

南京化纤 (600889)

证券研究报告

2017年01月16日

粘胶反转弹性大，国企改革动力足

粘胶为主业，南京化纤业绩改善可期

南京化纤是南京国资委控股的上市公司，公司主营业务是粘胶纤维，业务营收占比 84.06%。随着粘胶行业景气回升，公司市值小，业绩弹性大，粘胶短纤每涨价 1000 元，公司 EPS 增厚 0.32 元。

棉价进入上涨周期，粘胶迎来景气反转

棉价持续调整 5 年，供给大幅收缩。2011 年至今全球棉花减产 24%，中国减产 38%。不考虑中国库存，全球库存处于历史较低水平，中国库存虽高但抛储压力并不大。棉花种植成本刚性上升，支撑棉价进入上行周期，16 年棉价从 1.2 万元/吨涨至 1.5 万元/吨以上。粘胶行业亏损多年产能增长放缓，需求快速增长，2016 年行业开工率 86% 已达高位。近期淡季提价超 1,000 元/吨，库存近 4 年最低，价差从 16 年初的 5,000 元/吨左右大幅提升至 17 年初的 8,000 元/吨。鉴于未来两年新增产能依然有限，我们认为粘胶行业景气将持续好转。

国企改革预期强烈，内部挖潜空间巨大

南京化纤控股股东是南京国资委下属的新工集团，持股比例为 41.45%。新工集团旗下另两家上市公司均已启动国企改革，南京化纤国企改革预期强烈。公司粘胶短纤毛利率低于可比上市公司超过 10PCT，粘胶长丝毛利率同样明显偏低。我们认为国企改革后，经营效率提升，公司内部挖潜空间较大。我们测算，毛利率提高 1 个百分点，净利润提高约 1 千万。

现金为王，第二主业箭在弦上

公司 2015 年 7.7 亿元出售地产业务，财务结构大幅优化。目前负债率仅 31.7%，在手现金 3.5 亿。公司明确表示要“开拓新产业，到 2020 年实现新产业产值占比达 50%。”考虑目标和完成时间，我们认为公司或将通过外延并购或集团资产注入方式发展第二主业。因此，公司后续资本运作会不断推进，值得期待。

投资建议

预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.33/0.94/1.30 元。棉价上行带动粘胶短纤行业反转，新增产能有限，涨价有望持续。粘胶短纤每涨价 1,000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.32 元；大股东新工集团旗下公司陆续启动国企改革，公司国企改革进程将会加速；出售地产业务后，公司仍将大力发展第二产业，未来外延并购或资产注入预期强烈。参考可比上市公司，给予 2017 年 20 倍 PE，对应目标价 18.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：粘胶价格上涨不及预期，国企改革及第二主业进度不及预期，以及环保风险

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,771.78	1,518.47	1,926.83	2,578.18	3,521.99
增长率(%)	(13.67)	(14.30)	26.89	33.80	36.61
EBITDA(百万元)	212.05	658.66	188.57	401.68	532.75
净利润(百万元)	5.47	457.51	102.14	287.68	398.46
增长率(%)	(77.73)	8,271.56	(77.67)	181.65	38.51
EPS(元/股)	0.02	1.49	0.33	0.94	1.30
市盈率(P/E)	698.42	8.34	37.37	13.27	9.58
市净率(P/B)	4.08	2.73	2.56	2.17	1.79
市销率(P/S)	2.15	2.51	1.98	1.48	1.08
EV/EBITDA	13.04	7.33	17.26	7.77	4.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.34 元
目标价格	18.80 元

基本数据

总股本(百万股)	307.07
流通股本(百万股)	307.07
总市值(百万元)	3,789.23
流通 A 股市值(百万元)	3,789.23
每股净资产(元)	4.70
资产负债率(%)	31.74
一年内最高/最低(元)	14.22/9.85

作者

冶小梅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100001	
yexiaomei@tfzq.com	
吴頔	联系人
wudi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

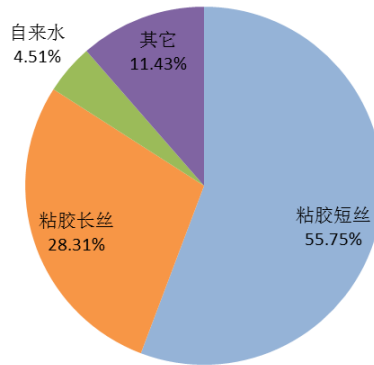


1. 公司简介

小公司，大集团，当前主业为粘胶。南京化纤股份有限公司前身系于 1964 年建成投产的南京化学纤维厂。公司是南京“国资系”上市公司，南京国资委通过南京新工集团及其子公司合计持有 41.45%。

