

瑞联新材 (688550)

证券研究报告

2023年05月06日

难抵御行业景气下行，23年有望冬去春来

公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报：2022 年实现营收 14.80 亿元，同比-2.96%，归母净利润 2.47 亿元，同比+2.82%，其中 Q4 实现营收 2.91 亿元，同比-25.72%，环比-0.34%，归母净利润 0.37 亿元，同比-47.69%，环比-22.92%；公司 2023 年 Q1 实现营收 2.74 亿元，同比-35.53%，环比-5.84%，归母净利润 0.14 亿元，同比-82.38%，环比-62.16%。

公司 2022 年收入和利润水平保持了 2021 年以来的较高水平，但上下半年差异明显：营业收入四个季度分别为 4.25/4.72/2.92/2.91 亿元，归母净利润四个季度分别为 0.80/0.81/0.48/0.37 亿元，收入和归母净利润下半年较上半年分别下滑 35.01%和 47.20%，并在 2023 年 Q1 再次下滑，收入、归母净利润环比分别下滑 5.84%和 62.16%，23Q1 归母净利润创上市以来最低水平。2022 年整体盈利能力有所恢复，毛利率 38.72%，较 21 年提升 3.39PCT，净利率水平恢复至 16.65%；费用率较高拖累公司 22 年 Q4 和 23 年 Q1 业绩，两个季度四费率分别为 27.5%和 25.2%，为上市以来最高的两个季度。

行业景气下行，显示材料前高后低，医药板块整体下滑拖累业绩

公司显示材料和医药中间体两个板块 22 年出现分化，显示材料板块 22 年实现收入 12.50 亿元，同比+3.97%，而医药中间体板块实现收入 1.82 亿元，同比-35.21%，医药板块下滑明显，显示材料板块贡献增量；显示材料板块前高后低，消费电子需求下行叠加产业链对原材料需求的时间滞后性，公司上下半年该板块收入差异较大，上半年仍保持高速增长态势，下半年则大幅下滑；医药板块单一产品客户库存行为影响较大，22 年公司医药板块实现收入 1.82 亿元，毛利 1.08 亿元，同比-35.21%和-37.57%，主力产品由于客户销售策略调整优先消化库存，其他新产品不足以弥补主力产品的销售下滑；电子化学品板块研发布局多，但尚未产生增量；22 年，公司电子化学品及其他新材料板块实现销售收入 4,500 万元，较 21 年增加 294 万元。

化学合成平台型公司，依托研发多产业布局，冬去有望春来

公司依托其在化学合成、纯化等方面的突出优势，在显示材料、医药 CDMO 及电子化学品等多个领域布局，在研发端提前布局了半导体材料、PI 等多个材料。虽受到消费电子行业景气下行、医药客户库存战略调整等负面因素影响，公司收入和利润明显下滑，但随着面板行业景气复苏和 OLED 中大型尺寸的渗透，显示材料行业有望复苏并再成长；公司积极布局氘代等先进 OLED 中间体解决大尺寸 OLED 应用问题，医药领域多管线、多客户布局并积极建设 GMP 车间，新材料领域扩大研发解决半导体行业材料供应问题，未来复苏叠加成长性布局，有望冬去春来，前景依旧广阔。

盈利预测：由于医药板块客户订单策略变化，我们下调 23-24 年归母净利润预期至 2.34/2.76 亿元（前值为 3.79/4.16 亿元），并预计 25 年归母净利润为 3.32 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：消费电子景气修复不及预期；医药单一客户采购需求减少。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,525.58	1,480.38	1,850.16	2,244.10	2,652.12
增长率(%)	45.35	(2.96)	24.98	21.29	18.18
EBITDA(百万元)	462.60	482.71	389.05	457.82	525.58
归属母公司净利润(百万元)	239.78	246.54	233.93	275.81	331.75
增长率(%)	36.70	2.82	(5.11)	17.90	20.28
EPS(元/股)	2.44	2.51	2.38	2.80	3.37
市盈率(P/E)	17.45	16.97	17.88	15.17	12.61
市净率(P/B)	1.47	1.42	1.34	1.28	1.22
市销率(P/S)	2.74	2.83	2.26	1.86	1.58
EV/EBITDA	11.53	7.25	8.37	7.42	6.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子化学品 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.51 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	98.40
流通 A 股股本(百万股)	72.83
A 股总市值(百万元)	4,182.93
流通 A 股市值(百万元)	3,096.04
每股净资产(元)	30.27
资产负债率(%)	9.29
一年内最高/最低(元)	111.79/42.14

