

公司深度报告
桐昆股份 (601233)
涤纶
传统业务苦尽甘来，产业一体化铸就行业巨龙
报告日期: 2017-07-26

评级: 推荐

上次评级:

合理区间: 16-18 元

当前价格 (元)	14.83
52 周价格区间 (元)	11.23-17.2
总市值 (百万)	18010.91
流通市值 (百万)	17618.60
总股本 (万股)	123193.63
流通股 (万股)	120510.27
公司网址	www.zjtkgf.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
桐昆股份	10.09	6.52	29.96
上证综指	1.95	3.40	6.48

财富证券研究发展中心

龙靓	周策
0731-84403365	
longliang@cfzq.com	zhouce@cfzq.com
S0530516040001	研究助理

相关研究报告:

《公司研究*桐昆股份 (601233) 2016 年报点评: 行业景气度持续, 公司向产业链上游延伸》
 2017-03-30

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	25581.57	33204.88	43166.35
净利润 (百万元)	1132.15	1476.71	1928.37
每股收益 (元)	0.919	1.20	1.56
每股净资产 (元)	8.909	10.70	16.85
市盈率	16.14	12.37	9.51
P/B	1.66	1.39	0.88

资料来源: 财富证券

投资要点

- **需求稳步增长, 增速触底回升。**在过去十年中涤纶长丝消费量复合增速维持在 9.4%, 产能和产量均高速增长。2016 年涤纶长丝消费增速有所下降, 主要受到下游消费疲软影响, 但根据 2017 年 1 季度涤纶长丝产量增速来看, 需求增速在 2016 年触底反弹, 在 2017 年 1 季度产量增速达到 29%。我们预计 2017 年涤纶长丝需求的增速将回升到 7%-8%。公司目前有三个在建涤纶长丝项目, 总产能达到 98 万吨, 预计两年内建设完成, 则公司产能每年增速为 11%, 高于市场整体增速, 公司有望每年增长 2 个百分点的市场份额。
- **经历 2 年低谷期, 行业盈利中枢持续回升。**随着近两年行业产能过剩明显, 涤纶产业链景气度落入低谷。2013 年以来, 涤纶行业的利用率仅在 82% 左右徘徊, 上游 PTA 行业产能利用率也在 2013 年以后跌落到 70% 以下, 整个涤纶产业链受到了产能过剩冲击, 盈利水平维持在低位长达 2 年时间。2015-2017 年行业新增的产能有限, 产能增速在 4% 左右, 2017 年新增产能约为 150 万吨, 低于 5% 的消费增速。可以预见, 行业景气度最差的时候已经过去, 未来随着下游需求的逐渐恢复, 整体的盈利水平有望得到明显的改善。
- **外延涉足炼化市场, 享受油气改革带来的红利。**桐昆集团参股浙江石化 20% 股权, 集团公司拟将 20% 的浙江石化股权注入到上市公司中。一旦浙江石化产能成功运行, 公司将完善从 PX—PTA—聚酯—涤纶长丝的完整产业链。
- **盈利预测。**我们预计公司 2017-2018 年的 EPS 分别为 1.20 元、1.56 元, 对应的 PE 为 12.4 倍、9.5 倍。相对于行业同类型公司, 桐昆股份估值偏低, 给予“推荐”评级。

目 录

1、公司简介	- 4 -
2、 行业稳步发展，龙头市场率逐步提升	- 5 -
2.1 需求稳步增长，增速触底回升	- 5 -
2.2 龙头企业有序扩大产能，市场集中度提升	- 6 -
3、经历 2 年低谷期，行业盈利中枢持续回升	- 7 -
3.1 产能增速放缓，产能利用率逐渐回升	- 7 -
3.2 行业库存回落，需求持续向好	- 8 -
4、外延涉足炼化市场，享受油气改革带来的红利	- 9 -
5、资产优质、估值处于洼地	- 12 -
5.1 公司财务稳健，现金流充裕	- 12 -
5.2 资产盈利能力强，估值处于低位	- 14 -
6、盈利预测及投资建议	- 15 -
7、风险提示	- 15 -
8、三大财务报表	- 16 -

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	- 4 -
图表 2: 化纤品种分类.....	- 5 -
图表 3: 人造纤维与合成纤维历年消费量情况.....	- 5 -
图表 4: 纺织业和服装服饰业规模和增速.....	- 6 -
图表 5: 历年化纤布销量情况.....	- 6 -
图表 6: 涤纶长丝市场产量、消费量情况.....	- 6 -
图表 7: 化纤行业产量结构情况.....	- 6 -
图表 8: 2016 年涤纶行业产能分布情况.....	- 7 -
图表 9: 2009、2016 年行业集中度情况.....	- 7 -
图表 10: 涤纶行业产能利用率情况.....	- 7 -
图表 11: PTA 产能利用率情况.....	- 7 -
图表 12: 涤纶行业产能和需求增速.....	- 8 -
图表 13: 各类涤纶丝价差情况.....	- 8 -
图表 14: 近两年聚酯产能淘汰情况.....	- 8 -
图表 15: 2013 年-2017 年涤纶库存情况.....	- 8 -
图表 16: 油气改革标志性事件.....	- 9 -
图表 17: 全国炼厂开工率情况.....	- 10 -
图表 18: 民营炼化项目一览.....	- 10 -
图表 19: 上海石化和华锦股份成品油业务毛利和毛利率.....	- 10 -
图表 20: 桐昆产业链一体化结构图.....	- 11 -
图表 21: 浙江石化主要产品规划.....	- 11 -
图表 22: 2010 年-2017 年桐昆营业收入和净利润情况.....	- 12 -
图表 23: 2012 年-2017 年涤纶价差情况.....	- 12 -
图表 24: 2012-2017 年涤纶 POY 价格走势.....	- 12 -
图表 25: 各公司涤纶 POY 的毛利水平.....	- 13 -
图表 26: 公司偿债能力分析.....	- 13 -
图表 27: 公司经营性现金流情况.....	- 13 -
图表 28: 涤纶长丝投资项目的建设成本.....	- 14 -
图表 29: 公司历史市净率情况.....	- 14 -
图表 30: 公司产品销售预测.....	- 15 -