南京化纤主营业务是粘胶纤维生产，具有粘胶短纤权益产能 12.8 万吨（本部 8 万吨，兰精（南京）16 万吨 30% 股权），粘胶长丝产能 2 万吨，合计营收占比 84.06%。此外，公司自来水厂位于南京市，日供水量 15 万吨，除自用外，还为兰精(南京)公司提供自来水服务。

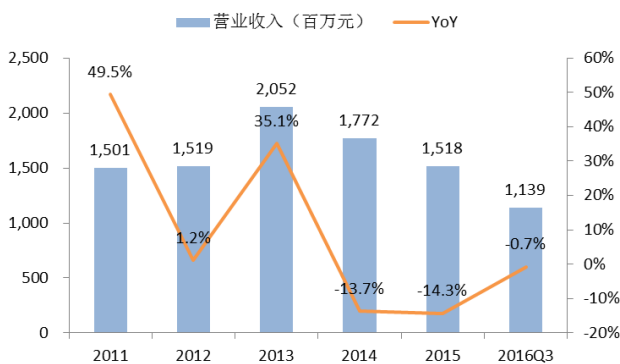
图 1：公司收入构成（2016 年中报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

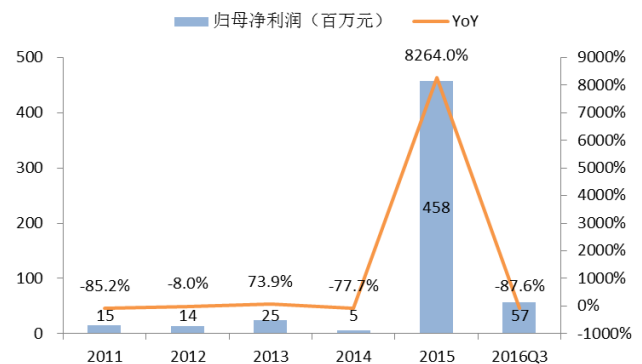
16 年营利下降有因，17 年盈利有望大幅改善。2011-2015 年，粘胶短纤行业不景气，公司净利润在 1,000-2,000 万左右波动。2015 年公司 7.7 亿元出售房地产业务，投资收益 4.6 亿元。2016 年 Q3 随着粘胶行业复苏，前三季度净利润超 5,000 万元。

图 2：公司营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

子公司扭亏为盈。奥地利兰精是生产纤维素纤维的世界领军企业，产量占全球市场的份额超 20%，是世界上最大的粘胶纤维生产商。南京化纤与兰精在南京合资的粘胶纤维生产厂产能 16 万吨，南京化纤持股 30%。兰精（南京）2013-2015 年净利润分别为-1.13 亿元，-1.24 亿元和 293 万元。随着粘胶行业向好，2016 年盈利将进一步增长。

2. 棉价上行，粘胶行业反转

与涤纶等合成纤维不同，粘胶纤维属于天然纤维素的再生纤维，兼具天然纤维的舒适和合成纤维的功能性。与棉花相比，吸湿性更强穿着更舒适，染色性加工性能都优于棉花；与

涤纶等合成纤维相比，粘胶因其天然属性，可自然降解，不易起静电，吸湿透气性能好，穿着舒适度高。因为性能优异，下游加工成本较棉纺低，因此粘胶短纤价格一般比棉花高1500元/吨左右，两者价格相关度较高。

2.1. 调整多年，棉花进入上行周期

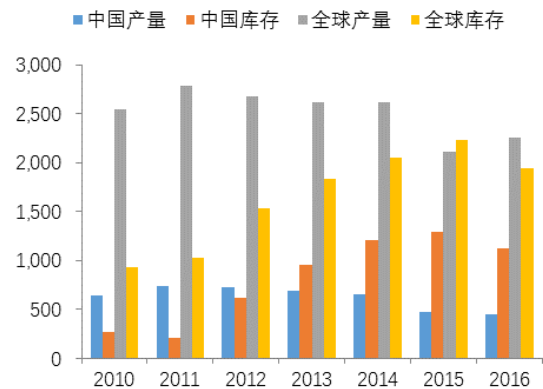
棉花大幅减产，持续去库存。棉花价格从2011年见顶后，已经持续回调了5年。近5年，中国棉花种植面积和产量持续下降，供给收缩明显。2015年中国棉花产量降至455万吨，较2011年下降38.5%。全球棉花产量同样从2011年2,784万吨降至2015年2,110万吨，降幅24.0%。全球需求2015年为2,378万吨，近两年持续去库存。2016年全球库存为1,810万吨，其中53%为中国库存。全球库存消费比79%，不考虑中国地区库存消费比为49%，接近09-10年上一轮棉花牛市启动前的库存水平。2016年中国库存消费比为135%，远高于09-10年25%左右水平。造成中国库存偏高的主要原因是国家的产业政策：2011年开始为了维持棉价稳定，高价收储导致库存急剧上升。

