为 5.01%、6.68%和 7.53%，行业地位从 2013 年的第 4 位提升至 2015 年的第 2 位。公司作为年产百万吨级的企业，具有明显的规模优势。

近年来，我国涤纶长丝生产企业在产能利用率上出现两极分化态势。一方面，采用切片纺工艺的企业开工率与采用熔体直纺工艺的企业开工率出现分化。自 2000 年以来，由于切片纺工艺能耗较高、生产稳定性不及熔体直纺工艺，熔体直纺工艺逐步取代切片纺工艺。2015 年，采用熔体直纺工艺的涤纶长丝生产企业平均开工率为 76.8%，采用切片纺工艺的涤纶长丝生产企业的平均开工率仅为 34.1%，两者开工率差距较 2014 年进一步扩大 1.7%。另一方面，大型企业产能利用率与中小规模企业产能利用率出现分化。行业内大型企业的产能利用率接近 100%，而中小规模企业产能利用率相对下游需求稳定，产业用纺织品带动新增长不足、甚至停产破产，企业效益两极分化加剧，部分耗能大产品品质差、竞争力弱的产能将被淘汰。包括公司在内的少数大型生产企业产能持续扩张，产量不断提高，行业集中度不断提高。

图 9：民用涤纶长丝国内总产量及公司产量增长情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 2：发行人主要竞争对手及简介

公司名称	经营领域	2015 年民用涤纶长丝产量
桐昆股份	PTA、聚酯和涤纶纤维的研发、制造和销售	303 万吨
恒力股份	涤纶纤维相关产品、热电的研发、制造和销售	170 万吨
盛虹集团	石化、纺织、能源、地产、酒店	172 万吨
荣盛石化	PTA、聚酯纤维的研发、制造和销售	112 万吨
恒逸石化	PTA、聚酯纺丝的研发、制造和销售	129 万吨

数据来源：招股说明书，西南证券整理

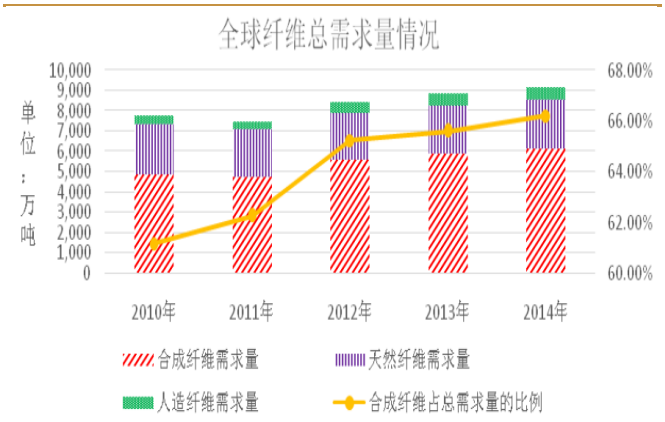
2.2 下游需求稳定，替代性需求增长

受制于以棉花为代表的天然纤维产量制约，合成纤维占全球纤维需求量的比例逐年提高。自 2009 年起，美国从全球进口服装中棉质服装所占比例开始下滑，由 2008 年高峰时的 60.4%连续七年下降，一路降至 2015 年 11 月的 44.9%，显示出以美国市场为代表的全球棉质服装消费的萎缩态势，未来合成纤维在纺织领域中的地位将逐步提高。

涤纶长丝作为合成纤维中最主要的产品，近年来其消费量呈稳步增长态势。2011 年，国内涤纶长丝表观消费量为 1833.8 万吨，2015 年达到 2799.8 万吨，年均增长率约为 11.2%。涤纶长丝消费量保持稳定增长与下游纺织业的旺盛需求密切相关。就全球市场来说，随着全

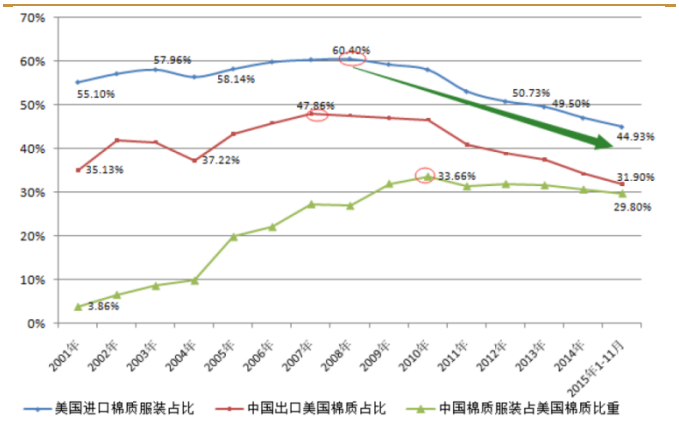
球人口的自然增长及各国国民收入的逐步提高，全球纺织品需求持续增长。就我国来说，对涤纶长丝需求影响最大的主要是下游纺织业中纺织服装业、家纺业和产业用纺织业等三大细分子行业。