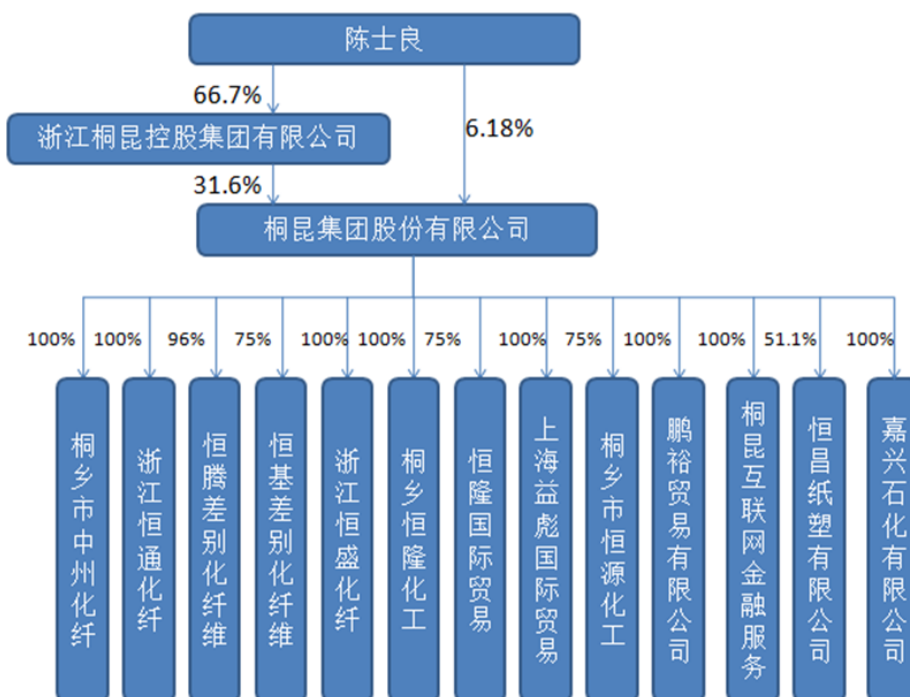
1、公司简介

浙江桐昆股份有限公司是1999年9月由桐乡市洲泉镇资产经营总公司、浙江桐昆化纤集团股份有限公司职工持股会、桐乡市桐纤职工劳动保障基金管理协会和自然人陈士良、陈建荣、沈培兴作为发起人共同设立的。公司实际控制人陈士良先生，通过直接持股和间接持股一共持有公司37.8%的股份。

公司通过多年的经营已经成为我国涤纶长丝制造行业的龙头企业，连续十多年蝉联我国涤纶长丝行业销量排名的第一。同时，公司建立了省级企业技术中心，被认定为新合纤产品开发基地。主导产品“GOLDEN COCK”牌涤纶长丝被评为“中国名牌产品”，“桐昆”牌商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，公司涤纶长丝产品包含POY、FDY、DTY、复合丝等四大系列1000多个品种，规格齐全，被称为化纤行业的“沃尔玛”超市。

公司旗下子公司达到12家，总共拥有涤纶长丝产能410万吨，聚酯聚合产能350万吨。涤纶长丝的国内市场占有率接近13%，全球占比超过9%。

图表 1： 公司股权结构



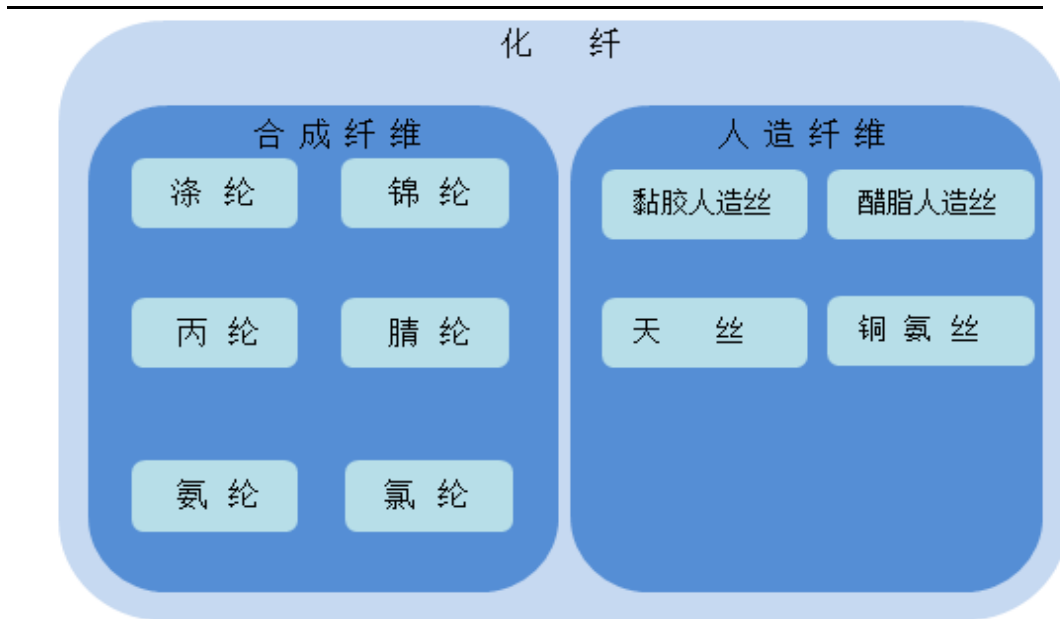
数据来源：公司公告，财富证券

2、行业稳步发展，龙头市场率逐步提升

2.1 需求稳步增长，增速触底回升

化纤包含了合成纤维和人造纤维，合成纤维主要为通过化学反应生成的纤维，主要包含聚酯、聚酰胺、聚丙烯、聚丙烯腈等，均是以石油化工为原材料；人造纤维都是以天然纤维为原料熔融纺丝，主要包含黏胶人造丝、醋酯人造丝等。

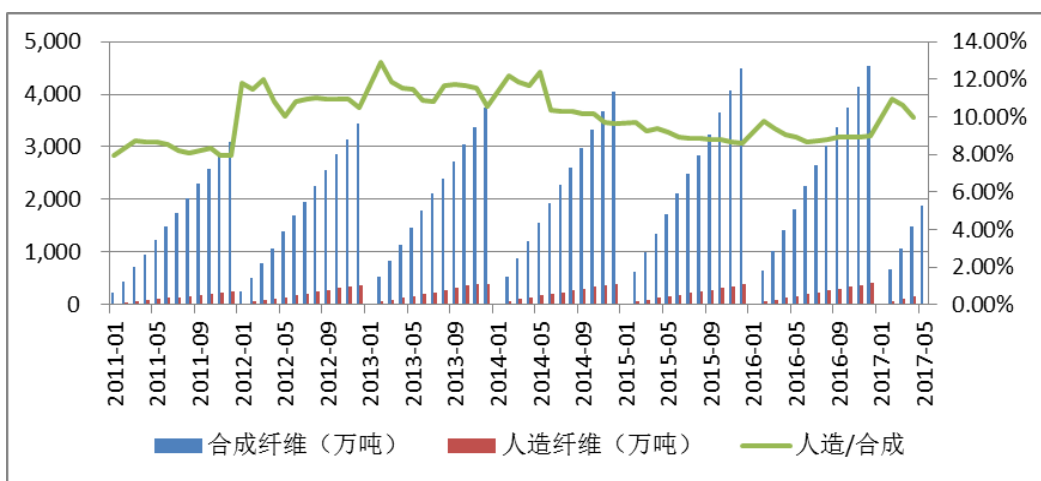
图表 2：化纤品种分类



数据来源：财富证券

合成纤维的产量较高，2016 年我国合成纤维产量达到 4536 万吨，占化纤产量的 91%；而人造纤维产量仅为 407 万吨，仅占化纤规模的 8.2%。随着合成纤维产量的不断增长，合成纤维占化纤的比例在不断的提高。

