

中炬高新 (600872)

证券研究报告
2017年09月21日

国企改革叠加多品类发展下的业绩超预期只是开始

中炬业绩不断超预期，是行业提价的预期也是公司基本面改善的驱动力

公司 2016 年实现收入 31.58 亿元，同比增长 14.48%，归母净利润 3.62 亿元，同比增长 46.55%；2017H1 实现营业收入 18.04 亿元，同比增长 21.07%，归母净利润 2.11 亿元，同比增长 47.48%，年报半报均超预期。公司 17 年前两季度收入增速超预期，其中一季度创下单季度收入新高。主要是公司三月初公告全品类提价，导致经销商备货提前，预计终端销售实际增速约 20%，仍明显提速属行业高水平。

人员换届促公司走向多品类，收入扩大

换届后将极大明确后续的定位和关系，驱动公司全面走上多品类、收入加速增长的阶段。产品结构酱油为主，核心单品厨邦酱油带动新品放量，同时不断深耕沿海区域市场拓展助力高速增长。

餐饮的复苏以及行业格局的变化将会催生中炬高新新的变化，渠道的边际效应也会尽可能的扩大（同一个渠道中装入多种调味品，费用基本不增加，收入却在扩大），公司收入加速增长，毛利润提高，2017 年中报公司整体毛利率为 39.13%。

投资建议：20%空间，继续买入

基于对行业加速（提价和集中度提升，餐饮复苏后周期）和公司内部利益一致，结合原有利润率偏低的判断，基于半年度业绩超预期，我们上调公司 17-19 年调味品盈利预测（18 年考虑股东权益回收）至 5.3 亿元，7.2 亿元和 8.7 亿元。考虑地产增值部分 40 亿元（800 亩地，从 200 万到 700 万左右，抵消增发预计的 20 亿元。给予调味品 18 年 27 倍，目标市值 214 亿元，目标价 27 元，20%空间。

风险提示：国企改革低预期，食品安全问题

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.42 元
目标价格	27 元
上次目标价	21 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	796.64
流通 A 股股本(百万股)	796.64
A 股总市值(百万元)	16,307.16
流通 A 股市值(百万元)	16,307.16
每股净资产(元)	3.64
资产负债率(%)	37.88
一年内最高/最低(元)	22.45/13.40

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040003
liuc@tfzq.com

何长天 联系人
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中炬高新-公司研究简报:多品类阶段!再论动态变化下中炬高新投资价值》 2017-03-15
- 《中炬高新-公司点评:中报或超预期，上调目标价至 21 元》 2016-08-11

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,758.59	3,157.99	3,742.22	4,445.75	5,312.68
增长率(%)	4.42	14.48	18.50	18.80	19.50
EBITDA(百万元)	476.85	652.72	736.14	925.35	1,119.27
净利润(百万元)	247.27	362.37	519.77	669.66	811.40
增长率(%)	(13.78)	46.55	43.44	28.84	21.17
EPS(元/股)	0.31	0.45	0.65	0.84	1.02
市盈率(P/E)	57.09	38.96	27.16	21.08	17.40
市净率(P/B)	5.62	5.04	4.42	3.77	3.17
市销率(P/S)	5.12	4.47	3.77	3.18	2.66
EV/EBITDA	27.06	17.79	19.66	14.67	12.23

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 中炬高新是长期推荐的核心标的，基本面催化剂俱佳	4
1.1. 年报半年报均超预期，调味品提价预期不减	4
1.2. 国企变民企是核心，着眼中炬的希望	4
1.3. 市场接受调味品提价幅度，并且未来有进一步提价空间	4
2. 核心催化剂—增发额度降低+少数股东权益回收+地产增值	4
3. 公司换届将驱动公司走向我们持续推荐的最佳阶段—多品类阶段，目前收入增速是估值提升的关键	5
3.1. 产品结构酱油为主，核心单品带动新品放量，品类延伸以互补共享为准，区域市场拓展助力高速增长	5
3.2. 盈利能力不断提升是调味品发展第二阶段的核心表象	6
4. 投资建议：目标价 27 元，20%空间，继续买入	8