图 10：2010-2014 年全球纤维需求量情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

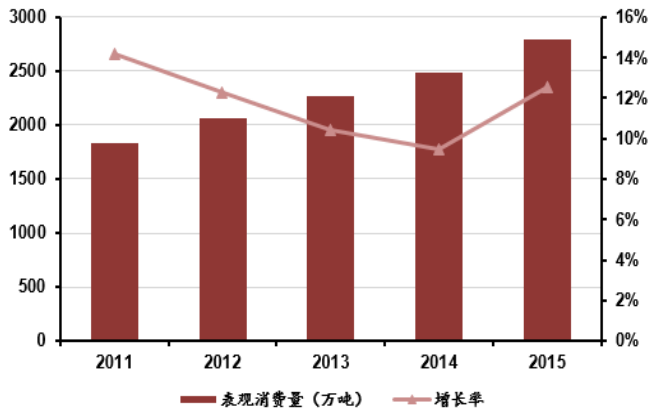
图 11：美国为代表的全球棉质服装消费情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

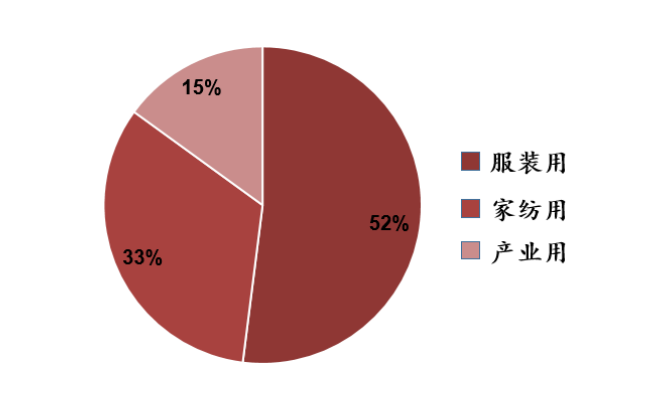
我国 14 亿人口及每年约 5‰的人口自然增长率、正处于城镇化提升进程、居民收入水平的增加、经济发展引发的居民消费观念的改变等因素促使纺织服装业近年来保持持续增长。根据国家统计局的统计，2010 年-2015 年我国纺织业和纺织服装、鞋、帽制造业主营业务收入总体保持增长，年均增幅分别为 8.45%和 17.09%。

图 12：2011-2015 年我国涤纶长丝表观消费量及增长率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

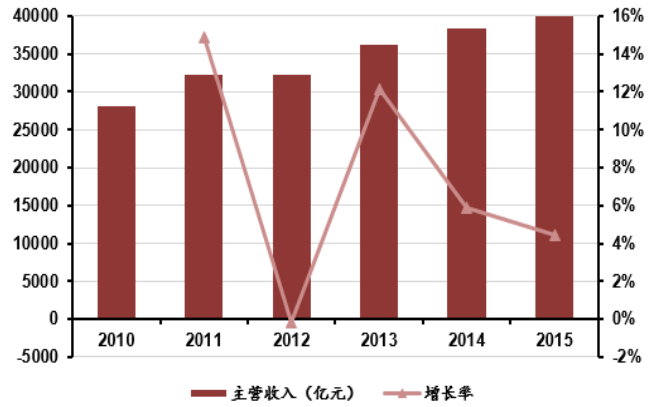
图 13：目前我国涤纶市场需求构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

