

天广中茂 (002509)

CPI 上行预期强烈，18 年有望迎来最大拐点

1 蘑菇业务-CPI 上行过程中菌菇公司表现

食品 CPI 上行过程中，我们主要从产品的价格，以及公司的运营效率两个方面去理解对于公司收入的影响机制。食品 CPI 增速提高，推动菌菇公司周转率提升。其他条件都不变，周转率的提高，可推动产能利用率提高，提升销售收入。金针菇同比增速和食品 CPI 同比变化趋势一致。2018 年食品 CPI 具备上升预期，食品类商品价格上涨之后，将为菌菇价格的上涨营造良好的宏观氛围。

中观行业层面，4 季度价格指数引明年价格。主流蘑菇品种价格周期性波动。2-3 季度为每年之中价格的低谷，4 季度-次年 1 季度是价格的高峰。4 季度价格是次年价格区间先行指标。金针菇以及杏鲍菇品类，在 2017 年 4 季度价格开始上扬赶超去年同期水平趋势明显。因此从中观行业角度看，2018 年的整体价格区间预计将高于 2017 年。

2 富平循环经济产业园不断推进，菌菇园林双轮驱动坚定不移

布局西北，园林菌菇双轮驱动战略实施坚定不移。公司 6 月 5 日与富平县人民政府签订西北生产基地建设项目协议书。菌菇区域扩张，需要产能布局跟进。菌菇公司在区域上的扩张和布局，主要的方式还是在目标市场所在地，新建或者并购现有产能。公司菌菇业务，产能利用率持续走高，西北生产基地产能陆续提升，将有效释放菌菇业务业绩。中茂循环经济经典模式的传承和创新，本质是微生物技术的利用，生态修复业务有望受益。

3 传统园林业务继续高速增长，生态修复业务有望区域扩张

PPP 利好园林行业上市公司，红利释放落实到营收增速上。2016Q-2017Q3 期间，SW 园林行业板块营收增速逐季增长。公司传统园林业务，订单充足，继续高速增长。上半年全资子公司中茂园林，实现营收 11.2 亿元，同比增长 82%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 101%。3 季度公司在手订单金额 36 亿元。生态修复业务保持增长，富平农业循环经济产业园或将拓展西北业务。公司生态修复业务半年报同比增长 10.45%。

4 退出管理层的大股东减持将使公司经营加速交接，利益一致性提升

投资建议：

预计 17-19 年净利润 7.1、12.3、17.5 亿元；EPS 0.28、0.50、0.70 元，对应 17-19 年 PE33X、19X、13X。年复合增长率超 50%，PEG 0.6！给予明年 25 倍市盈率，6 个月目标价 12.5 元，给予买入评级。

风险提示：食品安全风险，并购业务不达预期风险，西北项目推进不达预期风险，工程款回收风险

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.36 元
目标价格	12.5 元
上次目标价	12.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,492.49
流通 A 股股本(百万股)	1,618.62
A 股总市值(百万元)	23,180.18
流通 A 股市值(百万元)	15,053.21
每股净资产(元)	1.95
资产负债率(%)	41.22
一年内最高/最低(元)	14.82/8.29

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

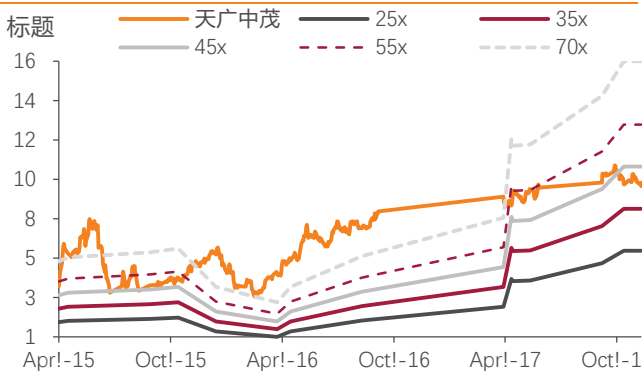
- 《天广中茂-公司研究简报:内生增长超预期，外延方案公布》 2017-09-20
- 《天广中茂-首次覆盖报告:微生物技术光芒闪耀!业绩有望 2 年翻两倍》 2017-03-27

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	691.82	2,424.82	4,970.89	7,953.42	10,737.11
增长率(%)	(0.28)	250.50	105.00	60.00	35.00
EBITDA(百万元)	140.04	532.86	1,012.32	1,845.38	2,507.81
净利润(百万元)	105.24	421.07	709.92	1,233.86	1,752.67
增长率(%)	(12.48)	300.10	68.60	73.80	42.05
EPS(元/股)	0.04	0.17	0.28	0.50	0.70
市盈率(P/E)	221.68	55.41	32.86	18.91	13.31
市净率(P/B)	5.69	5.20	3.91	3.37	2.80
市销率(P/S)	33.72	9.62	4.69	2.93	2.17
EV/EBITDA	102.78	38.23	24.07	13.15	10.05

资料来源：wind，天风证券研究所

PE-Band

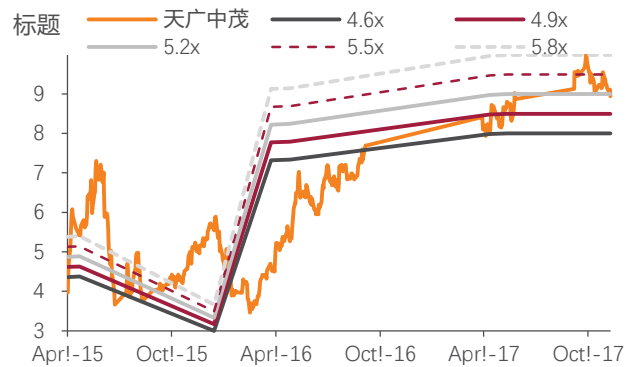
天广中茂历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

天广中茂历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

- 1. 蘑菇业务-CPI 上行过程中菌菇公司表现 3
 - 1.1. 食品 CPI 增速提高，推动菌菇公司周转率提升 3
 - 1.2. 宏观层面看，食品 CPI 上升预期，利好菌菇价格 4
 - 1.3. 中观行业层面，4 季度价格指引明年价格 4
- 2. 富平循环经济产业园不断推进，菌菇园林双轮驱动坚定不移 5
- 3. 传统园林业务继续高速增长，生态修复业务有望区域扩张 6
- 4. 公司经营加速交接，利益一致性提升 8
- 5. 投资建议 8
- 6. 风险提示 9

图表目录

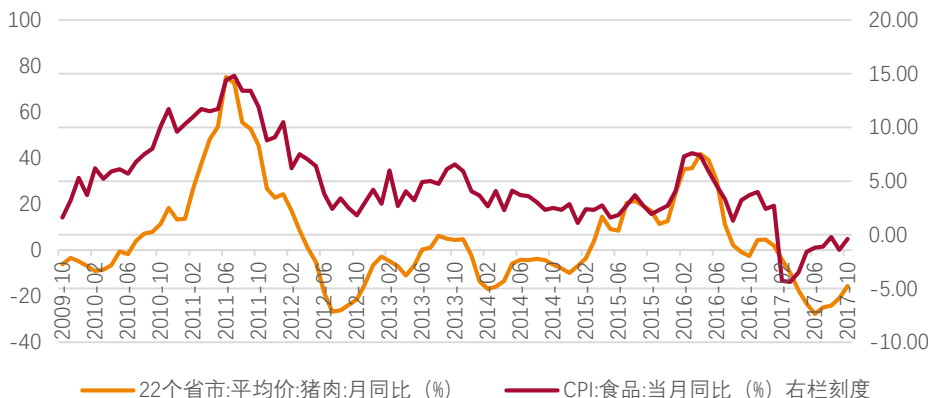
- 图 1：猪肉价格同比和食品 CPI 同比 3
- 图 2：食品 CPI 同比增速和菌菇上市公司周转率同比变化关系 3
- 图 3：2016-2017 金针菇价格同比，食品 CPI，鲜菜 CPI 当月同比 4
- 图 4：2015-2017 华南地区金针菇价格（元/公斤） 5
- 图 5：2016-2017 北京地区杏鲍菇价格（元/公斤） 5
- 图 6：中茂富平农业产业园循环经济模式图 6
- 图 7：公司单季度营收和净利润 8
- 表 1：金针菇价格同比，食品 CPI 当月同比，鲜菜 CPI 当月同比变化趋势比较 4
- 表 2：园林行业及公司营业收入增速（%） 7

1. 蘑菇业务-CPI 上行过程中菌菇公司表现

食品 CPI 的上行，对于菌菇行业的意义。我们主要从产品的价格，以及公司的运营效率两个方面去理解对于公司收入的影响机制。

食品 CPI 回升预期强烈。食品 CPI 经历了今年 2 月份开始连续 9 个月的负增长之后，基数已经够低，上升预期强烈。猪肉价格波动较大，是 CPI 食品项目的主要驱动项之一。猪肉价格同比下滑的趋势在 2017 年 6 月份见底之后，逐渐扭转。

图 1: 猪肉价格同比和食品 CPI 同比



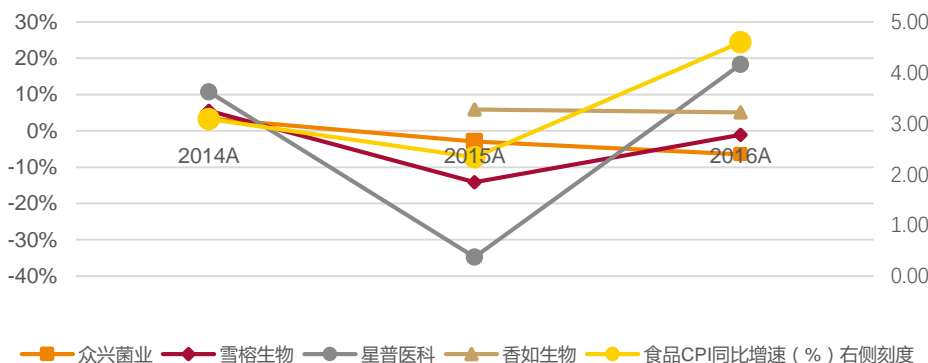
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.1. 食品 CPI 增速提高，推动菌菇公司周转率提升

菌菇行业主要依赖经销商进行销售，经销商并非代理单一菌菇品类，菌菇经销商的业态普遍是代理多类蔬菜销售。因此，当食品 CPI 增速上行背景下，经销商会一定程度上加大拿货，表现出来就是公司的存货周转率的提升。我们将 A 股上市主营为菌菇业务的公司存货周转率同比增速和当年食品 CPI 同比增速进行对比分析。发现食品 CPI 同比增速的增减，和菌菇公司存货周转率的同比变化表现出较强的正相关特点。

其他条件都不变，周转率的提高，可推动产能利用率提高，提升销售收入。存货是需要占用公司资源的，周转率提升，说明公司在现有资产规模的情况下可以撬动更高的销售收入。由于菌菇行业存在年内的周期性波动，所以产能利用率一般不会满负荷运行。在这个前提下，其他条件都不变，周转率的提高，是可以推动产能利用率提高，提升销售收入的。

图 2: 食品 CPI 同比增速和菌菇上市公司周转率同比变化关系



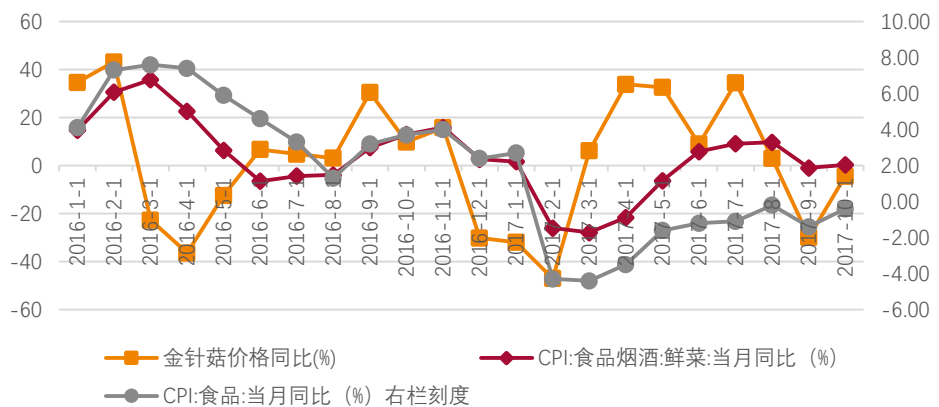
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 宏观层面看，食品 CPI 上升预期，利好菌菇价格

将金针菇批发价格月度同比数据和统计局公布的食物 CPI，食物 CPI 科目下鲜菜 CPI 进行对比分析。我们发现，从价格指数波动情况开看。金针菇的价格指数波动>鲜菜 CPI 变动幅度>食物 CPI 变动幅度。

金针菇同比增速和食物 CPI 同比变化趋势一致。从表 1 可以看出，金针菇价格的同比变化略领先于领先鲜菜 CPI、食物 CPI 同比增速趋势。领先区间在 0-4 个月之间，集中分布在 1-2 个月。但同比增速变化趋势是一致的。因此，食物 CPI2018 年的上升预期，食品类商品价格上涨之后，将为菌菇价格的上涨营造良好的宏观氛围。

图 3: 2016-2017 金针菇价格同比，食物 CPI，鲜菜 CPI 当月同比



资料来源: 国家统计局, 农产品商务信息网, 天风证券研究所

表 1: 金针菇价格同比，食物 CPI 当月同比，鲜菜 CPI 当月同比变化趋势比较

	金针菇价格指数	鲜菜 CPI	食物 CPI	领先鲜菜 CPI (月份)	领先食物 CPI (月份)
增速波峰	2016 年 2 月	2016 年 3 月	2016 年 3 月	1	1
增速波谷	2016 年 4 月	2016 年 6 月	2016 年 8 月	2	4
增速波峰	2016 年 9 月	2016 年 11 月	2016 年 11 月	2	2
增速波谷	2017 年 2 月	2017 年 3 月	2017 年 3 月	1	1
增速波峰	2017 年 7 月	2017 年 8 月	2017 年 7 月	1	0

资料来源: 国家统计局, 农产品商务信息网, 天风证券研究所

1.3. 中观行业层面，4 季度价格指引明年价格

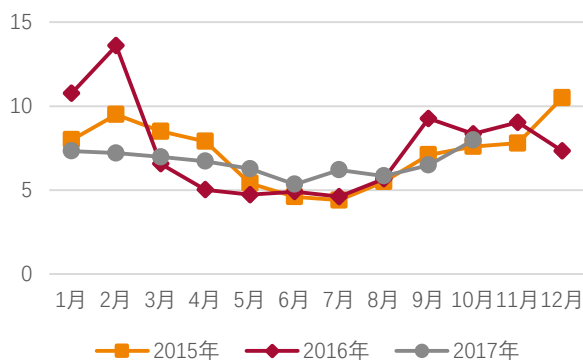
主流蘑菇品种价格周期性波动。主流蘑菇品种，以金针菇、杏鲍菇为例。我们跟踪华南地区,2015-2017 年金针菇批发市场价格。以及华北地区杏鲍菇 2016-2017 年批发市场价格。均呈现出规律的周期性: 2-3 季度为每年之中价格的低谷, 4 季度-次年 1 季度是价格的高峰。每年二季度开始新鲜蔬菜品类丰富、供应充足, 火锅、麻辣烫消费整体需求不高, 且非工厂化方式种植的食用菌集中上市, 造成食用菌市场价格走低。进入秋冬由于蔬菜等替代产品的减少、节假日较多等因素, 是食用菌消费的旺季因此菌菇企业产品价格呈现周期性波动。

4 季度价格是次年价格区间先行指标。不管是金针菇还是杏鲍菇的历史月度数据中我们可以看出。四季度价格较高, 次年整体价格区间较高。4 季度可以看成是菌菇价格周期的第

一个季度。对来年价格区间有指引意义。

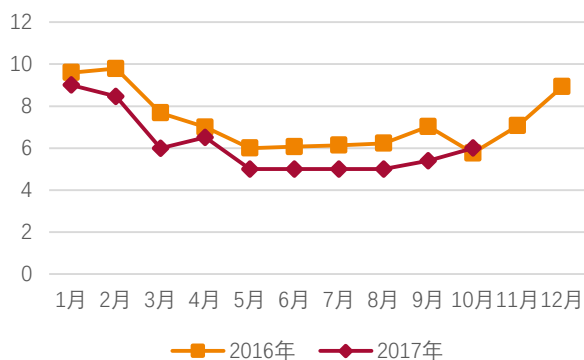
因此从中观行业角度看，2018 年的整体价格区间将高于 2017 年。金针菇以及杏鲍菇品类，在 2017 年 4 季度价格开始上扬赶超去年同期水平趋势明显。这一定程度上表明，2018 年的整体价格区间预计将高于 2017 年。对应公司菌菇业务的业绩将会增加。

图 4：2015-2017 华南地区金针菇价格（元/公斤）



资料来源：农产品商务信息网，天风证券研究所

图 5：2016-2017 北京地区杏鲍菇价格（元/公斤）



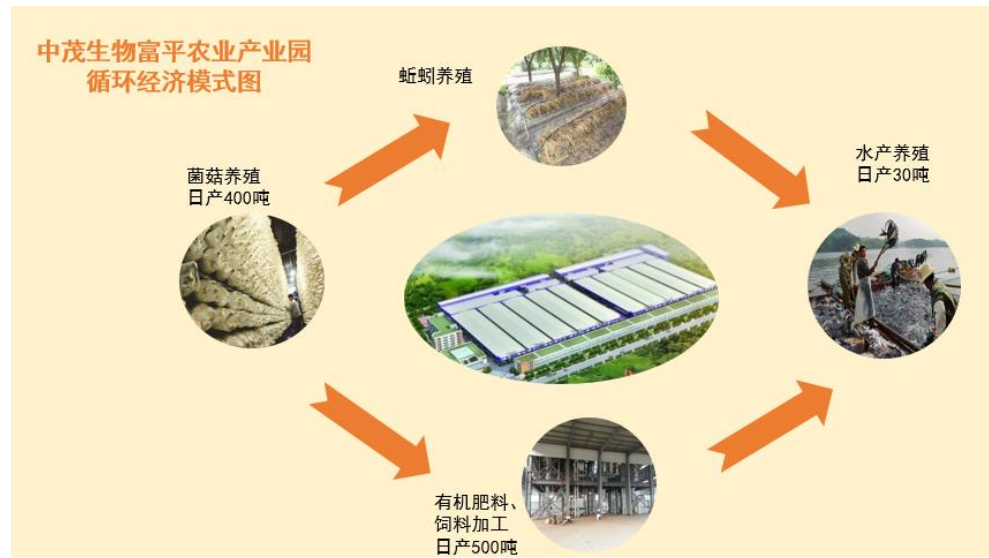
资料来源：农产品商务信息网，天风证券研究所

从行业层面，以及宏观角度，菌菇行业整体价格水平都有望高于 2017 年整体水平。从公司半年报公布菌菇业务全资子公司中茂生物收入构成来看，主要由金针菇、真姬菇、杏鲍菇组成。菌菇价格的上涨，外延落地等因素，将推动公司明年菌菇业绩的增速。

2. 富平循环经济产业园不断推进，菌菇园林双轮驱动坚定不移

布局西北，园林菌菇双轮驱动战略实施坚定不移。公司 6 月 5 日与富平县人民政府签订西北生产基地建设项目协议书。计划建设食用菌种植、蚯蚓养殖和渔业养殖、饲料加工为一体的农业产业园，日产菌菇计划 400 吨，饲料和有机肥计划 500 吨，水产品计划 30 吨。在当前食用菌业绩高增长的背景下，该项目的推进和实施将强化公司产能扩张步伐，为公司业绩的长期增长提供弹性来源。同时也将推动食用菌生产基地的全国布局，为公司进军中西部地区，北方市场建立根据地。

图 6：中茂富平农业产业园循环经济模式图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

菌菇区域扩张，需要产能布局跟进。运输、保存成本限制了菌菇销售半径不能太大，中茂生物目前主要销售区域在华南地区。菌菇公司在区域上的扩张和布局，主要的方式还是在目标市场所在地，新建或者并购现有产能。

公司菌菇业务，产能利用率持续走高，新产能投产将陆续释放业绩。2016 年食用菌产能为 115 吨/日，按每年 360 天有效生产日期估算，对应满产产能可达 4.14 万吨，2016 年年产销 3.6 万吨，产能利用率达到 87%。考虑行业的周期性，2 季度销量较弱，87%的产能利用率非常高。2017 年上半年，产销量 1.8 万吨，同比增长 24%，产能利用率进一步提升。公司西北生产基地，拟建设规模为日产 400 吨/天，是当前产能的 3.3 倍。未来西北生产基地产能陆续提升，将有效释放菌菇业务业绩。

中茂循环经济经典模式的传承和创新，本质是微生物技术的利用，生态修复业务有望受益。2011 年子公司中茂生物在佛山投资建设现代化农业园，园区首期面积 137 亩，计划投资 3.2 亿元。将菌菇养殖，和生态农业相结合。菌菇产业化养殖过程中产生的废渣废料用于生态农业原料，以及有机肥料和生物质燃料的生产。既消除了环境污染，还增加了产出改善的生态环境，成功的契合了政府生态文明建设和 GDP 指标的双诉求，被列为当年广东省重点建设项目。公司中茂园林目前已探索出一套较为成熟的生物活性土壤绿化技术，广泛运用于岩石坡面绿化、沙漠绿化、贫瘠地绿化、采石场绿化等生态修复工程。目前主要运用在广东、海南、江西、湖南等地的订单项目中，富平农业循环经济园的推进，有利于公司将该项技术运用和推广到西北地区的生态修复项目中，扩大公司生态修复订单来源。

3. 传统园林业务继续高速增长，生态修复业务有望区域扩张

PPP 利好园林行业，红利释放落实到营收增速上。PPP 对于园林行业上市公司经营利好主要通过三个途径来体现：1、引入社会资本，释放地方政府公共产品购买力，行业需求释放。2、需求改善和 PPP 模式的推广，共同改善园林公司的现金压力。等量资金，能撬动更多的项目。3、园林、生态恢复、生态治理等公共服务订单打包设立 PPP 项目，市政项目规模扩大，提升竞争门槛，有利于信用评级较高、融资能力较强的上市公司业务开展。从 SW 园林行业的板块的营收增速可以看出，行业收入水平同比增速从 2016 年一季度到 2017 年 3 季度逐季提升。

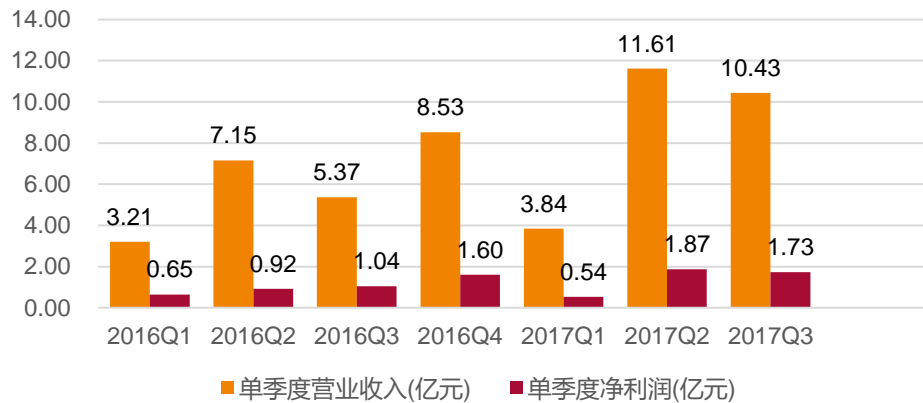
表 2：园林行业及公司营业收入增速（%）

证券简称	2016 一季	2016 中报	2016 三季	2016 年报	2017 一季	2017 中报	2017 三季
美丽生态	-20.72	38.12	29.24	10.04	-13.40	-51.26	-9.61
云投生态	-24.46	37.26	17.73	19.74	62.06	8.93	1.23
东方园林	96.10	30.66	46.39	59.16	63.39	70.79	72.29
丽鹏股份	42.83	22.09	30.81	28.84	-23.26	5.15	10.83
棕榈园林	-22.41	-31.72	-11.59	-11.24	24.04	46.43	33.31
普邦园林	7.14	-4.14	5.28	11.75	38.21	44.63	30.17
岭南园林	81.33	65.70	46.92	35.94	28.37	57.60	55.34
文科园林	14.97	28.34	35.52	45.05	60.60	100.65	90.41
绿茵生态		3.80		16.85	4.91	23.49	42.38
铁汉生态	28.41	31.49	49.08	75.00	92.11	92.84	93.62
美晨科技	35.03	71.92	63.87	63.61	38.58	46.56	49.58
蒙草生态	-53.85	17.56	38.60	61.76	160.89	154.29	146.35
美尚生态	54.23	5.09	11.74	81.77	29.04	158.60	166.77
农尚环境		8.43	8.60	7.68	27.85	12.41	12.34
杭州园林		8.36		7.44	31.23	26.80	52.59
中毅达	-89.39	-74.47	-17.64	805.86	2,492.72	1,667.16	269.97
花王股份		8.97	9.07	-5.18	132.06	47.19	49.00
诚邦股份				58.65	28.37	17.53	27.38
东珠景观		16.55		11.48	95.91	13.42	24.39
元成股份				22.99	124.10	41.29	59.19
天域生态		13.10		0.64	332.78	6.77	13.05
乾景园林	10.58	-24.73	0.23	-12.58	-12.40	1.33	-2.90
大千生态				13.62	9.55	23.35	26.33
SW 园林工程 III	12.56	9.71	24.60	28.97	42.23	53.98	59.58

资料来源：wind，天风证券研究所

传统园林业务，继续高速增长。上半年全资子公司中茂园林，实现营收 11.2 亿元，同比增长 82%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 101%。3 季度公司在手订单充足，三季报公布已落地在手未完成订单项目数 130 个，订单金额 36 亿元。充足的订单继续支持公司园林业务的发展。园林业务签署工程订单，一般施工期较长，但除了金额巨大的项目一般不会跨年。因此，园林公司业绩确认的高峰期一般都是 3、4 季度。全资子公司中茂园林注入公司之后，公司业绩表现也体现出这一特征，3、4 季度的收入较一季度环比有较大幅度增长。

图 7：公司单季度营收和净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

生态修复业务保持增长，富平农业循环经济产业园或将拓展西北业务。全资子公司中茂园林生态修复业务半年报同比增长 10.45%。且公司目前的生态修复订单主要分布在广东、海南、江西、湖南等地区。但公司的生态修复技术广泛运用于岩石坡面绿化、沙漠绿化、贫瘠地绿化、采石场绿化等生态修复工程。因此，公司富平农业循环经济园的推进，契合了政府生态文明建设和 GDP 指标的双诉求，有利于公司生态修复业务在西北地区的推广和拓展。

4. 公司经营加速交接，利益一致性提升

近期减持股东陈文团先生是中茂（园林、菌菇）注入前，原上市公司副总经理、公司董事，原实际控制人陈秀玉弟弟。2016 年 7 月公司董事会、监事会换届及高级管理人员改选，原董事长陈秀玉、原董事兼副总经理陈文团不再担任公司高管及董事会成员，但陈玉秀和陈文团仍然分别为公司第 1、3 大股东。公司 9 月 27 日公告称：股东陈文团先生计划在 2017 /9 / 29-12 /31 日期间以集中竞价、大宗交易等方式减持公司股份不超过 7,392 万股（占公司总股本比例不超过 2.97%）。

退出管理层的大股东减持将使公司经营加速交接。目前公司营收和业绩的主要贡献来自于园林和菌菇业务，2016 年菌菇、园林业绩占比超 80%。退出管理层的大股东减持将使公司经营加速交接，对管理和运营的掣肘逐步减少，经营管理利益的一致性进一步提高。

5. 投资建议

天广中茂是我们持续推荐的微生物技术龙头公司，公司停牌前上涨近 30%，我们将公司的优势和能力进行了价值再发现，彻底打破了一般意义上对蘑菇和园林的认识误区，而是提升到微生物技术层面。

预计 17-19 年净利润 7.1、12.3、17.5 亿元；EPS 0.28、0.50、0.70 元，对应 17-19 年 PE33X、19X、13X。年复合增长率超 50%，PEG 0.6！给予明年 25 倍市盈率，6 个月目标价 12.5 元，给予买入评级。

6. 风险提示

食品安全风险，并购业务不达预期风险，西北项目推进不达预期风险，工程款回收风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	619.12	806.53	198.84	636.27	858.97	营业收入	691.82	2,424.82	4,970.89	7,953.42	10,737.11
应收账款	732.18	1,237.12	2,076.81	3,446.40	4,009.93	营业成本	467.13	1,733.14	3,554.18	5,527.63	7,408.61
预付账款	39.68	31.85	530.98	196.19	621.68	营业税金及附加	7.12	12.79	42.42	63.89	78.18
存货	1,222.27	2,141.23	4,868.41	5,265.57	7,745.10	营业费用	20.75	37.53	117.53	140.02	221.45
其他	37.57	578.80	448.62	358.46	607.23	管理费用	84.42	117.82	263.46	405.62	547.59
流动资产合计	2,650.83	4,795.53	8,123.65	9,902.90	13,842.90	财务费用	(0.64)	22.22	143.77	358.00	408.43
长期股权投资	165.18	173.68	173.68	173.68	173.68	资产减值损失	16.89	58.91	37.90	32.21	36.56
固定资产	549.08	717.73	761.04	802.72	830.42	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	176.93	126.22	111.73	115.04	99.02	投资净收益	22.80	14.02	17.53	18.11	16.55
无形资产	196.97	184.75	176.53	168.32	160.10	其他	(45.60)	(28.04)	(35.05)	(36.23)	(33.11)
其他	1,368.93	1,390.37	1,354.04	1,366.41	1,366.62	营业利润	118.95	456.43	829.15	1,444.15	2,052.85
非流动资产合计	2,457.09	2,592.75	2,577.03	2,626.17	2,629.84	营业外收入	2.66	15.51	6.74	8.30	10.19
资产总计	5,107.91	7,388.28	10,700.68	12,529.07	16,472.74	营业外支出	0.20	1.68	0.69	0.86	1.07
短期借款	207.00	325.00	11.23	439.82	1,513.28	利润总额	121.41	470.26	835.20	1,451.60	2,061.97
应付账款	613.30	1,115.32	3,097.96	3,611.46	4,776.65	所得税	16.48	49.22	125.28	217.74	309.29
其他	153.27	253.74	345.26	350.87	547.96	净利润	104.93	421.04	709.92	1,233.86	1,752.67
流动负债合计	973.56	1,694.07	3,454.45	4,402.14	6,837.89	少数股东损益	(0.31)	(0.03)	0.00	0.00	0.00
长期借款	12.23	0.00	78.81	0.00	83.38	归属于母公司净利润	105.24	421.07	709.92	1,233.86	1,752.67
应付债券	0.00	1,192.29	1,192.29	1,192.29	1,192.29	每股收益(元)	0.04	0.17	0.28	0.50	0.70
其他	15.94	13.07	11.18	13.40	12.55						
非流动负债合计	28.17	1,205.36	1,282.28	1,205.68	1,288.22						
负债合计	1,001.73	2,899.42	4,736.73	5,607.83	8,126.11	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	7.23	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	708.09	1,557.81	2,492.49	2,492.49	2,492.49	营业收入	-0.28%	250.50%	105.00%	60.00%	35.00%
资本公积	2,865.22	2,159.38	2,159.38	2,159.38	2,159.38	营业利润	-13.97%	283.72%	81.66%	74.17%	42.15%
留存收益	3,383.10	2,921.30	3,471.46	4,428.74	5,854.13	归属于母公司净利润	-12.48%	300.10%	68.60%	73.80%	42.05%
其他	(2,857.46)	(2,149.63)	(2,159.38)	(2,159.38)	(2,159.38)	获利能力					
股东权益合计	4,106.18	4,488.86	5,963.95	6,921.24	8,346.63	毛利率	32.48%	28.53%	28.50%	30.50%	31.00%
负债和股东权益总计	5,107.91	7,388.28	10,700.68	12,529.07	16,472.74	净利率	15.21%	17.37%	14.28%	15.51%	16.32%
						ROE	2.57%	9.38%	11.90%	17.83%	21.00%
						ROIC	9.35%	11.72%	16.19%	21.89%	26.62%
						偿债能力					
						资产负债率	19.61%	39.24%	44.27%	44.76%	49.33%
						净负债率	-11.53%	3.13%	9.65%	46.93%	39.89%
						流动比率	2.72	2.83	2.35	2.25	2.02
						速动比率	1.47	1.57	0.94	1.05	0.89
						营运能力					
						应收账款周转率	1.32	2.46	3.00	2.88	2.88
						存货周转率	1.07	1.44	1.42	1.57	1.65
						总资产周转率	0.20	0.39	0.55	0.68	0.74
						每股指标(元)					
						每股收益	0.04	0.17	0.28	0.50	0.70
						每股经营现金流	0.03	-0.16	-0.38	0.31	-0.06
						每股净资产	1.64	1.80	2.39	2.78	3.35
						估值比率					
						市盈率	221.68	55.41	32.86	18.91	13.31
						市净率	5.69	5.20	3.91	3.37	2.80
						EV/EBITDA	102.78	38.23	24.07	13.15	10.05
						EV/EBIT	121.65	42.56	25.04	13.47	10.24

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com