图表目录

图 1: 中炬高新开发中山地块	4
图 2: 16 年中山商住地块拍卖情况表	4
图 3: 四家企业毛利率对比图	6
图 4: 四家企业净利率对比图	6
图 5: 四家企业销售费用率对比图	7
图 6: 四家企业管理费用率对比图	7
图 7: 中炬高新业绩释放逻辑图	7
图 8: 收入基数效应扩大以前和业绩弹性最佳释放期的交汇区间是业绩增长的最佳区间..	7
表 1: 中炬高新与海天味业核心单品与衍生品对比与预测	6

1. 中炬高新是长期推荐的核心标的，基本面催化剂俱佳

1.1. 年报半年报均超预期，调味品提价预期不减

公司2016年实现收入31.58亿元，同比增长14.48%，归母净利润3.62亿元，同比增长46.55%；2017H1实现营业收入18.04亿元，同比增长21.07%，归母净利润2.11亿元，同比增长47.48%，年报半年报均超预期。公司16年收入增长源自产品结构的丰富以及销售区域的扩大，公司16年收入增长主要受益于酱油品类的稳健增长，以及酱菜，蚝油等品类的贡献。公司的全国化扩张有条不紊，中西部及北部等弱势区域可以实现20%左右的增长。公司17年前两季度收入增速超预期，其中一季度创下单季度收入新高。主要是公司三月初公告全品类提价，导致经销商备货提前，预计终端销售实际增速约20%，仍明显提速属行业高水平。

1.2. 国企变民企是核心，着眼中炬的希望

中炬高新的变化是机制上的变化，属于之前确定的投资，所以未来不管是否增发，增发的额度是大还是小，还是会把这个业务推进下去。并且对于中炬高新而言，改制是必由之路，我们所讲的三点逻辑——规模扩张、毛利率提升、费用率下降，都需要公司利益的绑定。公司对于解决利益外流、未来做大做强还是有正向效用的，而且目前来看也不可能找到别的接手盘来接手这个东西。所以中炬的未来投资价值应该还是很明显，现在市值140亿，账上有地产价值50亿以上，调味品未来预计能达到5亿利润。

我们认为再融资新规对中炬高新的影响表面上看是不利因素，但实际上是积极有利的。说不利是因为中炬高新之前的增发额度太大，达到45亿元，股份占近37%。新的规定要求比例不能高于20%，因此按照原有价格计算，融资额度最多不超过 $7.97 \times 0.2 \times 15 = 23.9$ 亿元。但是我们也要看到，中炬高新过去近20年只进行过一次股权融资，并且只有2.7亿元，调味品收入从不足5亿元发展到去年超过29亿元，其每年的经营性净现金流为正，这种资产在目前流动性收缩，增发受限的背景下，应该给予估值溢价，因此虽然增发规模肯定要调症，但是中炬高新的价值不改。

1.3. 市场接受调味品提价幅度，并且未来有进一步提价空间

受通货膨胀和包材、运费价格上涨影响，公司一季度提价5%—6%，预计能够提高毛利率1-2pct；同时，由于调味品属于生活必需品，且公司提价在海天之后，因此提价对于销量影响较小。2016年下半年以来，恒顺醋业、海天味业和涪陵榨菜都通过涨价来转移成本压力。2016年6月21日，恒顺醋业发布公告，提高经典醋系列共19个单品价格，平均幅度9%；2017年2月15日，涪陵榨菜发布公告，上调80g和88g榨菜主力9个单品到岸价格，提价幅度为15%-17%不等。由于调味品货值低，又是刚性需求，所以消费者敏感度不高，未来提价逻辑不减。

2. 核心催化剂—增发额度降低+少数股东权益回收+地产增值

不可否认的是2017年是中炬高新最重要的阶段，一方面增发额度将降低，给予二级市场更大空间，另外，持续已久的少数股东权益也有望得到解决，如能回收，15年调味品利润就是3亿元，16年超过4.1亿元，17年我们预计有望超过5亿元，此外，从目前中山开发区的地块来看，均价突破了700万/亩。

图 1: 中炬高新开发中山地块

图 2: 16 年中山商住地块拍卖情况表

南都讯 记者萧倩苑 春节假期后，中山市土地市场继续发力。今日下午，翠亨新区马鞍岛的一宗商业地块历经52轮竞拍后，最终由中山建汇实业发展有限公司夺得。据中山市国土资源局资料显示，该地块总占地54957.3平方米，起始价为1800元/平方米，录得最终成交楼面地价为2960元/平方米，总价共7.32亿元。



