

# 回天新材 (300041.SZ) 化学原料行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

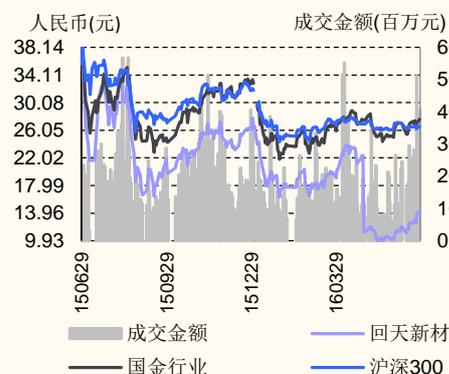
市场价格(人民币)：14.33元

## 夯实主业 双轮驱动 公司有望迎来高速增长

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	254.08
总市值(百万元)	5,743.24
年内股价最高最低(元)	35.97/9.93
沪深300指数	3120.54



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.648	0.418	0.273	0.286	0.332
每股净资产(元)	6.28	7.53	7.87	8.23	8.69
每股经营性现金流(元)	-0.01	-0.16	0.92	0.53	0.74
市盈率(倍)	31.71	63.81	46.01	43.94	37.85
行业优化市盈率(倍)	37.84	65.49	55.28	55.28	55.28
净利润增长率(%)	23.22%	-23.46%	30.57%	4.72%	16.08%
净资产收益率(%)	10.33%	5.56%	6.94%	7.23%	7.63%
总股本(百万股)	168.95	200.39	400.78	400.78	400.78

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司是国内胶黏剂的龙头企业，产品具有较强的竞争优势：**公司改制于1997，经过多年的深耕细作逐步成为国内的胶黏剂龙头企业，目前下游消费结构遍布汽车、高铁、微电子、建筑等行业，产品具有较强的盈利能力和竞争优势。同时公司仍积极开拓产品的新的应用领域，未来几年公司胶黏剂产品有望继续呈现放量的趋势。2015年公司业绩受到新产能扩张导致的折旧增加以及新产品投放导致的费用增加等因素影响出现一定程度的下滑，预计2016年新生产线开工逐步提升以及放量，公司业绩有望迎来拐点。
- **太阳能电池背膜业务有望成为公司新的利润增长点：**公司在2011年依靠原有业务技术优势下切入光伏领域，并逐步延伸产业链，目前已形成900万平米背板产能以及2000万平米的背膜产能规模，收入以及盈利能力持续提升。我们认为随着背板进口替代的加速以及氟膜产品结构的稳步提升，该项业务将成为公司未来几年新的利润增长点。
- **进军汽车前装以及后市场，新业务开展顺利：**公司依靠原有汽车胶黏剂的业务优势，逐步开拓汽车相关领域新业务。进军整车用胶市场的同时积极布局汽车后市场。新业务目前开展顺利，各个链条布局全面铺开。

### 投资建议

- 我们认为公司是目前市场上较为稀缺的具有成长性的优良标的，公司在保持传统业务优势的前提下，已逐步实现双主业双引擎驱动的趋势。随着胶黏剂主要产品的持续放量以及太阳能电池背膜产品的逐步优化升级，公司盈利能力与竞争优势有望得到持续提升。

### 估值

- 我们预计16-18年公司摊薄每股收益为0.27、0.29、0.33元，对应当前股价的PE分别为46倍、44倍、38倍。对公司首次覆盖，给予增持评级。

### 风险

- 宏观经济形势继续恶化 太阳能发电行业波动

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

回天新材是国内新材料龙头企业.....	3
公司拥有极其丰富的产品线.....	3
公司管理架构清晰 主营业务收入稳定.....	4
传统业务与非胶业务共同助力公司成长.....	4
公司主要产品所在行业仍具有较大成长性.....	5
胶黏剂行业发展平稳 下游应用领域不断丰富.....	5
背膜业务有望成为公司新的利润增长点.....	8
布局汽车前、后市场 新业务开展顺利.....	10
投资建议与盈利预测.....	11

## 图表目录

图表 1: 公司代表性产品群横跨八大行业数十个细分领域.....	3
图表 2: 公司股权架构图.....	4
图表 3: 公司主营收入情况稳定.....	4
图表 4: 公司主要业务毛利率保持平稳.....	4
图表 5: 光伏背膜业务异军突起 非胶类业务占比持续提升.....	5
图表 6: 公司主要胶黏剂产品基本理化性质对比.....	6
图表 7: 有机硅胶的主要产品分类.....	6
图表 8: 全球胶黏剂需求量稳步增长.....	7
图表 9: 2014 年全球胶黏剂下游需求分布.....	7
图表 10: 2014 年国内胶黏剂下游需求结构.....	7
图表 11: 胶黏剂亚洲需求占比持续提升.....	8
图表 12: 国内胶黏剂出口量迅速提升.....	8
图表 13: 太阳光伏产业链及背板组成结构.....	8
图表 14: 国内光伏装机容量迅猛增长.....	9
图表 15: 2015 年国内电力生产结构.....	9
图表 16: 2015 年全国发点装机容量.....	9
图表 17: 公司主要覆膜产品工艺构成.....	10
图表 18: 国产背板进口替代趋势显著.....	10
图表 19: 含氟背板市场份额明显提升.....	10
图表 20: 中国汽车产量逐年提升.....	11
图表 21: 中国汽车销量水平逐年提升.....	11
图表 22: 中国汽车保有量水平逐年提升.....	11
图表 23: 公司分产品收入及盈利预测.....	12

## 回天新材是国内新材料龙头企业

公司的成立最早可追溯到上世纪 70 年代的襄樊胶黏剂研究所，经过 1997 年改制后，逐步成是国内胶黏剂的龙头企业，也是国内建筑工程、汽车、新能源、电子等行业最大的胶黏剂供应商之一。公司前身为襄樊市胶黏剂研究所，公司多年来始终保持着极强的研发传统，并持续保持实施积极的产业链延伸战略。