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《瑞联新材-半年报点评:显示材料逆势高增，医药领域厚积薄发》 2022-08-20
- 《瑞联新材-首次覆盖报告:化学合成平台型公司，显示、医药、新材料多点布局》 2022-04-28

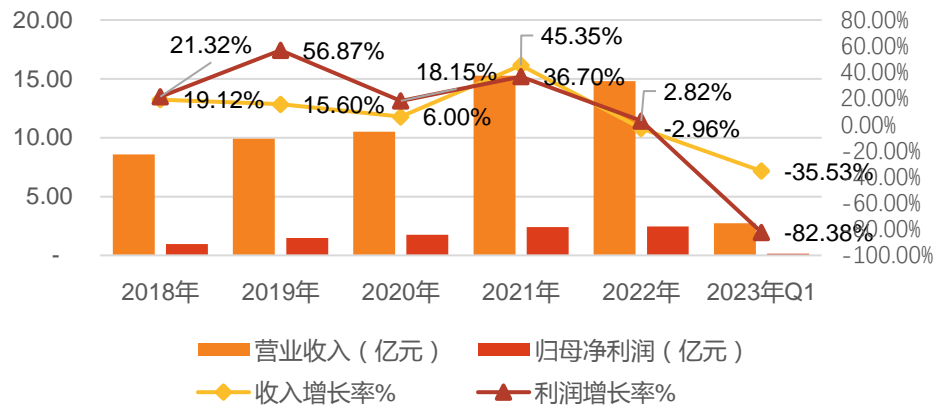
1. 行业景气下行拖累，收入利润前高后低

瑞联新材公布 2022 年年报及 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 14.80 亿元，同比-2.96%，实现归母净利润 2.47 亿元，同比+2.82%，其中 Q4 实现营业收入 2.91 亿元，同比-25.72%，环比-0.34%，实现归母净利润 0.37 亿元，同比-47.69%，环比-22.92%；公司 2023 年 Q1 实现营业收入 2.74 亿元，同比-35.53%，环比-5.84%，实现归母净利润 0.14 亿元，同比-82.38%，环比-62.16%。

1.1. 收入利润水平前高后低，费用支出占比提升

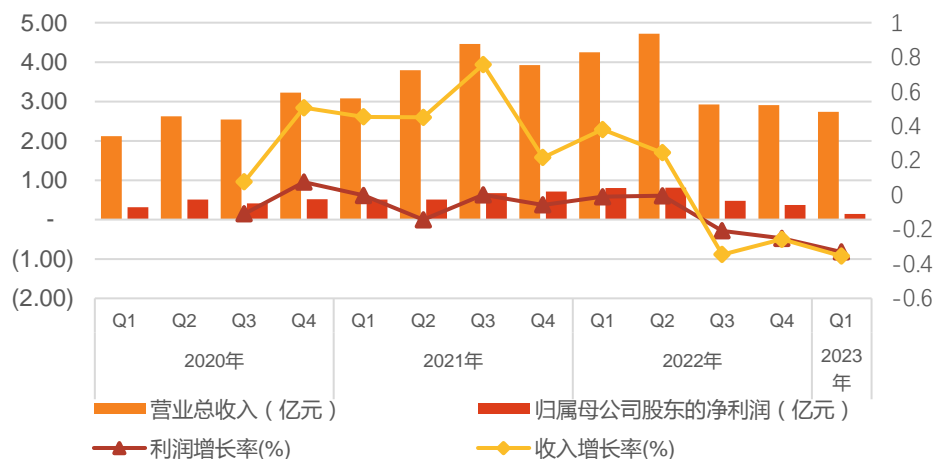
瑞联新材 2022 年收入和利润水平保持了 2021 年以来的较高水平，但上下半年差异明显：营业收入四个季度分别为 4.25/4.72/2.92/2.91 亿元，归母净利润四个季度分别为 0.80/0.81/0.48/0.37 亿元，收入和归母净利润下半年较上半年分别下滑 35.01%和 47.20%，并在 2023 年 Q1 再次下滑，收入、归母净利润环比分别-5.84%和-62.16%，自 2022Q2 高点以来持续下行，23Q1 归母净利润创上市以来最低水平。

图 1：瑞联新材年度收入和利润情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

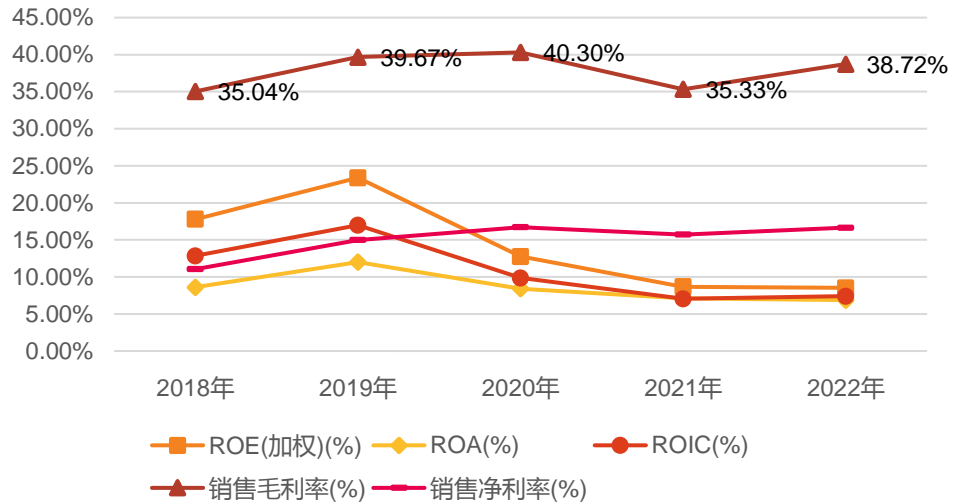
图 2：瑞联新材季度收入和利润情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

公司 2022 年整体盈利能力有所恢复，22 年毛利率 38.72%，较 21 年提升 3.39PCT，净利率水平恢复至 16.65%，接近 2020 年高点水平，与公司产品结构变动和原材料价格下行均有关系。

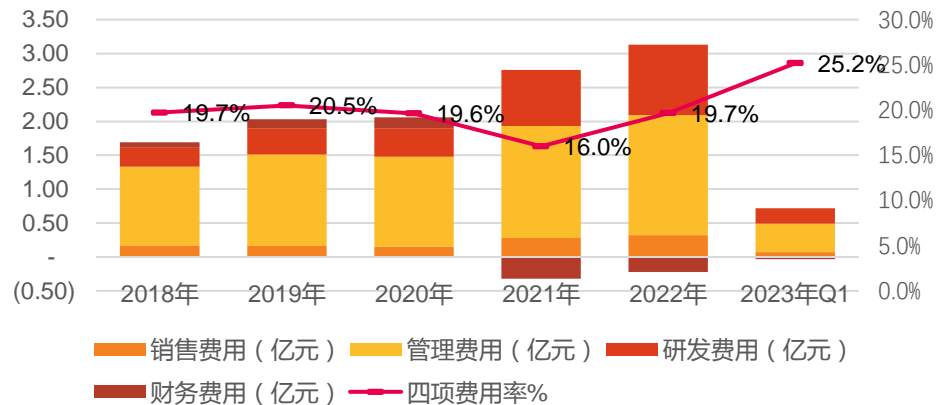
图 3：瑞联新材盈利能力指标



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

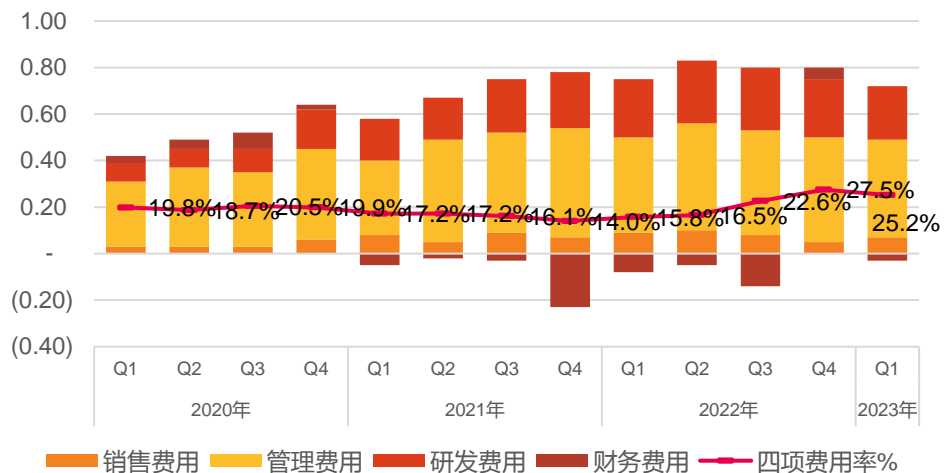
从四项费用来看，公司 22 年四费率提升至 19.7%，其中研发费用提升较为明显，研发费用占营业收入比例提升至 7%，研发支出提升较多；而从季度角度来看，22 年 Q4 和 23 年 Q1 四项费用占比较高，Q4 四费率提升至 27.5%，而 23Q1 四费率仍保持 25.2% 的高位，其中 Q4 产生了较多财务费用同前几个季度比较变化较为明显，这也拖累了公司部分净利润的实现。

图 4：瑞联新材费用支出情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 5：瑞联新材按季度四项费用情况（费用单位：亿元/四费率单位：%）

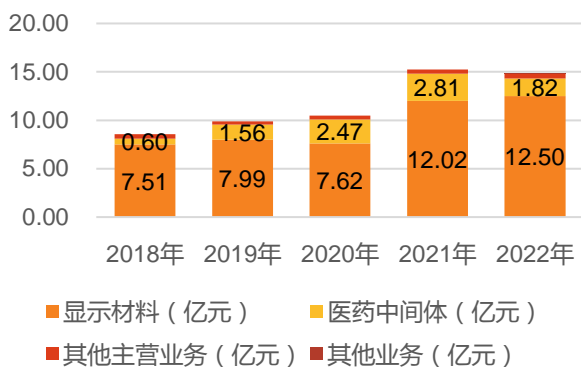


资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 显示材料前高后低，医药板块整体下滑拖累业绩

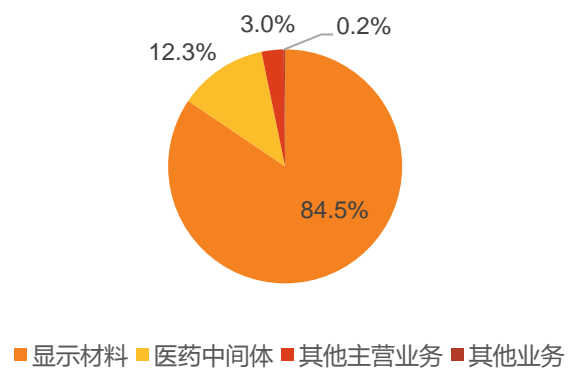
公司业务主要两个板块显示材料板块和医药中间体板块 2022 年出现分化，显示材料板块 22 年实现收入 12.50 亿元，同比+3.97%，而医药中间体板块实现收入 1.82 亿元，同比-35.21%，医药中间体收入下滑明显，收入占比也下滑至 12.3%，22 年主要收入贡献来自于显示材料板块。

图 6: 瑞联新材分板块收入拆分



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 瑞联新材 2022 年收入结构

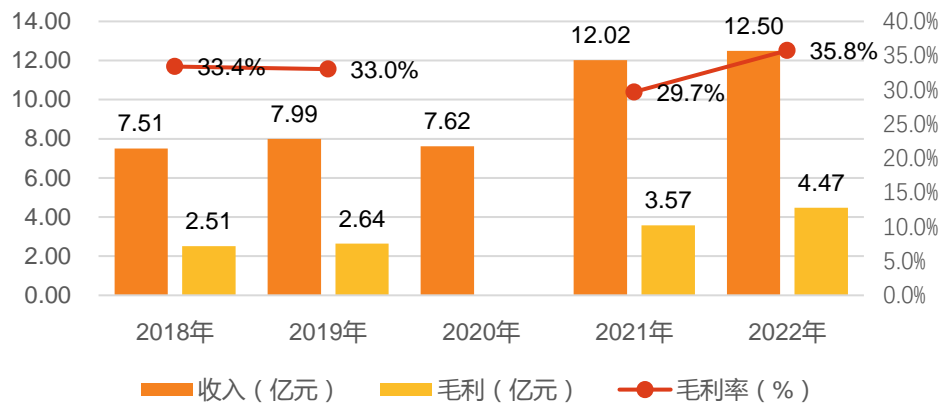


资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.2.1. 显示材料板块景气前高后低，全年小幅上行

公司显示材料板块主要包括液晶 (LCD) 及 OLED 的原料及中间体，22 年显示材料板块收入和毛利均出现上行，实现收入 12.50 亿元，实现毛利 4.47 亿元，并保持了毛利率的上行态势，毛利率 35.8%创 2018 年以来新高 (2020 年无数据)。而由于消费电子行业面板需求的下行以及产业链对原材料需求的时间滞后性，公司上下半年显示材料收入和利润差异较大，公司显示材料业务在 2022 年上半年仍保持高速增长态势，下半年大幅下滑。

图 8: 显示材料板块收入和毛利情况

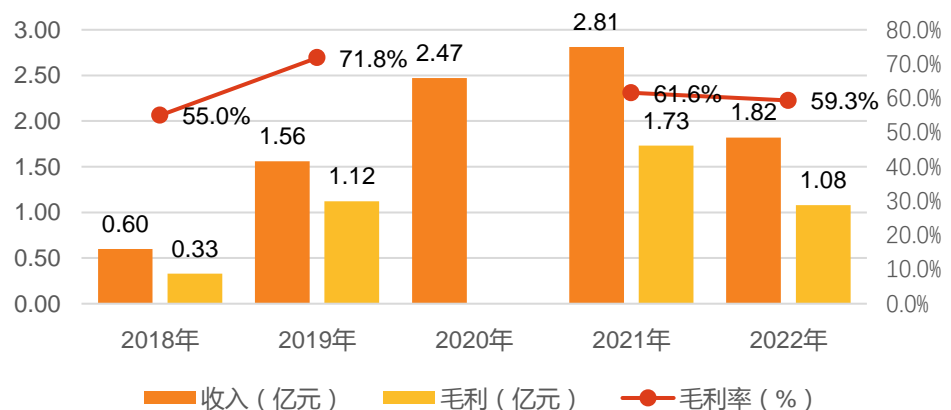


资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.2.2. 医药板块主力产品销售下滑, 新产品放量滞后, 整体下滑明显

公司医药板块 2022 年收入和利润出现大幅下行, 2022 年医药板块实现收入 1.82 亿元, 实现毛利 1.08 亿元, 较 2021 年分别 -35.21%和 -37.57%, 医药板块的主力产品由于客户销售策略调整开始优先消化库存, 下调了采购预期, 影响了新产品的采购需求, 其他新产品的放量销售不足以弥补上述主力产品的销售下滑; 加之部分医药管线对应终端药物的研发、临床或上市进度被迫暂停、延后, 对公司相关产品的量产计划有滞后的不利影响。

图 9: 医药板块收入和毛利情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.2.3. 电子化学品及其他板块小幅增长, 多款产品研发投入市场

2022 年, 公司电子化学品及其他新材料板块实现销售收入 4,500 万元, 占公司营业总额的比重为 3.04%, 较 2021 年增加 294 万元, 同比增长 6.99%。公司年报披露, 公司围绕电子信息产业, 以半导体光刻胶单体和显示用高端光刻胶为主要方向, 加大对电子化学品及其他新材料的研发投入和市场开拓, 已开发出半导体光刻胶单体、PI 单体和 TFT 平坦层光刻胶等多款产品, 虽然目前整体收入占比相对较低, 但电子化学品板块的客户数量、新品数量和形成销售的产品数量都在逐年快速增加, 发展潜力巨大。

2. 化学合成平台型公司, 依托研发多产业布局, 冬去有望春来

公司依托其在化学合成、纯化、同位素分析、痕量分析及量产体系等方面的突出优势, 近年来在多个领域形成扩张, 在传统主业液晶材料的基础上延伸至 OLED 材料、医药 CDMO 等多个业务条线, 并在研发端提前布局了半导体材料、聚酰亚胺材料等多个领域。虽然受到消费电子行业景气快速下行、医药客户库存战略调整等负面因素影响, 公司收入和利润水平出现明显下滑, 但公司积极布局氘代等先进 OLED 中间体解决大尺寸 OLED 应用问题, 医药领域多管线、多客户布局并积极建设 GMP 车间, 新材料领域扩大研发解决半导体行业材料供应问题, 未来有望在复苏基础上实现增长。

