

华新水泥（600801）

证券研究报告
2025年01月24日

海外产能密集布局，盈利有望迈上新台阶

截至 24Q3 末，华新已在塔吉克斯坦、坦桑尼亚等 12 个国家布局，海外水泥熟料产能为 1544 万吨/年，水泥粉磨能力为 2254 万吨/年，前三季度海外水泥熟料销量同比+41%达 1205 万吨，海外净利润同比+32%达 8.47 亿元，总计净利润 11 亿元，预计全年净利润 18 亿元。25 年来看，国内盈利有望继续触底反弹，海外已有项目盈利空间仍存，新收购资产有望贡献 7~10 个亿利润。公司当前估值 12xPE，股息率约 4.4%，若未来海外业绩如期释放，弹性空间可期。预计公司 24-26 年归母净利润为 18.3/28.8/31.5 亿元（前值：18.3/20.9/24.4 亿元），维持“买入”评级。

海外业务持续扩张，盈利能力更优

华新水泥作为外资+国资共同持股的水泥企业，凭借其较强的股东背景，不断扩张收购，截至 24 年年中海外业务已覆盖 16 个国家。公司海外产能主要布局在中亚、东南亚、中东、非洲等地，据水泥网，当前公司已投产海外年产能达 1486 万吨，仅次于台泥和海螺，位列第三。当前公司在马拉维、莫桑比克分别有年产 62/93 万吨在建产能，非洲地区未来仍存较大业绩提升空间。近年来公司海外收入占比份额持续提升，由 22 年的 14%提升至 24H1 的 22%，24H1 公司海外收入实现 37 亿元，同比+55.5%（vs 国内收入增速同比-4.2%）。从利润情况来看，23 年公司海外 EBITDA 约 19.34 亿元，同比+38%，占比达 24%，24H1 海外 EBITDA 约 9.12 亿元，占比提升至 28%。公司海外 EBITDA 利润率相较于国内始终高出 10 个百分点上下，截止 24H1 海外/国内 EBITDA 利润率分别为 24.7%/18.5%，海外盈利能力始终较优。

密集布局海外产能，利润有望迈上新台阶

23 年公司收购阿曼、南非及莫桑比克龙头公司，拓展中东和非洲市场，24H1 启动马拉维 2000T/D 水泥熟料生产线项目，24 年底公司海外新点火&收购步伐再加快。1) 24 年 11 月 29 日莫桑比克 3000T/D 熟料生产线产线点火，我们预计此次新投产产线贡献约 2 亿元利润。2) 24 年 12 月 1 日公告斥资 8.38 亿美元收购尼日利亚资产，测算华新水泥权益净利润约为 3.5-6.9 亿元人民币。3) 24 年 12 月 16 日公告斥资 1.866 亿美元收购巴西骨料厂，预计利润贡献约 1500 万美元（折合人民币约 1 亿元）。

海外需求仍具增长动能，供给冲击较弱

公司未来海外重点建设方向主要在非洲，当前非洲城镇化率与人均水泥产量分别与我国 20 年/30 年前水平相当，未来水泥需求增长空间仍然较大。公司目前产能主要布局在尼日利亚/塔桑尼亚/南非/莫桑比克/马拉维/赞比亚，23 年 GDP 增速同比分别为 2.9%/5.2%/0.6%/5.0%/1.5%/4.0%，除产能较小的南非和马拉维以外，其余高于非洲 GDP 整体 2.6%的增长水平，经济发展动能相对更强。供给端看产能冲击或相对较弱，高盈利持续性仍存。

风险提示：海外水泥市场竞争加剧、国际化经营存在风险、国内基建、地产需求回落超预期，拖累水泥供需格局修复等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,470.38	33,757.09	34,780.90	40,236.72	42,417.78
增长率(%)	(6.14)	10.79	3.03	15.69	5.42
EBITDA(百万元)	7,063.77	8,507.56	7,569.78	9,256.23	9,878.27
归属母公司净利润(百万元)	2,698.87	2,762.12	1,831.60	2,880.75	3,148.78
增长率(%)	(49.68)	2.34	(33.69)	57.28	9.30
EPS(元/股)	1.30	1.33	0.88	1.39	1.51
市盈率(P/E)	9.19	8.98	13.54	8.61	7.88
市净率(P/B)	0.90	0.86	0.83	0.78	0.74
市销率(P/S)	0.81	0.73	0.71	0.62	0.58
EV/EBITDA	5.65	4.63	4.61	3.54	3.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.07 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,344.28
流通 A 股股本(百万股)	1,344.28
A 股总市值(百万元)	16,225.41
流通 A 股市值(百万元)	16,225.41
每股净资产(元)	13.91
资产负债率(%)	51.52
一年内最高/最低(元)	16.09/9.91

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
林晓龙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华新水泥-季报点评:短期盈利压力仍在释放，看好公司海外+非水泥业务发展》2024-10-28
- 《华新水泥-半年报点评:国内水泥仍有承压，骨料、海外业绩持续增长》2024-09-02
- 《华新水泥-季报点评:Q1 骨料、海外水泥贡献增量，费用增加拖累利润》2024-04-30

1. 海外业务持续扩张，盈利能力更优

外资+国资共同持股，海外业务已覆盖 16 个国家。华新水泥作为外资+国资共同持股的水泥企业，凭借其较强的股东背景，不断扩张收购。2007 年公司完成股权分置改革和 A 股定向增发，豪瑞集团由公司第二大股东成为第一大股东，目前豪瑞持有公司 21.7% 股份。2011 年公司开始实施“走出去”战略，是国内大型水泥企业当中第一家在海外投资建厂的企业。2013 年华新亚湾公司年产 120 万吨水泥生产线在塔吉克斯坦亚湾市建成投产，截至 24 年年中海外业务已覆盖 16 个国家。公司海外产能主要布局在中亚、东南亚、中东、非洲等地，据水泥网，当前公司已投产海外年产能达 1486 万吨，仅次于台泥和海螺，位列第三，公司曾表示“十四五”期间将深化实施海外发展战略，计划未来海外水泥产能扩张至 3000-5000 万吨，成为建材全产业链的跨国集团，海外产能翻两番。当前公司在马拉维、莫桑比克分别有年产 62/93 万吨在建产能，非洲地区未来仍存较大业绩提升空间。

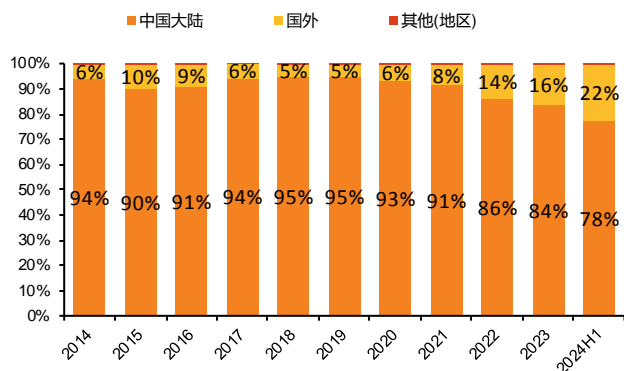
表 1：华新水泥海外布局地区及产能

区域	国家	年产能（万吨）	产能占比
投产			
中亚	塔吉克斯坦	186	13%
中亚	乌兹别克斯坦	124	8%
中亚	吉尔吉斯斯坦	77.5	5%
东南亚	柬埔寨	105.4	7%
南亚	尼泊尔	93	6%
中东	阿曼	261	18%
亚洲合计		846.9	57%
非洲东部	坦桑尼亚	263.5	18%
非洲中南部	赞比亚	124	8%
非洲南部	南非和莫桑比克	252	17%
非洲合计		639.5	43%
在建			
非洲东南部	马拉维	62	
非洲南部	莫桑比克	93	

资料来源：水泥网、天风证券研究所

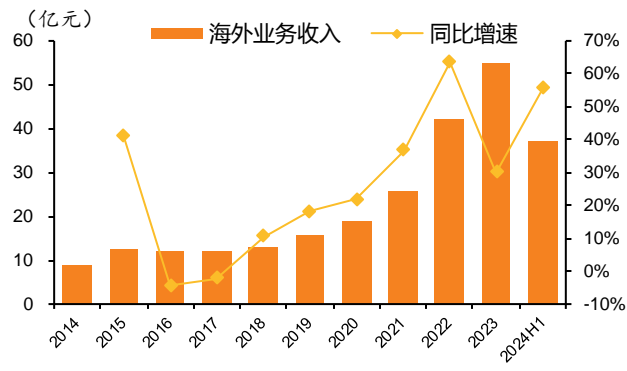
海外收入占比提升至两成，利润端 EBITDA 占比提升至近三成。收入来看，公司 14-21 年海外收入整体占比维持在 5-10%，近年来占比份额持续提升，由 22 年的 14% 提升至 24H1 的 22%。24 年上半年公司海外收入实现 37 亿元，同比大幅提升 55.5%（vs 国内收入增速同比-4.2%），海外收入仍保持较快增长趋势。从利润情况来看，23 年公司海外业务 EBITDA 约 19.34 亿元，同比+38%，占比达 24%，截止 24H1 海外 EBITDA 约 9.12 亿元，占比提升至 28%，进一步成为公司主要利润增长极。公司海外 EBITDA 利润率相较于国内始终高出 10 个百分点上下，截止 24H1 海外/国内 EBITDA 利润率分别为 24.7%/18.5%，海外盈利能力始终较优。