公司近年来在深耕胶黏剂业务的同时，凭借技术优势进行合理的产业链延拓。包括：依靠胶黏剂在新能源领域的优势切入光伏背板产业及背膜业务、依靠在汽车领域的优势切入汽车后市场业务以及进军食品软包装领域等等。我们认为公司是具有较强的研发以及技术优势的国内龙头企业，同时能够凭借自身的产品特色施行丰富的产业链延伸战略。

### 公司拥有极其丰富的产品线

公司近年来各主营业务平稳发展，主要产品胶黏剂的下游应用领域不断扩大，公司充分享受到产品应用多元化所带来的盈利提升。公司在保持原有的车用胶黏剂等传统领域胶黏剂产品市场份额的同时，积极开拓建筑、工程、汽车前后市场产品、新能源相关产品、环保水处理相关产品以及电子元器件领域的产品市场。公司产品线多点开花，产业链延伸的潜在路线不断丰富。

图表 1：公司代表性产品群横跨八大行业数十个细分领域

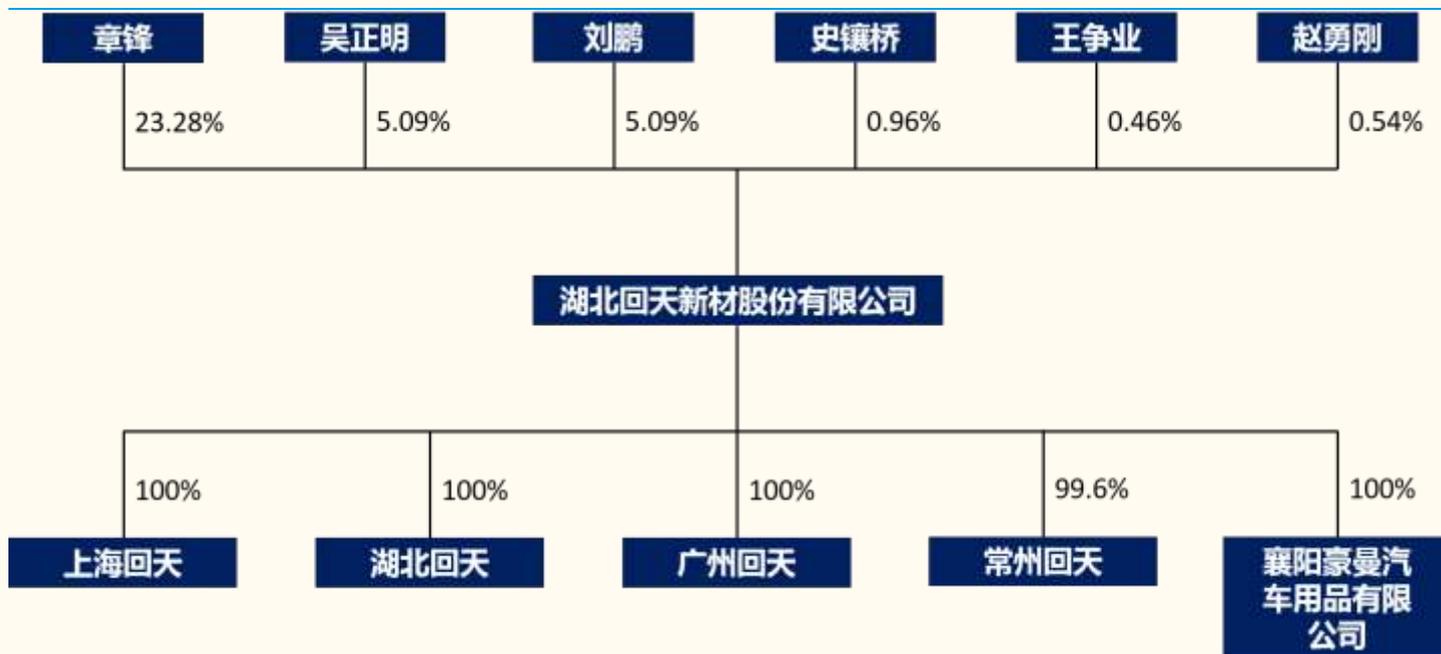
产品大类	细分领域	具体产品示例
汽车前装市场	车灯密封硅橡胶	单组分硅橡胶 9661、双组份硅橡胶 4060F 等
	RTV 平面密封硅橡胶	7595RTV 平面密封硅橡胶等
	管路螺纹密封厌氧胶	7545 管路螺纹密封厌氧胶等
	车身涂装产品	7160 汽车折边胶、7150 汽车减振胶
	单组分聚氨酯胶	8955 高性能聚氨酯胶
汽车后市场	硅酮型免垫密封胶	蓝威封、即时封等
	丙烯酸酯结构胶	增韧性新搭档 AB 胶等
	发动机免拆维护系列	超级机油精、超级积炭净等
	美容保养系列	万能泡沫清洗剂等
	水箱维护保养系列	强力水箱止漏剂、清洗剂等
轨道交通	电铁基建	HT 8807 聚氨酯嵌缝胶等
新能源	太阳能电池背膜	HTPV340S 太阳能电池背膜等
	光伏接线盒灌封	5299W 黑 RTV 缩合型灌封硅橡胶
	光伏组件粘接密封	9661 太阳能光伏组件专用密封胶等
	风电行业	直驱电机定子灌封-6168 风电叶片结构粘接环氧胶等
建筑行业	民用胶	9335 门窗专用硅酮密封胶等
	幕墙胶	9796 中性硅酮石材耐候密封胶等
	中空玻璃胶	9667 硅酮中空玻璃结构密封胶等
软包装复合	双组份无溶剂型聚氨酯粘合剂	8826 水煮型双组分无溶剂聚氨酯胶等
	双组份溶剂型聚氨酯粘合剂	8721 双组分溶剂型聚氨酯胶等
环保水处理	卷式膜元件粘合剂	8642 双组分膜片粘接聚氨酯粘合剂等
	中空纤维粘合剂	8264 聚氨酯胶粘剂
通用工业	瞬干胶系列产品	7401 瞬干胶、7406 瞬干胶等
	高温修补剂	2737 高温修补剂等
	金属修补剂	2101 铸造缺陷修补剂等
电子电器行业	电源行业导热灌封胶	双组份加成型导热灌封胶 5299 等
	紫外光固化胶黏剂	3631W 紫外光固化胶粘剂等
	LED 照明行业密封胶	白色单组份粘接胶 9661 等
	FPC 上 IC 保护单组分 UV 胶	3663B 紫外光固化胶粘剂等

