

浙江众成(002522)/包装印刷

募投项目即将投产, 公司业绩腾飞可期

评级: 买入(首次)

市场价格: 19.15

目标价格: 28

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qizq.com.cn

分析师: 罗雅婷

执业证书编号: S0740517030002

Email: luoyt@r.qizq.com.cn

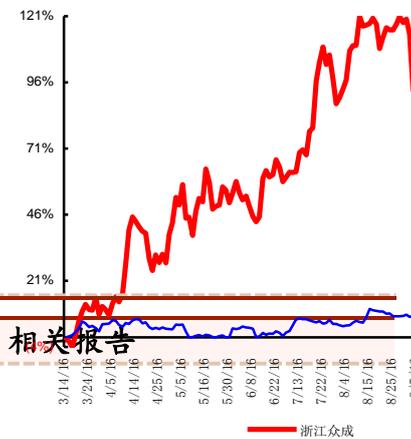
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	541.63	483.76	538.88	700.54	1,506.16
增长率 yoy%	6.97%	-10.68%	11.39%	30.00%	115.00%
净利润	60.21	67.77	104.94	135.52	450.48
增长率 yoy%	-17.79%	12.56%	54.84%	29.14%	232.41%
每股收益(元)	0.14	0.08	0.12	0.15	0.50
每股现金流量	0.19	0.13	0.19	0.19	0.49
净资产收益率	4.44%	4.91%	7.24%	6.82%	18.49%
P/E	140.69	241.50	151.42	120.48	36.25
PEG	—	19.22	2.76	4.13	0.16
P/B	6.24	11.85	10.96	8.22	6.70
备注:					

基本状况

总股本(百万股)	883
流通股本(百万股)	617
市价(元)	19.15
市值(百万元)	16,915
流通市值(百万元)	11,810

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 产品结构优化+生产成本下降, 公司盈利能力显著提升:** 公司主要从事 POE 热收缩膜产品的研发、生产和销售, 已成为国内占有率第一、全球占有率第二的 POE 热收缩膜行业龙头企业。公司坚持高端化、差异化的市场竞争策略, 积极优化产品结构, 提升交联膜等高附加值产品的占比。17 年公司产品结构有望进一步优化, 主业的稳健增长将为公司提供每年 1 亿稳定的现金流。
- 募投产能释放在即, TPAE 将成为新增利润点:** 15 年 12 月, 公司公告拟非公开发行募集资金不超过 4 亿元用于投资建设年产 12 万吨热塑性弹性体材料生产项目, 目前已获证监会核准。新型 TPAE 材料作为热塑性弹性体材料发展的新趋势, 市场空间大, 是公司的独有产品, 技术和工艺壁垒极高, 国际市场上类似产品售价高达 12 万元/吨。公司可通过充油拓宽 TPAE 材料的硬度范围, 降低生产成本, 一方面可实现进口产品的替代, 另一方面降低成本后可以拓展新的应用领域。该预计将于 17 年二季度末投产, 保守预计全部达产后可实现年均销售收入 29.6 亿元, 年均利润总额 10 亿元(公司 51% 持股比例), 不仅将丰富公司产品线, 同时公司将迎来重要的业绩拐点, 盈利水平进入快速上升通道。
- 取得丙烯系聚合物相关专利, 可用于制作有价证券:** 15 年 5 月公司计划投资不超过 1 亿元投资建设“高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目”, 用于建设高性能功能性聚丙烯薄膜的试制生产线并进行深化放大。16 年以来公司相继收到国家知识产权局颁发的关于丙烯系聚合物的多项发明专利。这些专利可用于制作有价证券, 专利的获得提升了公司可持续发展能力, 丰富公司产品线, 有望为公司长远发展带来新突破。
- 盈利预测与估值:** 公司积极布局和开展对新材料、新工艺的研发工作, 不断完善产品结构, 拓展新业务领域。随着募投产能的逐步释放以及新型研发成果转化为现实生产力, 看好公司的长期发展。我们预计公司 16~18 年营业收入将分别达到 5.39 亿元、7.01 亿元和 15.06 亿元, 实现归属于母公司的净利润分别为 1.05 亿元、1.36 亿元和 4.50 亿元, 同比增速分别为 54.84%、29.14% 和 232.41%, 考虑增发摊薄, 17-18 年的 EPS 分别为 0.15、0.50 元, 当前股价对应 18 年 36 倍 PE。给予买入评级, 目标价 28 元。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动, 募投项目建设进度不及预期、宏观经济增速大幅下滑影响下游需求、行业竞争加剧影响产品价格及盈利水平。

