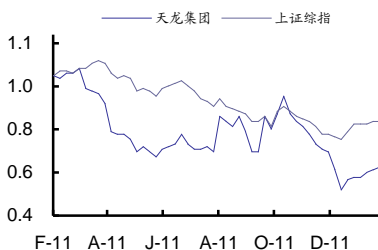


**证券研究报告—动态报告**
**基础化工**
**化学制品**
**天龙集团(300063)**
**谨慎推荐**

合理估值: 20.80 元 昨收盘: 16.68 元 (首次评级)

2012年02月24日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	67/18
总市值/流通(百万元)	1,118/307
上证综指/深圳成指	2,404/9,863
12个月最高/最低(元)	26.18/13.70

**相关研究报告:**
**证券分析师: 刘旭明**

 电话: 010-66025272  
 E-MAIL: liuxum@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070001

**联系人: 罗洋**

 电话: 0755-82150633  
 E-MAIL: luoyang@guosen.com.cn

**证券分析师: 张栋梁**

 电话: 0755-82130532  
 E-MAIL: zhangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120013

**证券分析师: 吴琳琳**

 电话: 0755-82130833-1867  
 E-MAIL: wulinl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120067

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**公司分析**

# 成本见顶, 业绩拐点到来

## 环保推动, 需求持续增长

**● 原料价格见顶回落, 公司业绩见底回升**

近期松香、苯乙烯、丙烯酸等主要原料价格不同程度回落, 颜料、助剂等其他原料价格相对稳定, 公司成本压力大大缓解。全球经济放缓, 我们认为今年大宗商品价格整体将低于去年。与成本大幅波动不同, 油墨产品需求稳定, 议价能力强, 具体表现为产品价格稳定, 因此业绩弹性大。以目前主要原料价格测算, 2012年水性油墨毛利率有望提高5个百分点以上, 恢复至30%以上。

**● 环保趋严, 环保油墨下游需求增长**

水性油墨相比胶印、溶剂油墨是低VOC环保产品, 终端主要应用于食品包装行业。近年来公众环保意识显著加强, 特别是近期PM2.5受到普遍关注, 将促进污染源油墨行业产品的替代升级。水性油墨主要通过柔印方式使用, 在欧美成熟市场柔印比重高达32%, 而国内仅为9%, 替代胶印、凹印空间还很大。食品行业为典型消费类行业, 具有需求稳定, 增长快的特征, 平均增速在25%以上, 因此柔印和水性油墨有望长期保持15%以上稳定增速。

**● 公司在细分领域具有客户、规模、技术、资金多重优势**

公司专注于中高端客户, 18年来积累了稳定客户资源, 水性油墨行业对销售服务能力要求尤其高, 公司营销网络布局及销售服务团队建设行业领先, 打造坚实客户壁垒。公司为国内最大水性油墨生产企业, 募投项目投产后规模将大幅提升, 研发投入持续增加, 收购松香生产线实现产业链延伸, 超募资金为公司节约财务费用, 充实营运资金, 以后期间费用率将逐步下降。

**● 风险提示**

伊朗局势存重大不确定性, 原油价格波动大, 如果原材料价格反弹对盈利能力影响大; 环保政策推出时机不确定。

**● 成本下降, 环保推动增长, 给予“谨慎推荐”评级**

近看成本下降带动毛利率回升, 业绩拐点到来, 向上弹性大; 远看环保推动水性油墨普及, 下游食品包装需求稳定快速增长。公司在细分领域具有客户、规模、技术、资金等多重优势, 随新增营销网络、产能、研发中心投入使用, 向松香上游产业延伸, 实力进一步提升。我们预测公司11-13年EPS分别为0.30/0.52/0.74元, 如果环保政策推出时间、力度超预期, 公司业绩将在此基础上大幅增长, 对应12年40倍PE, 目标价20.80元, 首次给予“谨慎推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	234	269	341	397	476
(+/-%)	10.6%	14.7%	26.8%	16.3%	20.0%
净利润(百万元)	36	26	20	35	49
(+/-%)	22.5%	-29.5%	-21.8%	72.6%	41.9%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.38	0.30	0.52	0.74
EBIT Margin	0.2%	0.1%	7.1%	11.3%	14.2%
净资产收益率(ROE)	25.1%	4.0%	3.1%	5.1%	6.9%
市盈率(PE)	49.1	43.46	54.2	31.4	22.1
EV/EBITDA	1.54	1.29	38.01	22.62	16.08
市净率(PB)	2.82	1.75	1.67	1.61	1.53

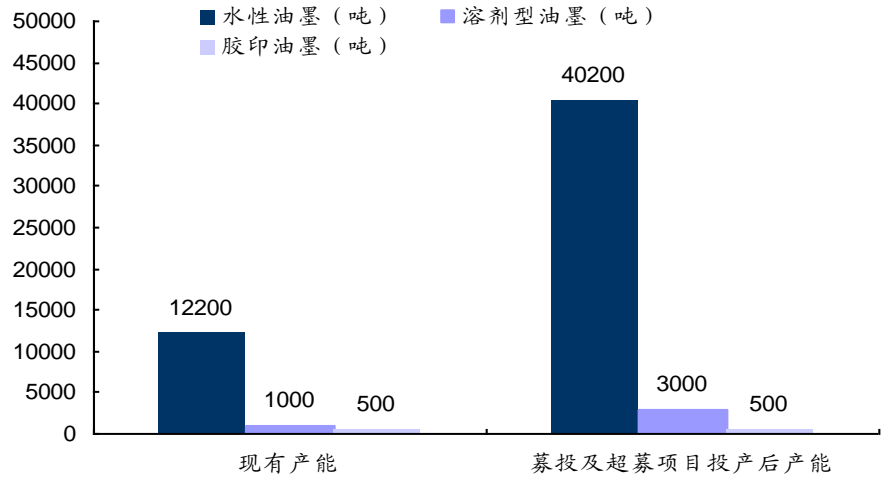
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 水性油墨规模全国第一

天龙集团是国内最大的水性油墨生产企业，水性油墨是目前最环保的油墨产品，下游为包装印刷行业。公司现有水性油墨产能 12200 吨，溶剂型油墨产能 1000 吨，胶印油墨产能 500 吨，随着募投及超募项目水性油墨 2.8 万吨，溶剂型油墨 2000 吨陆续投产，生产能力将大幅提升至 4.3 万吨（届时部分现有产能将根据市场情况逐步淘汰）。

图 1：新建项目投产前后产能对比



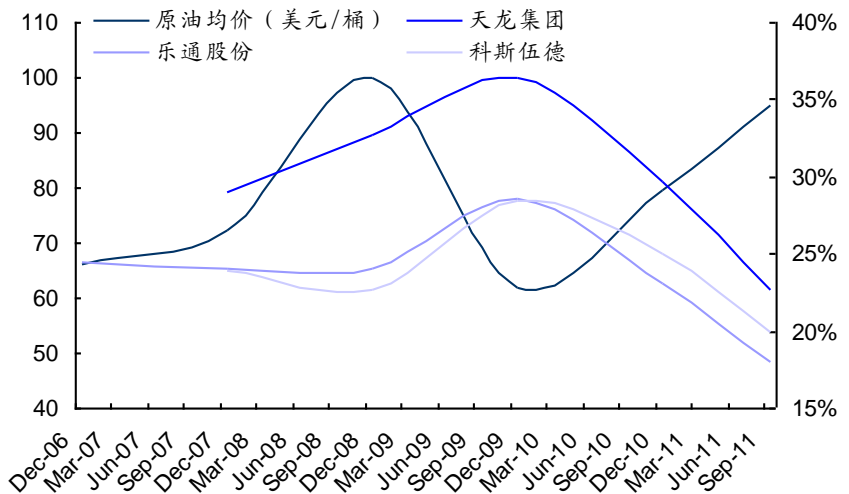
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

## 原料价格见顶回落，公司业绩见底回升

水性油墨原料占生产成本 90% 以上，主要包括颜料（26%）、树脂连接料（41%）、助剂（7%）等。其中树脂连接料成分主要包括松香、丙烯酸、苯乙烯等，颜料成分包括钛白粉等，原料价格波动对公司盈利能力影响大。

油墨产品种类多，使用技巧较复杂，注重个性化服务，营销网络建设需投入大量人力物力，客户从试用到批量采购认证周期长，形成较高的客户壁垒，因而同质化竞争程度较低。而且油墨在下游印刷成本中占比很低（不到 1%），因此油墨企业议价能力较强，产品价格相对平稳，行业盈利受包装印刷行业周期性波动影响相对较小。从历史上看，毛利率波动更多受制于上游原料价格波动。

图 2：油墨行业毛利率与原油价格波动负相关



资料来源：公司资料，bloomberg，国信证券经济研究所整理

2011 年主要受地缘政治、流动性宽松等因素影响，导致原油价格及其他大宗原材料价格纷纷上涨，到 2012 年上述因素多消除或缓解，在全球需求放缓的大背景下，预计 2012 年原油及其他大宗商品均价将低于 2011 年，油墨行业盈利能力有望增强。

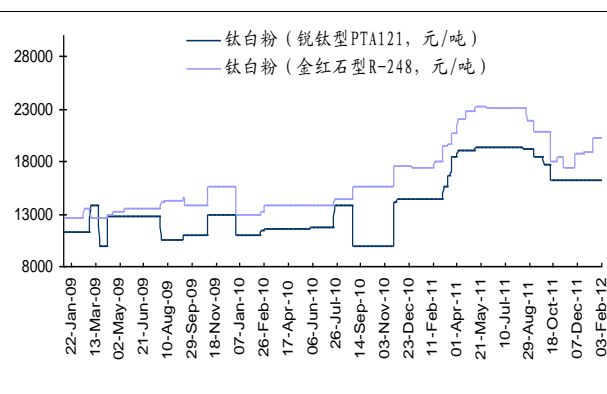
根据我们测算，松香、苯乙烯、丙烯酸价格每下跌 10%，在产品价格不变的前提下，水性油墨毛利率将分别提升 0.7%、0.8%和 1.0%。近期松香、苯乙烯、丙烯酸价格已经分别较 2011 年均价下跌 13%、3%和 38%，颜料及助剂等其他原料价格相对稳定。如果 2012 年全年维持目前水平，水性油墨毛利率将较 2011 年提升 5%，有望恢复到 30%以上毛利率。

表 1: 原料价格波动对水性油墨毛利率影响

原料	变化幅度	对水性油墨毛利率影响
松香	-10%	0.7%
苯乙烯	-10%	0.8%
丙烯酸系列	-10%	1.0%

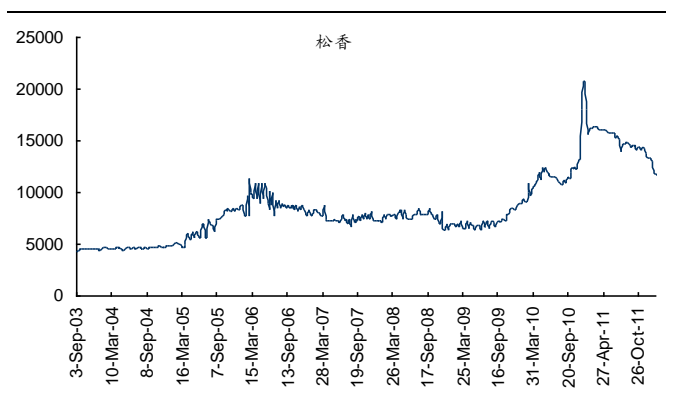
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 3: 钛白粉价格走势



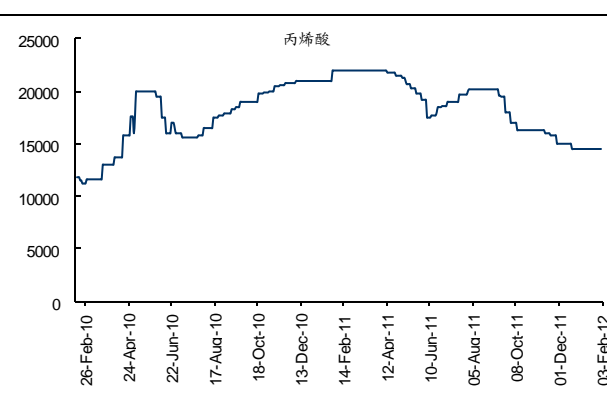
资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 4: 松香价格走势



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 丙烯酸价格走势



资料来源：隆众资讯、国信证券经济研究所整理

图 6: 苯乙烯价格走势



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 环保推动，水性油墨需求持续增长

环保标准趋严，环保油墨推广为大势所趋

印刷方式可分为胶印、凹印、柔印等，不同印刷方式需对应使用专用油墨。如胶印使用胶印油墨，凹印使用溶剂型油墨，而柔印基本使用水性油墨。其中胶印油墨和溶剂型油墨中均含有有机挥发性物质(VOC)，对环境、客户及生产人员构成危害，只有柔印用水性油墨是最环保的产品。

油墨行业历经多年发展，环保要求在不断提高，从第一代环保产品对重金属含量的限制，到第二代对芳香烃含量的限制，现在发展到第三代对 VOC 含量的限制，表明人们对环境友好和健康的不懈追求。环保水性油墨的快速发展正是顺应历史潮流的体现。

**表 2: 环保油墨的发展过程**

环保油墨世代	产品
第一代	重金属含量达标（芳香烃溶剂、矿物油）
第二代	不含芳香烃（醇、酯、酮、醚，不含芳香烃的矿物油和植物油）
第三代	低 VOC（水性油墨、UV 油墨、大豆油墨）

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

在发达国家，限制 VOC 污染的环保标准和法规体系已经非常完善，环保油墨及柔印技术水平发展成熟，因此水性油墨的普及程度很高。

**表 3: 欧美关于限制 VOC 的政策法规**

	时间	标准和法规	内容
美国	1966	“66 法规”	限制涂料中溶剂容量
	1990	清洁空气法修正案	VOC 排放量在 1990 年基数上每年减少 3%
欧盟	2001	斯德哥尔摩公约	对持久性有机污染物排放做出限制
	2002	限制涂料溶剂排放法令	到 2010 年削减 VOC 排放量至 2002 年 50%
	2004	蒙特利尔议定书	对破坏臭氧层的氟氯碳化合物的生产和消费做出限制
	2007	REACH 法规	对进入欧盟的化学品进行注册、评估、许可或限制
日本	2004	大气污染法修正案	在 2010 年使 VOC 排放量比 2000 年减少 30%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

近年来国内公众环保意识显著加强，特别是近期空气质量指标 PM2.5 受到普遍关注，引起政府重视，相关治理措施有望陆续出台。PM2.5 主要由 VOC 转化而来，而 VOC 污染来源于涂料、油墨行业中的溶剂使用，水性油墨因为使用水作为溶剂，基本可以解决 VOC 污染问题。目前在食品等安全要求较高的领域水性油墨已经逐渐推广，并有望随着新的《环境空气质量标准》的推出拓展到更多应用领域。

**表 4: 国内关于水性油墨的标准和法规**

时间	标准和法规	发布单位	内容
2006-09-14	国家标准 柔性版水性油墨	中华人民共和国国家发展和改革委员会	对油墨技术指标、金属元素含量做出规定，规范检测方法
2007-11-02	环境标志产品技术要求 凹印油墨和柔印油墨	国家环境保护总局	禁用或限量油墨中对人体有危害的物质
2008-05-27	卷烟条与盒包装纸中有机化合物的限量	国家烟草专卖局	限量油墨中对人体危害较大的五大类 16 种挥发性有机化合物
2009-06-01	食品安全法	全国人大常委会	规定食品包装材料应当无毒、清洁，禁止经营被包装材料、容器、运输工具等污染的食品
2010-10-22	印刷行业挥发性有机化合物排放标准	广东省环境保护厅 广东省质量技术监督局	限量油墨中对人体有危害的挥发性有机化合物及限制油墨企业排放有害物质
2011-12-15	环保十二五规划	国务院	加强 VOC 控制，开展 PM2.5 监测
2016 年实施	环境空气质量标准	国家环境保护部	对空气中 PM2.5 浓度做出限制

资料来源：公司资料，环保部，国务院，国信证券经济研究所整理

### 柔印方式有诸多优点，比重不断提升

水性油墨主要应用于柔印方式，因此增长空间主要与柔印方式推广相关。柔印方式除环保以外，还具有设备简单、通用性强、使用成本低等诸多优点。

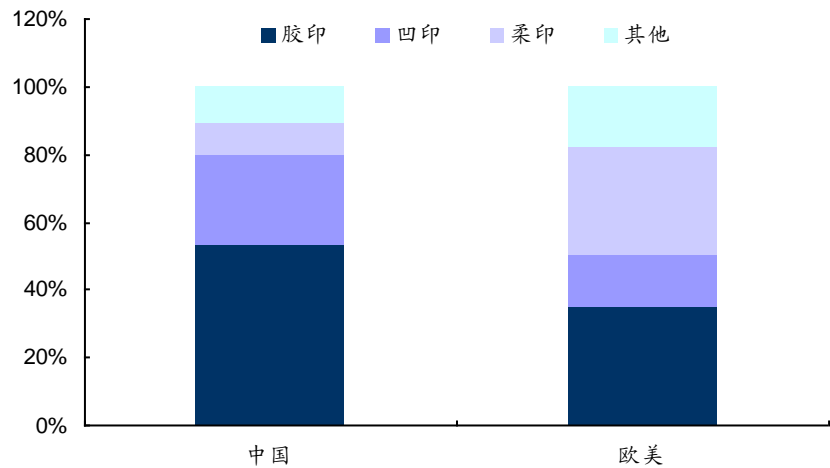
就设备而言，柔版印刷机集印刷、模切、上光等多种工序于一身，多道工序能够一次完成，较其他印刷方式简化了工序，提高了投资回报率，随着技术不断进步，印刷速度和印刷质量也得以提高。随着一些老旧印刷设备到期更换，越来越多的印刷企业倾向于改用柔印方式。

就通用性而言，柔印可承印材料广泛。既可在表面粗糙的纸板上或吸收性强的卫生纸上印刷，也可在光滑的纸面上，甚至还可在表面不吸收的塑料薄膜、金属箔以及各类复合材料上印制精美彩色图文。

就使用成本而言，柔版印刷费用仅为凹印的 10%-20%，耗墨量比凹印少 1/3，节电 40%，废品率仅为 1%-2%，低于凹印和胶印，从而降低了生产成本。

在欧美，柔印所占比重高达 32%，而国内这一比重仅为 9%，理论上还有两倍以上提升空间，根据中国油墨协会统计，柔印行业增速在 15%以上。随着印刷技术的进步，以及国内印刷企业认识的提高，柔印行业有望长期保持较高增速。

图 7：国内外柔印占比比较

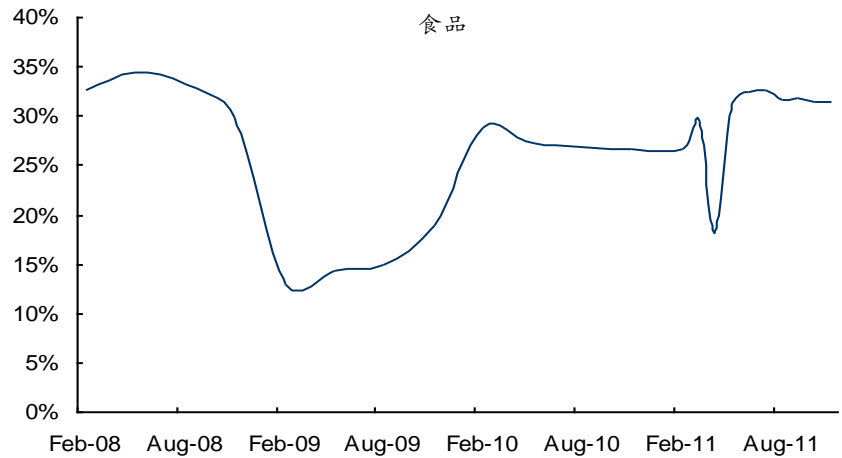


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

### 水性油墨下游食品包装需求稳定增长

印刷行业又可以细分为书报、本册、包装等子行业。不同印刷方式下游主要应用领域也不同，如胶印主要用于书报业，而凹印和柔印主要用于包装行业，其中柔印和水性油墨特别适用于对环保要求最高的食品包装。我国食品行业属于典型消费类行业，具有需求稳定，增长快的特征，销售产值平均增速在 25%以上，相应的带动水性油墨需求稳定增长。

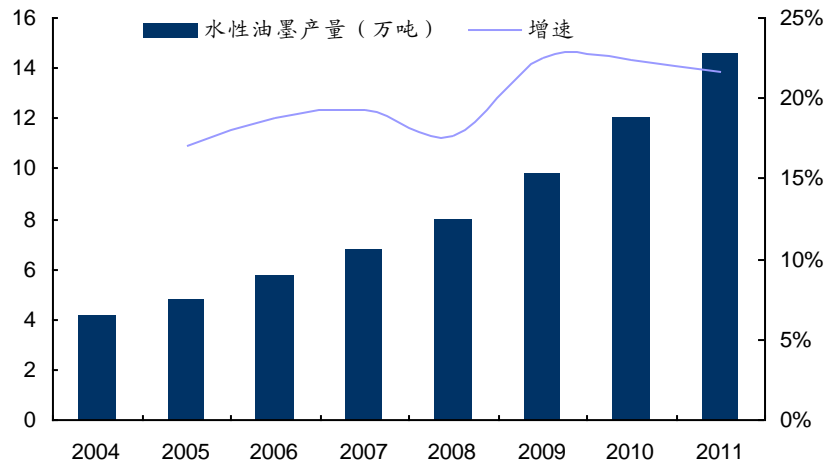
图 8: 食品行业销售产值增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 柔印和水性油墨行业有望长期保持 15%以上稳定增速。

图 9: 水性油墨产量及增速



资料来源: 中国油墨协会, 国信证券经济研究所整理

## 天龙集团在细分行业处于竞争优势地位

### 营销模式创新打造坚实客户壁垒

公司 18 年来专注于中高端市场, 占据中高端市场 60%以上市场份额, 长期积累了稳定的客户资源。

油墨行业具有产品种类多, 个性化服务需求多的特点, 印刷中须根据印刷工艺和印刷品的具体要求进行选择, 以保证油墨性能与印刷作业相匹配。特别是水性油墨需要现场调墨的特点, 客户对销售服务能力的需求特别强烈。公司旨在为下游印刷企业提供专业化的油墨印刷技术解决方案, 率先推行“基地生产+驻厂调墨”的业务模式, 为核心客户提供零距离 24 小时驻厂服务, 驻厂客户实现的销售收入占主营业务收入的比例超过 60%。

无论是营销网络布局还是销售服务团队建设, 公司都处于行业领先地位。通过在全

国布局生产基地和销售公司，珠三角外业务比重持续提升，特别是西南、东北地区正成为公司重要的新增长点，随着新产能的投产，营销网络的优势将转化为销售规模的增长。

表 5: 公司与竞争对手营销模式比较

	生产基地	销售模式	销售分公司	销售人员	销售区域
天龙集团	8	直销	10 个以上	400 以上	全国
乐通股份	2	直销	5	65	东部地区
科斯伍德	1	OEM、经销	无	12	出口、东部地区

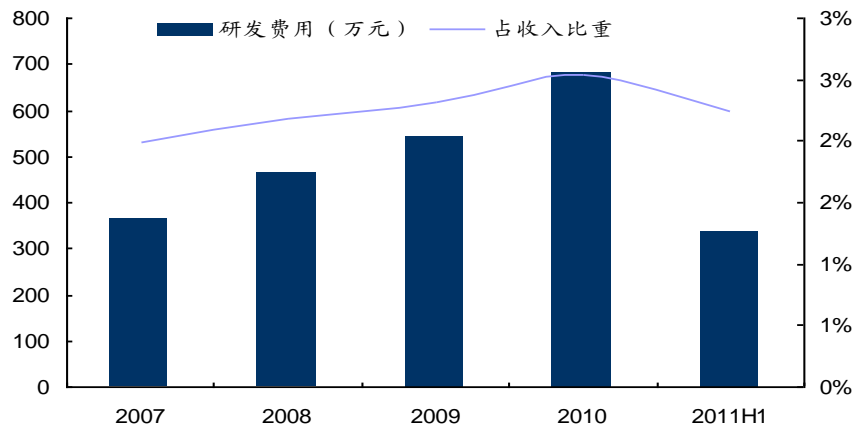
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

### 规模、技术、资金实力国内领先

公司规模、技术在细分领域均处于国内领先地位。公司现有水性油墨产能 12200 吨，溶剂型油墨产能 1000 吨，胶印油墨产能 500 吨，生产规模在水性油墨行业长期位居第一，大幅领先竞争对手，并且随着募投、超募项目共 2.8 万吨水性油墨、2000 吨溶剂油墨陆续投产，规模优势将持续扩大。

公司拥有 2 项发明专利和 3 项水性油墨生产核心技术，在国内处于领先地位。研发投入持续增长，随着募投项目研发中心建设完成，公司研发力量将大幅提升。

图 10: 公司研发投入持续增长



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

公司 IPO 获得近 5 亿资金，资金实力大幅提升，除用于产能扩张、营销网络建设、研发中心建设外，超募资金用于购买松香生产线实现向产业链上游延伸，并充实了公司营运资本，节约了财务费用。剩余募集资金 1.8 亿，可进一步用于投资。

表 6: 募集资金使用情况

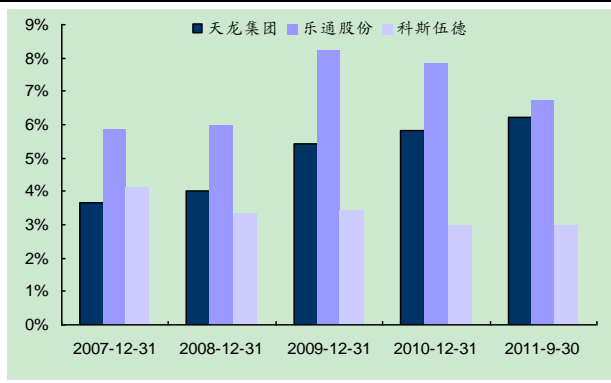
地点	新增产能	资金 万元
成都天龙	水性油墨 4000 吨，其他环保油墨 2000 吨	2500
广东省肇庆市基地	水性油墨 1.8 万吨	5000
沈阳天龙	水性油墨 3000 吨	1500
杭州天龙	水性油墨 3000 吨	1500
收购云南天亿林化	10000 吨松香（副产松节油 2000 吨）	980
收购云南林缘林化	10000 吨松香（副产松节油 2000 吨）、3000 吨松香树脂、1500 吨蒹烯	2000
收购贵州中加树脂	9000 吨松香、9000 吨松香树脂	450
研发中心		2000
销售网络	新增 20 个销售分公司	3000
剩余超募资金		18333

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

### 期间费用还有改善空间

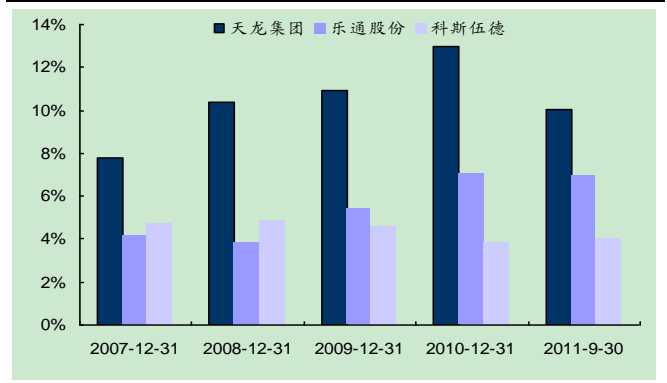
公司前期期间费用率处于较高水平，主要是由于建设渠道、子公司设立、员工规模增长投入较大。目前前期铺垫基本完成，后续费用将比较稳定，随着收入增长，费用率将逐步下降。

图 11: 油墨企业销售费用率比较



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 12: 油墨企业管理费用率比较



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

## 成本下降，环保推动增长，给予“谨慎推荐”评级

全球经济放缓，主要原料价格出现松动，而油墨产品需求相对稳定，对下游议价能力强，有望在成本下跌过程中获益，毛利率恢复 5 个百分点至 30% 以上。长期而言，环保限 VOC 推动水性油墨替代现有产品，水性油墨结合柔印方式对比欧美成熟市场还有两倍以上增长空间，下游食品包装领域需求稳定快速增长，因此行业长期增速有望保持在 15%。天龙集团专注中高端领域，在细分领域具有客户、规模、技术、资金等多重优势，处于行业领先地位，随着新增营销网络、产能、研发中心陆续投入使用，收购松香资产实现产业链延伸，实力将进一步提升。随着前期渠道、子公司设立、人员扩充铺垫完成，后续期间费用将保持稳定，费用率将逐步下降。我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.30/0.52/0.74 元，如果环保政策推出时间、力度超预期，公司业绩将在此基础上大幅增长，对应 12 年 40 倍 PE，目标价 20.80 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

表 7: 分产品预测

水性油墨	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	164.29	179.08	196.94	223.92	279.90	321.89	386.26
营业成本 (百万元)	111.91	116.71	120.05	150.92	207.13	225.32	262.66
毛利额 (百万元)	52.38	62.37	76.89	73.00	72.77	96.57	123.60
毛利率 (%)	31.88%	34.83%	39.04%	32.60%	26.00%	30.00%	32.00%
溶剂油墨	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	17.46	29.38	33.6	40.65	50.81	58.43	67.20
营业成本 (百万元)	16.14	23.65	26.57	35.04	44.72	51.42	59.14
毛利额 (百万元)	1.32	5.73	7.03	5.61	6.10	7.01	8.06
毛利率 (%)	7.56%	19.50%	20.92%	13.80%	12.00%	12.00%	12.00%
胶印油墨	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1.9	3.17	3.83	4.25	4.25	4.25	4.25
营业成本 (百万元)	2.31	1.96	2.52	2.95	2.95	2.95	2.95
毛利额 (百万元)	(0.41)	1.21	1.31	1.30	1.30	1.30	1.30
毛利率 (%)	-21.58%	38.17%	34.20%	30.59%	30.59%	30.59%	30.59%
其他营业收入	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	0.16	0.26	0.02	0.10	6.00	12.00	18.00
营业成本 (百万元)	0.15	0.19	0.01	0.04	5.64	10.08	15.12
毛利额 (百万元)	0.01	0.07	0.01	0.06	0.36	1.92	2.88
毛利率 (%)	6.25%	26.92%	50.00%	60.00%	6.00%	16.00%	16.00%



合计	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	183.81	211.89	234.39	268.92	340.96	396.57	475.71
收入增长率 (%)		15%	11%	15%	27%	16%	20%
成本	130.51	142.51	149.15	188.95	260.43	289.77	339.86
毛利额 (百万元)	53.3	69.38	85.24	79.97	80.53	106.80	135.85
综合毛利率 (%)	29.00%	32.74%	36.37%	29.74%	23.62%	26.93%	28.56%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	432	400	400	400	营业收入	269	341	397	476
应收款项	119	150	175	210	营业成本	189	260	290	340
存货净额	67	93	102	119	营业税金及附加	1	2	2	2
其他流动资产	6	8	10	11	销售费用	16	20	22	24
<b>流动资产合计</b>	<b>624</b>	<b>652</b>	<b>687</b>	<b>741</b>	管理费用	35	35	38	42
固定资产	53	104	155	198	财务费用	(5)	(5)	(1)	2
无形资产及其他	15	14	13	13	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>693</b>	<b>770</b>	<b>857</b>	<b>953</b>	营业利润	32	27	46	66
短期借款及交易性金融负债	0	43	98	146	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	50	69	76	89	<b>利润总额</b>	<b>33</b>	<b>27</b>	<b>46</b>	<b>66</b>
其他流动负债	5	6	6	7	所得税费用	7	7	12	16
<b>流动负债合计</b>	<b>55</b>	<b>118</b>	<b>181</b>	<b>242</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>49</b>
其他长期负债	0	0	0	0					
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>55</b>	<b>118</b>	<b>181</b>	<b>242</b>	净利润	26	20	35	49
少数股东权益	1	1	1	1	资产减值准备	1	2	(3)	0
股东权益	637	651	675	710	折旧摊销	5	8	11	15
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>693</b>	<b>770</b>	<b>857</b>	<b>953</b>	公允价值变动损失	2	2	0	0
					财务费用	(5)	(5)	(1)	2
					营运资本变动	(54)	(37)	(31)	(40)
					其它	(1)	(2)	3	0
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(21)</b>	<b>(7)</b>	<b>15</b>	<b>24</b>
					资本开支	(16)	(61)	(59)	(57)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(16)</b>	<b>(61)</b>	<b>(59)</b>	<b>(57)</b>
					权益性融资	471	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	0	(6)	(10)	(15)
					其它融资现金流	(30)	43	55	48
					<b>融资活动现金流</b>	<b>440</b>	<b>37</b>	<b>44</b>	<b>33</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>403</b>	<b>(32)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					货币资金的期初余额	29	432	400	400
					货币资金的期末余额	432	400	400	400
					企业自由现金流	(42)	(73)	(45)	(31)
					权益自由现金流	(72)	(26)	10	15

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.38	0.30	0.52	0.74
每股红利	0.01	0.09	0.16	0.22
每股净资产	9.51	9.72	10.08	10.59
ROIC	6%	3%	5%	6%
ROE	4%	3%	5%	7%
毛利率	30%	24%	27%	29%
EBIT Margin	10%	7%	11%	14%
EBITDA Margin	12%	9%	14%	17%
收入增长	15%	27%	16%	20%
净利润增长率	-29%	-22%	73%	42%
资产负债率	8%	15%	21%	25%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	42.4	54.2	31.4	22.1
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	34.1	38.0	22.6	16.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	<b>技术分析</b>	
		赵婧	021-60875168	闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	黄道立	0755-82133397
岳鑫	0755-82130432			方焱	0755-82130648
周俊	0755-82136085				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
常伟	0755-82131528			秦波	010-66026317
<b>机械</b>		<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>	
陈玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘勍	0755-82133400
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	0755-82133920
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>轻工</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
<b>家电</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>计算机及电子元器件</b>	
王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761
		刘萍	0755-82130678	高耀华	0755-88005321
		马彦	010-88005304	欧阳仕华	0755-82151833
<b>纺织服装</b>		<b>食品饮料</b>		<b>新兴产业</b>	
方军平	021-60933158	黄茂	0755-82138922	陈健	010-88005308
<b>旅游</b>		<b>数量化投资产品</b>		<b>量化投资策略</b>	
曾光	0755-82150809	焦健	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
钟潇	0755-82132098	周琦	0755-82133568	郑云	021-60875163
		邓岳	0755-82150533	毛甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>基金评价与研究</b>			
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339		
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337		
秦国文	0755-82133528	李腾	010-88005310		
张璐楠	0755-82130833-1379	刘洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		

**国信证券机构销售团队**

<b>华北区 (机构销售一部)</b>	<b>华东区 (机构销售二部)</b>	<b>华南区 (机构销售三部)</b>
王立法	盛建平	魏宁
010-82252236	021-68864592	82133492-1277
13910524551	15821778133	13823515980
wanglf@guosen.com.cn	shengjp@guosen.com.cn	weining@guosen.com.cn

<b>王晓建</b>	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦 戩</b>	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑 毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b>	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
<b>李文英</b>	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>郑 灿</b>	0755-82133043 18620399819
<b>原 玮</b>	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123	<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888
<b>赵海英</b>	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288	<b>甘 墨</b>	0755-82133456 15013851021
<b>甄 艺</b>	010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	<b>崔鸿杰</b>	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	<b>徐 冉</b>	13923458266 18022@guosen.com.cn
<b>杨 柳</b>	18601241651 yangliu1@guosen.com.cn	<b>李 佩</b>	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b>	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
<b>袁方园</b>	15810236669	<b>刘 塑</b>	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>林 莉</b>	0755-82133197 13824397011
		<b>汤静文</b>	021-60875164 13636399097 tangjwen@guosen.com.cn	<b>赵晓曦</b>	82134356-1228 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
		<b>梁轶聪</b>	021-60933149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		