来源：公司网站，国金证券研究所

### 公司管理架构清晰 主营业务收入稳定

公司股权结构稳定，目前公司实际控制人以六位一致行动人为主，截止 2015 年末合计持股比例为 34.5%。公司直接控股五家下属企业，分别为上海回天新材料有限公司，湖北回天新材料股份有限公司、广州回天精细化工有限公司、常州回天新材料有限公司和襄阳豪曼汽车用品有限公司。

图表 2：公司股权架构图



来源：国金证券研究所

多年来持续开拓的产品群以及稳定的管理架构，造就了公司业绩持续不断地增长，各类业务的盈利能力保持稳定。公司主营收入近年来持续稳定增长，各主要产品包括有机硅胶、聚氨酯胶都保持极高的收入增速以及稳定的毛利率。

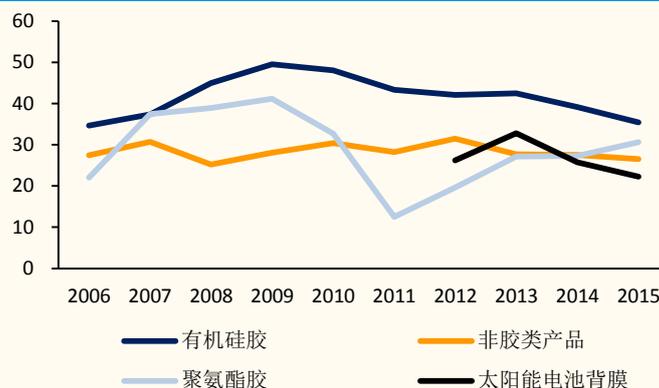
2015 年公司业绩受到新产能扩张导致的折旧增加以及新产品投放导致的费用增加等因素影响出现一定程度的下滑，预计 2016 年新生产线开工逐步提升以及放量，公司业绩有望迎来拐点。

图表 3：公司主营收入情况稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司主要业务毛利率保持平稳



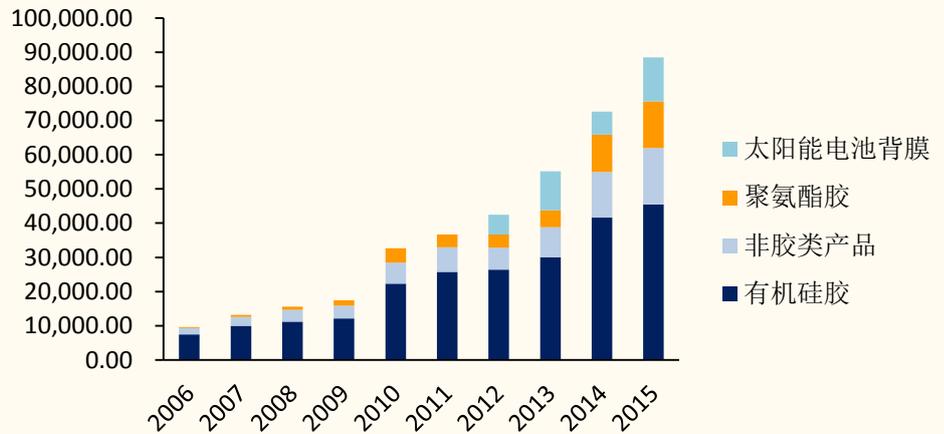
来源：Wind，国金证券研究所

### 传统业务与非胶业务共同助力公司成长

公司目前产品结构仍为以有机硅胶为主线，其他各业务多头发展的趋势。比较显著的是太阳能电池背膜业务近年来异军突起，已成为公司收入结构中不可或缺的一部分。同时可以看到公司非胶类业务占比持续提升，表明公司积极开展

的各类依托胶黏剂产品的服务类业务发展良好，逐步成为公司后期发展的另一项主要支柱。

**图表 5：光伏背膜业务异军突起 非胶类业务占比持续提升**



来源：Wind，国金证券研究所

我们看好公司未来几年的成长性。其一，我们认为公司各类传统产品线受益于各类新应用领域的迅速开拓仍具有极强的成长性，同时非胶业务新商业模式的探寻也为将公司未来的成长助力。

### 公司主要产品所在行业仍具有较大成长性

#### 胶黏剂行业发展平稳 下游应用领域不断丰富

从使用性质来看胶黏剂又称粘合剂，是使物体与另一物体紧密连接为一体的非金属媒介材料。在两个被粘物面之间胶黏剂只占很薄的一层体积，但使用胶黏剂完成胶接施工之后，所得胶接件在机械性能和物理化学性能方面，能满足实际需要的各项要求。能有效的将物料粘结在一起。公司的主要产品以有机硅胶与聚氨酯胶为主。