## 内容目录

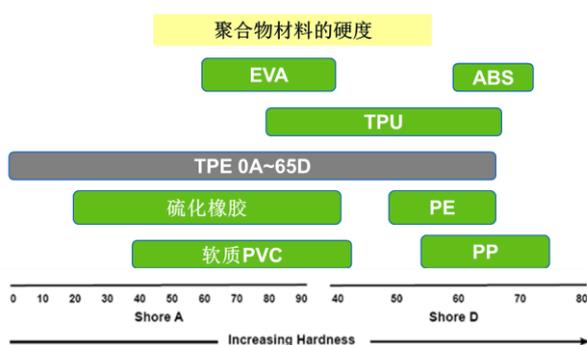
<b>募投产能释放在即，TPAE 将成为新增利润点</b> .....	<b>- 3 -</b>
定增拟建设聚酰胺弹性体项目 .....	- 3 -
技术壁垒高，顶尖技术团队支持保证项目顺利产业化.....	- 5 -
产品供不应求，公司价格转移能力强 .....	- 5 -
TPAE 未来是软质 PVC 的最佳替代品 .....	- 5 -
新型 TPAE 材料应用范围广泛 .....	- 7 -
项目落地在即，有望大幅提升公司盈利能力 .....	- 8 -
<b>取得丙烯系聚合物相关专利，可用于制作有价证券</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 9 -</b>

## 募投产能释放在即，TPAE 将成为新增利润点

### 定增拟建设聚酰胺弹性体项目

- 15 年 12 月，公司公告拟非公开发行募集资金不超过 4 亿元用于投资建设年产 12 万吨热塑性弹性体材料生产项，发行价格不低于 16.45 元/股，3 月 11 日公司公告该非公开发行事项已获证监会核准，预计将于今年 2 季度末实现投产。
- 热塑性弹体是一种既具有橡胶的特性（高弹性、压缩永久变形等），又有塑料加工特征（工艺简单）的环保低碳性高分子复合材料。更重要的是，TPE 能够像热塑性树脂一样进行多次加工并被回收和再利用，可极大地满足低能耗、多样化、精密以及可重复加工的要求，是高分子材料发展的方向，是解决橡胶加工和橡胶回收再利用的有效途径。TPE 能使橡胶工业生产流程缩短 1/4，能耗节约 25%~40%，效率提高 10~20 倍，堪称橡胶工业又一次材料和工艺革命，也是学术界和工业界研究和开发的热点。
- 据市场研究机构 Ceresana 近期的报告显示：2014 年全球热塑性弹性体销售额达 167 亿美元，市场分析师预测截止到 2022 年，热塑性弹性体营业收入平均每年将增长 4.7%。目前世界上已工业化生产的热塑性弹性体包括：苯乙烯类(SBS、SIS、SEBS、SEPS)、烯烃类(TPO、TPV)、双烯类(TPB、TPI)、氯乙烯类(TPVC、TCPE)、聚氨酯类(TPU)、酯类(TPEE)、酰胺类(TPAE)、有机氟类(TPF)、有机硅类和乙烯类等，几乎涵盖了现在合成橡胶与合成树脂的所有领域。

图表 1：聚合物材料的硬度



来源：CNKI，中泰证券研究所

图表 2：各类热塑性弹性体的性能比较

种类	邵氏硬度 范围	相对密度	拉伸强度 (MPa)	扯断伸长率 (%)	使用温度 范围(℃)
苯乙烯类	60A-90A	0.90-0.95	10-28	550-850	-80~60
聚烯烃类	60A-60D	0.87-0.95	7-25	550-980	-50~125
聚氨酯类	70A-75D	1.10-1.28	20-35	300-750	-60~130
聚酯类	35A-72D	1.13-1.19	25-40	350-450	-50~150
聚酰胺类	93A-70D	1.01-1.14	25-50	300-450	-57~170
含氯聚烯烃类	60A-80A	1.22-1.32	10-15	200-300	-45~120
离聚体类	45A-90A	1.05-1.50	15-30	350-900	-40~120
乙烯-乙酸乙烯酯	60A-88A	0.93-0.95	10-25	500-800	-60~50
1,2 聚丁二烯	20D-45D	0.90-0.91	5-15	650-800	-35~60