马鞍岛罕见推地，引起多方关注

该宗编号为W15-16-0090地块位于火炬开发区（翠亨新区起步区）马鞍村，宗地面积为54957.3平方米，起始价为1800元/平方米。本次土地竞拍直接在中山公共资源交易中心网上交易大厅进行。经过52轮竞价，地块最终被9044号牌夺得，即中山建汇实业发展有限公司，楼面地价2960元/平米，总价为73203.1384万元，折合约888万元/亩。有业内人士透露，除

资料来源：《中国建设报》、天风证券研究所

序号	区域	编号	用途	面积 (m ²)	成交总价 (万元)	楼面地价 (元/m ²)	配建人才房面积 (m ²)	竞得者	日期
1	港口	W11-15-0191	商业住宅	61504.7	24601.88	1600	-	富元集团	2016/1/6
2	翠亨新区	W15-15-0168	商业	26885.7	6884.57	800	-	优顺置业	2016/2/3
3	三角	W04-15-9104	商业住宅	17598.2	3431.65	-	-	创展房地产	2016/2/3
4	三角	W04-15-9108	商业住宅	6666.7	1300	-	-	创展房地产	2016/2/3
5	火炬	W15-15-0015	商业	45016	20215.16	1705	-	柏展房地产	2016/3/30
6	古镇	W10-15-0186	商业住宅	17365	19796.1	3800	-	古镇青一置业	2016/5/6
7	板芙	W30-15-0184	商业住宅	1436.1	420	1170	-	溢利丰房地产	2016/5/19
8	板芙	W30-15-0183	商业住宅	4189.8	1906.36	1300	-	溢利丰房地产	2016/5/19
9	南朗	W25-16-0048	商业住宅	84369.7	177176.4	6000	46080	碧桂园	2016/12/30
10	南朗	W25-16-0049	商业住宅	106013	222627.5	6000	55200	保利地产	2016/12/30
11	火炬	W15-16-0020	商业住宅	27205.6	26696.4	6000	13440	美的集团	2016/12/30
12	火炬	W15-16-0021	商业住宅	9007	8976.12	6000	1200	兴隆地产	2016/12/30
13	火炬	W15-16-0022	商业住宅	33448.3	40949.25	6000	23040	美的集团	2016/12/30
14	火炬	W15-16-0023	商业住宅	6628.2	5234.59	4620	-	万科置业	2016/12/30
15	西区	W20-16-0012	商业	8053.8	8437.2	2619	-	中费地产	2016/12/30
16	五桂山	W29-16-0074	商业住宅	89717.3	80960.89	5640	-	保利地产	2016/12/30

(橙色为限价线6000元/m²) 中山房产网制图

资料来源：《房地产世界》、天风证券研究所

公司目前可以开发的面积约 800 亩，根据最新开发规划，除去道路等公共设施，有合计 130 万平方可售面积的体量可供开发，预计三年开发 50 万方以上，6 到 7 年开发完。目前，存量首期项目包含别墅近 100 套，平均售价 250—300 万/套，销售额总计 3 个多亿。高层价值 1 亿左右，测算下来合计有 4 亿以上，测算利润在 7 到 8 千万。目前深圳与中山房价价差巨大，受益于深中高速，中山地价升值潜力巨大，公司土地估值长期看将超 150 亿。

3. 公司换届将驱动公司走向我们持续推荐的最佳阶段—多品类阶段，目前收入增速是估值提升的关键

3.1. 产品结构酱油为主，核心单品带动新品放量，品类延伸以互补共享为准，区域市场拓展助力高速增长

收入按产品分配：传统的酱油和鸡精鸡粉增速不到 10%；增速最大的是食用油，目前销售收入已经过亿，增速达 85%，醋的增速也比较大，公司去年增加了新的醋，16 上半年收入达到 3000 万了，增长 40%左右；料酒 16 上半年几百万的收入，估计全年不到 1000 万。

收入按区域分布：南部区域增长 10%左右，东部增长 13%，北部区域和中西部区域增长 20%。目前公司销售还是以东南沿海作为重点区域，中西部和北部的占比比较小，而且也已经深耕了好多年。在投入的费用上比较均衡，东南部区域和北部区域也都是均衡的过程，虽然这两个区域的增速不一样，但是东南部的基数还是很大的。具体的销售比例：南部区 6 亿多，占 40-45%，东部 30%左右，北部和中西部都是 10%以上增速。

食用油：公司对食用油这个产品看好，因为不会增加很多的投入，且能借助公司现有销售渠道进行销售，虽然毛利率比较低，大概在 15%左右，但是周转率很高，对于公司盈利是有好处的，今年食用油的增速是最大的。食用油目前销售区域以南方为主，广东、海南等地，主要产品有花生油、玉米油、调和油，生产商基本是买来半成品然后做产成品，不生产压榨。

酱油：目前还是主打氨基酸态氮含量 1.3g/ml 的厨邦酱油，消费者对该产品和价格有较高的认可度，未来几年还有很好的生命力。同时，公司也针对消费升级有储备，目前纯酿酱油也已经上市了，定价在 15 元/瓶左右，稍稍高于目前的消费者接受能力。低端酱油销售还是比较少，主要走餐饮渠道销售，但是公司在餐饮渠道的占比在提升，如果餐饮渠道可以做上去的话，低端产品的量也可能提升上去。

目前，公司在品类的延伸上的目标是不增加费用的基础上去增加产品，所以公司一直强调以酱油为主的产品结构不会改变，要求品类的延伸不仅可以共享渠道，共享经销商和品牌，还要有自己的品性，比如公司生产食用油、米醋、料酒，这些都是品类上有互补的。

表 1：中炬高新与海天味业核心单品与衍生品对比与预测

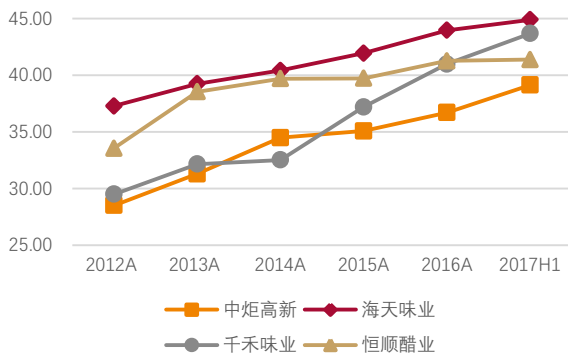
	核心单品	衍生品	15 年核心单品规模 A	15 年衍生品规模 A
海天	草菇老抽	生抽、蚝油、酱料	28 亿元	82 亿元
中炬	厨邦酱油	鸡粉、罐头	18 亿元	8.5 亿元
			17 年核心单品规模 E	17 年衍生品规模 E
中炬	厨邦酱油	鸡粉、罐头、酱料	25 亿元	18 亿元
			19 年核心单品规模 E	19 年衍生品规模 E
中炬	厨邦酱油	鸡粉、罐头、酱料	30 亿元	36 亿元

资料来源：公司公告，调研数据，天风证券研究所

3.2. 盈利能力不断提升是调味品发展第二阶段的核心表象

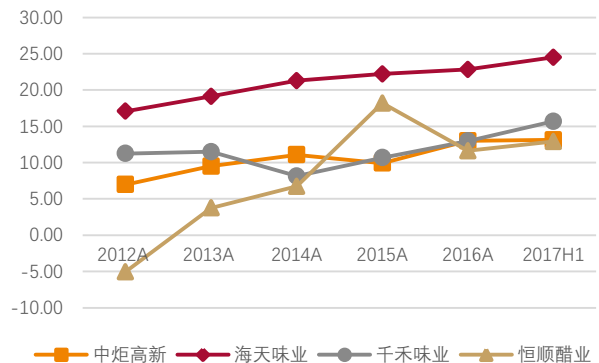
通过优化生产流程，毛利率已进入提升通道：目前公司整体毛利率为 39.13%，海天的毛利率为 43%，差距 3 个点。主要原因有以下两点：①相比于海天作为酱油第一品牌，公司需要投入更大的销售费用来争取更多的销量。公司对销售费用的投入会逐步推进；目前公司管理费用率高于海天，主要是阳西生产基地于去年开始投产，产能方面并能放到极致，前期费用较高。②与海天在制造水平上存在代差，在产品的仓储与发货方面的人力成本依旧较高。

图 3：四家企业毛利率对比图



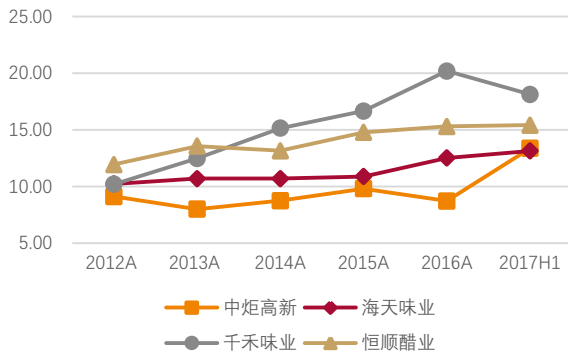
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：四家企业净利率对比图



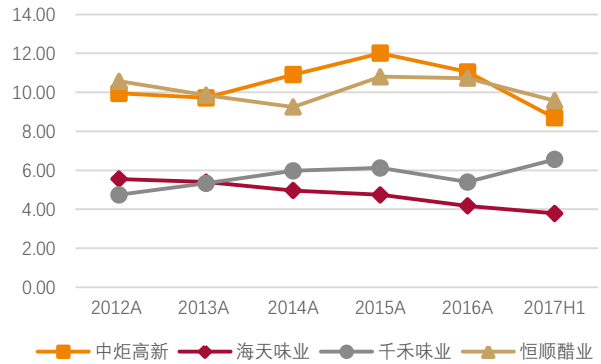
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：四家企业销售费用率对比图



资料来源：wind、天风证券研究所

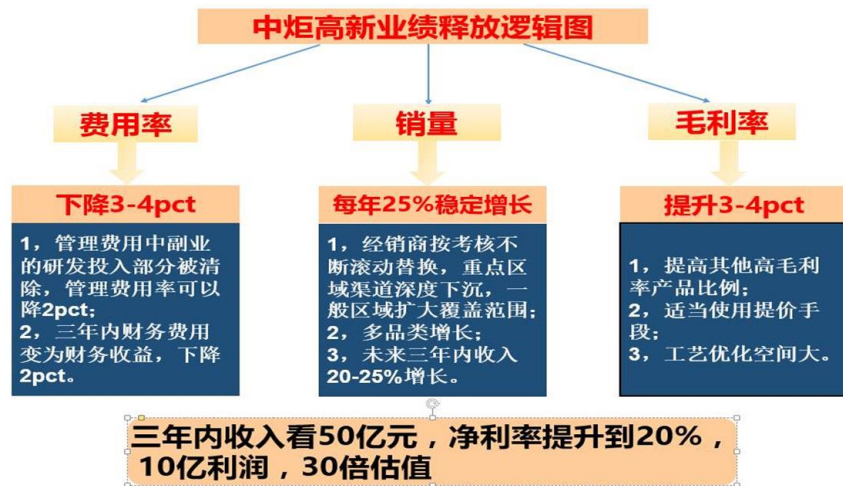
图 6：四家企业管理费用率对比图



资料来源：wind、天风证券研究所

公司生产过程不断优化以及原料成本下降，打开毛净利率上升空间，不断向海天的利润率看齐。我们预计未来 3 年内（2019），公司管理费用下降 2pct，财务费用下降 2pct 变为财务收益，由效率提升提高 3-4pct，未来公司整体净利率有望达到 20%的水平。未来 3 年公司收入保持 15%以上的稳定增长达 2019 年的 50 亿，净利润达 10 亿，空间巨大。未来三年业绩释放逻辑图如下：

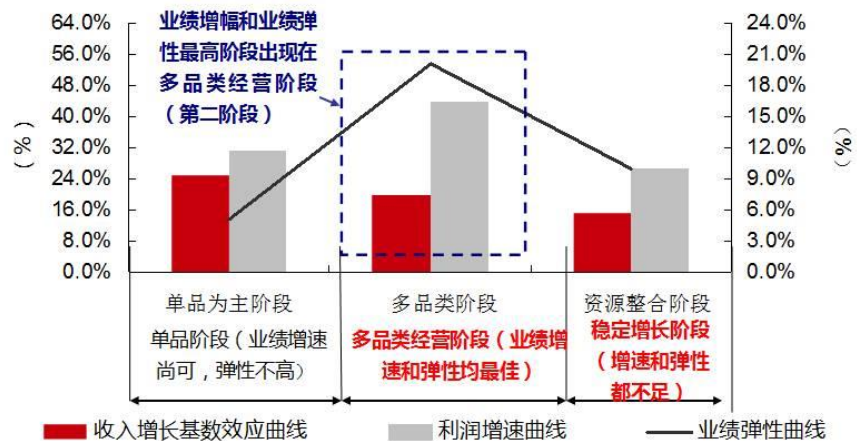
图 7：中炬高新业绩释放逻辑图



资料来源：天风证券研究所

这里对我们强调的第二阶段做一个解释：调味品本质上是一种消费频率不是特别高的产品，只有少数产品可以在全体人群中得到认可，大部分产品都是满足部分人群的，而这个市场也是充分竞争，因此调味品公司以某个单品发展为主的思路，容易在一定时间后陷入到收入的生长的空间变小的怪圈中。只有在原有产品功能细分化的基础上，结合其他品种共同发展的思路，才能使调味品的公司收入不断提升，而渠道的边际效应也因此尽可能的扩大（同一个渠道中装入多种调味品，费用基本不增加，收入却在扩大）。从投资的角度看，在收入的基数效应（基数变大以后增速会下降）和多品类装入渠道驱动收入扩大效应但费用率下降之间有一段最好的时间，在这一段中收入增速较快，但费用增加速度不如收入增速，企业毛利率还在走高，因此业绩增速很快，业绩弹性也很大，就是我们提到的第二阶段的多品类经营阶段。

图 8：收入基数效应扩大以前和业绩弹性最佳释放期的交汇区间是业绩增长的最佳区间



资料来源：天风证券研究所

此外，我们认为对中炬新增渠道的考察，考虑餐饮的复苏以及行业格局的变化（太太乐荣耀中退休，有利于中炬推动第二单品鸡粉业务放量）将驱动公司收入增长重新回到 15-20%，利润增速达到 20-25%。如果外延到位，增长中枢可以到 25-35%。这个阶段，和海天上市前的三年类似，可能斜率低于海天，但过程类似，是我们强调的调味品公司的第二个规模效应期——从 30 到 50 亿元，毛利率继续提升，净利率提升。我们认为最终美味鲜的毛利率有望达到 40%，净利率达到 18-20%。按照每年 15%收入增速，19 年利润可达 8-9 亿元。

4. 投资建议：目标价 27 元，20%空间，继续买入

基于对行业加速（提价和集中度提升，餐饮复苏后周期）和公司内部利益一致，结合原有利润率偏低的判断，基于一季度的业绩超预期，我们上调公司 17-19 年调味品盈利预测（18 年考虑股东权益回收）至 5.3 亿元，7.2 亿元和 8.7 亿元。考虑地产增值部分 40 亿元（800 亩地，从 200 万到 700 万）左右，抵消增发预计的 20 亿元。给予调味品 18 年 27 倍，目标价 27 元，20%空间。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	354.62	441.44	299.38	1,365.33	1,330.18
应收账款	78.22	70.56	154.77	(1.72)	(2.05)
预付账款	23.81	65.88	280.25	26.22	308.38
存货	1,321.56	1,342.25	1,963.92	1,933.30	2,732.23
其他	563.44	879.41	535.23	659.37	691.30
流动资产合计	2,341.65	2,799.54	3,233.56	3,982.50	5,060.04
长期股权投资	53.01	48.89	48.89	48.89	48.89
固定资产	1,275.74	1,216.25	1,267.66	1,297.32	1,300.94
在建工程	228.36	243.13	181.88	157.13	124.28
无形资产	107.23	143.19	136.10	129.01	121.92
其他	517.12	459.88	455.80	452.60	448.91
非流动资产合计	2,181.47	2,111.33	2,090.31	2,084.93	2,044.92
资产总计	4,523.12	4,910.87	5,323.87	6,067.43	7,104.97
短期借款	20.00	20.00	1.02	0.00	0.00
应付账款	388.77	379.23	678.47	540.40	868.90
其他	319.29	455.81	344.77	515.81	447.12
流动负债合计	728.06	855.03	1,024.26	1,056.21	1,316.02
长期借款	88.57	58.57	0.00	0.00	0.00
应付债券	892.73	894.43	760.80	849.32	834.85
其他	15.17	13.73	13.15	14.01	13.63
非流动负债合计	996.47	966.73	773.95	863.34	848.48
负债合计	1,724.53	1,821.76	1,798.21	1,919.55	2,164.50
少数股东权益	284.61	289.85	331.71	402.89	488.59
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64
资本公积	279.16	282.05	282.05	282.05	282.05
留存收益	1,700.95	1,986.30	2,397.31	2,948.35	3,655.24
其他	(262.77)	(265.73)	(282.05)	(282.05)	(282.05)
股东权益合计	2,798.59	3,089.10	3,525.66	4,147.88	4,940.47
负债和股东权益总	4,523.12	4,910.87	5,323.87	6,067.43	7,104.97

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	274.06	410.26	519.77	669.66	811.40
折旧摊销	120.12	126.12	76.94	82.18	86.32
财务费用	61.33	60.88	8.47	(2.05)	(0.48)
投资损失	(29.09)	(45.38)	(30.00)	(32.00)	(35.00)
营运资金变动	(386.42)	(153.95)	(373.78)	350.32	(850.62)
其它	353.94	278.74	45.00	71.77	87.75
经营活动现金流	393.95	676.67	246.40	1,139.88	99.36
资本支出	241.30	110.64	60.58	79.14	50.38
长期投资	1.28	(4.12)	0.00	0.00	0.00
其他	(727.38)	(510.48)	(92.44)	(125.89)	(65.59)
投资活动现金流	(484.80)	(403.96)	(31.86)	(46.76)	(15.21)
债权融资	1,021.30	1,003.00	782.16	872.77	859.44
股权融资	(59.40)	(58.59)	(22.96)	3.88	2.31
其他	(786.90)	(1,130.42)	(1,115.80)	(903.82)	(981.05)
筹资活动现金流	175.01	(186.01)	(356.60)	(27.17)	(119.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	84.16	86.70	(142.07)	1,065.95	(35.14)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758.59	3,157.99	3,742.22	4,445.75	5,312.68
营业成本	1,791.24	1,999.38	2,361.34	2,800.82	3,336.36
营业税金及附加	29.46	41.68	49.02	54.80	73.31
营业费用	270.38	275.36	321.83	364.55	425.01
管理费用	331.33	348.94	377.96	409.01	478.14
财务费用	61.16	63.25	8.47	(2.05)	(0.48)
资产减值损失	3.15	7.38	3.79	4.77	2.00
公允价值变动收益	(0.15)	0.00	0.93	(0.62)	0.10
投资净收益	29.09	45.38	30.00	32.00	35.00
其他	(57.88)	(90.76)	(61.86)	(62.76)	(70.21)
营业利润	300.81	467.38	650.74	845.22	1,033.43
营业外收入	42.93	24.95	32.32	33.40	30.22
营业外支出	4.62	6.07	6.18	5.62	5.96
利润总额	339.12	486.26	676.88	873.00	1,057.69
所得税	65.06	76.00	113.04	130.95	158.65
净利润	274.06	410.26	563.84	742.05	899.04
少数股东损益	26.79	47.89	44.07	72.39	87.64
归属于母公司净利润	247.27	362.37	519.77	669.66	811.40
每股收益(元)	0.31	0.45	0.65	0.84	1.02

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.42%	14.48%	18.50%	18.80%	19.50%
营业利润	-6.81%	55.37%	39.23%	29.89%	22.27%
归属于母公司净利润	-13.78%	46.55%	43.44%	28.84%	21.17%
获利能力					
毛利率	35.07%	36.69%	36.90%	37.00%	37.20%
净利率	8.96%	11.47%	13.89%	15.06%	15.27%
ROE	9.84%	12.95%	16.27%	17.88%	18.23%
ROIC	11.60%	15.18%	17.20%	20.17%	27.40%
偿债能力					
资产负债率	38.13%	37.10%	33.78%	31.64%	30.46%
净负债率	16.48%	11.28%	10.70%	17.28%	-6.45%
流动比率	3.22	3.27	3.16	3.77	3.84
速动比率	1.40	1.70	1.24	1.94	1.77
营运能力					
应收账款周转率	35.07	42.45	33.22	58.09	-2,819.43
存货周转率	2.14	2.37	2.26	2.28	2.28
总资产周转率	0.64	0.67	0.73	0.78	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.45	0.65	0.84	1.02
每股经营现金流	0.49	0.85	0.31	1.43	0.12
每股净资产	3.16	3.51	4.01	4.70	5.59
估值比率					
市盈率	57.09	38.96	27.16	21.08	17.40
市净率	5.62	5.04	4.42	3.77	3.17
EV/EBITDA	27.06	17.79	19.66	14.67	12.23
EV/EBIT	35.65	21.88	21.96	16.10	13.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 37 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 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com