图表 6：公司主要胶黏剂产品基本理化性质对比

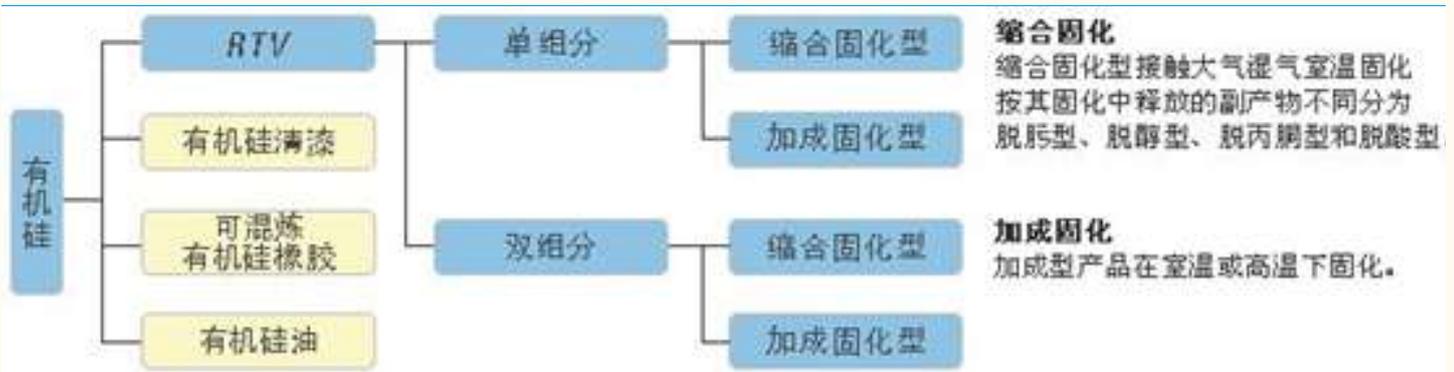
特性	RTV 硅橡胶	聚氨酯	环氧树脂
结构	$\begin{array}{c} R \\   \\ - (Si-O)_n - \\   \\ R \end{array}$	$\begin{array}{c} O \\    \\ H_2N - C - O - \end{array}$	$\begin{array}{c} H_2C \\ \diagdown \quad \diagup \\ O \end{array}$
耐候性	优秀	一般	差
耐酸碱	优秀	一般	差
高低温	-50~+200℃	-50~+150℃	-30~+120℃
耐紫外线	优秀	一般	差
耐臭氧稳定性	优秀	一般	差
吸水性	低	中	高
高温绝缘性	优秀	一般	差
弹性	好	一般	差

来源：CNKI，国金证券研究所

有机硅密封胶在国外主要用于建筑密封。国内为了降低成本，很长一段时间都在使用酚醛胶、三氨胶，这类胶水最大的问题是室内甲醛污染。随着人们对健康问题的关注度提升，有机硅密封胶已经逐渐成为我国建筑用密封胶的主导胶种。

聚氨酯胶广泛应用于制鞋、包装、建筑、汽车等领域。由于其优良的性能，被认为是国内最有发展潜力的胶种之一。在发达国家，制鞋用胶全部是聚氨酯胶粘剂，包装用复合薄膜全部采用聚氨酯胶粘剂，另外磁带等专用胶粘剂也采用聚氨酯胶粘剂。

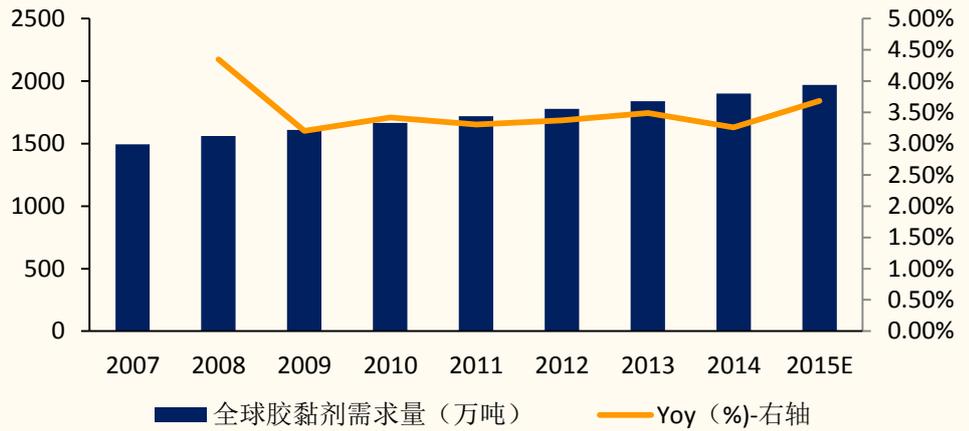
图表 7：有机硅胶的主要产品分类



来源：CNKI，国金证券研究所

全球胶粘剂需求稳步增长。2007 年全球胶粘剂需求总量为接近 330 亿磅（约合 1495 万吨），到 2014 年全球胶粘剂需求增长至 1900 万吨。中国已经成为世界最大的用胶国家。2009 年至 2014 年胶粘剂产量和销量增长均速超过 10%。中国地区胶类产品的消费量占到了整个亚太地区的 2/3，占到了全球胶类产品消费量的 32%，是名副其实的用胶大国。