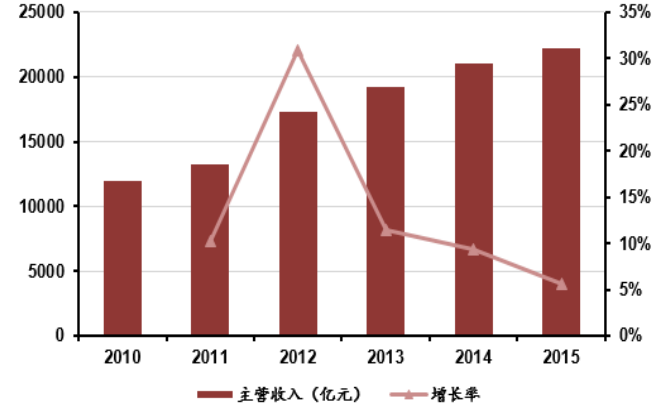
随着前十多年中国经济高速成长，城镇化不断推进，房地产基建掀起热潮，中国的家纺行业迎来“黄金时代”，行业产值、消费量迅速提升。自 2000 年以来，我国家纺行业进入快速发展时期，家纺行业产销值增长率连续多年保持在 20%以上。同时，随着我国汽车、农业、卫生、交通、航空、建材、生物医药等相关产业的发展，产业用纺织品正成为我国纺织业新的经济增长点。据中国产业用纺织品行业协会预测，十三五期间，产业用纺织品产量到 2020 年有望实现 2202 万吨，较 2013 年产量实现翻番。

图 14：我国纺织业主营业务收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 15：我国纺织服装、鞋、帽制造业主营业务收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.3 生产研发水平领先，管理协同优势明显

自成立以来，公司一直专业、专心和专注于民用涤纶长丝的研发、生产和销售，经过长时间的生产实践和不断摸索，公司在生产管理上达到业内领先水平。技术研发上，公司除重点关注产品开发外，也非常重视生产技术、工程设备技术的研发，旨在确保稳定、高效、节能生产。公司、东华大学、浙江理工大学和浙江恒通化纤有限公司共同承担完成的“超大容量高效柔性差别化聚酯长丝成套工程技术开发”是对大容量聚酯长丝柔性化生产关键技术研发及产业化应用的重要创新，被国务院评为国家科学技术进步二等奖；公司、东华大学和浙江理工大学共同承担完成的“大容量短流程熔体直纺涤纶长丝柔性生产关键技术及装备”项目获中国纺织工业联合会科学技术进步奖一等奖。

公司目前共拥有发明专利 13 项、实用新型专利 85 项，另有多项非专利核心技术。并曾多次承担国家星火计划项目、国家火炬计划项目，成功开发了 EACOOL（易酷）吸湿排汗纤维、高特丝纤维、环保抗皱纤维、K-warm 中空保暖纤维、超柔纤维、桃皮绒细旦纤维等差别化产品。随着生产的稳定和提高，公司将在超细纤维、异型截面等品种上加大开发力度，提升高附加值产品比例，从而提升公司产品的综合竞争力。

公司地理位置优越，其所在地区产业集群优势明显。公司位于浙江省桐乡市，地处浙江北部杭嘉湖平原；东距上海 110 公里，北临苏州 74 公里，西邻杭州 56 公里，属于以上海为中心的长江三角洲经济区。目前，我国已经形成了以长三角地区为代表的涤纶产业集群，包括涤纶生产企业、上游的原材料生产企业和下游主要的化纤交易市场。优越的地理位置拓宽了公司的购销渠道，节约了运输成本。

公司产能主要集中分布于桐乡市洲泉镇工业区和桐乡市临杭经济区，所处区域成片相连，在单一区域形成产能 200 万吨以上，相比较其他规模企业分散的产能布局，公司在产品结构调整、能源综合利用及公用工程利用等方面形成生产管理协同。随着募集资金投资项目“湖州中石科技有限公司年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目”的建成投产，公司将在湖州东林镇单一区域形成产能 100 万吨以上，也有利于生产管理协同的发挥。

3 募投项目分析

新凤鸣此次以 26.68 元/股的价格发行 7730 万股，募集 20.6 亿元用于公司主营项目相关的项目建设，包括“桐乡市中维化纤有限公司年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目”和“湖州中石科技有限公司年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目”。

表 3：募投项目列示

项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资额（万元）	建设期
桐乡市中维化纤有限公司年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目	35710	17000	1.5 年
湖州中石科技有限公司年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目	180000	180000	3 年
合计	215710	197000	-

数据来源：招股说明书，西南证券整理

募投项目“中维化纤年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目” 系利用公司自产的 POY 加弹成 DTY，该项目一方面有助于公司提高 DTY 产量、改善产品结构；另一方面有助于公司进一步了解 DTY 生产过程中对 POY 产品性能的要求、进一步贴近市场了解下游对 POY 产品品种规格的需求，进而有助于公司改进、优化 POY 性能、有助于公司及时调整 POY 产品结构，提高 POY 产品竞争力。项目已于 2016 年 4 月建设完成，建设期 18 个月，达产后，年新增销售收入 61500 万元，年新增税后利润 4302 万元，项目税后的内部收益率为 13.10%，税前为 16.09%，静态投资回收期（含建设期）所得税后为 7.83 年，所得税前为 6.97 年。

报告期内，公司产能利用率充足，聚酯装置、纺丝设备常年处于满负荷运作状态。募投项目“中石科技年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目”是公司现有产品的扩产，达产后将新增功能性 POY 产能 29.6 万吨及共聚共混改性 FDY 产能 15.4 万吨，有利于提高公司市场占有率及产品差别化率，有效突破产能瓶颈。该项目实施主体为中石科技，目前中石科技涤纶长丝年生产能力达 60 万吨，本项目建成后，中石科技将在湖州市东林镇单一区域形成涤纶长丝产能超百万吨，在产品结构调整、能源综合利用及公用工程利用等方面形成生产管理协同。项目达产后，年新增销售收入 597723 万元，年新增税后利润 49402 万元，项目税后的内部收益率为 16.70%，税前为 21.03%，静态投资回收期（含建设期）所得税后为 6.98 年，所得税前为 6.40 年。

表 4：产能利用率

产品名	2014 年	2015 年	2016 年
POY	98.13%	97.96%	94.51%
FDY	98.12%	96.83%	97.05%
DTY	95.76%	98.56%	99.44%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

随着人口的自然增长及我国国民收入的逐步提高，加之以棉花为代表的天然纤维市场趋紧，涤纶长丝的消费量将稳定增长。目前涤纶长丝产业竞争充分，缺乏行业龙头，公司在此环境下有望占领更大的市场，而募投产能的投放将进一步促进优势产品放量输出，显著提升公司盈利能力。

假设 1：公司主营产品 POY 需求旺盛，随着募投项目的逐渐投产，产品销量有效攀升，POY 产品毛利率维持在 8.5%左右。

假设 2：FDY 产品结构调整后趋于稳定，毛利率维持在 13%左右，略有上升，随着募投项目的逐渐投产，产品销量有效攀升。

假设 3：DTY 受益于产品结构调整，毛利率逐渐攀升，募投项目投产，产销稳定。

假设 4：三费率保持稳定。

表 5：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2016A	2017E	2018E	2019E
POY	收入	123.1	135.4	148.9	171.3
	增速	24.5%	10.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%
FDY	收入	28.2	31.0	34.2	44.4
	增速	1.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	11.6%	13.0%	14.0%	15.0%
DTY	收入	13.0	13.7	14.3	15.1
	增速	94.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.5%	14.0%	16.0%	18.0%
其它产品	收入	1.4	1.5	1.6	1.6
	增速	-54.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
其他	收入	9.0	9.5	10.0	10.5
	增速	-7.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	收入	174.8	191.1	209.0	242.8
	增速	19.4%	9.3%	9.4%	16.2%
	毛利率	9.3%	9.5%	9.8%	10.1%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 191.1 亿元、208.9 亿元和 242.8 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 9.2 亿元、10.8 亿元和 13.3 亿元。估算 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益为 1.53 元、1.80 元和 2.21 元。

在可比公司中，桐昆股份主营涤纶长丝的生产和销售，与新凤鸣主营最为接近，其估值可以作为主要参考。参照 2017 年可比公司平均估值与桐昆股份的估值，结合公司的成长性，我们认为 2017 年公司的合理估值应该为 20~25 倍，对应的股价为 30.6~38.3 元。

表 6：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价（17.4.7）	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
601233.SH	桐昆股份	15.72	1.03	1.23	1.48	30.8	12.8	10.6
600346.SH	恒力股份	8.88	0.45	0.41	0.50	38.9	21.8	17.9
000703.SZ	恒逸石化	13.78	0.61	0.76	0.92	35.9	18.1	14.9
平均值						35.2	17.6	14.5

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

宏观经济环境变化的风险；原材料价格波动的风险；纺织品出口下降的风险；业绩波动的风险；募投项目建设及达产进度或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17476.99	19107.39	20894.96	24282.75
营业成本	15860.70	17299.57	18856.20	21821.43
营业税金及附加	28.53	25.25	29.78	33.77
销售费用	70.16	74.15	82.01	94.95
管理费用	379.12	411.85	451.34	524.15
财务费用	260.66	211.86	186.44	196.16
资产减值损失	1.84	0.00	0.00	0.00
投资收益	6.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.01	-2.38	-2.41	-2.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	879.25	1082.32	1286.77	1609.80
其他非经营损益	50.16	82.54	84.49	78.62
利润总额	929.42	1164.87	1371.27	1688.42
所得税	183.42	216.02	259.74	317.58
净利润	746.00	948.85	1111.53	1370.84
少数股东损益	14.43	28.28	29.25	37.67
归属母公司股东净利润	731.56	920.57	1082.28	1333.17