图4：棉花调整多年16年企稳回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

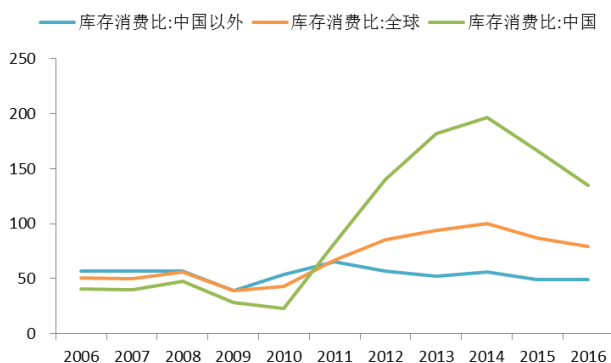
图5：棉花产量及库存持续下降（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

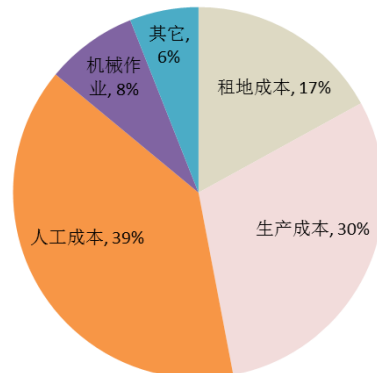
中国棉花库存虽高，但并不可惧。虽然中国棉花存货较高，由于是高价收购基本全部是国家储备，抛储压力并不大。首先，中储棉收购价在19,800元/吨，远高于现货价格；其次，棉价事关边疆稳定。地理条件等因素制约，棉花一直是新疆建设兵团主要的种植作物，产量大约占全国总产量70%以上。因此，放弃收储后国家推出棉花目标价格改革，即按照种植成本加基本收益确定棉花目标价格，该价格与市场价格的差额，由政府补贴给新疆棉农。2016年新疆棉花目标价为18,600元/吨，目前市场成交价疆内为15,500元/吨，内地为16,500元/吨。如果抛储导致市场价格大幅下跌，新疆棉花补贴额上升，加大中央财政负担。因此，虽然中国棉花库存较高，但是并不会短期内集中抛售，必然是用3-4年时间逐渐消化。

图6：棉花库存持续下降，除中国外库存降至较低水平（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图7：2015新疆棉花成本构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

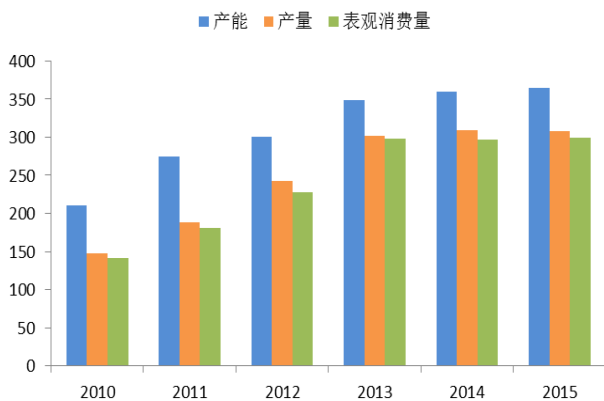
棉花成本刚性，支撑棉价上行。2015 年新疆手摘棉种植成本为 1.5 万元/吨，其中租地成本占比 17%，生产成本 30%、人工成本占比 39%。租地和人工成本中长期均有上升趋势，生产资料如种子、化肥等目前均在底部也难再有下降空间。因此，棉花种植成本将带动价格逐渐上升。

棉花价格 2016 年已经企稳回升。随着棉花去产能、供需关系改善，且 2016 年国储棉抛储的时间迟于预期、抛储量不足以满足需求，棉花价格开始触底反弹。从年初低于 12,000 元/吨涨价至 15,000 元/吨以上的水平。

2.2. 粘胶行业供需反转

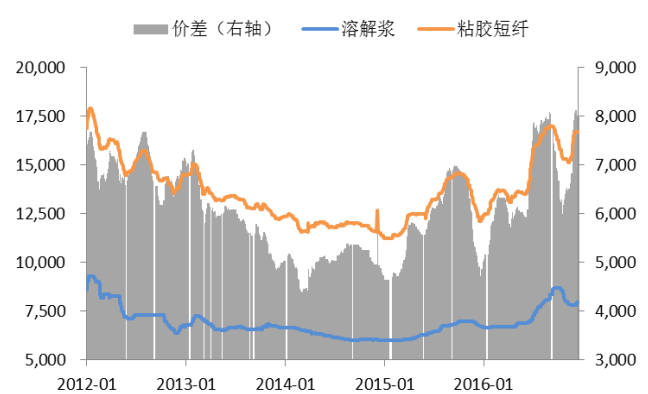
粘胶行业产能增速大幅放缓。12-14 年粘胶短纤行业持续亏损，新增产能增速明显放缓，13-17 年三年几乎没有新增产能。2016 年中国粘胶短纤总产能约 375 万吨，2017 年最多将有 22 万吨新增产能，考虑杭州富丽达 18 万吨搬迁，实际有效产能几乎没有增长。环保趋严的大背景下，部分中小企业甚至存在关停的风险。

图 8：中国粘胶产能，产量及表观消费量（万吨）



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

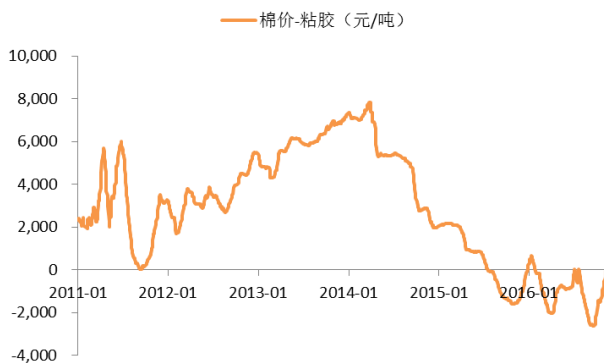
图 9：粘胶短纤和原料溶解浆价格及价差（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

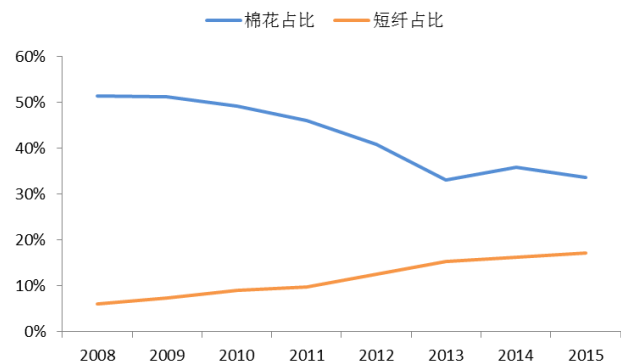
需求快速增长。根据百川资讯统计，中国粘胶短纤表观消费量从 2011 年的 181 万吨迅速增长到 2015 年的 299 万吨。2016 年上半年需求继续增长 7-8%，预计全年需求 320 万吨。粘胶短纤需求快速增长主要是由于 12-13 年政策导致的国内高棉价造成棉花与粘胶价格大幅倒挂，粘胶比棉花最低时要便宜 5000 多元/吨，下游纺织企业为降低成本加大粘胶混纺比例，用粘比持续提高。2008 年纺织行业三大纺织原料中，粘胶短纤消费量 95 万吨，用粘比 6%，2015 年已经快速提升至 17%，与此相对，棉花占比从 2008 年的 51% 迅速下降至 2015 年的 34%。

图 10：粘胶与棉价长期倒挂



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：价格优势推动纺织行业用粘比持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

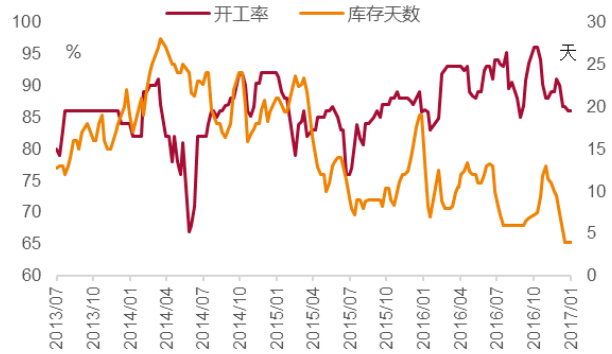
供需反转，粘胶短纤价格止跌回升。根据中国化纤工业协会统计，2016年前11月，中国粘胶短纤产量309万吨，同比增长10.63%。我们2016年全年国内产量约337万吨，开工率可达89%。2017-2018年假设需求继续保持7%，净出口维持在10万吨，则全行业开工率分别为93%和91%，供给持续偏紧。根据中纤网统计，目前行业淡季粘胶行业库存仅4天，为13年至今最低水平，开工率86%，也属于近几年较高水平。近1个月，粘胶淡季逆势提价超过1000元/吨，1.5D报价16,550元/吨，接近16年旺季高点17,000元/吨，充分说明粘胶短纤行业供给紧张。因此，我们认为粘胶短纤行业已经迎来景气反转且将持续至少未来2年。

图 12：粘胶短纤价格触底回升



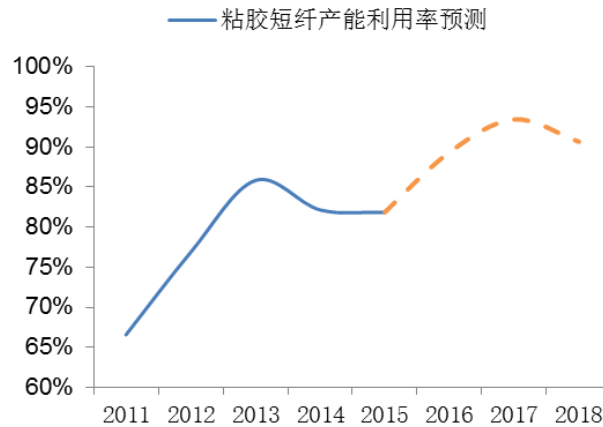
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：粘胶短纤高开工低库存



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 14：粘胶短纤行业开工率将持续维持在高位



资料来源：中纤网，天风证券研究所

摆脱原料束缚，享受行业红利。粘胶短纤生产原料主要有三种：棉浆粕、溶解浆和其他类浆粕。12年以前，粘胶短纤原料主要以棉浆粕为主，后者为棉花副产物。棉花减产，棉价上涨对粘胶有利；然而棉花减产会导致棉短绒随之减产，造成原料成本上升，对粘胶不利。因此，原料瓶颈限制了粘胶短纤分享涨价红利。过去几年棉花大幅减产，棉浆粕供应不足，倒逼国内粘胶企业技改，原料路线基本转为溶解浆，解决了原料供应问题。目前，我国粘胶原料中溶解浆占据主要地位，仅部分新疆企业依然采用棉浆粕。溶解浆主要用于造纸，2015年全球产量610万吨，中国产能100万吨，需求220万吨，进口依存度较高（中国产业信息网）。粘胶短纤需求占比极低。2016年以来，溶解浆涨幅有限，粘胶与溶解浆价差从16年初的5,000元/吨元左右大幅提升至17年初的8,000元/吨。

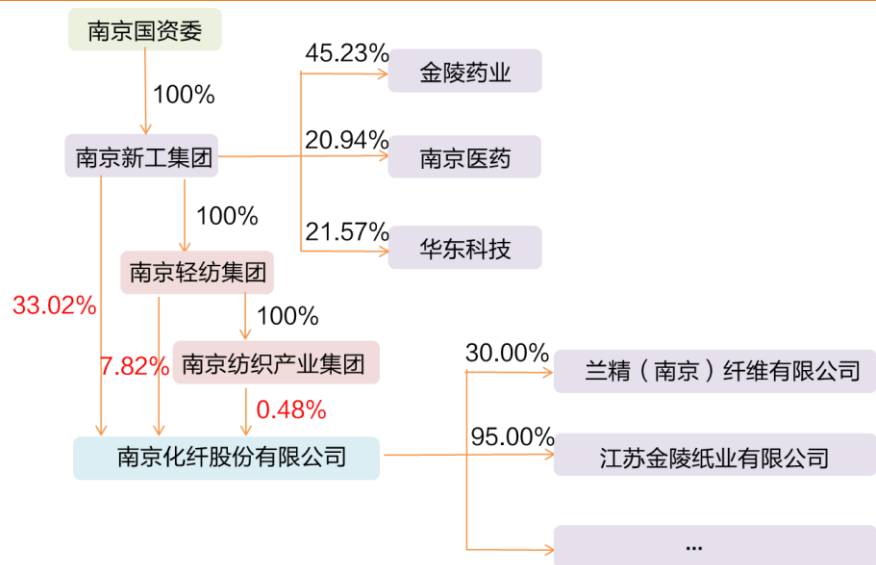
环保政策逼退中小产能。环保趋严的大背景下，部分中小企业存在关停的风险。根据百川资讯统计，2015年限产的产能就达到了33万吨，占当年总产能的9%。随着环保标准提升，将倒逼中小企业退出，利好上市公司等行业龙头企业。

3. 国企改革箭在弦上

大股东实力雄厚。南京化纤的控股股东是南京新工集团，持股比例为 41.45%，实际控制人是南京国资委。作为南京市市属大型国有企业集团，2015 年新工集团资产 576 亿元，净资产 190 亿元，营业收入 340 亿元，利润总额 14.4 亿元。

根据集团网站披露，新工集团主要职责：大力推进先进制造业和战略性新兴产业发展；负责重大和重要的产业发展项目融资并进行先导性投资；承担市属国有工业企业的经营管理、资产保值增值及维护稳定任务等。集团初步形成了以电子显示、生物医药、高端制造、新能源汽车为主的新兴产业布局。根据集团“十三五”发展目标，到 2020 年，集团资产总额达到 800 亿元；年营业收入总额争取达到 650 亿元；年利润总额争取达到 25 亿元。计划五年内直接投资 110 亿元，预期形成项目总投资 500 亿元，带动投资 1,000 亿元。规划期内三家上市公司力争至少完成一次重大资本运作；3-5 家企业完成新三板或主板上市；集团资本证券化率提升至 80%左右，完成 1-2 家境外企业并购。

图 15：南京化纤公司股权结构



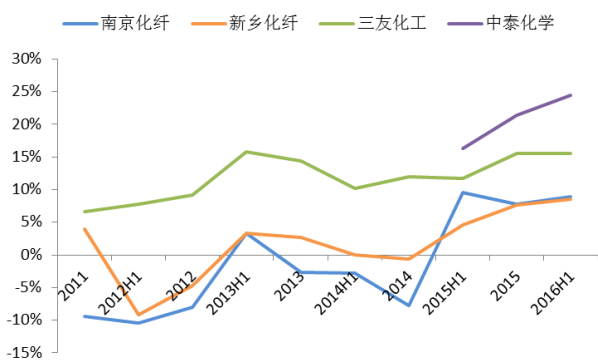
资料来源：公司公告，天风证券研究所

南京化纤国企改革有望加速。新工集团控股 3 家上市公司，分别是南京医药、金陵药业和南京化纤。金陵药业 2014 年收购安庆石化医院，做大医疗服务；南京医药 2014 年定增引入外资战略投资者联合博姿，2016 年启动员工持股计划。目前仅南京化纤还未有国企改革动作。我们认为，兄弟单位国企改革的推进以及粘胶行业复苏，南京化纤的国企改革也必将加速。

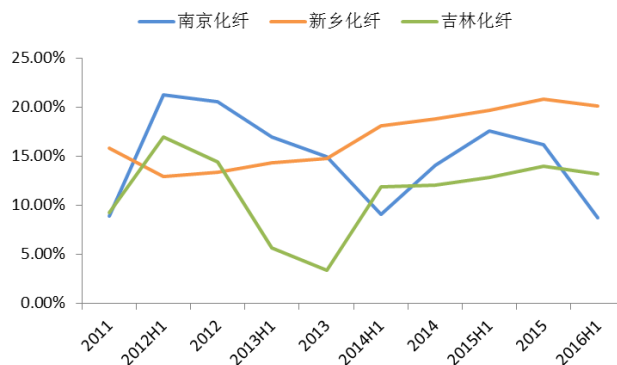
内部挖潜潜力大。粘胶纤维为充分竞争性行业，企业间竞争主要是比拼成本。南京化纤地处南京，环保人工等各项成本较高。2016 年上半年，公司粘胶短纤业务毛利率 8.9%，业内领先的中泰化学毛利率可达 24.4%，盈利能力显著强于南京化纤。公司粘胶长丝 2016 年上半年毛利率 8.72%，可比上市公司新乡化纤和吉林化纤分别为 20.2% 和 13.2%，公司同样偏低。因此，我们认为国企改革后，经营效率提升，公司内部挖潜空间较大。以 2015 年南京化纤 13 亿元粘胶纤维收入测算，毛利率提高 1 个百分点，净利润提高约 1 千万。

图 16：南京化纤粘胶短纤毛利率偏低

图 17：南京化纤粘胶长丝毛利率偏低



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

4. 剥离地产，第二主业值得期待

2016 年底，公司启动 96 年上市以来第一次定向增发，拟募集资金 15 亿元用于建设 16 万吨差别化粘胶纤维项目。增发底价 11.38 元，新工集团拟不低于 2 亿元参与本次定增。我们认为此次定增拉开南京化纤资本运作的序幕。

内生改革基因，寻求业务多元化。粘胶纤维周期波动明显，因此南京化纤一直有发展第二主业的诉求。公司于 2008 年成立金羚地产，2013 年贡献近一半的营业收入，2014 年响应政府号召，7.7 亿出售房地产业务，告别双主业，仅剩粘胶纤维业务。

积极发展第二主业。公司 2015 年年报明确提出发展双主业，“加大资本运作力度，通过定向增发等方式，快速开拓新产业，到 2020 年实现新产业产值占比达 50%。”公司目前负债率仅 31.7%，在手现金 3.5 亿。我们认为，考虑目标和完成时间，公司或将通过外延并购或集团资产注入方式发展第二主业。因此，未来 1-2 年，公司后续资本运作会不断推进。

5. 盈利预测和估值分析

核心假设

2016 年粘胶短纤均价 1.4 万元/吨，预计 2017 及 2018 年均价分别为 1.65 万元/吨和 1.7 万元/吨。公司技术改造完成，本部产能从 8 万吨扩产到 10 万吨。我们测算公司 2017 和 2018 年产量分别达到 9.5 万吨和 14 万吨。

投资建议

首次覆盖，买入评级。基于以上假设，我们测算公司 2016-2018 年 EPS 为 0.33 元，0.94 元和 1.30 元，现价对应 2017 年 PE13X。棉价上行带动粘胶短纤行业反转，未来 2 年新增产能有限，粘胶短纤涨价有望持续。南京化纤主业粘胶化纤，市值小业绩弹性大，粘胶短纤每涨价 1,000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.32 元；大股东新工集团旗下公司陆续启动国企改革，公司国企改革进程将会加速；出售房地产业务后，公司仍将大力发展第二产业，未来外延并购或资产注入预期强烈。参考可比上市公司，给予 2017 年 20 倍 PE，对应目标价 18.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

估值对比

表 1: 国内粘胶主要上市公司估值比较

名称(代码)	总市值(亿元)	PE(2016E)	PE(2017E)	PE(2018E)	PB(LF)	产能(万吨)	吨市值(亿元/万吨)
中泰化学(002092)	268.31	23.43	17.5	14.37	1.76	36.00	7.45
澳洋科技(002172)	77.53	30.58	16.84	14.66	5.72	22.50	3.45
恒天海龙(000677)	60.05	-	-	-	22.47	17.00	3.53
南京化纤(600889)	38.17	37.37	13.27	9.58	2.65	12.80	2.98

资料来源:百川资讯, Wind, 天风证券研究所 (产能统计的是2016年短纤产能)

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	71.04	81.41	551.92	696.26	1,481.15
应收账款	91.14	62.88	111.15	52.90	91.63
预付账款	21.24	8.95	97.14	41.75	76.45
存货	1,014.92	222.33	210.00	200.00	200.00
其他	76.34	270.04	107.02	191.81	238.69
流动资产合计	1,274.68	645.61	1,077.23	1,182.72	2,087.92
长期股权投资	157.11	158.19	158.19	158.19	158.19
固定资产	1,324.35	1,282.94	1,251.11	1,234.11	1,213.02
在建工程	76.00	28.47	53.08	79.85	77.91
无形资产	31.32	30.54	29.77	29.00	28.23
其他	62.70	25.29	38.39	35.53	28.29
非流动资产合计	1,651.48	1,525.43	1,530.54	1,536.68	1,505.63
资产总计	2,926.16	2,171.04	2,607.76	2,719.39	3,593.55
短期借款	230.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,267.11	483.55	613.58	634.65	867.26
其他	180.57	42.04	299.45	119.02	387.99
流动负债合计	1,677.69	575.59	913.03	753.67	1,255.26
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	191.96	188.39	191.93	190.76	190.36
非流动负债合计	191.96	188.39	191.93	190.76	190.36
负债合计	1,869.65	763.99	1,104.96	944.44	1,445.62
少数股东权益	121.73	10.27	10.88	12.62	15.03
股本	307.07	307.07	307.07	307.07	307.07
资本公积	215.61	227.41	227.41	227.41	227.41
留存收益	627.72	1,087.81	1,184.85	1,455.27	1,825.84
其他	(215.61)	(225.50)	(227.41)	(227.41)	(227.41)
股东权益合计	1,056.52	1,407.05	1,502.80	1,774.96	2,147.93
负债和股东权益总	2,926.16	2,171.04	2,607.76	2,719.39	3,593.55

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	37.28	457.92	102.14	287.68	398.46
折旧摊销	115.67	125.01	68.80	71.48	74.10
财务费用	34.73	11.75	2.00	2.00	2.00
投资损失	34.72	(500.81)	(5.00)	(10.00)	(15.00)
营运资金变动	(126.84)	(188.57)	394.70	(127.65)	400.48
其它	63.23	161.97	0.62	1.74	2.41
经营活动现金流	158.80	67.28	563.26	225.25	862.44
资本支出	51.96	29.66	56.46	81.17	50.40
长期投资	(37.36)	1.08	0.00	0.00	0.00
其他	(36.10)	637.87	(111.46)	(151.17)	(85.40)
投资活动现金流	(21.49)	668.60	(55.00)	(70.00)	(35.00)
债权融资	277.50	50.00	15.83	21.11	12.31
股权融资	(6.99)	11.69	9.92	14.89	11.03
其他	(633.89)	(798.43)	(63.49)	(46.92)	(65.89)
筹资活动现金流	(363.37)	(736.74)	(37.74)	(10.92)	(42.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(226.06)	(0.86)	470.52	144.34	784.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,771.78	1,518.47	1,926.83	2,578.18	3,521.99
营业成本	1,440.38	1,312.77	1,637.54	2,019.07	2,745.81
营业税金及附加	61.08	8.42	10.60	14.18	19.37
营业费用	14.17	16.42	18.40	24.37	35.01
管理费用	121.47	126.59	129.26	188.21	262.33
财务费用	35.44	10.40	2.00	2.00	2.00
资产减值损失	1.12	19.06	16.27	12.15	15.82
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(34.72)	500.81	5.00	10.00	15.00
其他	69.44	(1,001.62)	(10.00)	(20.00)	(30.00)
营业利润	63.39	525.63	117.77	328.19	456.65
营业外收入	8.72	1.53	3.98	4.75	3.42
营业外支出	2.31	9.66	5.62	5.87	7.05
利润总额	69.80	517.50	116.13	327.08	453.02
所得税	32.52	59.58	13.37	37.66	52.16
净利润	37.28	457.92	102.76	289.42	400.87
少数股东损益	31.82	0.41	0.62	1.74	2.41
归属于母公司净利润	5.47	457.51	102.14	287.68	398.46
每股收益(元)	0.02	1.49	0.33	0.94	1.30

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-13.67%	-14.30%	26.89%	33.80%	36.61%
营业利润	-55.64%	729.17%	-77.59%	178.67%	39.14%
归属于母公司净利润	-77.73%	8271.56%	-77.67%	181.65%	38.51%
获利能力					
毛利率	18.70%	13.55%	15.01%	21.69%	22.04%
净利率	0.31%	30.13%	5.30%	11.16%	11.31%
ROE	0.58%	32.75%	6.85%	16.32%	18.68%
ROIC	4.01%	39.19%	7.84%	31.43%	38.11%
偿债能力					
资产负债率	63.89%	35.19%	42.37%	34.73%	40.23%
净负债率	146.71%	108.11%	42.09%	30.27%	10.57%
流动比率	0.76	1.12	1.18	1.57	1.66
速动比率	0.15	0.74	0.95	1.30	1.50
营运能力					
应收账款周转率	20.40	19.72	22.14	31.43	48.74
存货周转率	1.49	2.45	8.91	12.58	17.61
总资产周转率	0.55	0.60	0.81	0.97	1.12
每股指标(元)					
每股收益	0.02	1.49	0.33	0.94	1.30
每股经营现金流	0.52	0.22	1.83	0.73	2.81
每股净资产	3.04	4.55	4.86	5.74	6.95
估值比率					
市盈率	698.42	8.34	37.37	13.27	9.58
市净率	4.08	2.73	2.56	2.17	1.79
EV/EBITDA	13.04	7.33	17.26	7.77	4.38
EV/EBIT	27.98	9.01	27.17	9.45	5.09

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com