图 1：公司按地区收入占比



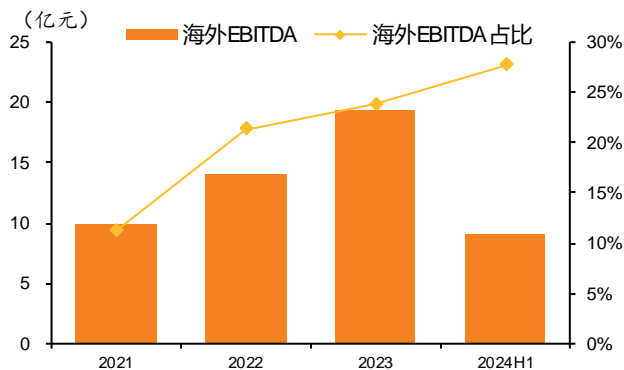
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：海外业务收入增速及同比增速



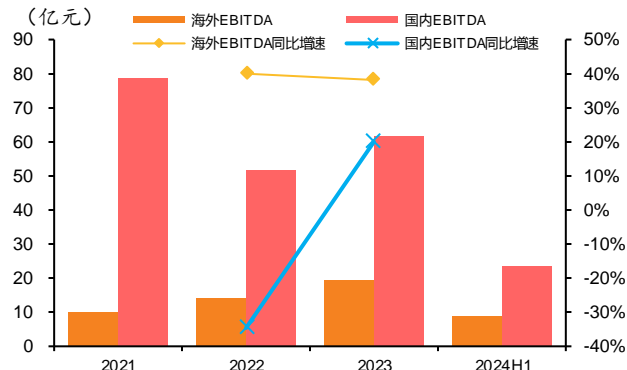
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 3：海外 EBITDA 及占比



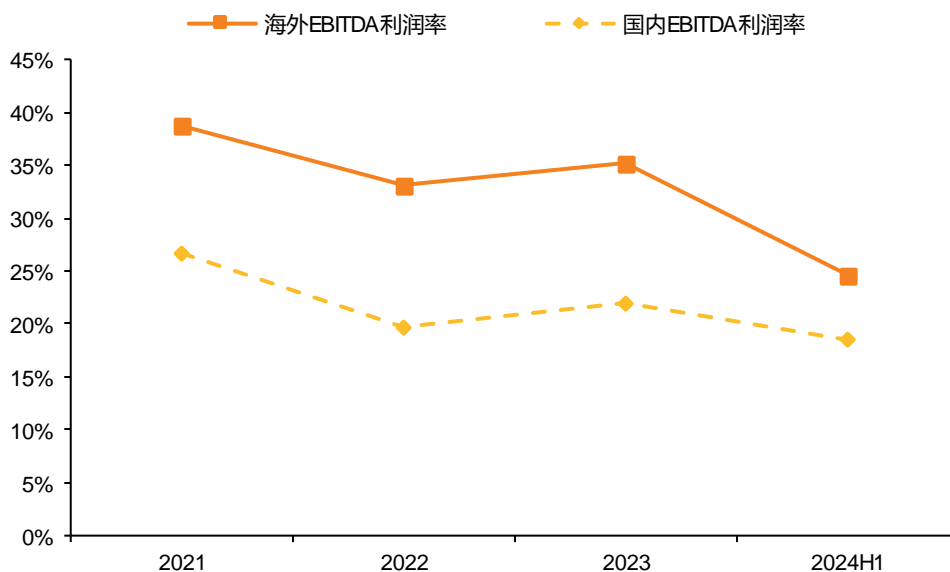
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 4：海外及国内 EBITDA 及同比增速



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 5：海外及国内 EBITDA 利润率



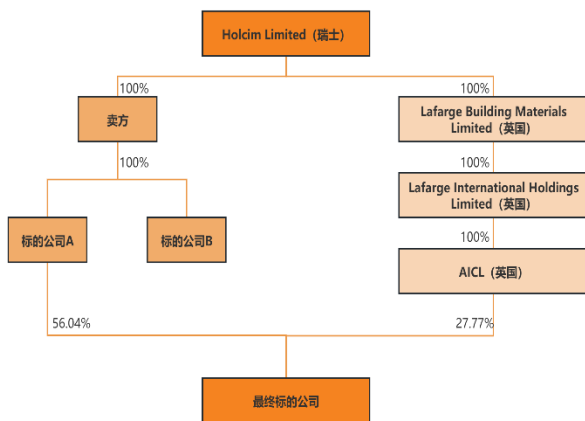
资料来源：公司年报、天风证券研究所

2. 密集布局海外产能，利润有望迈上新台阶

23 年公司收购阿曼、南非及莫桑比克龙头公司，拓展中东和非洲市场，24H1 启动马拉维 2000T/D 水泥熟料生产线项目，24 年底公司海外新点火&收购步伐再加快。

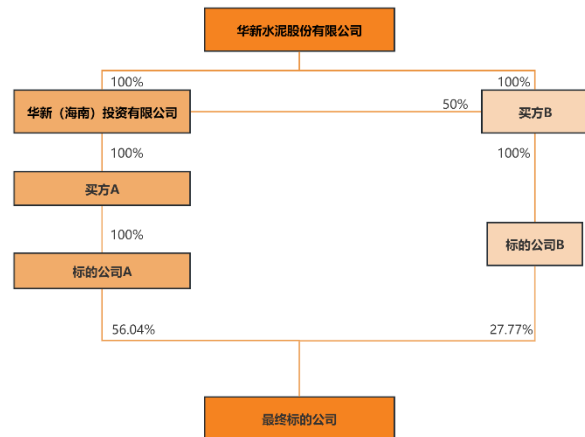
- **24 年 11 月 29 日莫桑比克 3000T/D 熟料生产线点火：**华新莫桑比克水泥公司北部纳卡拉工厂 3000T/D 熟料生产线点火试生产，对应熟料年产能 93 万吨。此外，贝拉地区 3000T/D 窑线项目，计划于 2025 年底投产。华新于 23 年 12 月正式接管莫桑比克水泥公司，该公司拥有 5 家水泥工厂。华新水泥在莫桑份额将逐步扩大。参考西部水泥，莫桑比克水泥售价约为 600-700 元人民币/吨，吨净利约在 200 元人民币/吨附近，**我们预计此次新投产产线贡献约 2 亿元利润。**
- **24 年 12 月 1 日公告斥资 8.38 亿美元收购尼日利亚资产：**公司公告拟斥资 8.38 亿美元，收购豪瑞旗下尼日利亚水泥资产，将持有最终标的公司 83.81% 股份。其中买方 A、买方 B（全资子公司海南华新泛非投资、全资子公司华新香港国际控股）分别以 5.6 亿美元、2.78 亿美元收购 Caricement、Davis Peak（AICL 持有的 27.77% 股权转入）100% 股权。标的公司（Lafarge Africa）当前（2025/1/22）PE/PB 分别为 16x/2.43x、EV/EBITDA 为 5.2x，华新水泥以 7 倍 EV/EBITDA 比率和 23 年 EBITDA 1.51 亿美元计算，预估企业价值为 10.57 亿美元，华新水泥在完成标的公司股权交割之后，须对最终标的公司余下 16.19% 的公众股权进行强制要约收购。尼日利亚是非洲第一人口大国，非洲第一大经济体，水泥集中度高，年产量 4 千多万吨，当前人均水泥年消费量仅约 140kg，发展潜力大。华新收购最终标的公司在尼日利亚核心市场布局了四家大型水泥工厂，持有优质的石灰石资源，水泥产能 1060 万吨/年。标的公司 23 年净利润为 5697 万美元，假设产能利用率约 50%，测算吨售价/吨净利约 85/11 美元，对应人民币约 619/78 元，未来产能利用率仍有提升空间，**测算华新水泥权益净利润约为 3.5-6.9 亿元。**

图 6：收购前标的公司及最终标的公司股权结构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：收购后标的公司及最终标的公司股权结构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

- **24 年 12 月 16 日公告斥资 1.866 亿美元收购巴西骨料厂：**标的资产包括 ITATUBA（A 公司）100% 股权+EMBU（B 公司）40% 股权，B 公司另 60% 股份由 A 持有，测算收购价对应 12XPE, 2.7XPB。巴西是拉美区域最大的经济体，国土面积居世界第五位，人口数量 2.13 亿，建材需求仍处增长阶段，23 年巴西砂石骨料产量同比+3% 达 6.59 亿吨，24M1-9 巴西水泥销量同比+4%。标的 B 公司在巴西核心经济区拥有四座骨料工厂，总产能共计 880 万吨/年（23 年实际产量 620 万吨，税后利润 1713 万美元），区位优势明显，资源储量丰富。收购完成后华新将全资控股 A 和 B 公司，实现中国水泥企业首次进入巴西建材市场的里程

碑，预计利润贡献约 1500 万美元（折合人民币约 1 亿元）。

表 2：华新水泥海外扩张情况

地区	产线规模/收购	年产能（万 收购/投产时间 吨）	
柬埔寨	完成对柬埔寨 CCC 公司的注资，收购卓雷丁水泥厂有限公司 68%股权并扩建	99	14 年收购
塔吉克斯坦	3000T/D 新型干法熟料水泥生产线项目	93	11 年 9 月开工，13 年 8 月投产
	索格特 3000 吨/日水泥熟料生产线项目	93	16 年 3 月 23 日投产
吉尔吉斯斯坦	完成吉尔吉斯南方水泥有限公司 100%股权的收购	78	2019 年收购
乌兹别克斯坦	吉扎克 4000 吨/日水泥熟料生产线项目	124	20 年 6 月 28 日投产
坦桑尼亚	收购马文尼水泥公司 100%股权	124	20 年收购
	马文尼二期 4000 吨/日水泥熟料生产线项目	124	22 年 7 月开工建设，24 年 1 月 14 日投产
赞比亚	收购拉豪赞比亚 75%股权	161	21 年收购
尼泊尔	纳拉亚尼有限公司 3000 吨/日水泥熟料干法生产线	93	22 年年初投产
阿曼	收购 Oman Cement Company SAOG 59.58%股权	261	23 年 4 月收购
南非及莫桑比克	收购 Natal Portland Cement Company(Pty) Ltd.100%股权	510	23 年 12 月收购
	Dondo 工厂 3000 吨/日水泥熟料生产线项目	78	24 年 9 月启动，计划 25 年底投产
马拉维	2000T/D 水泥熟料生产线项目	52	24 年上半年启动
尼日利亚	收购 Lafarge Africa Plc83.81%股权	1060	24 年 12 月拟收购

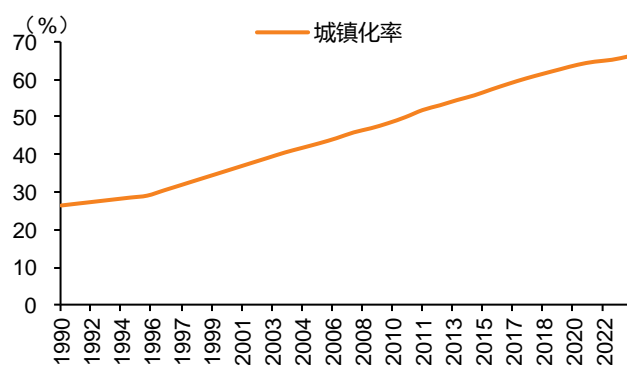
资料来源：华新水泥公司公告、水泥网、上海证券报、数字水泥网等，天风证券研究所

注：标红为进行项目收购，其余为在海外建厂

3. 海外需求仍具增长动能，供给相对平稳，盈利持续性仍存

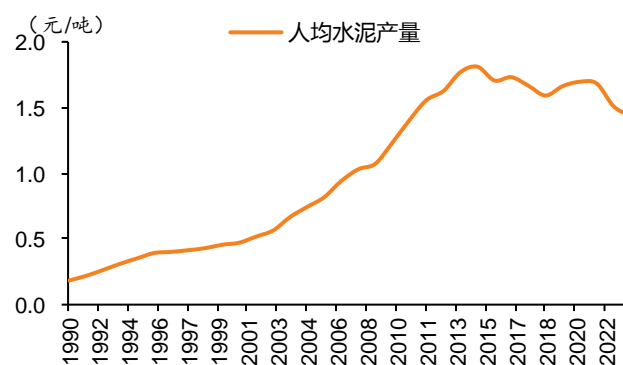
非洲需求增长动能仍强，华新布局国家具优势。公司未来重点海外建设方向主要聚焦于非洲地区，我们通过对国内情况来判断其盈利空间和持续性。23年非洲城镇化率约43%，相当于我国20年之前水平，从人均水泥产量来看，二十一世纪初我国人均水泥产量约0.5吨，而当前非洲水泥需求预计约3-4亿吨，对应人均产量不足0.3吨，基本相当于我国30年之前水平。随着非洲城镇化建设带来基础设施、房地产产业发展，水泥需求增长空间仍然较大。公司目前产能主要布局在尼日利亚/塔桑尼亚/南非/莫桑比克/马拉维/赞比亚，23年GDP增速同比分别为2.9%/5.2%/0.6%/5.0%/1.5%/4.0%，除南非和马拉维以外，其余高于非洲GDP整体2.6%的增长水平，经济发展动能相对更强，且尼日利亚、坦桑尼亚为非洲人口大国，中长期来看，能为非洲地区水泥需求提供支撑。

图 8：我国城镇化率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：我国人均水泥产量



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 3：非洲部分国家人口数、人口增长率及 GDP 增速

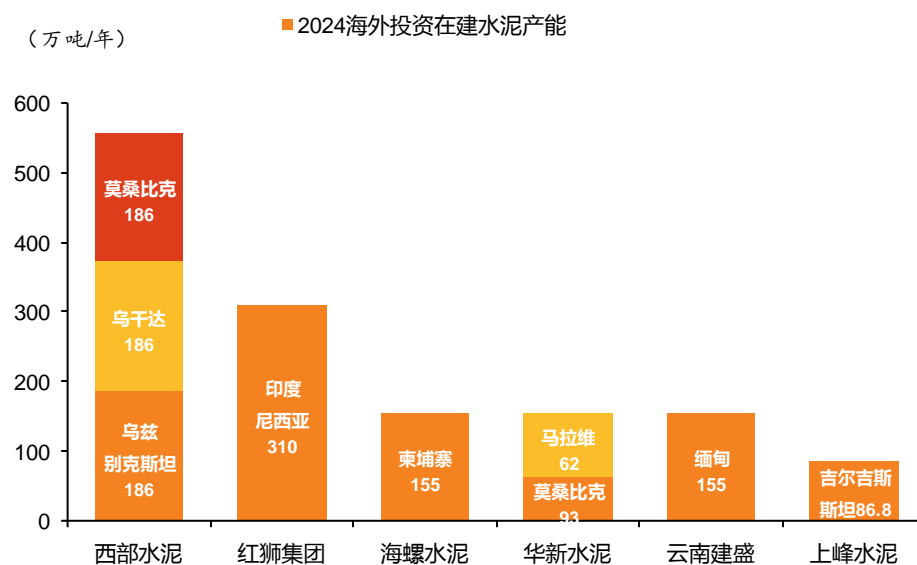
国家	人口数 (千人)	人口增长率	GDP 同比增速
尼日利亚	223805	3.79%	2.9%
埃塞俄比亚	126527	4.68%	6.5%
埃及	112717	1.85%	3.8%
刚果(金)	102263	4.52%	8.6%
坦桑尼亚	67438	4.88%	5.2%
南非	60414	1.57%	0.6%
肯尼亚	55101	3.74%	5.4%
乌干达	48582	5.09%	5.2%
苏丹	48109	3.67%	-12.0%
阿尔及利亚	45606	2.22%	4.1%
摩洛哥	37840	1.82%	3.2%
安哥拉	36684	3.92%	0.9%
加纳	34122	2.97%	2.9%
莫桑比克	33897	4.25%	5.0%
马达加斯加	30326	4.06%	4.0%
科特迪瓦	28873	3.42%	6.5%
喀麦隆	28647	3.58%	4.0%
尼日尔	27203	4.67%	2.5%

布基纳法索	23251	4.51%	3.0%
马里	23294	4.69%	5.2%
马拉维	21104	4.23%	1.5%
赞比亚	20724	4.04%	4.0%

资料来源: Wind、天风证券研究所

供给端看，中资企业冲击相对较弱。供给端来看，截止 2020 年底，非洲水泥产能为 386.1 百万吨/年，前 10 家公司合计产能为 202.2 百万吨/年，CR10 达 52.4%。近年来中资企业扩产节奏较快，当前来看，华新水泥有布局的国家中，仅西部水泥在莫桑比克有年产 186 万吨的产能扩张计划，其余地区中资企业暂无扩张计划，预计供给冲击影响较弱。

图 10：2024 年水泥企业海外投资投产排行榜



资料来源: 水泥网、天风证券研究所

4. 盈利预测

24 年前三季度净利润 11 亿元，25 年业绩弹性更优。截至 24Q3 末，华新已在塔吉克斯坦、坦桑尼亚等 12 个国家布局，海外水泥熟料产能为 1544 万吨/年，水泥粉磨能力为 2254 万吨/年，前三季度海外水泥熟料销量同比+41%达 1205 万吨，海外净利润同比+32%达 8.47 亿元，总计净利润 11 亿元，预计全年净利润 18 亿元。25 年来看，国内盈利有望继续触底反弹，海外已有项目盈利空间仍存，新收购资产有望贡献 7~10 个亿利润。公司当前估值 12xPE，股息率约 4.4%，若未来海外业绩如期释放，弹性空间可期。预计公司 24-26 年归母净利润为 18.3/28.8/31.5 亿元（前值：18.3/20.9/24.4 亿元），维持“买入”评级。

5. 风险提示

海外水泥市场竞争加剧：目前海外水泥企业数量稳定，供给维持在合理区间，若未来更多企业进入非洲市场，出现激烈竞争，打破现有格局，将会影响价格端的高位企稳现状。

国际化经营存在风险：当前国际形势错综复杂，非洲政治冲突风险较大，国家间宗教、文化、法律等存在明显差异，叠加汇率波动的风险，或对公司的稳定经营产生一定冲击。

国内基建、地产需求回落超预期，拖累水泥供需格局修复：水泥下游需求主要受地产和基建影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，若后续因天气、政策等原因导致基建、地产开复工持续性不及预期，可能导致国内水泥供需格局修复不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,038.34	5,849.47	3,190.80	5,803.28	7,045.45
应收票据及应收账款	1,928.59	2,534.57	1,494.36	3,496.03	1,764.86
预付账款	353.87	417.88	431.64	500.89	483.04
存货	3,405.12	3,462.94	4,197.92	3,454.05	5,344.08
其他	1,724.37	2,954.73	1,803.40	2,642.28	2,172.32
流动资产合计	14,450.30	15,219.59	11,118.12	15,896.54	16,809.75
长期股权投资	438.89	512.86	512.86	512.86	512.86
固定资产	22,720.80	27,752.37	26,606.77	25,401.16	24,135.55
在建工程	6,575.47	3,614.81	6,114.81	8,614.81	11,114.81
无形资产	15,228.18	16,027.17	14,657.20	13,287.23	11,917.26
其他	4,828.04	5,673.46	4,629.79	4,924.49	4,816.75
非流动资产合计	49,791.38	53,580.68	52,521.44	52,740.56	52,497.24
资产总计	64,241.68	68,800.27	63,639.55	68,637.10	69,306.99
短期借款	593.42	644.33	600.00	400.00	200.00
应付票据及应付账款	9,095.51	8,762.47	9,955.69	11,643.30	10,764.20
其他	6,254.35	8,810.39	7,138.98	8,283.56	8,536.64
流动负债合计	15,943.27	18,217.20	17,694.67	20,326.85	19,500.84
长期借款	7,282.09	8,623.02	4,000.00	3,600.00	3,300.00
应付债券	4,426.29	3,964.48	3,906.21	4,098.99	3,989.89
其他	5,070.24	3,983.67	3,700.79	4,251.57	3,978.68
非流动负债合计	16,778.61	16,571.17	11,607.00	11,950.56	11,268.57
负债合计	33,403.50	35,505.39	29,301.67	32,277.41	30,769.41
少数股东权益	3,391.88	4,361.93	4,495.51	4,729.31	4,994.46
股本	2,096.60	2,079.00	2,079.00	2,079.00	2,079.00
资本公积	1,975.89	1,586.01	1,586.01	1,586.01	1,586.01
留存收益	24,121.48	25,815.17	26,914.13	28,642.59	30,531.85
其他	(747.66)	(547.23)	(736.77)	(677.22)	(653.74)
股东权益合计	30,838.18	33,294.88	34,337.88	36,359.69	38,537.58
负债和股东权益总计	64,241.68	68,800.27	63,639.55	68,637.10	69,306.99

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,023.55	3,218.10	1,831.60	2,880.75	3,148.78
折旧摊销	2,545.29	3,534.38	3,715.58	3,775.58	3,835.58
财务费用	412.20	768.05	742.88	777.05	890.16
投资损失	(17.14)	(59.29)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(772.94)	(3,675.50)	3,608.76	(46.62)	(683.01)
其它	(623.26)	2,449.81	222.64	389.69	441.93
经营活动现金流	4,567.69	6,235.56	10,096.46	7,751.44	7,608.44
资本支出	10,945.24	7,595.41	3,982.88	3,149.22	3,972.89
长期投资	(84.73)	73.98	0.00	0.00	0.00
其他	#####	#####	(7,657.91)	(6,824.25)	(7,647.92)
投资活动现金流	(8,383.34)	(6,453.90)	(3,675.03)	(3,675.03)	(3,675.03)
债权融资	6,003.97	2,525.37	(8,068.88)	(215.30)	(1,278.44)
股权融资	(955.95)	(1,308.92)	(1,011.22)	(1,248.63)	(1,412.80)
其他	(3,276.19)	(2,168.21)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,771.84	(951.75)	(9,080.10)	(1,463.93)	(2,691.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,043.81)	(1,170.10)	(2,658.67)	2,612.49	1,242.17

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,470.38	33,757.09	34,780.90	40,236.72	42,417.78
营业成本	22,481.90	24,741.41	26,662.44	29,797.18	31,285.27
营业税金及附加	585.79	744.93	694.65	821.69	746.55
销售费用	1,371.82	1,518.89	1,547.75	1,782.49	1,866.38
管理费用	1,582.54	1,819.31	1,860.78	2,132.55	2,248.14
研发费用	78.16	301.10	310.23	358.89	378.35
财务费用	458.49	698.52	742.88	777.05	890.16
资产/信用减值损失	(135.39)	(205.87)	(181.89)	(160.81)	(166.32)
公允价值变动收益	18.99	(36.44)	0.01	0.02	0.02
投资净收益	17.14	59.29	25.00	25.00	25.00
其他	(11.63)	(235.55)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	4,022.57	4,351.50	2,805.30	4,431.07	4,861.62
营业外收入	40.70	62.79	42.22	48.57	51.19
营业外支出	75.18	88.04	85.92	83.05	85.67
利润总额	3,988.09	4,326.25	2,761.60	4,396.60	4,827.14
所得税	964.53	1,108.15	707.37	1,126.17	1,236.45
净利润	3,023.55	3,218.10	2,054.23	3,270.43	3,590.69
少数股东损益	324.69	455.98	222.62	389.67	441.91
归属于母公司净利润	2,698.87	2,762.12	1,831.60	2,880.75	3,148.78
每股收益(元)	1.30	1.33	0.88	1.39	1.51

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-6.14%	10.79%	3.03%	15.69%	5.42%
营业利润	-45.96%	8.18%	-35.53%	57.95%	9.72%
归属于母公司净利润	-49.68%	2.34%	-33.69%	57.28%	9.30%
获利能力					
毛利率	26.22%	26.71%	23.34%	25.95%	26.24%
净利率	8.86%	8.18%	5.27%	7.16%	7.42%
ROE	9.83%	9.55%	6.14%	9.11%	9.39%
ROIC	12.24%	10.35%	6.21%	9.71%	10.81%
偿债能力					
资产负债率	52.00%	51.61%	46.04%	47.03%	44.40%
净负债率	31.42%	42.36%	27.48%	20.31%	14.93%
流动比率	0.87	0.80	0.63	0.78	0.86
速动比率	0.66	0.62	0.39	0.61	0.59
营运能力					
应收账款周转率	20.11	15.13	17.27	16.13	16.13
存货周转率	8.77	9.83	9.08	10.52	9.64
总资产周转率	0.52	0.51	0.53	0.61	0.61
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.33	0.88	1.39	1.51
每股经营现金流	2.20	3.00	4.86	3.73	3.66
每股净资产	13.20	13.92	14.35	15.21	16.13
估值比率					
市盈率	9.19	8.98	13.54	8.61	7.88
市净率	0.90	0.86	0.83	0.78	0.74
EV/EBITDA	5.65	4.63	4.61	3.54	3.19
EV/EBIT	8.68	7.74	9.05	5.98	5.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com