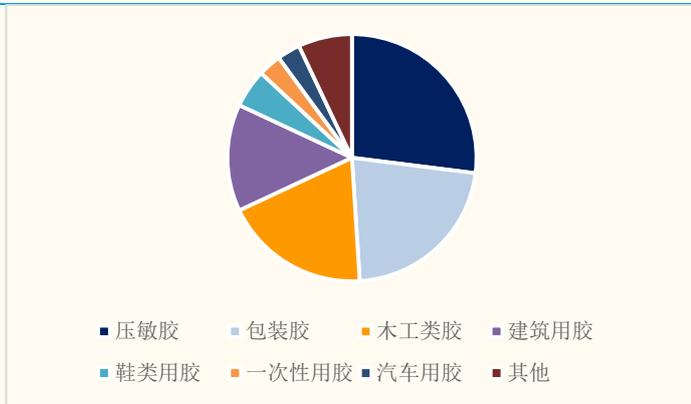
图表 8：全球胶黏剂需求量稳步增长



来源：CNKI，国金证券研究所

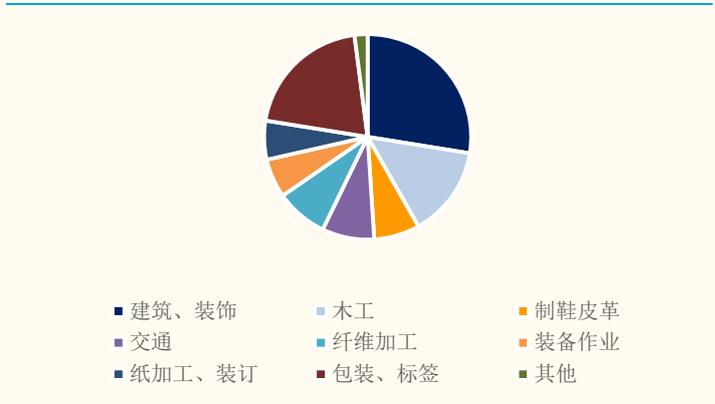
全球及国内胶黏剂下游行业新领域发展迅速。以汽车、皮革为代表的传统下游产业对粘胶剂需求旺盛。由于我国交通运输(包括汽车、火车、船舶等)、电子电器、精密仪器设备、航空航天等领域高新技术的应用，促进了高性能、高品质胶黏剂产品的发展，例如反应型聚氨酯结构密封胶，有机硅结构胶黏剂与密封胶。风力发电、太阳能、高铁及轨道交通、复合软包装等新兴产业的发展，促进了胶黏剂高新技术产品的开发和生产，如聚氨酯、环氧、硅酮等胶黏剂与密封胶。对于部分传统型胶黏剂产品，如改性丙烯酸酯胶，厌氧胶，由于本身性能的局限性，他们的产量增加很少，市场份额没有提高甚至逐年下降。下游需求结构的改变直接导致了胶黏剂品种结构的改变。

图表 9：2014 年全球胶黏剂下游需求分布



来源：Kusumgar, Nerfi & Growney，国金证券研究所

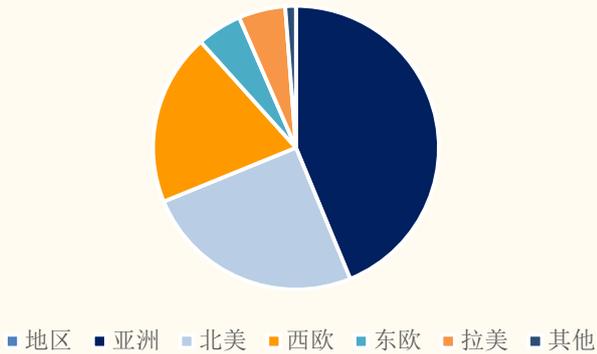
图表 10：2014 年国内胶黏剂下游需求结构



来源：Kusumgar, Nerfi & Growney，国金证券研究所

在全球胶黏剂需求平稳增长的大背景下，国内新领域需求的拓展直接导致了国内市场份额的持续提升，亚洲粘胶需求占全球比重从 2007 年的 36% 升至 2014 年的 44%。市场份额的持续扩大也使得国内企业充分享受行业红利。

图表 11: 胶黏剂亚洲需求占比持续提升



来源: CNKI, 国金证券研究所

图表 12: 国内胶黏剂出口量迅速提升



来源: 海关总署, 国金证券研究所

我们认为国内胶黏剂行业仍处于快速成长期, 虽然传统的建筑、工程类行业需求出现一定放缓, 但行业新的下游需求不断涌现。以高铁、新能源、电子元器件为代表的的需求新领域是未来国内政策推动发展的重点, 行业的高速发展势必带动上游胶黏剂的需求继续稳步提升, 进而利好公司。

#### 背膜业务有望成为公司新的利润增长点

光伏产业是指利用光伏效应, 使太阳光射到硅材料上产生电流直接发电。以硅材料的应用开发形成的产业链条称之为“光伏产业”, 包括高纯多晶硅原材料生产、太阳能电池生产、太阳能电池组件生产、相关生产设备的制造等。

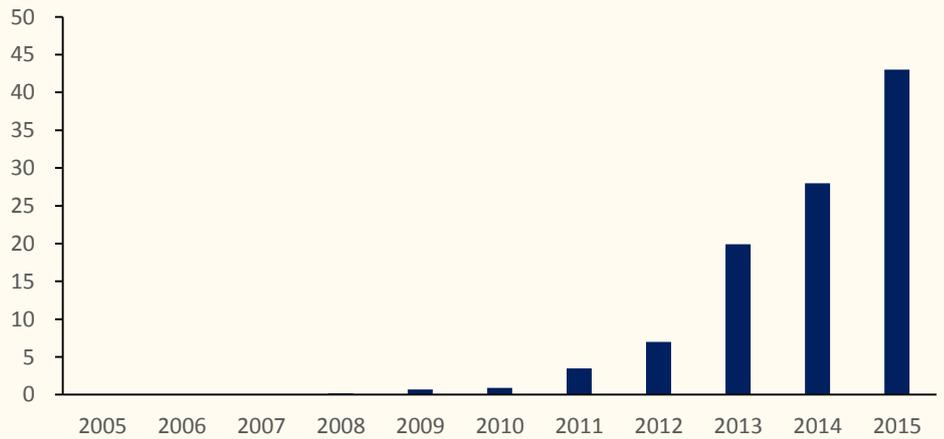
图表 13: 太阳光伏产业链及背板组成结构



来源: 国金证券研究所

中国光伏产业在经历了 2011 年的低谷后走上新一轮增长周期。据国家能源局统计, 截至 2014 年底, 全国光伏发电累计并网装机容量达 28.05GW (其中光伏电站为 23.38GW, 分布式为 4.67GW), 同比大幅增长 60%; 新增并网光伏装机容量 10.60GW (其中光伏电站为 8.55GW, 分布式为 2.05GW), 约占全球新增容量的 25%, 占全国光伏电池组件产量的 33%; 2014 年光伏年发电量约 250 亿千瓦时, 同比增长超 200%。可见在太阳能光伏普及程度较低的同时其发展之快。