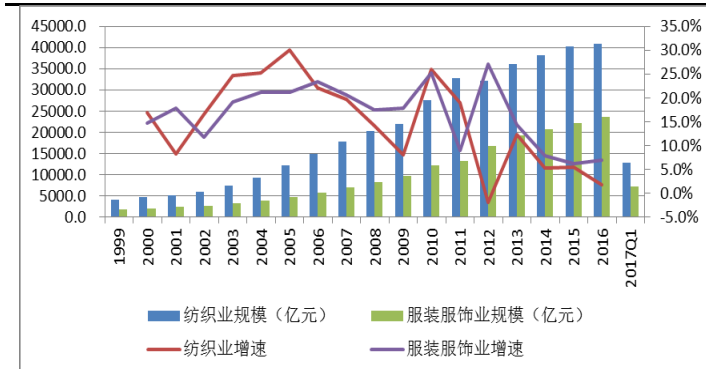
图表 3：人造纤维与合成纤维历年消费量情况



数据来源：wind，财富证券

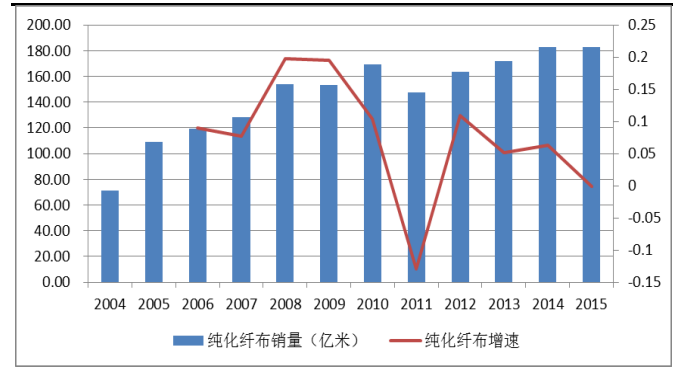
化纤下游需求主要来自纺织服装，需求端以平稳增长为主，与宏观的经济增长和工业发展关联不大。近几年行业需求偏弱，纺织业、服装服饰业的收入增速均有明显下降，纺织业以及服装服饰业的规模增速均回落到 5% 左右，而化纤布的销量增速维持个位数增长。

图表 4：纺织业和服装服饰业规模和增速



资料来源：wind，财富证券

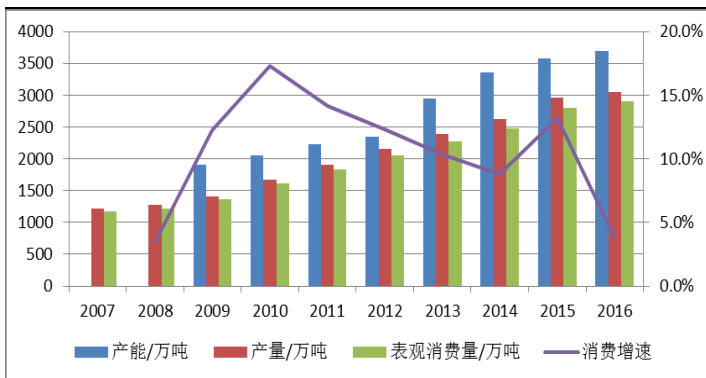
图表 5：历年化纤布销量情况



资料来源：wind，财富证券

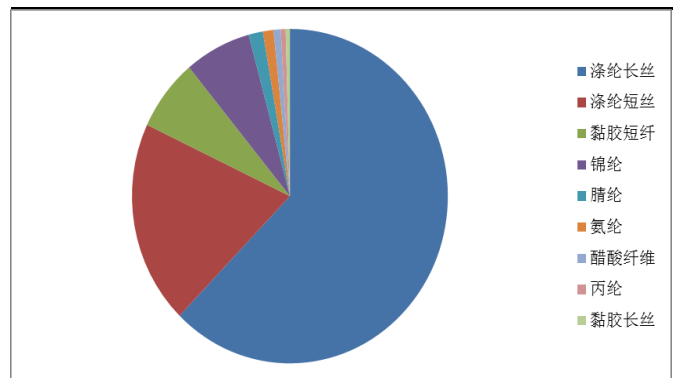
涤纶产量占据了化纤产量的 80%，其中涤纶长丝占比约 62%，涤纶短丝占比约 19%，涤纶是最主要的化纤品种。在过去十年中涤纶长丝消费量复合增速维持在 9.4%，产能和产量均高速增长。2016 年涤纶长丝消费增速有所下降，主要受到下游消费疲软影响，但根据 2017 年 1 季度涤纶长丝产量增速来看，需求增速在 2016 年触底反弹，在 2017 年 1 季度产量增速达到 29%。我们预计 2017 年涤纶长丝需求的增速将回升到 7%-8%。

图表 6：涤纶长丝市场产量、消费量情况



资料来源：百川资讯，财富证券

图表 7：化纤行业产量结构情况



资料来源：百川资讯，财富证券

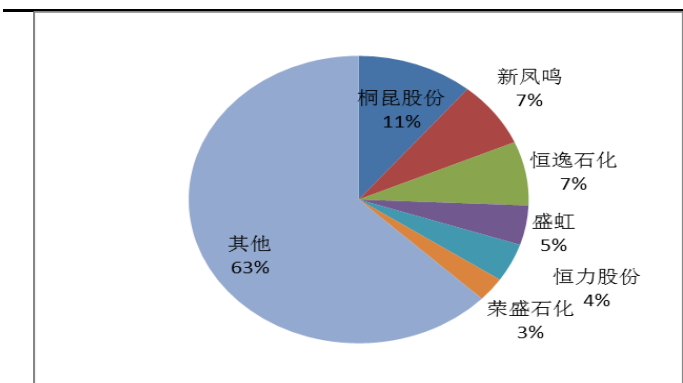
2.2 龙头企业有序扩大产能，市场集中度提升

涤纶长丝行业名义产能达到 3700 万吨，但行业集中度相对分散。根据历史数据来看，涤纶行业的集中度正处于不断提升的过程中。2009 年，行业前六大企业产能仅在总产能 28%，到 2016 年底，前六大企业的产能占总产能的 37%，行业集中度在逐年的提升。尤其在近两年行业增速放缓，随着龙头企业持续的扩产，行业的集中度有望加速提升。

桐昆目前拥有 410 万吨的涤纶产能，占总的名义产能之比为 11%，而根据涤纶有效产能 3300-3400 万吨计算，桐昆产能占比约为 13%。公司目前有三个在建涤纶长丝项目，总产能达到 98 万吨，预计两年内建设完成，则公司产能每年增速为 11%，高于市场整体增速，公司有望每年增长 2 个百分点的市场份额。