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	746.00	948.85	1111.53	1370.84
折旧与摊销	735.79	903.40	910.97	914.75
财务费用	260.66	211.86	186.44	196.16
资产减值损失	1.84	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	372.03	306.55	87.51	137.92
其他	-413.99	2.38	2.41	2.50
经营活动现金流净额	1702.33	2373.04	2298.85	2622.18
资本支出	-359.41	0.00	0.00	0.00
其他	-386.84	-2.31	-2.41	-2.50
投资活动现金流净额	-746.25	-2.31	-2.41	-2.50
短期借款	-488.48	-1110.00	0.00	0.00
长期借款	-604.53	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	2062.36	0.00	0.00
支付股利	-10.49	-56.02	-73.13	-76.83
其他	222.69	-545.18	-186.44	-196.16
筹资活动现金流净额	-880.82	351.16	-259.57	-272.99
现金流量净额	77.69	2721.89	2036.87	2346.69

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	496.63	3218.52	5255.38	7602.07
应收和预付款项	470.98	504.64	570.79	648.49
存货	670.62	731.46	797.27	922.65
其他流动资产	331.60	362.46	396.37	460.64
长期股权投资	24.64	24.64	24.64	24.64
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6248.84	5379.59	4502.76	3622.15
无形资产和开发支出	309.64	276.34	243.04	209.73
其他非流动资产	67.89	67.04	66.20	65.36
资产总计	8620.83	10564.67	11856.45	13555.72
短期借款	1210.00	100.00	100.00	100.00
应付和预收款项	1792.57	2184.73	2395.04	2718.26
长期借款	1285.39	1285.39	1285.39	1285.39
其他负债	983.19	690.86	733.93	815.97
负债合计	5271.16	4260.98	4514.36	4919.63
股本	524.70	602.00	602.00	602.00
资本公积	32.31	2017.37	2017.37	2017.37
留存收益	2549.98	3414.53	4423.67	5680.01
归属母公司股东权益	3108.16	6033.90	7043.04	8299.38
少数股东权益	241.51	269.79	299.04	336.71
股东权益合计	3349.67	6303.69	7342.08	8636.09
负债和股东权益合计	8620.83	10564.67	11856.45	13555.72

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	19.38%	9.33%	9.36%	16.21%
营业利润增长率	270.52%	23.10%	18.89%	25.10%
净利润增长率	132.58%	27.19%	17.15%	23.33%
EBITDA 增长率	69.71%	17.16%	8.49%	14.11%
获利能力				
毛利率	9.25%	9.46%	9.76%	10.14%
三费率	4.06%	3.65%	3.44%	3.36%
净利率	4.27%	4.97%	5.32%	5.65%
ROE	22.27%	15.05%	15.14%	15.87%
ROA	8.65%	8.98%	9.37%	10.11%
ROIC	13.14%	16.33%	21.76%	31.39%
EBITDA/销售收入	10.73%	11.50%	11.41%	11.20%
营运能力				
总资产周转率	2.02	1.99	1.86	1.91
固定资产周转率	2.95	3.38	4.30	6.04
应收账款周转率	78.09	86.38	82.04	84.42
存货周转率	23.81	24.68	24.67	25.37
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.42%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	61.14%	40.33%	38.08%	36.29%
带息债务/总负债	47.34%	32.51%	30.69%	28.16%
流动比率	0.52	1.74	2.33	2.82
速动比率	0.34	1.48	2.06	2.55
股利支付率	1.43%	6.09%	6.76%	5.76%
每股指标				
每股收益	1.22	1.53	1.80	2.21
每股净资产	5.56	10.47	12.20	14.35
每股经营现金	2.83	3.94	3.82	4.36
每股股利	0.02	0.09	0.12	0.13

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	1875.71	2197.59	2384.18	2720.70
PE	21.95	17.45	14.84	12.05
PB	4.79	2.55	2.19	1.86
PS	0.92	0.84	0.77	0.66
EV/EBITDA	8.67	6.45	5.09	3.60
股息率	0.07%	0.35%	0.46%	0.48%

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn