分析师：刘冉
执业证书编号：S0730516010001
021-50588666-8036

调味品主业增长稳健，隐蔽资产价值可观

——中炬高新(600872)调研简报

证券研究报告-调研简报 **买入（维持）**

发布日期：2017 年 10 月 12 日

市场数据(2017-10-11)

收盘价(元)	24.24
一年内最高/最低(元)	24.58/13.40
沪深 300 指数	3902.69
市净率(倍)	6.77
流通市值(亿元)	193.10

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	3.64
每股经营现金流(元)	0.40
毛利率(%)	39.13
净资产收益率_摊薄(%)	7.26
资产负债率(%)	37.88
总股本/流通股(万股)	79663.72/79663.72
B 股/H 股(万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现

资料来源：贝格数据，中原证券

相关报告

联系人：李琳琳
电话： 021-50588666-8045
传真： 021-50587779
地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

投资要点：

- **酱油主业保持高增长。**美味鲜 20171H 收入为 17.5 亿元，同比增长 21.7%；同期，美味鲜的归母净利润为 2.4 亿元，同比增长 41.2%，净利率达到 13.83%。由上半年提价所致，公司的酱油主业盈利能力提升，净利润增幅远超收入增幅。公司酱油收入增长超过预期，特别在提价的背景下，反映了：一，调味品及餐饮行业的增速回升；二，公司营销投入加大，且成效斐然。

  20171H，公司的促销费用较高，导致销售费用率上升。促销费用高的原因：产品提价后，公司加大了针对商超的促销力度，希望通过与消费者的沟通，将提价落实到位，保证销量的稳定增长。我们从公司的半年报中看出：酱油的销量增长正常，产品提价的确落实到位。我们认为，下半年的促销费用将会减少，公司的销售费用率将会回到正常水平，美味鲜的盈利能力进一步提升。

- **全年有望超额完成增长目标。**公司 2017 年全年的增长目标：营业收入同比增长 16%，达到 39.15 亿元；净利润同比增长 24%，达到 1.98 亿元。根据上半年的业绩情况，我们认为，公司超额完成全年增长目标是完全有希望的，而全年净利润规模有望翻番。

- **公司目前的考核激励机制较为完善。**自 2014 年以来，公司对核心人员实施考核激励机制，机制的设计相对合理，对公司近年来的快速发展起到了推助作用。公司的考核分为三个维度：收入、净利润和净资产收益率；其中，净利润的权重达到 60%，收入和净资产收益率则各占 20%的权重。考核针对公司 200 余人，包括高层和中层管理人员、核心骨干等。考核激励的力度比较到位：如果达成业绩指标，公司将切分当年净利润的 5%作为对激励对象的奖励。此外，公司的考核激励机制不会因董事会换届而变更。

  从考核激励机制来看，管理层就公司提升盈利水平、做大净利润规模的意愿相对更大。

- **调味品未来的增量在餐饮端，而家庭消费相对稳定。餐饮行业重拾高增长，带动调味品行业持续较快发展。**20171H，剔除产品提价因素，公司调味品（主要是酱油）的销量增长约 15%，较 2015、2016 年的增长明显强劲。我们分析其原因，认为：餐饮市场是调味品的重要需求端，今年以来，餐饮业的收入增长超过 20%，重现较高增长，成为拉动调味品较高增长的核心原因。2017 年，餐饮高增长的原因有：经济复苏强劲，制造业和房地产投资增长较好；餐饮外卖 020 销售出

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

现爆发式增长。

- **公司加大对经销商的开拓力度，渠道全国化的建设效果明显，对销售的拉动作用后期将会持续显现。**

  公司不断完善经销商队伍，全国 360 个地级市中，约 2/3 有公司的一级经销商，未来公司要实现全覆盖。

  截至目前，公司的一批商数量有 700 至 800 家，公司计划在两至三年内扩展至 1000 家（海天味业，作为行业标杆，拥有的经销商数量是 3000 多家）。调味品行业的行规是：在一个品类下，经销商只能专营一个品牌，如经营厨邦，就不能够同时经营其它品牌的酱油。所以，公司与竞品公司之间的经销商并无重叠，不构成直接的渠道竞争，而对于公司而言，新晋经销商意味着销量的绝对增量。

  公司的经销商分为新老经销商。新经销商指的是新晋经销商，尚需要两至三年的培育期才能贡献新增销售；老经销商是指两至三年以上的经销商，在渠道运营和收入贡献方面较为成熟。公司新晋的经销商将会在未来两至三年内产生收入，对酱油和其它品类的销售起到拉动作用。

- **公司坚持推进品类的多元化。**公司坚持实施品类多元化的战略，一是，在扩大经销商队伍、建设全国化渠道的前提下，通过更多品类进入渠道而使得渠道功能最大化，**通过扩大销售分摊渠道费用**；二是，满足经销商对多品类的需求。**三是，新品类周转快，有助于提升公司整体的运营效率。**比如，食用油的周转期仅半个月，而酱油的周转期需要半年。**四是，新品类对公司的资产占用少，对提升公司的净资产收益率有帮助。**目前，新品类并没有向全国的经销渠道投放，而是仅进入了核心市场的经销渠道。未来，新品类的销售放量仍要靠产能拉动。

- **由于没有达到规模效益的临界点，新品类的盈利水平仍然较低，需要通过扩大产销量来拉升盈利。我们认为，新品类未来的成长空间较为可观。**

  公司经营较为成熟的品类是酱油和鸡精，其中酱油的毛利率为 40%-50%，鸡精的毛利率为 30%-35%。

  公司新纳入的品类如食用油、耗油和黄豆酱，其毛利率目前普遍较低，还不能产生业绩。比如食用油，公司购进初榨油后进行调配和分装，该业务的毛利率仅有 10%-15%。此外，食用油目前的销量非常有限：20171H，公司的食用油销量 1 万多吨，销售额一亿多元（吨价 10000 元），且主要集中在主营销区华东和华南销售。**未来，不排除公司将食用油做成大单品，并为之做相应的市场投入。**

  由于规模量更小，耗油和黄豆酱的毛利率更低。参照海天味业，其耗油产能是 40 万吨，最近一期的毛利率为 38.24%；而公司目前的耗油产量仅 1 万吨，意味着公司须大幅扩产，才能向单品要盈利。**公司计划扩大耗油产能至 20 万吨（董事会已经通过），届时耗油的毛利率能够达到 30%-35%。**

  醋的产能今后也将会集中在几家大企业，地方小企业将会越来越少。醋的市场比酱油更为分散，由于原料和工艺差异大，不同地区的口味差异较大。公司新建的 10 万吨米醋主要针对广东市场，但是预计公

司将会通过异地收购的方式拓展其它区域的食醋市场。

- **料酒和耗油等小众调味品，其消费认同越来越好，受众群体越来越大，成为市场增长的基础。料酒和耗油行业比较分散，没有统一品牌，市场空白较大，属于增长迅猛的细分市场**。公司新建料酒 5 万吨产能，正在向料酒市场迈进。

- **酱油产能在 2018 年达到满产，即 40 万吨。2017 年在建 20 万吨酱油产能，满足 2018 年及之后几年的市场需求。**

  2016 年的酱油销量为 33 万吨，2017 年如增长 10%以上，即达到 38 万吨；因此，按照预期增长，2018 年公司的酱油产能将会出现缺口。（注：公司公布的酱油销量以实际销量为准，调味品协会公布的销量则以氨基酸含量为准；公司酱油的氨基酸含量较高，故协会所公布的公司酱油销量是 60 万吨。）公司今年在建的 20 万吨酱油产能，2018 年投产，可满足预期中的产能缺口。

  厨邦酱油属于高端酱油，主要针对高端消费。相对而言，海天酱油更接近大众消费，因而市场容量更大。我们认为，公司当前执行的战略偏向扩张和增长。未来，公司或将向中低端酱油发展，不仅满足各档次的需求，也要满足南北口味需求，以此全方位地占领渠道和市场。

- **全国化市场的建设任重道远。**按照地域划分，公司的收入结构：广东和海南在收入结构中占比目前是 45%，其中广东占比为 40%、海南占 5%；华东沿海，即浙江和福建市场占 30%，其中，浙江占 20%、福建占 10%；华北和东北市场占 10%；中西部市场占比 15%。潜力省份中做得比较好的有江西和广西市场。此外，江苏和上海是公司当前重点开拓的市场：江苏和上海市场的销售基数低，且从商超到流通领域已经完成布局，未来两三年的销售将会呈现较大增长。华北和东北市场经过六七年的开拓，目前在收入结构中占比达到 10%，未来还有提升空间。