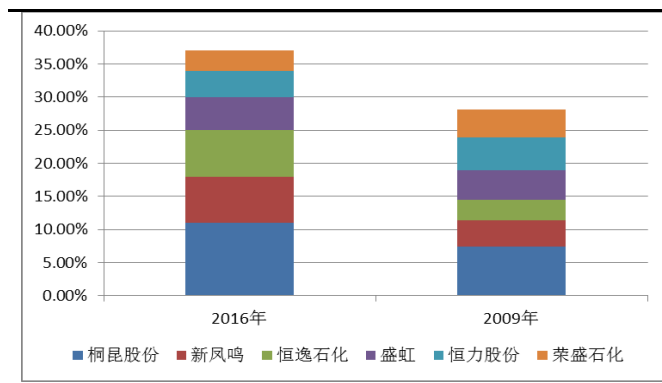
公司深耕行业 30 多年，拥有成熟的销售渠道和销售团队，下游客户的粘性高，同时公司在开发新客户上存在先天优势。涤纶长丝的产品种类较多，差异化的产品为市场带来了一定的进入壁垒，而公司被称为涤纶企业的“沃尔玛”超市，拥有产品包含 POY、FDY、DTY、复合丝等四大系列 1000 多个品种，可以满足市场绝大部分的产品需求。这也为公司未来扩大市场份额打下了坚实基础。

图表 8：2016 年涤纶行业产能分布情况



资料来源：百川资讯，财富证券

图表 9：2009、2016 年行业集中度情况



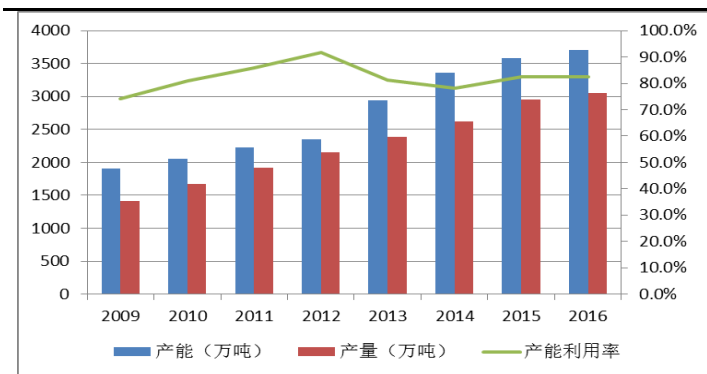
资料来源：公司公告，财富证券

3、经历 2 年低谷期，行业盈利中枢持续回升

3.1 产能增速放缓，产能利用率逐渐回升

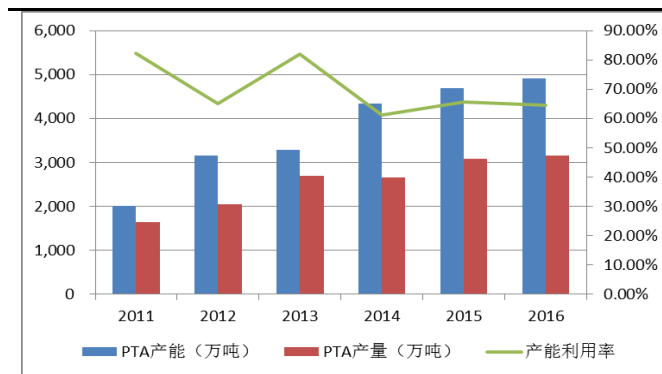
随着近两年行业产能过剩明显，涤纶产业链景气度落入低谷。2013 年以来，涤纶行业的利用率仅在 82% 左右徘徊，上游 PTA 行业产能利用率也在 2013 年以后跌落到 70% 以下，整个涤纶产业链受到了产能过剩冲击，盈利水平维持在低位长达 2 年时间。

图表 10：涤纶行业产能利用率情况



资料来源：百川资讯，财富证券

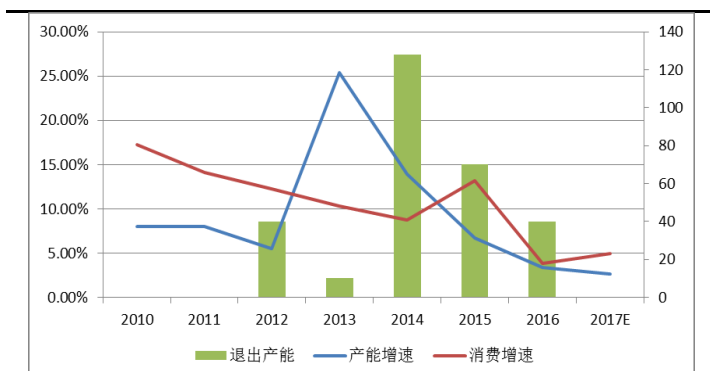
图表 11：PTA 产能利用率情况



资料来源：百川资讯，财富证券

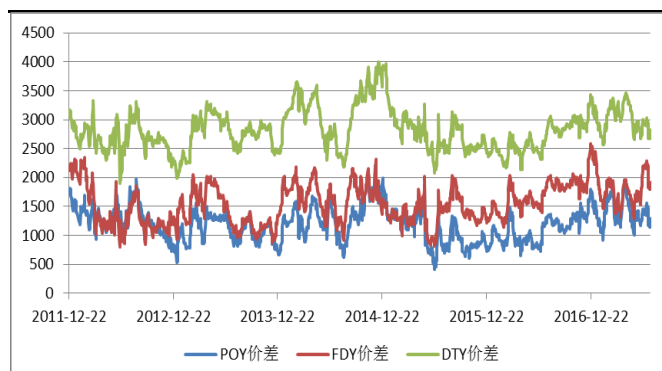
涤纶与原材料价差在 2015-2016 年上半年跌到了历史低谷，POY 预取向丝的价差徘徊在 1000 元/吨以下，而行业企业的平均加工成本在 1000 元/吨以上。行业的低价差压缩了企业利润，大多数高成本的切片纺产能被迫退出市场，2014-2016 年行业整体退出的产能规模分别为 128 万吨、70 万吨、40 万吨。而 2015-2017 年行业新增的产能有限，产能增速在 4% 左右，2017 年新增产能约为 150 万吨，低于 5% 的消费增速。可以预见，行业景气度最差的时候已经过去，未来随着下游需求的逐渐恢复，整体的盈利水平有望得到明显的改善。

图表 12：涤纶行业产能和需求增速



资料来源：百川资讯，财富证券

图表 13：各类涤纶丝价差情况



资料来源：百川资讯，财富证券

图表 14：近两年聚酯产能淘汰情况

2014年后聚酯产能退出/淘汰表					
省份	地区	公司	产能	产品	破产/停车年份
浙江	萧山	龙达	18	涤纶长丝	2014年2月
江苏	无锡	神羊	20	涤纶长丝	2014年1月
上海	上海	联吉	30	涤纶短纤、聚酯切	2014年4月初
浙江	绍兴	赐福	40	涤纶长丝	2014年8-9月
浙江	宁波	华鑫(老聚合)	20	涤纶长丝	2014年9月
浙江	绍兴	远东石化	320	PTA	2015年7月
浙江	嘉兴	龙腾	20	涤纶长丝	2015年8月
浙江	萧山	红剑	24	涤纶长丝	2015年8月
江苏	太仓	明辉	25	涤纶长丝	2015年11月
江苏	绍兴	绍兴亿丰	40	涤纶长丝	2016年6月

数据来源：百川资讯、财富证券

3.2 行业库存回落，需求持续向好

2016 年受 G20 峰会影响，涤纶企业的开工率下降明显，也使得江浙一带的涤纶库存下降到低位水平，2016 年四季度出于补库存的需要拉动了涤纶价格和价差的大幅上涨。而 2017 年 3 月份以后，涤纶行业的库存见顶回落，目前已经回到了行业最低水平，下半年涤纶需求大概率将好于 2017 年 2 季度。

图表 15：2013 年-2017 年涤纶库存情况



数据来源: wind、财富证券

4、外延涉足炼化市场，享受油气改革带来的红利

在 2013 年 11 月，政府提出全面深化经济体制改革后，我国的石油行业的改革步伐就一直没有停止。在 2015 年，国内逐渐放开原油进口权和进口油使用权，2015 年商务部批准地方炼企进口配额 3760 万吨，2016 年为 8760 万吨。考虑到 2016 年配额没有充分使用，2017 年商务部计划非国营贸易进口允许量仍为 8760 万吨，但非国营原油使用资质的企业数量从 2016 年的 19 家上升到 2017 年的 29 家。

图表 16：油气改革标志性事件

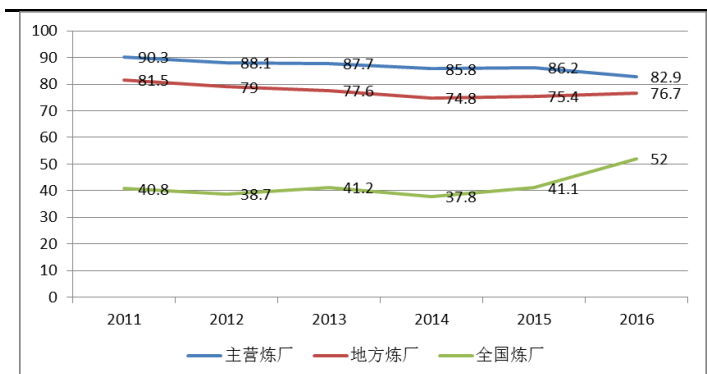
时间	事件
2015年初	发改委发布了《国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问题的通知》首次出台较为详尽的进口原油使用资质申请条件。
2015年5月	北方盘锦、山东东明获得进口油使用权；并在同年的8月份获得原油进口权的资质。
2015年7月	国土资源部发布《新疆石油天然气勘查区块招标出让项目（2015）公告》，首次将中国的常规石油天然气区块拿出来公开招标，是为破冰之举。
2016年12月	中石化管道公司引入战略投资者，并不再纳入中石化公司合并报表内。
2016年12月	国家发改委印发《石油天然气发展“十三五”规划》提出全面深化油气体制改革，加强勘探开发增加国内资源供给，加快油气储备能力建设。

数据来源: 财富证券

原油进口权和进口油使用权的开放使得地方炼化企业的开工率显著上升，2015-2016 年全国炼厂开工率仅上升 1.3 个百分点，其中主营炼企的开工率是下降的，而地方炼企的开工率大幅上升 11 个百分点。由于原油供应得到保证，地方炼企的盈利情况得到大幅改善，垄断的打破也为民营资本投资炼化市场提供了机会。2015 年

以来，聚酯产业链的民营企业集体进入上游炼化市场，一方面为了确保原材料PX的供应稳定，另一方面打造产业链一体化。

图表 17：全国炼厂开工率情况



资料来源：中国石油经济技术研究院，财富证券

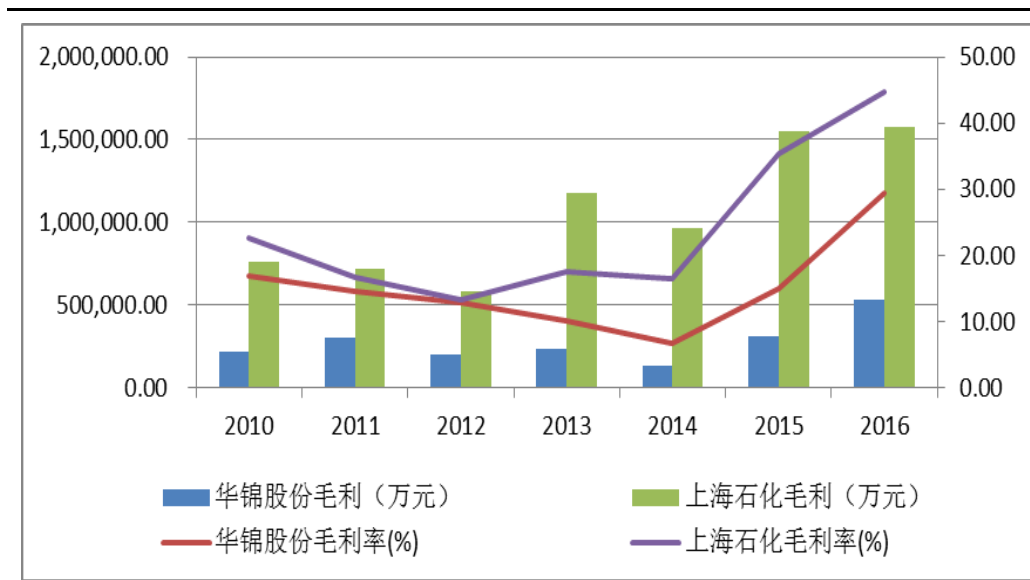
图表 18：民营炼化项目一览

实施主体	项目	项目情况
恒力集团	恒力炼化	2000万吨/年的炼化项目，投资562亿元，在建中
荣盛集团、桐昆集团、巨化集团	浙江石化	4000万吨/年的炼化项目，投资1600亿元，已拿到环评
恒逸集团	文莱PMB石化	800万吨/年的炼化项目，投资206亿元，建设中
盛虹集团	盛虹炼化	1600万吨/年的炼化项目，投资714亿元，已拿到环评

资料来源：财富证券

一直以来我国炼化市场享受了垄断带来的高额利润，炼化产品主要分为两类：一类为汽油、柴油、航空煤油等用作动力燃料的成品油。该产品由国家发改委定价，当国际油价在30-80美元之间时，成品油价格按照一定的工业利润率进行定价，并根据国际原油价格每十个工作日进行调整；另一类为苯、二甲苯、烯烃等化工原料，这类产品价格按照市场供需定价。由于成本油是炼化企业的主要收入来源，稳定的利润率让炼化市场成为了高利润领域。

图表 19：上海石化和华锦股份成品油业务毛利和毛利率



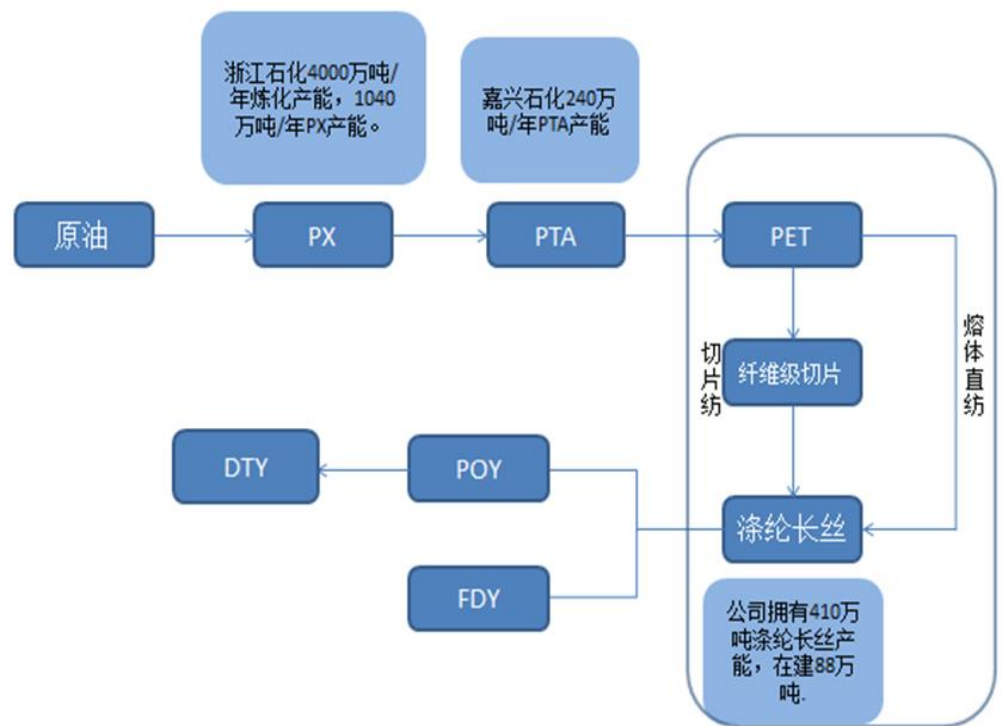
数据来源：wind，财富证券

2015年6月荣盛集团、桐昆集团、巨化集团和舟山海洋综合开发投资有限公司合资成立浙江石化，荣盛集团为最大股东，持股比例达到51%，而桐昆集团参股20%。集团公司在2017年5月16日发布公告，拟将20%的浙江石化股权注入到上市公司中。一旦浙江石化产能成功运行，公司将完善从PX—PTA—聚酯—涤纶长丝的完整

产业链。

公司从事涤纶生产 30 余年，从 2011 年起公司便开始了向上游产业链延伸的计划。嘉兴石化一期 120 万吨的 PTA 产能在 2013 年进入投产，覆盖了公司 190 万吨的涤纶原材料；预计嘉兴二期 120 万吨产能在今年四季度投产，届时有望实现 PTA 的自产自用。而本次舟山的石化项目将帮助公司进入 PX 生产领域，实现 PX 原料的完全自给。

图表 20：桐昆产业链一体化结构图



数据来源：公司公告、财富证券

浙江石化舟山炼化一体化项目，总规模为 4000 万吨/年炼油+1040 万吨/年芳烃+280 万吨/年乙烯。其中，一期规模为 2000 万吨/年炼油+520 万吨/年芳烃+140 万吨/年乙烯，二期主体装置和产品与一期相同。化工装置的产出结构根据市场需求进行设置，主要以多产芳烃、炼化结合为原则。

我国目前最大炼厂规模仅为 2300 万吨/年，浙江石化 4000 万吨/年的炼化规模将成为我国最大炼化产能。炼厂规模越大越具有规模效应，盈利能力也越强。根据项目规划，浙江石化一期项目预计 2018 年底实现试运营，两期项目预计可实现销售收入 1960 亿元，其中一期 972 亿元，二期 988 亿元，可贡献税后利润 203 亿元。

图表 21：浙江石化主要产品规划

产品名称	一期产品产量 (万吨/年)	二期产品产量 (万吨/年)
LLDPE	23	21.2
HDPE	25.8	/

LDPE		27.1
聚丙烯	89.42	90
聚碳酸酯	26	26
一乙二醇	73.87	65
丁二烯	22.34	23.18
苯乙烯	120	60
丙烯腈	27.04	/
苯酚	20.69	/

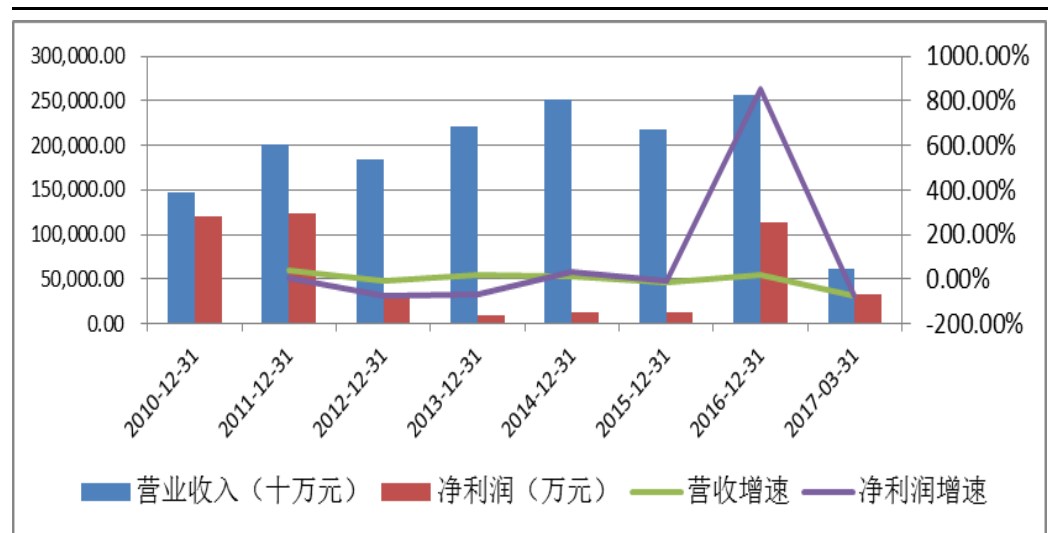
数据来源：浙江石化一体化项目环评书、财富证券

5、资产优质、估值处于洼地

5.1 公司财务稳健，现金流充裕

公司产品涤纶原材料主要源自石油，因此产品价格受到原油波动较大，在 2012 年和 2015 年公司营业收入受到产品价格影响出现负增长。但考虑到涤纶价格从 2012 年-2106 年价格处于持续下跌的过程中，可看出公司实际的产品销量是不断增长的。而 2012-2015 年受到行业产能大量投产的冲击，涤纶的价差在底部徘徊，公司的盈利水平也大幅下降。但公司在行业景气最差的时间段中仍然维持盈利，可见公司在生产经营中对于成本的控制十分优秀。

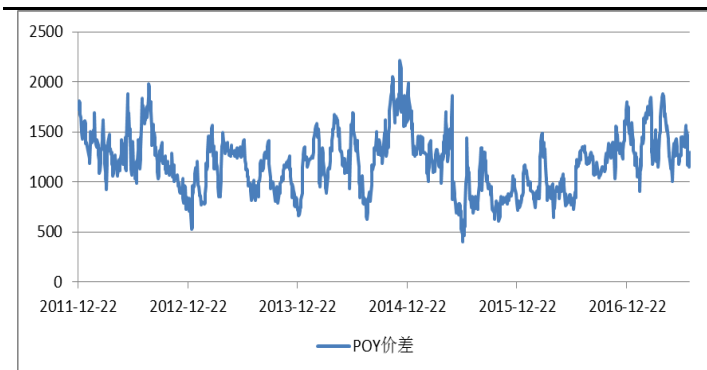
图表 22：2010 年-2017 年桐昆营业收入和净利润情况



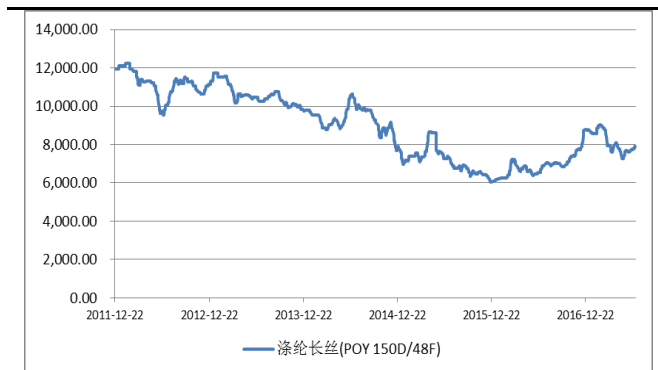
数据来源：wind、财富证券

图表 23：2012 年-2017 年涤纶价差情况

图表 24：2012-2017 年涤纶 POY 价格走势



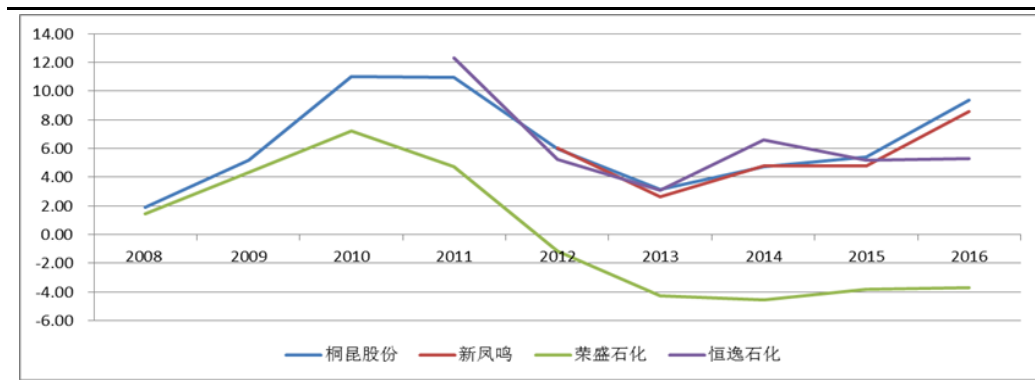
资料来源: wind, 财富证券



资料来源: wind, 财富证券

桐昆的涤纶毛利率较同行的竞争对手一直保持领先, 公司每吨涤纶的加工成本约为 920 元/吨, 较行业平均水平低 100 元/吨。公司的规模生产有效的降低了涤纶的平均生产成本, 为公司扩大生产, 挤占行业市场份额打下基础。

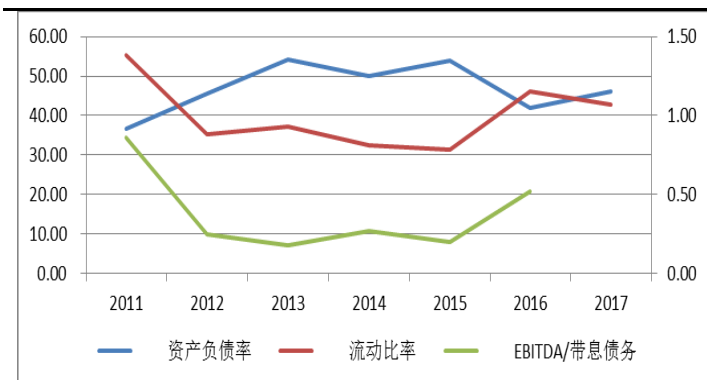
图表 25: 各公司涤纶 POY 的毛利水平



数据来源: wind、财富证券

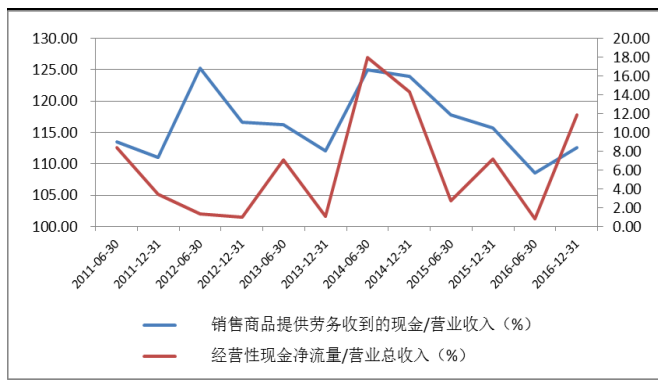
公司目前负债率仅为 46%, 较同行业企业的负债水平处于低水平, 公司融资空间充足, 财务杠杆率仍有提升的空间。公司流动比率达到 1 以上, 短期还债能力强。公司现金流情况良好, 经营性现金流入/营业收入维持在 100% 以上, 体现公司业务回款能力强, 产品经营情况好。公司每年大约 30 亿元的经营性现金净流入, 账面现金充裕, 未来产能和资本的扩张值得期待。

图表 26: 公司偿债能力分析



资料来源: wind, 财富证券

图表 27: 公司经营性现金流情况



资料来源: wind, 财富证券

5.2 资产盈利能力强，估值处于低位

公司目前拥有涤纶长丝产能 410 万吨，而根据市场近期新建涤纶长丝产能的投资情况，平均 10 万吨/年涤纶丝的投资成本在 3.6 亿元左右，则公司 410 万吨产能的重置成本约在 150 亿元左右，考虑到产能折旧，保守估计该部分产能价值约为 100 亿元。公司还拥有 240 万吨 PTA 产能，该部分产能为新投产产能，投资额为 60 亿元。则公司主要产能的重置成本至少在 160 亿元以上，与公司的市值接近。

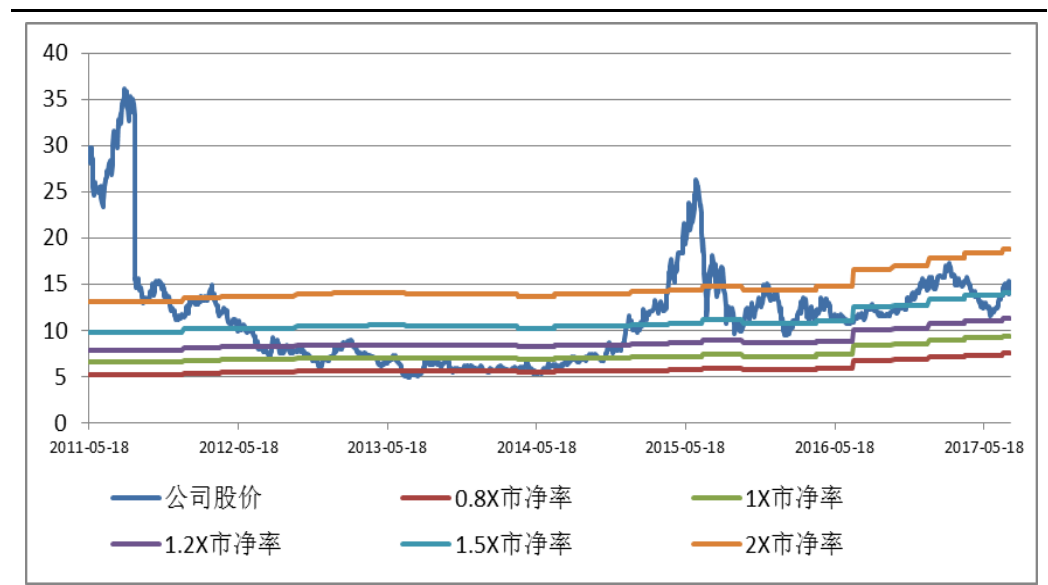
图表 28：涤纶长丝投资项目的建设成本

	项目	投资额 (亿元)
桐昆股份	38 万吨差别化纤维	13.3
	30 万吨功能性纤维	9.92
新凤鸣	45 万吨功能性改性纤维	18
平均 10 万吨/年投资成本		3.6 亿元

数据来源：公司公告、财富证券

根据目前涤纶价差情况估算，公司单吨涤纶长丝的净利润约为 300 元以上。则每 10 万吨的涤纶产能每年可贡献约 3000 万元的净利润，考虑上公司约 50%左右的负债比率，则涤纶资产的 ROE 可达到 16%，行业盈利情况十分可观。未来行业的盈利中枢有望进一步上升，公司 ROE 水平将持续的提升。

图表 29：公司历史市净率情况



数据来源：wind、财富证券

6、盈利预测及投资建议

基本假设：

- 1、根据 2017 年 1 季度涤纶产量增速达到 29% 来看，保守预计全年涤纶产销量增长 10%；
- 2、下半年国际原油价格有望随着美国商用油库存下降而维持 50 美元/桶以上，涤纶 POY 全年均价预计为 8500 元/吨，较去年同比上升 18%；2016 年涤纶 POY 价差中枢在 1000-1100 元/吨，2017 年价差中枢上升到 1300-1400 元/吨。
- 3、公司嘉兴 120 万吨 PTA 产能今年投产转固；在建差异化涤纶长丝项目在 2018 年转固；2018 年浙江石化项目投资需求约为 160 亿元。

图表 30：公司产品销售预测

	2016	2017	2018
涤纶 POY 均价	7200	8500	9350
YOY		18.1%	10.0%
公司涤纶销量	354	389.4	447.81
YOY		10.0%	15.0%
产品毛利率	8.82%	9.50%	10%

数据来源、财富证券

预计随着行业景气度不断提升，公司的营收和利润将持续上升。2018 年后，炼化项目将为公司打开业绩增长空间。我们预计公司 2017-2018 年的 EPS 分别为 1.20 元、1.56 元，对应的 PE 为 12.4 倍、9.5 倍。相对于行业同类型公司，桐昆股份估值偏低，给予“推荐”评级。

7、风险提示

下游需求不及预期；行业产能出清不及预期；炼化项目投产不及预期。

8、三大财务报表

资产负债表

单位：百万元

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	1290.78	1391.77	332.05	431.66
应收和预付款项	556.97	1219.17	1555.95	2047.47
存货	2097.23	2088.23	3172.61	3628.70
其他流动资产	1157.14	2459.74	2459.74	2459.74
长期股权投资	9.61	38.39	38.39	38.39
投资性房地产	12.84	12.21	10.81	9.42
固定资产和在建工程	9288.45	10841.14	13212.53	14183.92
无形资产和开发支出	490.58	538.41	1473.13	16407.85
其他非流动资产	36.18	87.68	87.68	87.68
资产总计	14939.78	18676.74	22342.89	39294.83
短期借款	3796.66	1856.14	2207.88	1639.08
应付和预收款项	2472.68	3463.77	3556.14	5481.08
长期借款	1385.18	1437.45	2437.45	10437.45
其他负债	320.91	900.98	900.98	900.98
负债合计	7975.43	7658.33	9102.45	18458.59
股本	963.60	1231.94	1298.94	1631.94
资本公积	2827.28	5518.84	6451.84	12118.84
留存收益	3154.50	4224.19	5432.48	7010.33
归属母公司股东权益	6945.38	10974.97	13183.26	20761.11
少数股东权益	35.18	43.44	57.18	75.13
股东权益合计	6980.56	11018.41	13240.44	20836.24
负债和股东权益合计	14955.99	18676.74	22342.89	39294.83

现金流量表

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E
经营性现金净流量	1707.22	3041.25	2057.06	5483.28
投资性现金净流量	-1701.14	-4208.64	-5000.00	-18000.00
筹资性现金净流量	208.84	1958.75	1883.22	12616.34
现金流量净额	189.13	802.43	-1059.72	99.61

利润表

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	21753.68	25581.57	33204.88	43166.35
减：营业成本	20605.03	23326.40	30050.42	38849.71
营业税金及附加	13.09	62.09	80.59	104.76
营业费用	74.15	91.18	118.36	153.87
管理费用	667.63	591.79	768.14	998.58
财务费用	297.23	181.19	200.10	464.34
资产减值损失	3.18	25.63	0.00	0.00
加：投资收益	-46.23	57.64	0.00	0.00

公允价值变动损益	5.49	-6.17	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.63	1354.77	1987.28	2595.08
加：其他非经营损益	98.37	49.57	0.00	0.00
利润总额	151.00	1404.33	1987.28	2595.08
减：所得税	31.06	261.65	496.82	648.77
净利润	119.94	1142.68	1490.46	1946.31
减：少数股东损益	4.73	10.54	13.74	17.95
归属母公司股东净利润	115.20	1132.15	1476.71	1928.37

数据来源：wind、财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438