来源：CNKI，中泰证券研究所

- 公司此次募投拟建设的新型 TPAE 材料通过聚合在弹性体硬段相引入极性的官能团，在保证弹性体良好充油性能基础上，实现与尼龙材料的合金化。因此新型 TPAE 材料不仅还具有尼龙良好的耐热、耐油性能，而且通过充油，降低成本和实现硬度的可调，具有极高的性价比，大大扩展了 TPAE 材料的应用领域，可广泛应用于无卤阻燃充电桩线缆、耐温耐油家用设备包装材料、汽车用耐油和耐热型导管、高强度耐温运动鞋材、耐高温蒸煮消毒医用密封材料等多种领域产品的生产加工，具有非常好的发展前景。

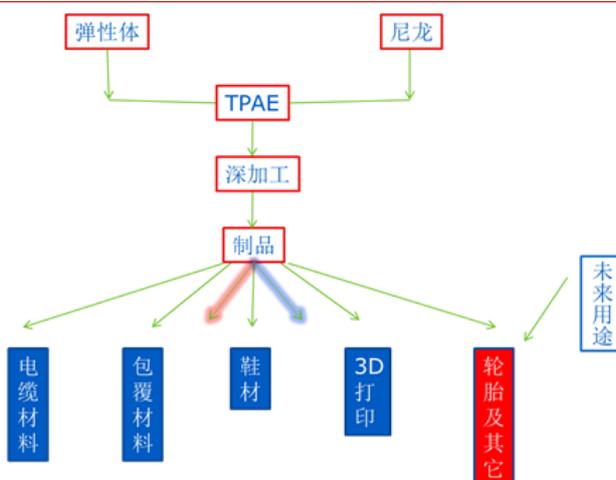
**图表 3：新型 TP AE 与传统 TP AE 差别**

性能	聚醚型 TP E	硫化橡胶型 TP AE	新型 TP AE
弹性体单元	聚醚多元醇	极性硫化橡胶	极性可充油型弹性体
机械性能	优异	优异	优异
硬度	硬度:93A~70D	硬度 93A~70D	硬度:0A~7 D
耐磨	优异	优异	优异
耐油	优异	优异	优异
耐热	优异	优异	优异
生产工艺	稳定性差	稳定性差	稳定性高
性价比	低	低	极高

来源：CNKI，中泰证券研究所

- TP AE 与 SBC、TPO 等类别的热塑性弹性相比，首个 TP AE 产品由德国休斯公司开发。聚酰胺类热塑性弹性体与聚氨酯热塑性弹性体和聚醚酯热塑弹性体一样，同属于分段型嵌段共聚物。新型 TP AE 具有普通热塑性弹性体的所有特点，包括加工成型过程中不需要硫化，同样具有橡胶优良的应用性能，而且可以和热塑性塑料一样热塑加工成型，加工流动性好，可与多种材料复合成型。边角余料可以循环回用不损害其弹性体的物性和加工性能。在常温下表现出橡胶的高弹性，高温下表现出塑料的流动性。
- 由于新型 TP AE 结合弹性体易充油和尼龙的耐热和耐油性能，通过聚合在弹性体硬段相引入极性的官能团，在保证弹性体良好充油性能基础上，实现与尼龙材料的合金化。因此 TP AE 不仅还具有尼龙良好的耐热、耐油性能，而且通过充油，降低成本和实现硬度的可调，将使 SBC 类 TP AE 具有极高的性价比，极大的扩展 TP AE 应用领域。

**图表 4：TP AE 的制备和应用**

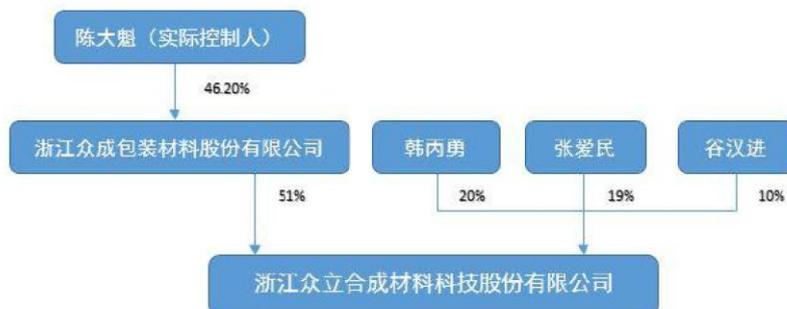


来源：CNKI，中泰证券研究所

### 技术壁垒高，顶尖技术团队支持保证项目顺利产业化

- 本次募投项目的实施主体为浙江众立，其中上市公司持股比例 51%，其余为自然人韩丙勇、梁红文、张爱民、谷汉进共同投资设立，相关人员均为新型 TPAE 材料领域的顶尖技术人才。

**图表 5：浙江众立股权结构**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 此次募投项目的技术来源主要包括自主研发和委托开发。公司本次募投项目的实施主体浙江众立已经设立了研发中心，组建了一支 11 人的专业研发团队，同时母公司也承担了部分热塑性弹性体的研发、小试中试的功能，除此之外，浙江众立也已经分别与四川大学和北京化工大学签订技术开发合同，为本次募投项目的实施提供了技术支持与保障。为保证公司未来产品的顺利销售和销售业绩的增长，公司还将持续加强营销团队的构建。
- TPAE 作为公司独创的品种，技术和工艺壁垒极高，公司已申请热塑性弹性体发明专利 4 项，目前国内其他厂家并未生产。国内目前销售用于医用、高端鞋材、光缆油膏主要来自于国外厂商包括法国阿科玛、美国科腾以及日本可乐丽，产品销售单价在 4.8 万元/吨至 13.8 万元/吨。而公司产品具有可充油的特性，成本更低，而达产后价格优势明显，不仅可以替代进口产品，同时可以拓展新的应用领域。

### 产品供不应求，公司价格转移能力强

- 公司 TPAE 生产原材料主要为苯乙烯、丁二烯、环己烷、尼龙等化工石化产品，供应商主要为国内外石化、炼化企业，与原油价格相关性较大。但由于公司产品整体处于供不应求状态，议价能力强，当原料成本上涨后可以顺利向下游转移。

### TPAE 未来是软质 PVC 的最佳替代品

- PVC 广泛应用于包装材料、人造革、塑料制品等软制品和异型材、管材、板材等硬制品生产领域，是五大通用合成树脂中产量最大的品种。

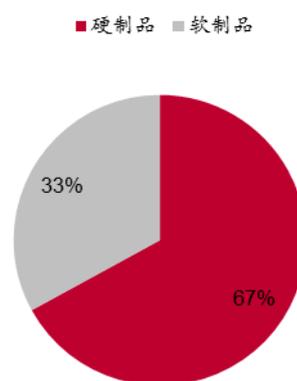
- 根据其中增塑剂含量的不同，PVC 可以分为硬质和软质 PVC（一般添加增塑剂的含量是 PVC 含量的 30%以上,就认定此材料是软质 PVC），其中硬制品占总消费量的 66%，软制品占 34%。2016 年我国 PVC 表观消费量达到 1642 万吨，其中 PVC 软制品大概占到 1/3 左右，市场规模接近 600 万吨。
- 软质 PVC 广泛用于地板、天花板以及皮革的表层、软管、电缆、电线、凉鞋、鞋底、拖鞋、玩具、汽车配件等领域，与 TPAE 在很多领域都有相似的用途。

图表 6: PVC 表观消费量 (万吨)



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 7: PVC 硬制品和软制品消费占比



来源：CNKI，中泰证券研究所

- 但是在配方上软质 PVC 中含有添加剂和的塑化剂。部份添加剂会干扰生物内分泌从而影响生殖机能，部份可增加致癌风险。焚化 PVC 垃圾会产生致癌的二恶英而污染大气。PVC 电线、电缆等是相当严重的污染源。在制造、使用及废弃处理时，都会产生大量的二恶英、氯氢酸、铅、镉多种有害重金属等有害物质。

**图表 8：增塑剂危害**

危害	具体
对人体造成的危害	1) 生殖系统功能的危害：男性生殖能力下降；女性性早熟 2) 血液系统的危害：凝血时间缩短，形成血栓，出现溶血 3) 神经系统的危害：神经炎和感觉迟钝、麻木 4) 对肾、胆系统的危害：婴儿长期接触 DEHP 可导致胆汁淤积 5) 致畸性和致癌性
加工过程中的危害：	1) 在 200 度温度下与钢、铜接触更易分解，分解时逸出腐蚀、刺激性气体，成型温度范围小。加工过程有恶臭易分解，增塑剂渗析，，注塑时腐蚀机器和模具，其中化学成分高温易分解，危害人体呼吸道等缺点 2) 对塑化部分的零部件材质要求必须是能抗腐蚀、抗磨损而且具有较高的抛光性能。防止 PVC 加工过程中热分解产生气体，要求对动定模板表面进行镀铝处理。HCl 要通过专用设备进行集中收集再经过净化处理方可排入大气中
废弃处理过程中的危害：	PVC 电线、电缆等是相当严重的污染源。在制造、使用及废弃处理时，都会产生大量的二恶英、氯氢酸、铅、镉多种有害重金属等有害物质；

来源：CNKI，中泰证券研究所

- 传统的非极性热塑性弹性体如聚烯烃弹性体和苯乙烯热塑性弹性体不耐热、不耐油，机械性能差，传统的极性热塑性弹性体如聚酯弹性体、聚氨酯弹性体以及传统 TPAE 材料产品成本高、硬度可调整范围窄，限制了应用范围，因此传统热塑性弹性体在很多领域还无法替换热固性橡胶和含增塑剂和卤素、对环境对人体有危害的软质热塑性 PVC 材料。
- 而公司研发的新型 TPAE 材料与传统 TPAE 材料相比，具有可充油、硬度大范围可调、成本低，性价比高等优异性能；与传统苯乙烯热塑性弹性体相比，新型 TPAE 材料具有更加优异的高强、耐温、耐磨、耐油特性；与传统软质热塑性 PVC 材料相比，新型 TPAE 材料具有不含对人体有害的邻苯类增塑剂、不含卤素安全环保特性，因此新型 TPAE 材料是传统热塑性弹性体尤其是软质热塑性 PVC 材料的最佳替代品。本次非公开发行募集资金到位、投资项目达产后，将会提升我国 TPAE 材料自主研发生产能力，实现 TPAE 材料的产业化。

### 新型 TPAE 材料应用范围广泛

- 1) 无卤阻燃充电桩线缆：充电桩线缆因为需要耐油、耐高温，其护套是 TPAE 材料的应用领域之一。根据《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》指出截至 2014 年底，全国共建成充换电站 780 座，交直流充电桩 3.1 万个，为超过 12 万辆电动汽车提供充换电服务。到 2020 年，我国将新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。目前采用传统聚酰胺和聚酯弹性体的耐温耐油充电无卤阻燃电缆每年需求 2 万吨，现在市场售价 45000-58000 吨，如果采用新型聚酰胺弹性体，成本可以将低 40%，具有极强的市场竞争力，随着新能源汽车行业的继续快速发展，预计未来该领域的市场需求增速将达到 100% 以上。

- **2)耐温耐油家用设备包装材料:** 目前采用传统聚酰胺和聚酯弹性体耐油耐温家用设备包装材料, 每年有 1 万吨需求, 市场售价在 35000-45000 吨, 如果采用新型聚酰胺弹性体, 生产成本不超过 2 万。该市场每年按 20%需求增长。
- **3) 汽车用耐油和耐热型导管:** TPAE 材料可以作为电动汽车内部线缆、导管的基础材料。根据国家《节能与新能源汽车产业发展规划(2012~2020 年)》指出, 到 2020 年, 纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。
- **4) 鞋材用聚酰胺弹性体:** 聚酰胺弹性体由于耐磨、强度高和低温性能优异, 被大量用于高端鞋材, 溜冰鞋、雪撬鞋、特种作战鞋等。传统的聚酰胺弹性体售价 12.5 万元/吨, 不能充油, 成本高、硬度范围窄, 严重阻碍其在鞋材大范围领域, 新型弹性体充油改性后, 成本可控制在 1.5 万到 2.5 万, 硬度范围宽, 比重轻, 强度高, 低温性能好, 高耐磨, 具有极强的市场竞争力。按 3 万元每吨售价, 据估计每年需求 2 万吨以上, 每年按 50%需求增长。

#### 项目落地在即, 有望大幅提升公司盈利能力

- 该项目预计将于今年 2 季度末实现投产。预计全部达产后可实现年均销售收入 29.6 亿元, 年均利润总额 10 亿元。我们认为该项目市场空间广阔、技术壁垒很高、公司成本优势显著, 达产后不仅将成为公司又一利润增长点, 同时将进一步丰富公司的产品线, 扩大公司在新材料方面的业务领域。

#### 取得丙烯系聚合物相关专利, 可用于制作有价证券

- 15 年 5 月公司计划投资不超过 1 亿元投资建设“高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目”, 用于建设高性能功能性聚丙烯薄膜的试制生产线并进行深化放大。16 年以来公司相继收到国家知识产权局颁发的关于丙烯系聚合物的多项发明专利。这些专利可用于制作有价证券。专利的获得提升了公司可持续发展能力, 丰富公司产品线, 有望为公司长远发展带来新突破。

#### 盈利预测与估值

- 公司积极布局和开展对新材料、新工艺的研发工作, 不断完善产品结构, 拓展新业务领域。2016 年, 受益于原材料价格下降和公司产品结构优化, 公司盈利能力提升明显。未来随着募投产能的逐步释放以及新型研发成果转化为现实生产力, 看好公司的长期发展。
- 17 年 POF 热收缩膜业务平稳运行, 募投项目中投产后下半年产能利用率逐渐爬坡, 18 年公司将迎来重要业绩拐点。根据公司 TPAE 项目产能释放进度, 我们预计公司 16~18 年营业收入将分别达到 5.39 亿元、7.01 亿元和 15.06 亿元, 实现归属于母公司的净利润分别为 1.05 亿元、1.36 亿元和 4.50 亿元, 同比增速分别为 54.84%、29.14%和 232.41%, 考虑增发摊薄, 17-18 年的 EPS 分别为 0.15、0.50 元, 当前股价对应 18 年 36 倍 PE。给予买入评级, 目标价 28 元。

**图表 9：浙江众成与可比公司估值情况**

	公司简称	15 年营收(百万元)	15 年净利润 (百万元)	净利润率	PE TTM	总市值 (亿元)
002263.sz	大东南	898.15	15.30	-0.39%	-38.6	71.75
002585.sz	双星新材	2,380.54	120.51	5.06%	62.0	85.79
002014.sz	永新股份	1,783.87	178.54	10.22%	27.0	54.73
000859.sz	国风塑业	1,090.28	9.53	0.38%	285.2	52.35
002522.sz	浙江众成	483.76	67.77	13.29%	161.6	169.59

来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

## 风险提示

- 原材料价格大幅波动，募投项目建设进度不及预期、宏观经济增速大幅下滑影响下游需求、行业竞争加剧影响产品价格及盈利水平

图表：浙江众成盈利预测

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>营业总收入</b>	<b>506</b>	<b>542</b>	<b>484</b>	<b>539</b>	<b>701</b>	<b>1,506</b>	货币资金	284	147	182	-92	339	714
增长率	11.58%	7.0%	-10.7%	11.4%	30.0%	115.0%	应收账款	59	59	59	63	81	178
营业成本	-349	-401	-324	-326	-406	-746	存货	110	141	127	110	144	275
% 销售收入	68.9%	74.1%	67.0%	60.5%	58.0%	49.5%	其他流动资产	17	493	492	497	495	498
毛利	157	140	160	213	294	761	流动资产	469	840	860	577	1,059	1,665
% 销售收入	31.1%	25.9%	33.0%	39.5%	42.0%	50.5%	% 总资产	36.1%	48.2%	47.0%	34.6%	48.0%	59.0%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-3	-4	-9	长期投资	104	110	103	103	103	103
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	671	746	727	849	908	921
营业费用	-18	-20	-16	-21	-35	-45	% 总资产	51.6%	42.8%	39.7%	51.0%	41.2%	32.6%
% 销售收入	3.6%	3.6%	3.3%	3.9%	5.0%	3.0%	无形资产	34	34	101	98	96	95
管理费用	-62	-71	-80	-90	-126	-226	非流动资产	831	903	970	1,089	1,147	1,158
% 销售收入	12.2%	13.2%	16.5%	16.7%	18.0%	15.0%	% 总资产	63.9%	51.8%	53.0%	65.4%	52.0%	41.0%
息税前利润 (EBIT)	75	46	61	99	129	480	<b>资产总计</b>	<b>1,300</b>	<b>1,743</b>	<b>1,830</b>	<b>1,666</b>	<b>2,205</b>	<b>2,823</b>
% 销售收入	14.8%	8.6%	12.6%	18.3%	18.4%	31.9%	短期借款	49	181	273	0	0	0
财务费用	5	-4	-7	0	0	0	应付款项	161	175	136	152	192	359
% 销售收入	-1.0%	0.8%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	8	11	20	48	18	41
资产减值损失	-1	0	-2	0	0	0	流动负债	218	366	429	200	210	400
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	25	23	16	21	20	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	5.5%	35.1%	29.6%	13.4%	13.7%	3.9%	<b>负债</b>	<b>233</b>	<b>380</b>	<b>447</b>	<b>218</b>	<b>228</b>	<b>418</b>
营业利润	84	67	74	114	150	500	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,063</b>	<b>1,357</b>	<b>1,381</b>	<b>1,450</b>	<b>1,986</b>	<b>2,436</b>
营业利润率	16.6%	12.3%	15.4%	21.2%	21.4%	33.2%	少数股东权益	4	6	3	-3	-8	-31
营业外收支	2	3	3	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,300</b>	<b>1,743</b>	<b>1,830</b>	<b>1,666</b>	<b>2,205</b>	<b>2,823</b>
税前利润	86	70	77	117	153	503	<b>比率分析</b>						
利润率	17.0%	12.9%	16.0%	21.7%	21.8%	33.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-13	-10	-13	-18	-23	-75	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.7%	14.6%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.429	0.136	0.077	0.119	0.149	0.496
净利润	73	60	64	99	130	427	每股净资产 (元)	6.227	3.073	1.563	1.642	2.188	2.684
少数股东损益	0	-1	-3	-5	-6	-23	每股经营现金净流 (元)	0.474	0.192	0.130	0.186	0.195	0.494
归属于母公司的净利润	73	60	68	105	136	450	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.040	0.040	0.000	0.000
净利率	14.5%	11.1%	14.0%	19.5%	19.3%	29.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.89%	4.44%	4.91%	7.24%	6.82%	18.49%
							总资产收益率	5.70%	3.48%	3.74%	6.37%	6.19%	16.06%
							投入资本收益率	8.79%	3.07%	3.70%	5.84%	7.14%	25.70%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	11.58%	6.97%	-10.68%	11.39%	30.00%	115.00%
							EBIT增长率	-27.36%	-38.21%	31.57%	61.97%	30.61%	272.43%
							净利润增长率	-28.27%	-17.79%	12.56%	54.84%	29.14%	232.41%
							总资产增长率	-2.75%	34.62%	4.80%	-8.99%	32.41%	27.99%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	40.7	38.4	41.6	40.2	40.0	40.6
							存货周转天数	102.2	114.3	151.3	122.6	129.4	134.4
							应付账款周转天数	108.2	101.2	107.9	105.8	105.0	106.2
							固定资产周转天数	222.1	403.6	534.1	510.7	440.1	213.5
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-21.98%	2.50%	6.64%	6.39%	-17.13%	-29.67%
							EBIT利息保障倍数	-14.8	10.8	8.5	—	—	—
							资产负债率	16.99%	21.17%	23.67%	12.16%	9.61%	14.26%

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。