- **调味品行业的集中度加速提升，成为优势企业未来两至三年高增长的内在动因。**调味品行业相对分散，如酱油、食醋、耗油、鸡精等细分市场仍有待大幅度集中。我们认为，未来几年内，与白酒和啤酒等行业所出现的趋势相同，调味品行业集中度的提升将会提速。行业内的优势龙头企业，由于有条件扩张产能和渠道，将会在市场集中的趋势中大大受益，表现在市场份额的增加和业绩的较高增长。

  2016 年，调味品行业的总产能约 600 万吨。按照产能口径，目前公司的市场占有率仅 5%，而海天达到 25%。但是，公司在华南市场的占有率与海天相当，或略超海天，分别都在 20%以上。可见，由于公司全国化的进程稍慢，公司在全国市场的占有率远远低于海天。我们认为，这是由公司前期的发展战略所致，即重视盈利能力的增强，而将规模扩张放在第二位。我们也看到公司正在转换战略，开始重视规模和市场的扩张，从而发起第二轮的增长。

- **调味品市场中“大打小”的竞争格局已经呈现。**比如，海天味业在江苏省建立醋厂，对恒顺构成很大威胁；公司和海天都在做“味极鲜”这一品牌，该品牌是亨氏旗下的酱油品牌，由广东开平味事达有限公司经营，有一定的市场份额，由于品牌暂无注册，故公司及行业同盟通过生产相同品牌的酱油产品，占领其市场份额。

- **餐饮市场将成为调味品行业的增长源，餐饮渠道也是调味品企业的必争之地。**餐饮渠道对公司收入的贡献目前是 20%，而海天味业的这一比例是 70%，公司与行业第一名的差距仍然很大。公司近年来着力于开拓餐饮渠道，主要手段有：发起厨邦高级厨师俱乐部、举办全国凉菜大赛、委托餐饮渠道的强势经销商代理餐饮市场。由于基数低、投入大，公司在餐饮渠道的销售增长将会快于商超和流通渠道。未来两至三年的目标是餐饮渠道能够贡献公司 40%的收入。餐饮渠道不仅卖酱油，而针对的是公司全品类的产品结构。20171H，公司在餐饮渠道的收入增长达到 25%，略高于公司美味鲜的收入增长，也高于餐饮行业的平均增长。

- **公司坚持大商制战略，对销售费用率的控制从严从紧。**

  公司实施大商制：经销商贡献的收入占比高达 95%，其余 5%为公司的直营收入。经销商或直营均包括商超、餐饮和电商等渠道。直营的毛利率高于经销商，但是与直营配套的费用投入也较大，所以公司的营销定位仍是以经销商为主，自我定位仍是生产商。

  公司对经销商的奖励以送货品为体现，所送货品的价值计入季度销售费用。此外，促销费用与当地经销商共同承担，费用计入当季的销售费用。

- **20171H，公司总部亏损 2000 多万元，全年计划亏损 6000 万元，预计全年实际亏损 5000 万元。2019 年以后，年 5000 多万元的财务费用将会从利润表中删除，从而增厚业绩。**

  公司总部的收入主要即物业出租，年收入大概 3000 万元，营业利润约 1000 万元。此外，公司总部的收入还包括理财产品的投资收益（年化收益率大概 3%至 4%）。

  公司总部的支出包括：管理费用和财务费用，两项费用的年支出合计约 7000 万元。财务费用主要为 9 亿元公司债的利息支出：公司债的期限从 2014 年至 2019 年，无赎回条款，6%的年利息，即每年生成 5400 万元的财务费用，其中约 4000 多万的费用须总部承担。此外，总部的管理费用每年大概 3000 多万元。

  基于上，总部的年亏损额约 5000 至 6000 万元。

  关于财务费用：按照 6%的年化利息和 3%的理财收益率计，9 亿元公司债在存续期间实际生成财务费用 1.4 亿元。2019 年以后，这笔 5000 多万元的年财务费用将会从利润表中删除，从而增厚业绩。

- **目前，公司的各项业务和子公司对资金的需求不大。**由于政府规划没有出台，房地产开发缓滞，暂时没有资金需求；美味鲜公司自身的现金循环非常健康，现金造血功能较强，能够保证资金的自给自足。

- **由于阻碍重重，前海人寿发起的定增方案暂时搁置。**保监会出台限制政策，比如不支持险资控制上市公司；以及禁止险资和险资的股东联手收购上市公司。前海人寿的定增方案恰属于此两种被监管的范畴。证监会规定：定增数量不得超过原股本的 20%，意味着公司定增方案中的发行股数的上限为 1.6 亿股，较之前方案里的发行股数大大减少，导致前海人寿无法达到控制公司的目的。如果定增股份向社会机构发行，则前海人寿须放弃作为战略投资者的定增初衷。总之，目前前海人寿的定增方案遭遇困局。定增落地的两个意义：一是为公司更

加快速的发展注入资金；二是前海人寿谋取超过 30%的股权，并获取实际控制人的地位，从而统筹规划公司的长远发展。

但是，在定增资金不能到位的情况下，公司仍然能够保持稳健的、持续的业绩增长：收入增长 10%至 15%；净利润增速达到 20%。

- **公司今年必须面对换届问题;公司治理结构问题的解决仍需要时间和智慧，待公司的治理结构清晰后，公司有望迈向新的发展阶段。**前海人寿保险股份有限公司所持有公司 A 股流通股合计 24.93%。前海人寿目前虽是第一大股东，但非实际控制人，对公司的战略制订、经营决策和人事安排暂无实质权力，在公司董事会仅有一席。公司的实际控制人目前仍是中山市火炬开发区管理委员会。2017 年 5 月份，公司即应该完成换届，但由于种种原因，至今没有完成。按照《公司法》，公司今年必须面对董事会换届的问题，因而公司的治理结构仍存变数。治理结构问题的解决仍需要时间和智慧，待公司的治理结构清晰后，公司有望迈向新的发展阶段。

- **公司管理层贯彻执行费用增长要低于收入增长的原则；此外，随着收入规模的扩张，公司的费用率持续呈下降趋势。**

  目前，尽管公司的管理费用率得到明显控制，但是相比海天味业，仍然高出 4 至 5 个百分点，管理费用率仍有下降空间。

  而在销售费用投入方面，公司的风格偏保守，大商制度下销售费用率比较易于控制。公司的销售费用率长期低于竞品公司，当公司的营销风格转向激进时，意味着费用投入的空间比较大。

- **公司在中山市轻轨旁拥有 107 万平方米的土地使用权，已经开发 7 万平方米。公司土地资产价值巨大，而该价值并没有反映在收益中。**公司 20171H 的资产负债表显示：无形资产项下的土地使用权账面价值为 2.11 亿元。按照公司当前所售房价计，即 10000 元/平方米，公司待开发房产的当前市价约 100 亿元；如果继而考虑到中山市的区位优势，考虑到未来房价的上涨趋势，公司待开发房产的预期价值应高于 100 亿元。我们按照 100 亿元估计，公司每股的土地资产价值约 12.55 元；按照十年的开发进度，并刨掉开发费用，合计每年每股 0.30 至 0.50 元。相当于，在主业的基础之上，土地开发价值每年增厚公司每股收益 0.30 至 0.50 元，而这只是保守估计。

- 投资建议：

  公司属于典型的稳定增长型公司：在定增资金不能到位的情况下，公司仍然能够保持稳健的、持续的业绩增长，即，收入增长 10%至 15%，净利润增速达到 20%。此外，公司是典型的消费品投资标的，产品具备消费刚性和高频次的特性，并且拥有坚实的客户群体，具有抗周期的特点。

  公司所属的调味品行业是较快增长的行业，**未来的增量在于行业的集中和市场的整合**，这将会为行业龙头公司提供中长期的增长动力。

  公司的隐蔽资产价值较高，体现为 100 亿元的待开发房产的价值，而这一价值只是保守估计。假设公司十年开发完所持土地，则每年大概可增厚业绩 0.3 至 0.5 元。

  我们此次上调了酱油业务的增速水平，预计公司 2017、2018、2019

年的 EPS 分别为 0.65、0.86、1.04 元，同比分别增长 44.44%、32.31%、20.93%。参照 2017 年 10 月 10 日收盘价 23.78 元，对应的市盈率分别为 36.4、27.8 和 22.9 倍；如果计入待开发房产的价值，2018、2019 年对应的动态估值分别为 21.42 倍和 18.43 倍。此外，我们从另外一个角度考虑：**公司所持有土地的市场价值是每股 12.55 元，公司股价是 23.78 元，每股股价减去每股土地市场价值为 11.23 元，11.23 元是投资者为公司主营业务、汽配和出租服务业务所支付的每股价格，合计 2017、2018、2019 年的市盈率分别为 17.28、13.06、10.80 倍，意味着投资者用 13 倍的估值买入一只主营业务稳健增长的抗周期消费股。**

维持对公司的“买入”评级。

风险提示：宏观经济大幅下行将会影响餐饮行业的消费，从而影响公司的收入增长；新品类尚处于市场试水期，虽与酱油有协同效应，但是仍有不被渠道和市场接受的风险；新品类的产能如不能快速扩大，新品较低的盈利将会拉低公司整体的盈利水平；食品安全隐患。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2758.6	3158.0	3763.7	4306.4	4929.8
增长比率	4.4%	14.5%	19.2%	14.4%	14.5%
净利润(百万元)	247.3	362.4	520.4	681.6	827.7
增长比率	-13.8%	46.5%	43.6%	31.0%	21.4%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.65	0.86	1.04
市盈率(倍)	76.6	52.3	36.4	27.8	22.9

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2758.6**	**3158.0**	**3763.7**	**4306.4**	**4929.8**
减:营业成本	1,791.2	1,999.4	2,282.3	2,565.2	2,931.7
营业税费	29.5	41.7	41.4	47.4	54.2
销售费用	270.4	275.4	414.0	430.6	468.3
管理费用	331.3	348.9	338.7	379.0	424.0
财务费用	61.2	63.2	-0.6	-16.7	-42.5
资产减值损失	3.1	7.4	-	-	-
加:公允价值变动收益	-0.1	-	-	-	-
投资和汇兑收益	29.1	45.4	-	-	-
营业利润	**300.8**	**467.4**	**687.9**	**900.9**	**1,094.1**
加:营业外净收支	38.3	18.9	-	-	-
利润总额	**339.1**	**486.3**	**687.9**	**900.9**	**1,094.1**
减:所得税	65.1	76.0	103.2	135.1	164.1
净利润	**247.3**	**362.4**	**520.4**	**681.6**	**827.7**

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	354.6	441.4	376.4	1,431.4	1,658.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	78.2	70.6	765.8	358.9	462.8
应收票据	-	-	104.5	15.1	121.9
预付帐款	23.8	65.9	251.1	105.2	302.0
存货	1,321.6	1,342.2	1,700.8	1,434.4	1,497.2
其他流动资产	563.4	879.4	1,262.0	1,600.0	1,900.0
可供出售金融资产	64.6	61.8	65.0	65.0	65.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	53.0	48.9	48.9	48.9	48.9
投资性房地产	413.3	361.5	361.5	361.5	361.5
固定资产	1,275.7	1,216.3	1,323.6	1,197.8	1,065.5
在建工程	228.4	243.1	-	-	-
无形资产	107.2	143.2	138.0	132.7	127.3
其他非流动资产	39.3	36.6	8.7	5.0	1.5
资产总额	**4,523.1**	**4,910.9**	**6,406.3**	**6,755.9**	**7,612.3**
短期债务	20.0	20.0	183.1	-	-
应付帐款	388.8	379.2	508.3	418.0	640.7
应付票据	52.6	50.0	76.7	65.8	97.1
其他流动负债	266.6	405.8	150.6	281.9	202.6
长期借款	88.6	58.6	58.6	-	-
其他非流动负债	907.9	908.2	895.0	895.0	895.0
负债总额	**1,724.5**	**1,821.8**	**1,872.4**	**1,660.6**	**1,835.4**
少数股东权益	**284.6**	**289.8**	**354.2**	**438.4**	**540.7**
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6
留存收益	1,701.0	1,986.3	3,383.1	3,860.2	4,439.6
股东权益	**2,798.6**	**3,089.1**	**4,533.9**	**5,095.3**	**5,776.9**

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	274.1	410.3	520.4	681.6	827.7
加:折旧和摊销	120.1	126.1	151.0	153.1	154.7
资产减值准备	3.1	7.4	-	-	-
公允价值变动损失	0.1	-	-	-	-
财务费用	61.3	60.9	-0.6	-16.7	-42.5
投资收益	-29.1	-45.4	-	-	-
少数股东损益	26.8	47.9	64.3	84.2	102.3
营运资金的变动	-386.4	-154.0	-1,816.3	604.3	-592.1
经营活动产生现金流量	**393.9**	**676.7**	**-1,081.3**	**1,506.5**	**450.1**
投资活动产生现金流量	**-484.8**	**-404.0**	**-13.2**	**-22.0**	**-17.0**
融资活动产生现金流量	**175.0**	**-186.0**	**1,029.4**	**-429.4**	**-205.8**

财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	4.4%	14.5%	19.2%	14.4%	14.5%
营业利润增长率	-6.8%	55.4%	47.2%	31.0%	21.4%
净利润增长率	-13.8%	46.5%	43.6%	31.0%	21.4%
EBITDA 增长率	8.7%	36.9%	28.4%	23.8%	16.3%
EBIT 增长率	1.7%	46.6%	29.5%	28.7%	18.9%
NOPLAT 增长率	-3.4%	53.0%	30.5%	28.7%	18.9%
投资资本增长率	16.9%	8.2%	53.4%	-14.9%	11.0%
净资产增长率	7.1%	10.4%	46.8%	12.4%	13.4%
利润率					
毛利率	35.1%	36.7%	39.4%	40.4%	40.5%
营业利润率	10.9%	14.8%	18.3%	20.9%	22.2%
净利润率	9.0%	11.5%	13.8%	15.8%	16.8%
EBITDA/营业收入	17.3%	20.7%	22.3%	24.1%	24.5%
EBIT/营业收入	13.1%	16.8%	18.3%	20.5%	21.3%
运营效率					
固定资产周转天数	160	142	121	105	83
流动营业资本周转天数	150	163	236	258	225
流动资产周转天数	283	293	347	393	398
应收帐款周转天数	10	8	40	47	30
存货周转天数	169	152	146	131	107
总资产周转天数	560	538	541	550	525
投资资本周转天数	357	350	387	379	321
投资回报率					
ROE	9.8%	12.9%	12.4%	14.6%	15.8%
ROA	6.1%	8.4%	9.1%	11.3%	12.2%
ROIC	11.6%	15.2%	18.3%	15.4%	21.5%
费用率					
销售费用率	9.8%	8.7%	11.0%	10.0%	9.5%
管理费用率	12.0%	11.0%	9.0%	8.8%	8.6%
财务费用率	2.2%	2.0%	0.0%	-0.4%	-0.9%
三费/营业收入	24.0%	21.8%	20.0%	18.4%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	38.1%	37.1%	29.2%	24.6%	24.1%
负债权益比	61.6%	59.0%	41.3%	32.6%	31.8%
流动比率	3.22	3.27	4.85	6.46	6.32
速动比率	1.40	1.70	3.00	4.59	4.73
利息保障倍数	5.92	8.39	-1,102.35	-52.97	-24.75
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.14	0.20	0.26	0.31
分红比率	32.2%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%

业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.31	0.45	0.65	0.86	1.04
BVPS(元)	3.16	3.51	5.25	5.85	6.57
PE(X)	76.6	52.3	36.4	27.8	22.9
PB(X)	7.5	6.8	4.5	4.1	3.6
P/FCF	149.5	186.8	-18.7	16.2	51.2
P/S	6.9	6.0	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	40.6	29.6	23.5	17.8	15.2
CAGR(%)	40.8%	31.4%	26.0%	40.8%	31.4%
PEG	1.9	1.7	1.4	0.7	0.7
ROIC/WACC	1.1	1.5	1.8	1.5	2.1
REP	5.8	4.1	2.2	2.9	1.9

资料来源:贝格数据,中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅－5％至5％；
卖出：　　未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。