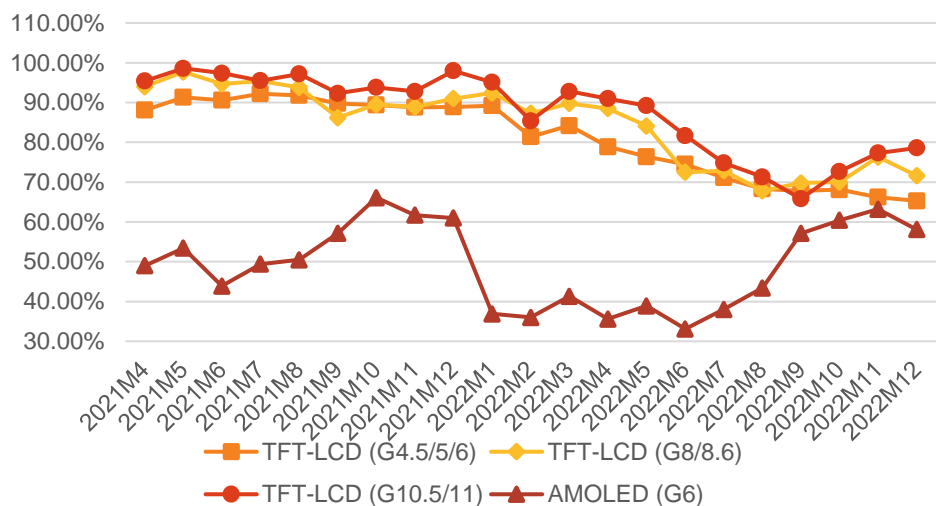
2.1. 面板产业有望在 23 年迎来底部反转，面板显示材料国产化及 OLED 中型尺寸应用有望带来产业底部二次发展机遇

2.1.1. 消费电子 2023 年有望回暖，稼动率和面板价格已触底出现回升

2022 年，在经济下行、通货膨胀、前期供给端新产能集中释放等多重因素下，终端消费电子需求疲软，消费者迭代换新的欲望减弱，全球显示行业处于下行周期，2022 年，全球显示面板的出货面积为 2.5 亿平方米，同比下降 4%，市场规模约为 1,230 亿美元，同比下降 21.72%。在经历了 2021 年的透支性高速增长后，面对全球通胀下的供需不平衡，液晶面板行业处于低谷，根据 Omdia 预测，2022 年液晶材料的需求量同比下降了 4%；相较正处于成长期和快速发展期的 OLED 显示，经过充分市场竞争、处于成熟稳定发展阶段的液晶显示行业上下游的下滑显著高于 OLED。

面板领域 2023 年初已发生触底反转，景气恢复在即。对于面板显示领域，下游厂商在经历了稼动率的快速下行后，2022 年下半年迎来了稼动率的提升，并在 2023 年一季度实现了面板价格的提升，行业景气触底后的恢复可期。根据 CINNO Research 统计数据表明，2023 年 2 月，国内 G8.5、G8.6、G10.5 产线平均稼动率呈全线拉升态势，较 1 月水平平均大幅拉升超过 10 个百分点，预计未来稼动率水平或将有恢复性提升；并且根据 CINNO Research 统计数据，进入 2023 年 LCD 面板价格继续呈现全面上涨趋势，并且在 3 月涨幅有所扩大，显示面板行业的触底提升已现，未来有望持续恢复。

图 10：面板稼动率已完成触底回升



资料来源：CINNO Research，天风证券研究所

2.1.2. 面板及液晶国产化进程中，瑞联绑定国内外厂商有望受益

面板国产化和液晶国产化驱动下，液晶领域发展仍有提升空间。三星和 LG 陆续退出液晶面板生产后，加速了液晶面板的“中国时代”，全球液晶显示面板供应格局进一步调整，京东方等国内头部面板厂商的寡头地位逐步清晰，2022 年，国内液晶面板厂商的产能占全球液晶面板产能的比重已升至 70%。公司与全球知名的液晶厂商均建立了长期稳定的合作关系，系全球主要液晶厂商 Merck、JNC 和国内三大液晶厂商江苏和成、诚志永华、八亿时空的战略合作伙伴，随着面板和液晶国产化率的不断提升，公司有望在液晶领域持续增长，享受国产化红利。

2.1.3. OLED 领域由小尺寸向中大尺寸渗透，新领域应用有望提供广阔空间

2022 年，AMOLED 面板的出货面积约 1,412 万平方米，占全球显示面板出货面积约为 5.7%，市场规模约为 426 亿美元，占全球显示面板市场规模约为 35%，虽然 AMOLED 面板 2022 年的出货情况并未实现预期的高增长，但无论是出货面积还是市场规模占全球显示面板的比重均有提升，尤其是在折叠屏手机、车载、AR/VR、平板电脑、游戏平台等高端、新兴市场领域的渗透率。

目前 OLED 显示面板仍主要应用于智能手机、VR、可穿戴设备等中小尺寸消费电子领域，2022 年 OLED 智能手机屏幕以 65%的出货量份额和 76.8%的收入份额继续占据 OLED 面板第一大应用市场。**在中小尺寸领域**，在智能手机整体低迷、手机出货量大幅下降的背景下，AMOLED 手机面板的出货量较 2021 年降低 7.5%，但占比提升至 37%，主要是由于使用 OLED 显示技术的可折叠手机出货量逆势增长；**车载领域**，随着车企竞相布局智能化车载显示，车载屏幕的需求范围从传统的中控屏、仪表盘拓展至副驾驶、新兴的 HUD 和电子后视镜，对屏幕显示、形态和触控技术的要求不断提升，OLED 屏幕凭借柔性和轻薄优势从高端汽车品牌向中高端品牌渗透；**在大尺寸领域**，消费需求下降叠加液晶面板价格暴跌的双重压力，占据高端电视市场的 OLED 电视出货不及预期，据 Omdia 数据，2022 年全球 OLED 电视的出货量仅为 740 万台，占全球电视总出货量的比例为 3%，与 2021 年基本持平，远低于 2021 年 66%的市场增幅。

除小尺寸手机的渗透外，车载/PAD/笔记本电脑等中尺寸领域的渗透，VR/AR 等超小型领域的发展，以及在大尺寸电视机的渗透逐步提升都为 OLED 未来发展带来长期空间，目前这些新的应用领域仍然以较低的市场占有份额运营，随着逐步渗透，未来几年 OLED 行业发展空间仍然较大。

2.2. 医药领域客户结构单一劣势体现，未来布局多元发展前景较大

公司 CDMO 业务中，罗氏等单一客户体量较大，而客户的采购周期和库存策略对公司医药领域影响较大，2022 年医药领域单一客户单一品种受到客户影响充分体现在收入和利润下滑中。而公司在 2022 年丰富医药产品管线，由 21 年底的 100 个提升至 22 年底的 140 个，公司已经同全球知名药企 Chugai、阿斯利康、日本的大冢制药、卫材制药、Kissei 以及国内普洛药业、合全药业等建立了稳定而密切的合作关系，未来有望在丰富产品结构的情况下实现 CDMO 业务的发展。

表 1: 公司医药业务管线布局情况

进度	2022 年底	2021 年底	终端药物治疗领域
商业化	47	32	肺癌、心血管疾病、细菌感染、胰腺炎、糖尿病、胶质瘤、哮喘等疾病
临床 III 期及临床后	27	22	糖尿病、肝细胞癌、抗病毒、子宫肌瘤、抗菌药等疾病
临床 II 期	16	12	癌症、苯丙酮尿症 (PKU)、痛风、白血病、肿瘤、实体瘤等疾病
临床 I 期及临床前	47	33	肿瘤、胃病、肾病、乳腺癌、关节炎、多发性骨髓瘤等疾病
未知	3	1	未知
合计	140	100	-

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

2.3. 公司积极布局半导体材料等新业务，未来有望在材料领域占有一席之地

根据公司 22 年年报披露，基于与全球顶尖客户长期合作积累的合成纯化经验、金属离子的分析检测和去除能力、中试量产优势以及在日本市场的良好口碑，公司从 2015 年开始研发半导体光刻胶单体和膜材料中间体等光刻胶材料，以高端光刻胶材料为重点方向，主要面向日本和欧美市场，目前主要产品包括半导体光刻胶单体、TFT 平坦层光刻胶、膜材料中间体和聚酰亚胺单体，其中膜材料中间体主要为显示面板用光学膜材料，光刻胶材料包括显示用光刻胶和半导体光刻胶单体，半导体光刻胶单体以 ArF 光刻胶单体、KrF 光刻胶单体和 EUV 光刻胶单体为主。随着未来公司相关产品的测试通过及规模化量产，公司光刻胶材料业务将能够有显著提升并在特定产品领域占据一席之地。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,325.93	837.60	668.49	530.27	726.63
应收票据及应收账款	472.88	255.61	563.60	483.11	755.70
预付账款	19.58	9.36	29.58	17.43	38.06
存货	527.76	624.72	642.59	902.00	1,044.76
其他	504.98	211.89	212.33	212.09	212.67
流动资产合计	2,851.13	1,939.17	2,116.59	2,144.90	2,777.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	626.85	1,021.62	1,192.67	1,440.55	1,375.38
在建工程	184.11	226.40	313.20	102.64	0.00
无形资产	32.18	41.77	39.52	37.27	35.02
其他	136.29	111.50	111.10	110.69	110.29
非流动资产合计	979.43	1,401.29	1,656.48	1,691.15	1,520.69
资产总计	3,830.56	3,340.46	3,773.08	3,836.05	4,298.51
短期借款	302.96	10.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	406.92	258.46	513.63	441.11	726.81
其他	226.23	90.19	118.22	115.81	126.70
流动负债合计	936.11	358.66	631.85	556.92	853.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.23	17.67	17.67	17.67	17.67
非流动负债合计	10.23	17.67	17.67	17.67	17.67
负债合计	975.93	384.95	649.52	574.59	871.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	70.18	98.40	98.40	98.40	98.40
资本公积	2,184.28	2,180.03	2,180.03	2,180.03	2,180.03
留存收益	600.17	728.16	845.13	983.04	1,148.91
其他	0.00	(51.08)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,854.63	2,955.50	3,123.55	3,261.46	3,427.33
负债和股东权益总计	3,830.56	3,340.46	3,773.08	3,836.05	4,298.51

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	239.78	246.54	233.93	275.81	331.75
折旧摊销	81.02	104.47	144.40	164.93	170.06
财务费用	(31.02)	(23.71)	(16.81)	(13.43)	(14.08)
投资损失	(16.46)	(7.03)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(61.09)	(281.09)	(71.55)	(241.06)	(139.57)
其它	(32.96)	154.47	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	179.27	193.63	289.97	186.26	348.16
资本支出	337.24	543.26	400.00	200.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,441.02)	(373.52)	(800.00)	(400.00)	0.00
投资活动现金流	(1,103.78)	169.74	(400.00)	(200.00)	0.00
债权融资	335.26	(270.66)	6.80	13.43	14.08
股权融资	(115.49)	(27.12)	(65.88)	(137.91)	(165.87)
其他	5.97	(167.61)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	225.74	(465.38)	(59.08)	(124.48)	(151.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(698.77)	(102.01)	(169.11)	(138.22)	196.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,525.58	1,480.38	1,850.16	2,244.10	2,652.12
营业成本	986.62	907.19	1,225.66	1,473.23	1,741.91
营业税金及附加	14.33	13.29	16.61	20.14	23.80
销售费用	27.96	32.25	37.11	46.95	54.34
管理费用	164.80	176.74	210.37	261.54	305.33
研发费用	83.31	104.41	115.76	149.34	171.22
财务费用	(32.31)	(22.30)	(16.81)	(13.43)	(14.08)
资产/信用减值损失	(39.70)	(14.78)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.69	4.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.46	7.03	0.00	0.00	0.00
其他	31.16	(3.30)	0.00	0.00	0.00
营业利润	272.26	275.55	261.46	306.32	369.60
营业外收入	0.28	0.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.10	3.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	271.44	272.08	261.46	306.32	369.60
所得税	31.66	25.55	27.52	30.50	37.86
净利润	239.78	246.54	233.93	275.81	331.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	239.78	246.54	233.93	275.81	331.75
每股收益 (元)	2.44	2.51	2.38	2.80	3.37

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	45.35%	-2.96%	24.98%	21.29%	18.18%
营业利润	30.74%	1.21%	-5.11%	17.16%	20.66%
归属于母公司净利润	36.70%	2.82%	-5.11%	17.90%	20.28%
获利能力					
毛利率	35.33%	38.72%	33.75%	34.35%	34.32%
净利率	15.72%	16.65%	12.64%	12.29%	12.51%
ROE	8.40%	8.34%	7.49%	8.46%	9.68%
ROIC	22.71%	18.66%	11.70%	12.00%	12.89%
偿债能力					
资产负债率	25.48%	11.52%	17.21%	14.98%	20.27%
净负债率	-35.84%	-28.00%	-21.40%	-16.26%	-21.20%
流动比率	2.95	5.28	3.35	3.85	3.25
速动比率	2.41	3.58	2.33	2.23	2.03
营运能力					
应收账款周转率	4.31	4.06	4.52	4.29	4.28
存货周转率	3.68	2.57	2.92	2.91	2.72
总资产周转率	0.45	0.41	0.52	0.59	0.65
每股指标 (元)					
每股收益	2.44	2.51	2.38	2.80	3.37
每股经营现金流	1.82	1.97	2.95	1.89	3.54
每股净资产	29.01	30.04	31.74	33.15	34.83
估值比率					
市盈率	17.45	16.97	17.88	15.17	12.61
市净率	1.47	1.42	1.34	1.28	1.22
EV/EBITDA	11.53	7.25	8.37	7.42	6.09
EV/EBIT	13.97	9.25	13.32	11.60	9.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com