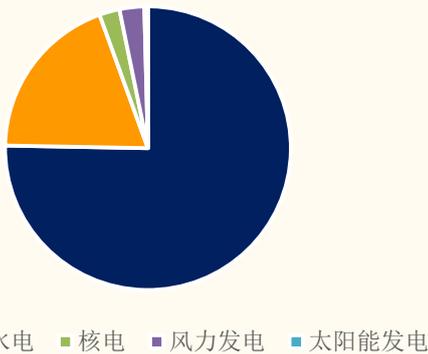
图表 14: 国内光伏装机容量迅猛增长



来源: Wind, 国金证券研究所

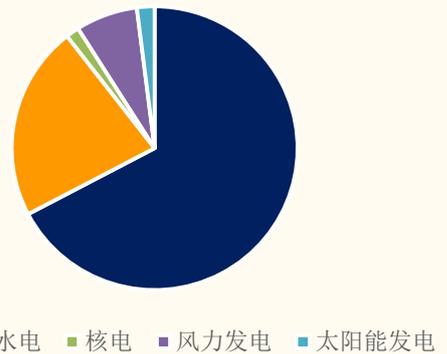
与此同时, 目前中国清洁能源、尤其是太阳能光伏发电在电力生产结构中的占比仍然较低。2014 年, 中国光伏发电装机容量仅占电力总装机容量的 2.0%, 并网太阳能发电量也仅占全部发电量的 0.4%, 而同时期全球光伏发电第一大国德国的上述两项比重分别为 21.5% 及 6.3%, 中国较其仍有较大差距。未来仍存在较大的替代空间。

图表 15: 2015 年国内电力生产结构



来源: 中国电力企业联合会, 国金证券研究所

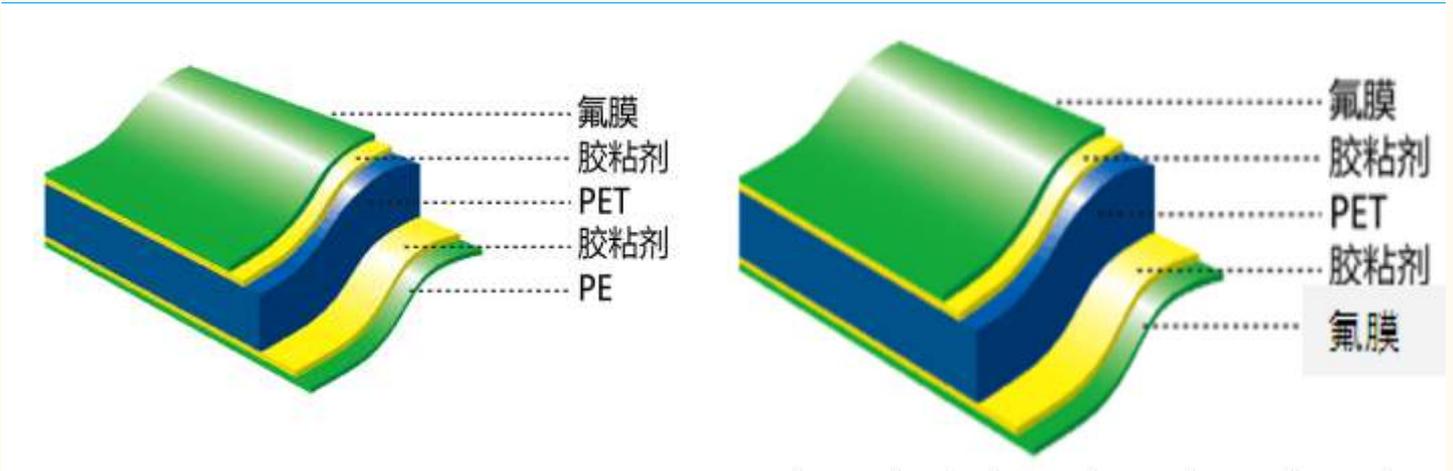
图表 16: 2015 年全国发电装机容量



来源: 中国电力企业联合会, 国金证券研究所

太阳能背板是光伏电池的重要部件。太阳能背板位于太阳能电池板的背面, 对电池片起保护和支撑作用, 具有可靠的绝缘性、阻水性、耐老化性。一般具有三层结构 (PVDF/PET/PVDF), 外层保护层 PVDF 具有良好的抗环境侵蚀能力, 中间层为 PET 聚脂薄膜具有良好的绝缘性能, 内层 PVDF 和 EVA 具有良好的粘接性能。

图表 17：公司主要覆膜产品工艺构成



来源：CNKI，国金证券研究所

我们认为公司的光伏背膜业务将充分受益于下游行业的景气周期。光伏背板属于对外依存度较高的产品，存在极大的进口替代空间，近年来国产背板市占率呈现逐年提升的态势；含氟背板的 market 占比近年来呈现连续提升的趋势，将极大刺激氟膜需求；公司拥有 900 万平米的背板产能，可以自上而下发挥全产业链优势。

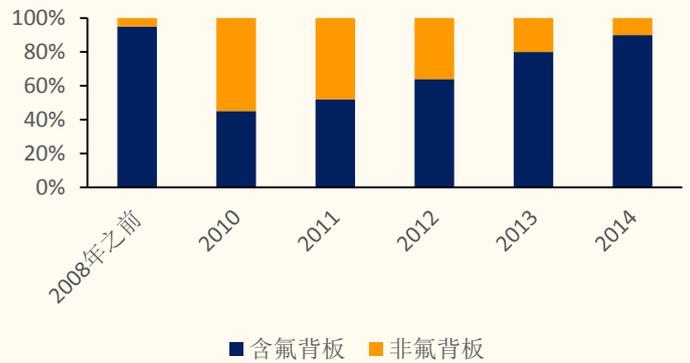
国产太阳能背板的进口替代进程显著加快，同时含氟背板市场份额在经历短暂下滑后出现较大幅度的显著提升。公司拥有 2000 万平方米背板覆膜的产能，公司的全产业链优势非常显著，自产背膜较之外购背膜可降低成本 7 元/平米，背膜产能的迅速放量有望进一步提升该项业务的盈利能力。

图表 18：国产背板进口替代趋势显著



来源：CNKI，国金证券研究所

图表 19：含氟背板市场份额明显提升



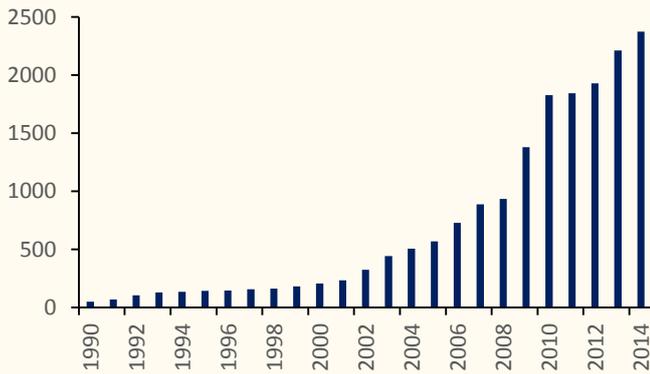
来源：CNKI，国金证券研究所

我们认为凭借着行业景气度的持续提升，以及背膜行业天然具有的技术壁垒，该业务有望成为公司未来几年新的利润增长点。

**布局汽车前、后市场 新业务开展顺利**

中国目前是全球的汽车大国，拥有极高的汽车产量及保有量水平。在巨大的产销量以及保有量的背后，是巨大的蓝海市场——万亿市场价值的汽车前、后市场。

图表 20：中国汽车产量逐年提升



来源：国金证券研究所

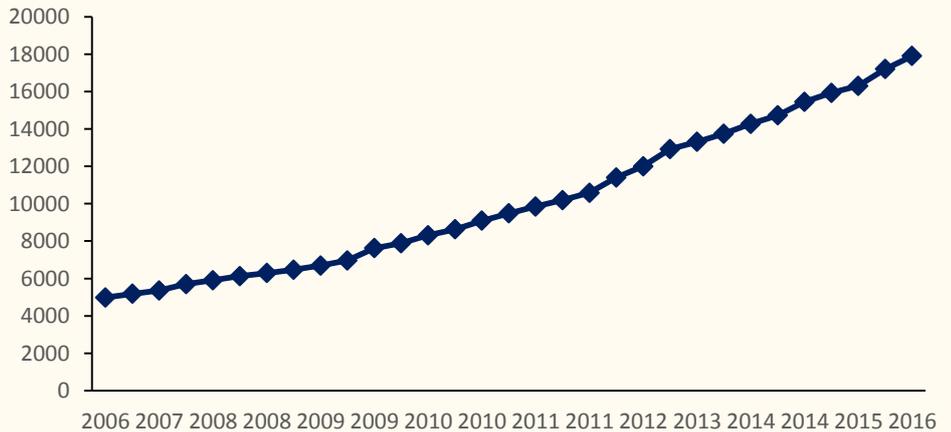
图表 21：中国汽车销量水平逐年提升



来源：国金证券研究所

公司自身的产品线优势具有一定的汽车前市场产业基础。公司早年的优势产品主要以车用胶黏剂维修为主，在汽车产业链中深耕多年，在汽车生产销售渠道等各方面具有极强的竞争优势。而这一竞争优势又可以进一步促进公司在布局汽车后市场方面做好渠道布局，从而形成一种良性循环。

图表 22：中国汽车保有量水平逐年提升



来源：国金证券研究所

公司在专注汽车后市场布局的同时，也在积极布局汽车用胶整体解决方案的开展。我们认为这也有益于公司未来继续提高汽车行业下游用户的粘性，为公司继续深耕汽车行业产业链夯实基础。我们认为公司在汽车行业的发展将大有作为，并将成为未来几年的主要利润增长点，有望增厚公司非胶业务的利润。

### 投资建议与盈利预测

我们认为公司是目前市场上较为稀缺的具有成长性的优良标的，公司在保持传统业务优势的前提下，已逐步实现双主业双引擎驱动的趋势。随着胶黏剂主要产品的持续放量以及太阳能电池背膜产品的逐步优化升级，公司盈利能力与竞争优势有望得到持续提升。

**图表 23：公司分产品收入及盈利预测**

	2015	2016E	2017E	2018E
有机硅胶-收入 (万元)	45,430.01	58000	69600	83520
毛利率	35.4%	40%	40%	40%
聚氨酯胶-收入 (万元)	16,545.68	20000	25000	28000
毛利率	26.5%	30%	30%	30%
非胶产品-收入 (万元)	13,618.05	15000	20000	23000
毛利率	30.6%	33%	33%	33%
太阳能电池背膜-收入 (万元)	12,891.18	17500	19900	20980
毛利率	22.3%	25.9%	25.8%	24.0%
总收入	88,484.92	110500	134500	155500
综合毛利率	32.84%	35%	35%	35%

来源：国金证券研究所

我们预计 16-18 年公司摊薄每股收益为 0.27、0.29、0.33 元，对应当前股价的 PE 分别为 46 倍、44 倍、38 倍。对公司首次覆盖，给予推荐评级。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>642</b>	<b>844</b>	<b>975</b>	<b>1,105</b>	<b>1,345</b>	<b>1,555</b>	货币资金	175	114	239	900	986	962
增长率		31.4%	15.6%	13.3%	21.7%	15.6%	应收款项	208	338	477	338	408	471
主营业务成本	-394	-542	-655	-718	-874	-1,011	存货	146	198	161	222	270	312
%销售收入	61.3%	64.2%	67.2%	65.0%	65.0%	65.0%	其他流动资产	48	62	41	100	121	139
毛利	248	302	320	387	471	544	流动资产	577	712	918	1,559	1,784	1,884
%销售收入	38.7%	35.8%	32.8%	35.0%	35.0%	35.0%	%总资产	51.5%	53.3%	51.8%	64.3%	66.7%	67.4%
营业税金及附加	-3	-6	-5	-7	-8	-10	长期投资	19	18	37	38	37	37
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	430	480	630	648	668	681
营业费用	-59	-85	-113	-112	-136	-157	%总资产	38.4%	36.0%	35.6%	26.7%	25.0%	24.4%
%销售收入	9.1%	10.1%	11.6%	10.1%	10.1%	10.1%	无形资产	90	117	176	176	183	190
管理费用	-99	-102	-129	-152	-185	-214	非流动资产	543	622	853	864	890	910
%销售收入	15.5%	12.1%	13.2%	13.8%	13.8%	13.8%	%总资产	48.5%	46.7%	48.2%	35.7%	33.3%	32.6%
息税前利润 (EBIT)	87	108	74	116	141	164	<b>资产总计</b>	<b>1,120</b>	<b>1,334</b>	<b>1,771</b>	<b>2,423</b>	<b>2,674</b>	<b>2,794</b>
%销售收入	13.5%	12.9%	7.6%	10.5%	10.5%	10.5%	短期借款	0	55	40	622	762	756
财务费用	2	0	-3	-10	-26	-30	应付款项	94	176	192	166	202	234
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.3%	0.9%	1.9%	1.9%	其他流动负债	11	10	4	53	56	58
资产减值损失	-4	-9	-10	0	-3	0	流动负债	105	241	235	842	1,021	1,048
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	1	0	0	0	0	0	其他长期负债	37	31	23	0	0	0
%税前利润	0.7%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	<b>负债</b>	<b>141</b>	<b>272</b>	<b>258</b>	<b>842</b>	<b>1,021</b>	<b>1,049</b>
营业利润	86	100	61	106	112	133	<b>普通股股东权益</b>	<b>978</b>	<b>1,061</b>	<b>1,509</b>	<b>1,577</b>	<b>1,650</b>	<b>1,741</b>
营业利润率	13.3%	11.9%	6.2%	9.6%	8.3%	8.6%	少数股东权益	1	1	4	4	4	4
营业外收支	17	22	34	18	18	18	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,120</b>	<b>1,334</b>	<b>1,771</b>	<b>2,423</b>	<b>2,674</b>	<b>2,794</b>
税前利润	103	122	94	125	131	152	<b>比率分析</b>						
利润率	16.0%	14.5%	9.7%	11.3%	9.7%	9.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-14	-12	-11	-15	-16	-19	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.4%	10.2%	11.6%	12.3%	12.3%	12.3%	每股收益	0.526	0.648	0.418	0.273	0.286	0.332
净利润	89	110	83	109	115	133	每股净资产	5.789	6.277	7.531	7.869	8.233	8.689
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.039	-0.014	-0.157	0.919	0.533	0.736
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>89</b>	<b>110</b>	<b>84</b>	<b>109</b>	<b>115</b>	<b>133</b>	每股股利	0.160	0.180	0.150	0.208	0.208	0.208
净利率	13.8%	13.0%	8.6%	9.9%	8.5%	8.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.09%	10.33%	5.56%	6.94%	7.23%	7.63%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.94%	8.21%	4.73%	4.52%	4.45%	4.76%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	7.68%	8.72%	4.20%	4.63%	5.33%	5.72%
净利润	89	110	83	109	115	133	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	26.96%	31.40%	15.58%	13.32%	21.71%	15.61%
非现金支出	36	48	56	58	69	74	EBIT 增长率	29.95%	24.98%	-32.04%	57.68%	21.71%	15.61%
非经营收益	-2	-3	2	13	27	31	净利润增长率	25.71%	23.22%	-23.46%	30.57%	4.72%	16.08%
营运资金变动	-117	-157	-172	4	-104	-91	总资产增长率	7.95%	19.06%	32.77%	36.80%	10.94%	4.14%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7</b>	<b>-2</b>	<b>-31</b>	<b>184</b>	<b>107</b>	<b>147</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-84	-107	-144	-60	-74	-75	应收账款周转天数	79.6	98.7	133.2	85.6	85.6	85.6
投资	0	0	-41	-1	0	0	存货周转天数	118.4	115.7	99.9	112.6	112.6	112.6
其他	11	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	44.2	54.7	65.1	47.0	47.0	47.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-73</b>	<b>-107</b>	<b>-186</b>	<b>-61</b>	<b>-74</b>	<b>-75</b>	固定资产周转天数	235.0	182.3	230.0	213.7	182.5	162.0
股权募资	0	0	398	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	55	-15	559	140	-5	净负债/股东权益	-17.91%	-5.51%	-13.16%	-17.56%	-12.35%	-12.00%
其他	-17	-23	-40	-22	-87	-92	EBIT 利息保障倍数	-50.9	-297.8	22.5	11.7	5.6	5.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-17</b>	<b>32</b>	<b>343</b>	<b>538</b>	<b>52</b>	<b>-97</b>	资产负债率	12.61%	20.41%	14.58%	34.76%	38.30%	37.48%
<b>现金净流量</b>	<b>-83</b>	<b>-77</b>	<b>126</b>	<b>661</b>	<b>86</b>	<b>-24</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD