

供给侧改革持续发酵，龙头佰利联率先受益

投资要点

- **供给侧改革促产能去化，钛白粉行业底部向上。**供给侧结构性改革的核心就是去产能，这对强周期行业的龙头企业来说是中长期的利好。钛白粉行业处于历史底部，龙头企业大多亏损，而中小厂商尽管停工待工居多，但是产能始终不能彻底出清。供给侧改革有望加速去产能政策、措施的出台与落实，结构性、永久性地改善钛白粉行业供求关系，为长期困陷于产能过剩的龙头企业注入一剂强心剂。钛白粉价格底部向上动能十足，佰利联等为国内龙头厂商将率先享受钛白粉行业供给侧改革释放的红利。
- **增发过会，行业绝对龙头显现。**1月29日公司公告非公开发行股票申请获得证监会发审委审核通过，行业绝对龙头显现。发行完成以后，龙蟒钛业将成为佰利联的全资子公司，公司将以56万吨的产能成为国内第一、国际第四的钛白粉龙头企业，从而有效改善行业供需格局，提升价格话语权以及促进出口贸易。龙蟒原股东承诺三年业绩承诺期内龙蟒钛业的净利润不低于7亿元、9亿元和11亿元。且龙蟒钛业具有完整的钛矿-钛渣-钛白粉产业链，并购完成之后，佰利联可利用龙蟒钛业拥有的60万吨/年以上的钛精矿采选能力，打通钛白粉全产业链，将大大降低公司成本，提升公司盈利水平，增强公司竞争能力。
- **15年业绩大增，氯化法投产有望延续增长态势。**公司公告由于销量增加加之毛利率提升，15年归母净利润预计区间上调为0.95-1.26亿元，同比增长50-100%，业绩大幅提升。公司自主攻关的氯化法钛白粉生产线已经连续稳定运行，产品品质达到国际同行业先进水平，并获得了包括PPG、广东新高丽等国内外客户的认可。氯化法产能的投产放量将有望在未来一段时间延续公司业绩增长态势。
- **估值与评级：**不考虑此次非公开发行并购龙蟒，估算公司2015-2017年每股收益为0.66元、1.07元和1.45元，对应的动态PE为71倍、43倍和32倍（若考虑非公开发行并购龙蟒，按龙蟒16-17年业绩承诺9亿元和11亿元简单计算，对应16-17年每股收益预计为1.89元和2.35元）。我们认为，供给侧改革长期利好钛白粉行业供需格局重构，佰利联并购龙蟒也将显著提升其行业地位以及盈利能力，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险、供给侧改革不及预期的风险、非公开发行进度不及预期的风险、龙蟒业绩实现不及承诺的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2063.07	2594.68	3178.33	3772.17
增长率	19.77%	25.77%	22.49%	18.68%
归属母公司净利润(百万元)	63.14	125.14	204.27	275.72
增长率	167.82%	98.19%	63.23%	34.98%
每股收益EPS(元)	0.33	0.66	1.07	1.45
净资产收益率ROE	2.84%	5.28%	8.08%	10.07%
PE	140	71	43	32
PB	3.91	3.73	3.49	3.22

数据来源: Wind, 西南证券

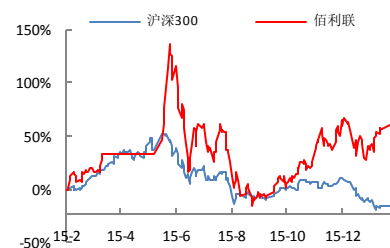
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.04
流通A股(亿股)	1.64
52周内股价区间(元)	20.75-64
总市值(亿元)	94.77
总资产(亿元)	55.79
每股净资产(元)	11.77

相关研究

目录

1. 大额定增蛇吞象，强强联合共建钛白粉帝国	1
1.1 国内钛白粉领军企业	1
1.2 增发过会，行业绝对龙头显现	2
2. 龙头佰利联将率先享受供给侧改革红利	4
2.1 价格处于历史低位，钛白粉提价意愿强烈	4
2.2 供给侧改革促产能出清，供给端轻装上阵	5
3. 盈利预测与投资建议	7
4. 风险提示	8

图目录

图 1: 佰利联产品毛利领先同行业	1
图 2: 佰利联钛白粉产品半成销往国外	1
图 3: 2010-2015 前三季度营业收入及增长率	2
图 4: 2010-2015 前三季度净利润及增长率	2
图 5: 佰利联与龙蟒定增前后股权结构	3
图 6: 大陆钛白粉厂商产能占比	3
图 7: 全球钛白粉巨头产能占比	3
图 8: 四川龙蟒与佰利联占近一半出口份额	4
图 9: 龙蟒因其产业链一体化而具有较高毛利率	4
图 10: 国产金红石型钛白粉价格（元/吨）变动趋势	4
图 11: 国产锐钛型钛白粉价格（元/吨）变动趋势	4
图 12: A 股钛白粉企业每股收益变化情况	5
图 13: 国际公司业绩（百万美元）变化情况	5
图 14: 钛白粉现有装置、新建以及改扩建生产装置的单位产品能耗准入值	6

表目录

表 1: 公司主要产品概况	1
表 2: 钛白粉行业准入条件要点	6
表 3: 分业务收入及毛利率	7
附表: 财务预测与估值	9

1. 大额定增蛇吞象，强强联合共建钛白粉帝国

1.1 国内钛白粉领军企业

佰利联主要从事钛白粉、钛制品以及硫酸铝的生产和销售，是国内领军的钛白粉企业之一。现有钛白粉产能 26 万吨（联产硫酸法 20 万吨，氯化法 6 万吨），产能仅次于四川龙蟒，位居国内第二。

表 1：公司主要产品概况

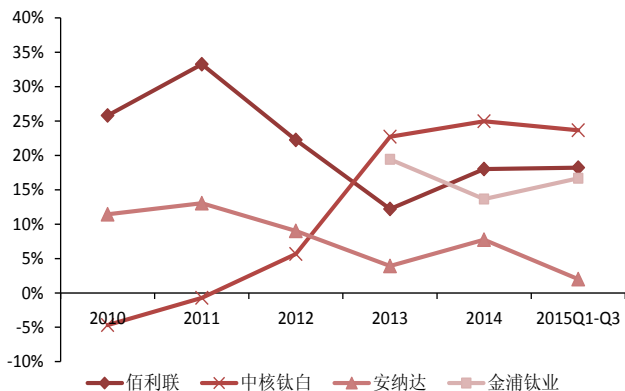
产品	产能	说明
钛白粉	26 万吨	联产硫酸法 20 万吨，氯化法 6 万吨
硫磺制酸	60 万吨	配套硫酸法
高钛渣	30 万吨	配套氯化法及外售四氯化钛企业
钛制品	3 万吨	
铁系颜料	5 万吨	
标砖	40 万方	废酸利用后石膏制砖

数据来源：公司公告，西南证券

国内领先的联产硫酸法生产工艺。由于氯化法还不成熟，国内约 98% 的钛白粉产能运用的是硫酸法生产工艺，但传统硫酸法生产工艺落后，环境污染大，饱受外界诟病。佰利联是国内首家成功研发出硫铁钛联产法生产工艺的企业。公司将硫磺制酸、硫酸法钛白粉生产、铁系颜料制造以及钛石膏制砖等装置联合起来，不同生产工序产生的废弃物可再次使用，将传统硫酸法钛白粉排放的污染物变废为宝，提高资源利用率，有效降低生产成本的同时解决了厂区污染问题。

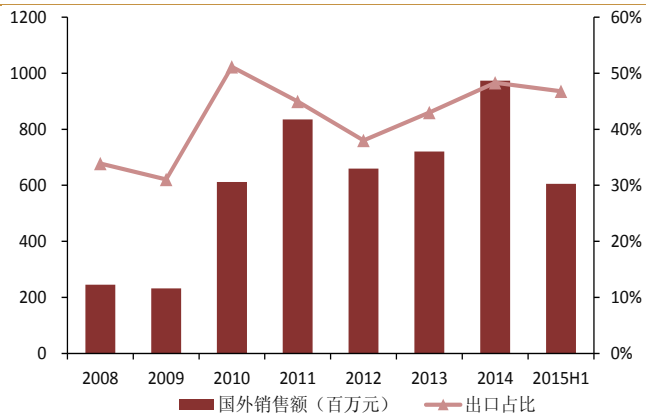
拥有国内领先生产工艺，佰利联盈利能力亦领跑于同业。佰利联钛白粉产品毛利率国内领先，2015 年上半年接近 20%，在上市公司中仅次于中核钛白。其产品出口销售额约占总营收的 50%，大量出口亚太、欧美、非洲等 100 多个国家和地区。同时公司积极推进钛白粉的研发，产品附加值高，下游需求旺盛，致使公司生产线基本处于满负荷生产状态，即使在行业低谷开工率也一直保持在较高水平。

图 1：佰利联产品毛利领先同行业



数据来源：Wind，西南证券

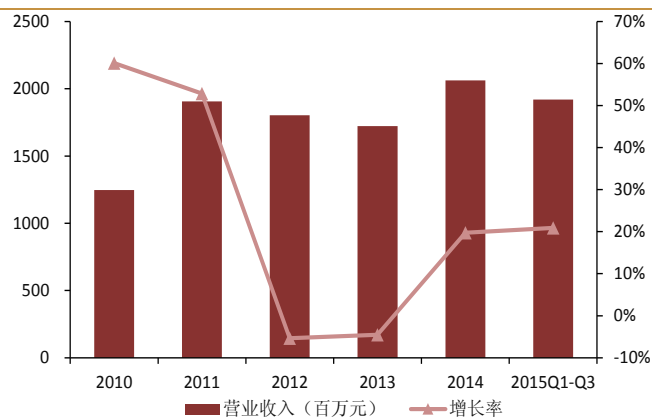
图 2：佰利联钛白粉产品半成销往国外



数据来源：公司公告，西南证券

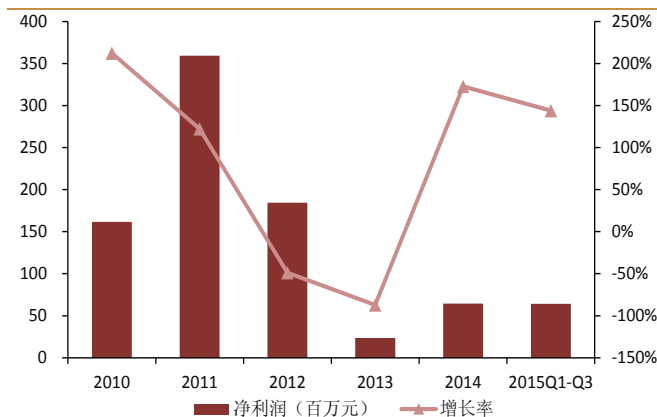
佰利联 2015 年前三季度实现营收 19 亿元，同比 14 年前三季度增加 20.2%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.59 亿元，同比增加 127.1%，而扣非后的归属净利润同比增幅高达 260.5%，业绩显著好转。主要原因在于报告期内，主要原材料价格下降加之公司加强生产成本控制，主营业务毛利率较去年同期上升约 4.6 个百分点。而随着钛白粉行业回暖，公司盈利能力将进一步回升。

图 3：2010-2015 前三季度营业收入及增长率



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：2010-2015 前三季度净利润及增长率



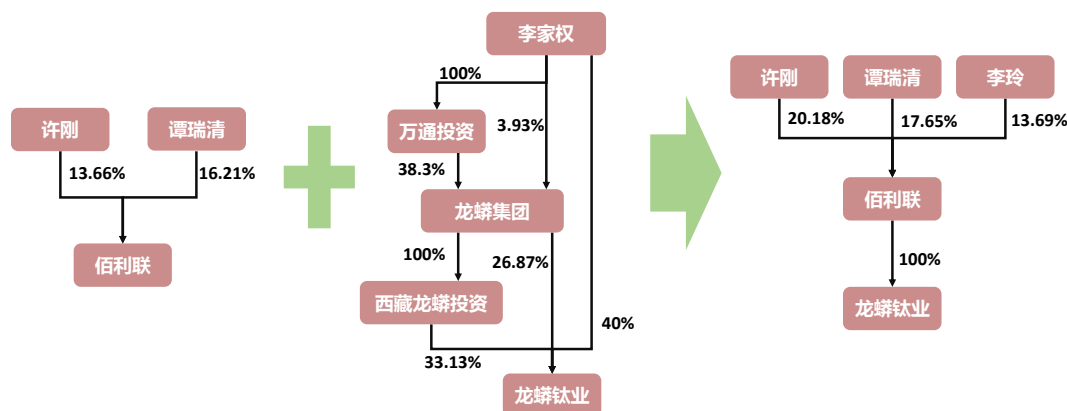
数据来源：公司公告，西南证券

1 月 29 日公司发布业绩预告修正公告，15 年归母净利润预计区间上调为 0.95-1.26 亿元，同比增长 50-100%。原因在于 15 年第四季度钛白粉厂家库存较低，下游厂商备货意愿强烈，且出口大幅转好，共同促使公司产销量较去年同期增加。加之产品毛利率的提升，致使公司业绩超出市场预期。

1.2 增发过会，行业绝对龙头显现

1 月 29 日公司公告非公开发行股票申请获得证监会发审委审核通过。本次非公开发行股票拟以 27 元/股的价格发行 3.8 亿股，募集资金 102.6 亿元，其中 90 亿元用于收购龙蟒钛业 100% 股权，龙蟒原股东承诺三年业绩承诺期内龙蟒钛业的净利润不低于 7 亿元、9 亿元和 11 亿元。发行完成以后，龙蟒钛业将成为佰利联的全资子公司，公司将以 56 万吨的产能成为国内第一、国际第四的钛白粉龙头企业。

图 5：佰利联与龙蟒定增前后股权结构

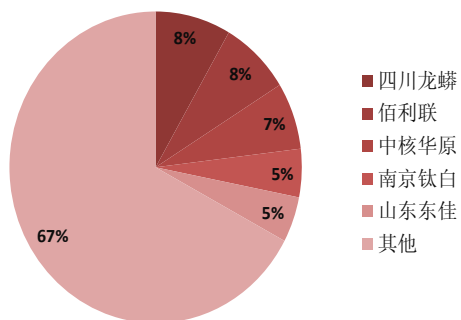


数据来源：公司公告，西南证券

绝对龙头有效改善行业供需格局，提升价格话语权以及促进出口贸易。据百川资讯统计数据显示，2015 年国内钛白粉产能约 360 万吨。龙蟒钛业为国内钛白粉行业的龙头企业，目前产能约为 30 万吨，佰利联与四川龙蟒合并后，二者合计产能将达到 56 万吨，约占国内总产能的 16%，在国内占据绝对龙头地位，并将成为全球第四大钛白粉企业，仅次于科慕、亨斯迈、科斯特等，具有较强的国际竞争力。

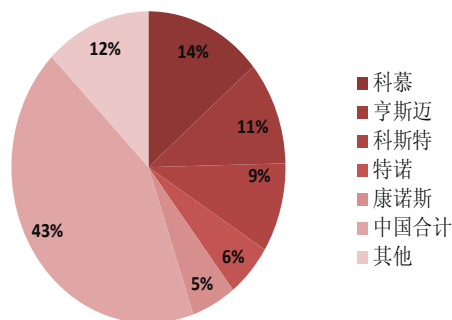
收购完成后的佰利联将形成更强的品牌效应和市场知名度，提高议价能力，并对国内市场的竞争格局产生深远影响。佰利联和龙蟒钛业合并完成之后，在规模、技术、出口水平等方面成为国内具有绝对优势地位的龙头企业，提升前者对国内钛白粉价格的定价权。由此也将拉开行业内并购整合的大幕，促使行业进一步集中，有望逐渐改变行业内混乱竞争的状态，优化行业竞争格局，从而使得行业走上健康发展的道路。

图 6：大陆钛白粉厂商产能占比



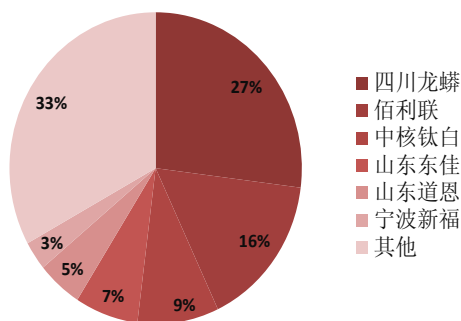
数据来源：百川资讯，西南证券

图 7：全球钛白粉巨头产能占比

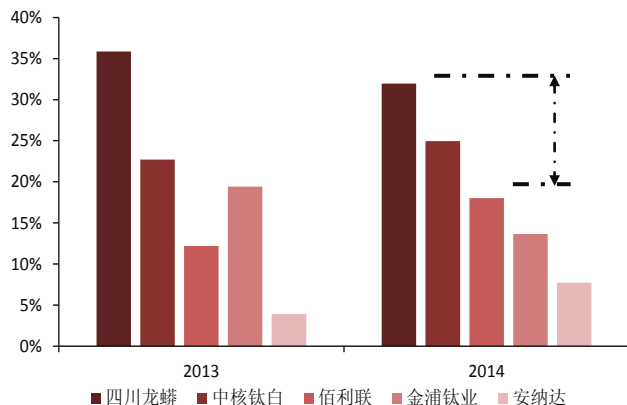


数据来源：百川资讯，西南证券

2015 年佰利联与四川龙蟒出口合计占总出口比为 43%，能较大程度决定出口数量与价格，强强联手也将在一定程度上提升公司的贸易话语权，掌握出口大动脉。

图 8：四川龙蟒与佰利联占近一半出口份额


数据来源：海关总署，西南证券

图 9：龙蟒因其产业链一体化而具有较高毛利率


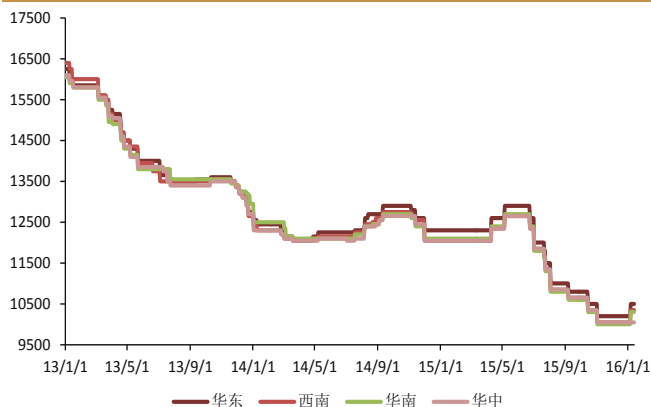
数据来源：Wind，西南证券

整合优质资源，提升整体盈利能力。龙蟒钛业具有完整的钛矿-钛渣-钛白粉产业链，拥有全行业最低的成本以及出色的产品品质，毛利率远高于同行业水平。并购完成之后，佰利联可利用龙蟒钛业拥有的 60 万吨/年以上的钛精矿采选能力，在未来较长年度内保证公司钛白粉生产所需钛精矿，提高公司钛精矿的自给能力，打通大规模钛白粉全产业链，将大大降低公司成本，提升公司盈利水平，增强公司竞争能力。

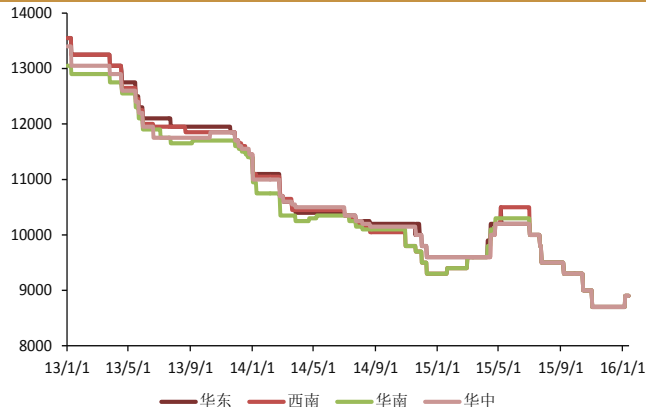
2. 龙头佰利联将率先享受供给侧改革红利

2.1 价格处于历史低位，钛白粉提价意愿强烈

受产能扩张加之下游需求低迷的影响，国内钛白粉价格自 2011 年以来一直处于下跌趋势，行业整体供大于求的特征仍然明显。而目前国内多数金红石型钛白粉含税出厂价格在 9300 元至 11000 元/吨，锐钛型钛白粉含税出厂价格在 8300 元至 10500 元/吨。价格已跌至历史底部区域，达到近十年以来的最低水平，多数生产商处在成本线甚至亏损状态，产品品质较弱、资金链较紧张的生产商已无力支撑运转并停产。

图 10：国产金红石型钛白粉价格（元/吨）变动趋势


数据来源：百川资讯，西南证券

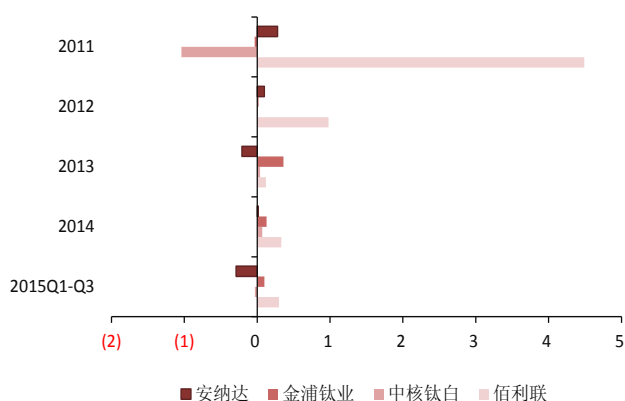
图 11：国产锐钛型钛白粉价格（元/吨）变动趋势


数据来源：百川资讯，西南证券

持续下滑钛白粉价格使全球钛白粉厂商无一幸免遭受重创，具有规模与议价优势的钛白粉巨头接连出现亏损，而中小厂商产品不具有竞争力，更多的都是停产待工。从 A 股上市钛白粉企业经营状况来看，安纳达 15 年前三季度每股收益亏损扩大，继 2013 和 2014 年之后继续为负；中核钛白每股收益一直在正负之间徘徊；佰利联、金浦钛业等每股收益则不断减少。

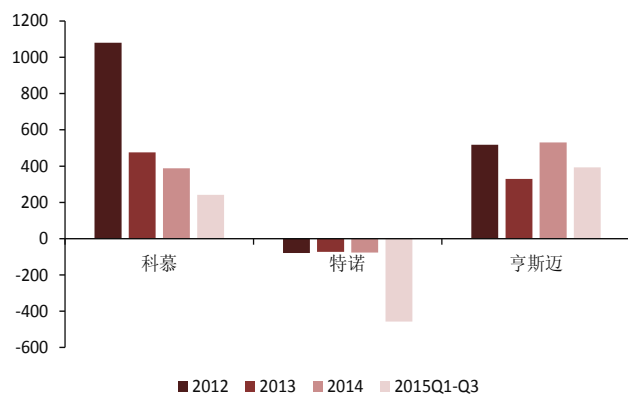
从国际巨头盈利状况来看，生产规模最大的科慕公司（原杜邦）净利润持续下滑，从 2012 年的 10 亿美元，一直下降到了 2015 年前三季度的 2.4 亿美元。而特诺则一直处于亏损状态，2015 年前三季度亏损进一步扩大。能够维持较好盈利能力的是亨斯迈，虽然业绩也有波动，但是整体上保持较好水平，这与亨斯迈下游较为分散，应对风险能力较强有关。

图 12：A 股钛白粉企业每股收益变化情况



数据来源：百川资讯、西南证券

图 13：国际公司业绩（百万美元）变化情况



数据来源：bloomberg、西南证券

面对大面积的亏损，2015 年 12 月 21 日国际钛白粉巨头亨斯迈、特诺以及康诺斯宣布上调钛白粉价格，宣布自 2016 年 1 月 1 日起，全球范围钛白粉涨价，幅度在每吨 150 美元-160 美元不等，约为 5%。国际巨头纷纷提高全球范围内钛白粉价格带动国内钛白粉市场，2016 年 1 月国内钛白粉龙头四川龙蟒两次宣布上调所有牌号钛白粉价格共约 600 元/吨，调价幅度超 5%，期间陆续有全国范围内的生产商陆续调涨，厂商提价意愿强烈。

2.2 供给侧改革促产能出清，供给端轻装上阵

供给侧改革上升为国家战略，钛白粉行业率先受益。供给侧结构性改革的核心就是去产能，这对强周期行业的龙头企业来说是中长期的利好。钛白粉行业处于历史底部，龙头企业大多亏损，而中小厂商尽管停工待工居多，但是产能始终不能彻底出清。供给侧改革有望加速落后产能的去化，结构性、永久性地改善钛白粉行业供求关系。

政策、环保环境进一步趋紧，落后产能退出势在必行。2014 年环保部出台的《钛白粉工业污染防治技术政策》明确将鼓励氯化法、联产硫酸法清洁钛白粉生产工艺、淘汰传统硫酸法重污染生产工艺。《政策》将显著提升钛白粉企业的环保成本，也将会推动中国钛白粉工艺的发展，这表示目前低端硫酸钛白粉制作法将逐步被高端氯化法替代。且我国氯化法钛白粉十三五计划目标指出，在 2020 年前，氯化法总产能超过 30 万吨占比超过 15%，氯化法单线产能 10 万吨生产线出现。

新《钛白粉行业准入条件》也有望加速出台，预计 18% 产能将被淘汰。根据当前已拟定的《准入》方案，硫酸法钛白粉企业规模不得小于 5 万吨/年，单线（厂）产能不得小于 3 万吨/年；氯化法钛白粉企业规模不得小于 6 万吨/年，单线产能不得小于 3 万吨/年。

表 2：钛白粉行业准入条件要点

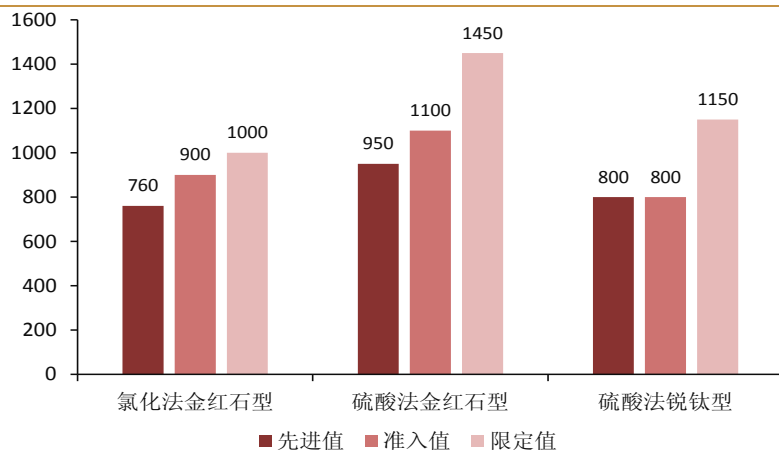
	要点
钛白粉行业准入条件	自然风景区、城市规划区外界等 2 公里内，主要河流、居民密集区等 1 公里内，不得新建钛白粉装置
	年生产能力必须达到 5 万吨及以上（硫酸法）和 6 万吨及以上（氯化法）
	淘汰年综合生产能力在 1 万吨（硫酸法）、单体装置 1.5 吨（氯化法）以下的钛白粉生产装置及无完善的三废处理装置或处理装置运行不正常的
	必须有完备的废酸处理装置并有一年以上运转周期，月运转率达 70% 以上

数据来源：西南证券

据百川资讯数据统计，2015 年我国产能处于 5 万吨以下的企业有 27 家，合计产能约为 65.8 万吨，占钛白粉总产能的 18.3%。意味着约 49% 的企业和 18% 的产能将被淘汰，行业供给面显著缩窄。与此同时，目前我国绝大部分钛白粉采用硫酸法生产，硫酸法生产合理的经济规模为 5 万吨，最佳经济规模 10 万吨，低于 5 万吨的小产能往往不具经济性，且随着环保力度加强，剩余产能转换为有效产能的可能性不高。

发改委制订的《钛白粉单位产品能源消耗限额》强制性国家标准于 2015 年 9 月发布，并将于 2016 年 10 月 1 日正式实施，该标准对钛白粉行业现有装置、新建产能以及改扩建生产装置的单位产品能耗准入值进行了明确规定。此项标准对于改变钛白粉行业高耗能及遏制低端产能进入，调整产业结构具有重要的意义。

图 14：钛白粉现有装置、新建以及改扩建生产装置的单位产品能耗准入值



数据来源：西南证券

供给侧改革有望加速去产能政策、措施的出台与落实，促进落后产能的出清，结构性地优化钛白粉供求格局，为长期困陷于产能过剩的龙头企业注入一剂强心剂。钛白粉价格底部向上动能十足，而佰利联（并购完成后）为国内绝对龙头，将率先享受钛白粉行业供给侧改革释放的红利。

并购整合加速，急需提升议价能力与国际竞争力。相较于全球前五大钛白粉厂商占据世界 45% 的钛白粉产能，我国 50 家钛白粉厂商仅占据全球 43% 的产能。2015 年我国钛白粉

行业前五大企业的合计产能占全国总产能仅在 32.8%左右，行业较为分散。

从生产厂商产能规模来看，全球龙头公司科慕单个厂的生产规模均大于 30 万吨/年，而其规模最小的台湾观音厂的生产能力也略大于其余国际主要厂商，议价能力与规模效应显著，且全都是氯化法生产线。而大陆钛白粉厂商的平均规模只有 6 万吨左右，远低于国际主要钛白粉厂商的规模。

提升我国钛白粉行业的集中度，促进兼并重组整合行业资源，是行业走出低谷的必然选择，也是供给侧改革题中应有之意。行业低谷也是进行整合的绝佳机会，由于国内绝大部分厂商目前生存状况并不理想，不具规模和技术优势的小企业被大企业兼并收购会陆续发生，且强强联合，优势互补的吸收合并也将持续发酵。

3. 盈利预测与投资建议

钛白粉行业处于历史底部，龙头企业大多亏损，而中小厂商尽管停工待工居多，厂商提价意愿强烈，致使价格具有反弹动力。而供给侧改革上升为国家战略，其核心就是去产能，这对强周期行业的龙头企业来说是中长期的利好。供给侧改革有望加速落后产能的去化，结构性、永久性地改善钛白粉行业供求关系。

假设 1：供给侧改革持续发酵，加之公司氯化法投产，预计 2016、2017 年钛白粉业务的增速分别为 24%和 20%。而随着钛白粉价格的逐渐回暖，2016 年、2017 年公司钛白粉业务毛利率逐步提升，假设为 21%和 22%。

假设 2：钛制品与其他业务保持平稳增长。钛制品 2016-2017 年收入增速为 4%和 5%，毛利率基本维持在 5%。

假设 3：三费率保持不变。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
钛白粉	收入	1,915.74	2,298.89	2,850.62	3,420.75
	增速	21.36%	20.00%	24.00%	20.00%
	毛利率	18.13%	19.00%	21.00%	22.00%
钛制品	收入	55.37	42.08	43.76	45.95
	增速	-9.16%	-24.00%	4.00%	5.00%
	毛利率	4.95%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入	43.88	197.46	217.21	228.07
	增速	23.02%	350.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	18.96%	11.00%	11.00%	11.00%
合计	收入	1,982.88	2,351.56	2,905.19	3,477.72
	增速	20.95%	18.59%	23.54%	19.71%
	毛利率	18.25%	18.84%	20.83%	21.83%

数据来源：公司公告，西南证券

不考虑此次非公开发行并购龙蟒,我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.66 元、1.07 元、1.45 元,对应的动态 PE,给予“增持”评级。

4. 风险提示

原材料价格波动的风险; 供给侧改革不及预期的风险; 并购整合不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2063.07	2594.68	3178.33	3772.17	净利润	64.33	125.22	204.77	276.32
营业成本	1681.79	2121.67	2538.14	2973.87	折旧与摊销	124.28	118.84	168.58	220.57
营业税金及附加	8.43	2.59	3.81	7.54	财务费用	43.45	0.26	0.32	0.38
销售费用	94.62	114.17	143.02	169.75	资产减值损失	15.44	15.00	16.00	17.00
管理费用	159.14	202.39	247.91	294.23	经营营运资本变动	731.68	-510.06	-10.34	-124.01
财务费用	43.45	0.26	0.32	0.38	其他	-958.11	-11.21	-17.65	-17.22
资产减值损失	15.44	15.00	16.00	17.00	经营活动现金流净额	21.07	-261.96	361.67	373.03
投资收益	1.91	0.50	0.60	0.70	资本支出	-922.34	-140.00	-180.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	448.72	18.62	-2.39	-0.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-473.62	-121.38	-182.39	-150.82
营业利润	62.11	139.11	229.73	310.10	短期借款	373.91	464.31	-80.53	-95.39
其他非经营损益	11.22	3.40	3.50	4.50	长期借款	-192.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	73.33	142.51	233.23	314.60	股权融资	-7.50	0.00	0.00	0.00
所得税	9.00	17.29	28.45	38.28	支付股利	-9.58	-19.04	-40.06	-67.06
净利润	64.33	125.22	204.77	276.32	其他	286.29	-300.26	-0.32	-0.38
少数股东损益	1.19	0.08	0.50	0.60	筹资活动现金流净额	450.42	145.00	-120.91	-162.83
归属母公司股东净利润	63.14	125.14	204.27	275.72	现金流量净额	1.81	-238.34	58.36	59.38
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	497.81	259.47	317.83	377.22	成长能力				
应收和预付款项	544.29	854.94	978.00	1183.01	销售收入增长率	19.77%	25.77%	22.49%	18.68%
存货	454.62	572.17	684.75	802.76	营业利润增长率	214.50%	123.97%	65.14%	34.99%
其他流动资产	160.03	202.43	247.96	294.29	净利润增长率	172.93%	94.64%	63.53%	34.94%
长期股权投资	32.48	32.48	32.48	32.48	EBITDA 增长率	79.63%	12.34%	54.38%	33.22%
投资性房地产	47.58	29.46	32.45	33.98	获利能力				
固定资产和在建工程	2587.56	2582.33	2567.96	2501.60	毛利率	18.48%	18.23%	20.14%	21.16%
无形资产和开发支出	142.69	169.08	194.88	190.67	三费率	14.41%	12.21%	12.31%	12.31%
其他非流动资产	175.30	175.30	175.30	175.30	净利率	3.12%	4.83%	6.44%	7.33%
资产总计	4642.36	4877.66	5231.61	5591.30	ROE	2.84%	5.28%	8.08%	10.07%
短期借款	929.82	1394.12	1313.59	1218.20	ROA	1.39%	2.57%	3.91%	4.94%
应付和预收款项	984.76	937.52	1195.87	1429.74	ROIC	3.17%	3.66%	5.49%	7.22%
长期借款	107.29	107.29	107.29	107.29	EBITDA/销售收入	11.14%	9.95%	12.54%	14.08%
其他负债	355.62	67.68	79.10	91.05	营运能力				
负债合计	2377.49	2506.61	2695.86	2846.28	总资产周转率	0.50	0.55	0.63	0.70
股本	190.79	190.79	190.79	190.79	固定资产周转率	1.73	2.09	1.69	1.50
资本公积	1253.95	1253.95	1253.95	1253.95	应收账款周转率	7.44	7.96	7.97	7.73
留存收益	767.93	874.03	1038.24	1246.91	存货周转率	4.12	4.13	4.03	3.99
归属母公司股东权益	2212.68	2318.77	2482.98	2691.65	销售毛利率/净利率	75.43%	—	—	—
少数股东权益	52.19	52.27	52.77	53.37	资本结构				
股东权益合计	2264.87	2371.05	2535.75	2745.02	资产负债率	51.21%	51.39%	51.53%	50.91%
负债和股东权益合计	4642.36	4877.66	5231.61	5591.30	带息债务/总负债	43.62%	59.90%	52.71%	46.57%
					流动比率	0.73	0.79	0.86	0.97
					速动比率	0.53	0.55	0.60	0.68
					股利支付率	15.17%	15.21%	19.61%	24.32%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	229.84	258.20	398.62	531.05	每股收益	0.33	0.66	1.07	1.45
PE	140.09	70.68	43.30	32.08	每股净资产	11.87	12.43	13.29	14.39
PB	3.91	3.73	3.49	3.22	每股经营现金	0.11	-1.37	1.90	1.96
PS	4.29	3.41	2.78	2.34	每股股利	0.05	0.10	0.21	0.35
EV/EBITDA	40.76	38.06	24.28	17.93					
股息率	0.11%	0.22%	0.45%	0.76%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn