

唐山港 (601000)

证券研究报告

2018年04月01日

煤炭吞吐量带动业绩增长，雄安主题潜在受益标的

事件：公司披露 2017 年年报，实现营业收入 76.12 亿元，同比增加 16.61%；实现归母净利润 14.63 亿元，同比增长 11.3%；扣非后净利润为 15.39 亿元，同比增长 15.04%。每 10 股派发现金股利 0.8 元，同时每 10 股派送 3 股。

受益供给侧改革，港口吞吐量增长 6.8%。2017 年我国经济面改善，国内 GDP 达到 82.7 万亿元，同比增长 6.9%。进出口金额为 27.79 万亿人民币，同比增长 14.2%。2017 年公司实现货物吞吐量 2.19 亿吨，同比增长 6.8%；其中矿石吞吐量为 1.13 亿吨，同比增长 0.4%；煤炭吞吐量为 0.69 亿吨，同比增长 19.6%；钢材吞吐量为 0.17 亿吨，同比增长 1.2%；其他货物吞吐量为 0.2 亿吨，同比增长 10.1%。矿石和煤炭依旧是公司主要货种，但煤炭占比有所提升。

营收大幅增长，毛利率小幅下滑，投资收益成为亮点。收入端：商品销售收入增长带动主营收入水平上升。1) 2017 年装卸堆存业务收入占比 54.3%，实现收入 41.25 亿元，同比增长 7.2%，带动主营业务收入增长 13.85%；2) 商品销售业务收入占比 26.7%，收入为 20.28 亿元，同比增加 45.7%，致使主营业务收入增加 31.72%。**成本端：主营成本大幅上升。**1) 2017 年装卸堆存业务成本占比 42.3%，为 23.16 亿元，同比增长 17%，使得营业成本增长 17.13%；2) 商品销售业务成本占比 36.6%，为 20.02 亿元，同比增长 46%，致使营业成本增长 32.09%。**毛利率小幅下滑：**毛利润增长 1.9%至 21.27 亿元，同时毛利率为 28.0%，下降 9.3pcts，有一定下滑。**财务费用大幅下降，投资收益锦上添花。**1) 公司在 16 年陆续偿还银行借款以及兑付超短期融资券后，本期财务费用下降至 0.47 亿元，同比下降 41.8%，“三费”水平较 16 年同期上升 17.7%至 4.83 亿元；2) 公司投资收益 2.14 亿元，同比增长 381.1%，其中，1.9 亿元来自于唐山铁路有限责任公司上半年投资收益、唐山曹妃甸实业港务有限公司 2016 年分红。

2018 年展望：1) 《河北省海洋主体功能区规划》出台，文件中提到限制开发乐亭（京唐）、优先曹妃甸港区。同时至 2020 年，以秦皇岛港、唐山港和黄骅港为核心，打造河北省现代综合性港口集群，港口整合大势所趋；2) 唐山区域内成熟度的钢铁产业集群以及水铁联运的优势使得其将成为雄安新区基建的潜在供应者，唐山港作为区域内重要矿石进口和钢材装卸港口将率先受益。

投资建议：主题方面，当前雄安新区成立满一年，规划在前基建跟上，唐山港或将成为雄安主题的受益标的。我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 83.31、90.53、97.39 亿元，净利润分别为 15.87、17.90 与 20.28 亿元，考虑到环渤海区域中港口还未整合，港口间价格尚存在竞争，EPS 小幅下调为 18-19 年 0.35、0.39 元（原为 0.41、0.45 元），并新增 20 年预测 0.44 元，当前股价对应 PE 分别为 13.99X，12.4X，10.95X。考虑到 A 股港口公司 18 年平均估值 21.9 倍，唐山港 PE 处于低位，向下有安全边际，向上有弹性，维持公司评级至“买入”评级。

风险提示：中国经济发展缓慢，环保政策收紧，区域竞争加剧。

投资评级

行业	交通运输/港口
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.87 元
目标价格	7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,558.41
流通 A 股股本(百万股)	4,256.27
A 股总市值(百万元)	22,199.44
流通 A 股市值(百万元)	20,728.03
每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	28.02
一年内最高/最低(元)	7.81/4.33

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
李轩	联系人
lixuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《唐山港-公司深度研究:低估值渤海湾散货港，雄安基建中长期拉动矿石进口》2018-03-07
- 《唐山港-半年报点评:业绩增长符合预期，净利润大增 15.5%》2017-08-28

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,626.44	7,612.19	8,330.72	9,052.69	9,738.58
增长率(%)	9.10	35.29	9.44	8.67	7.58
EBITDA(百万元)	2,413.27	2,527.91	2,750.40	3,022.54	3,346.64
净利润(百万元)	1,320.25	1,463.34	1,587.06	1,789.74	2,027.55
增长率(%)	10.04	10.84	8.45	12.77	13.29
EPS(元/股)	0.29	0.32	0.35	0.39	0.44
市盈率(P/E)	16.81	15.17	13.99	12.40	10.95
市净率(P/B)	1.64	1.53	1.42	1.30	1.18
市销率(P/S)	3.95	2.92	2.66	2.45	2.28
EV/EBITDA	6.63	8.12	6.55	5.66	4.16

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

2018年3月31日唐山港发布年报,2017全年实现营业收入76.12亿元,同比增长16.61%,实现归母净利润14.63亿元,同比增长11.33%,基本每股收益0.32元。同时公告,每10股派发现金股利0.8元,同时每10股派送3股。

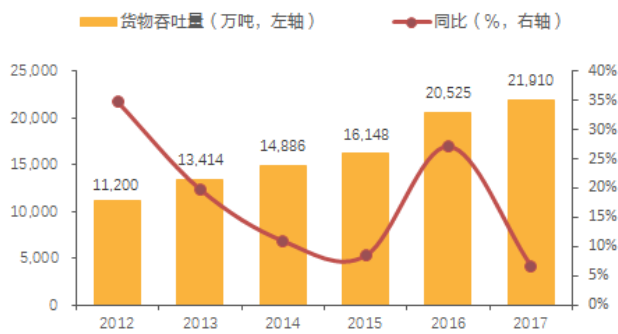
2. 点评

2.1. 受益供给侧改革, 吞吐量增长6.8%

受益于“三去一降一补”的供给侧改革扎实推进以及“增速换挡”的经济结构不断优化,2017年我国经济面改善,国内GDP达到82.7万亿元,同比增长6.9%。进出口金额为27.79万亿人民币,同比增长14.2%。其中,出口增长10.8%,上年为下降1.9%;进口增长18.7%,增速比上年加快18.1个百分点。唐山港主要装卸货种是矿石、煤炭、钢材等,所在地区又是我国重要的能源、原材料基地涉及钢铁、建材、能源、装备制造和化工5大产业,国内市场对大宗需求特别是煤炭产品的增长带动公司货物吞吐量的上升。

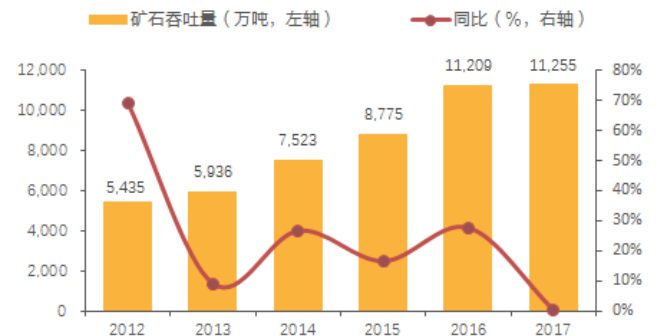
2017年公司实现货物吞吐量2.19亿吨,同比增长6.8%;其中矿石吞吐量为1.13亿吨,同比增长0.4%;煤炭吞吐量为0.69亿吨,同比增长19.6%;钢材吞吐量为0.17亿吨,同比增长1.2%;其他货物吞吐量为0.2亿吨,同比增长10.1%。

图 1: 公司历年货物吞吐量(万吨)及同比(%)



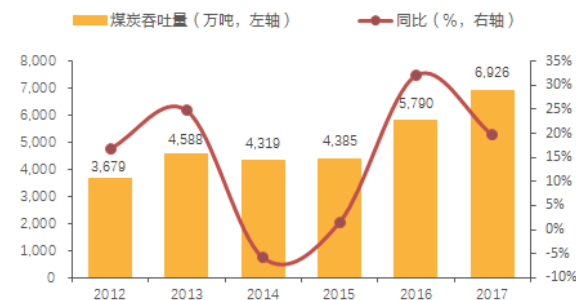
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 2: 公司历年矿石吞吐量(万吨)及同比(%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 3: 公司历年煤炭吞吐量(万吨)及同比(%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 公司历年钢材吞吐量(万吨)及同比(%)



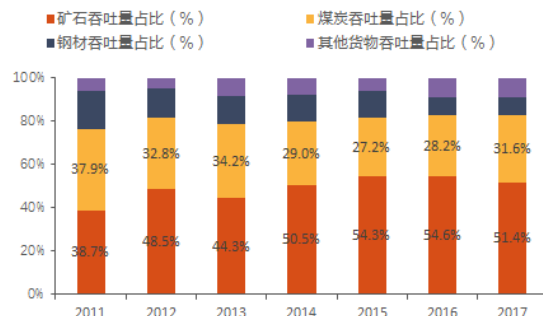
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 5：公司历年其他货物吞吐量（万吨）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：公司历年各种类货物吞吐量占比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

矿石和煤炭依旧是公司主要货种，但煤炭占比有所提升。2017 年公司矿石吞吐量占比为 51.4%，煤炭占比为 31.6%，钢材占比为 7.8%，其他货物占比为 9.2%，铁矿石和煤炭是公司吞吐量前两名。从吞吐量历史占比来看，近三年铁矿石有所下降，较 16 年的 54.3% 下跌 2.9pcts，而煤炭的占比较 16 年的 28.2% 上升 3.4pcts，主要是因为国家宏观经济持续向好、发用电量同比增加、电煤需求继续提升等因素，再加上环渤海港口禁止汽运煤政策导致汽运煤通过铁路运输向唐山港下水转移。

2.2. 收入端：商品销售收入增长带动主营收入水平上升

2017 年公司实现主营业务收入 76.12 亿元，同比增加 35.8%。我们从主营收入构成来看，装卸堆存业务、商品销售业务、港务管理业务、船舶运输业务、其他主营业务分别占本期主营收入的比重分别为 54.3%、26.7%、3.2%、11.6%、4.2%，前两者是公司主要收入来源。

装卸堆存业务板块：公司货物吞吐量的增长带来装卸业务板块收入增加，2017 年实现收入 41.25 亿元，同比增长 7.2%，较 16 年同期大幅增长 6.5 个百分点，使得主营收入增长 13.85%。

商品销售业务收入板块：2017 年该业务收入为 20.28 亿元，同比增加 45.7%，致使主营收入增长 31.72%。

港务管理业务收入板块：2017 年该业务实现收入 2.44 亿元，同比增长 2.1%，带动主营收入增长 0.25%。

其他主营业务收入板块：2017 年该业务实现收入 3.20 亿元，同比增长 180.6%，带动营业收入增长 10.29%。

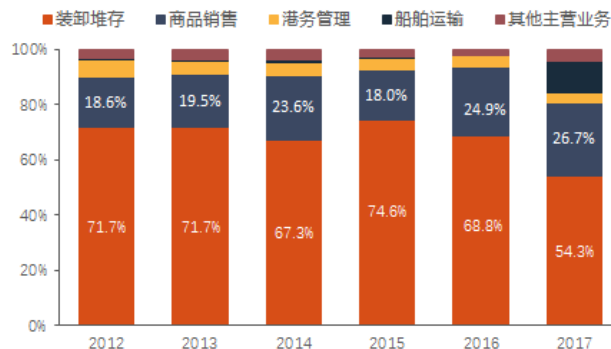
总结：商品销售板块收入大幅增长（+45.7%）带动营业收入同比增加。

图 7：公司历年主营业务收入（百万元）及同比（%）



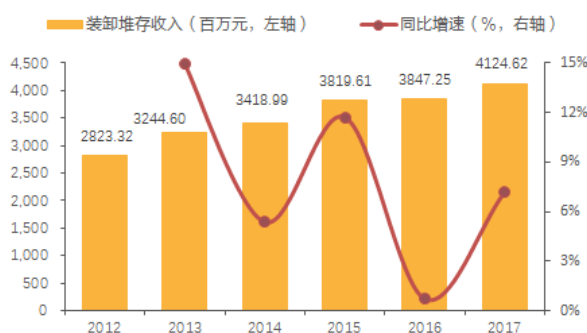
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：公司历年各业务板块收入占比（%）



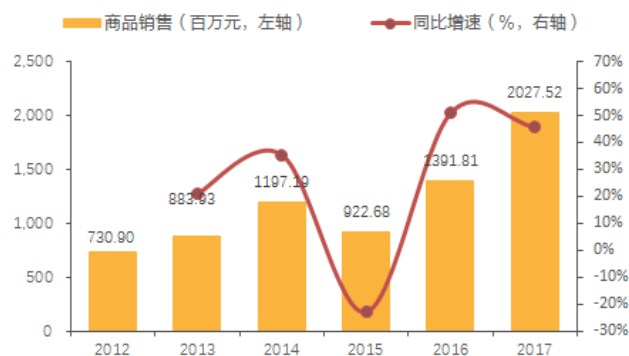
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：公司历年装卸堆存业务收入（百万元）及同比（%）



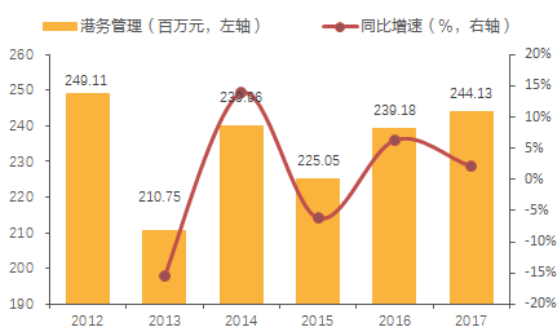
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：公司历年商品销售业务收入（百万元）及同比（%）



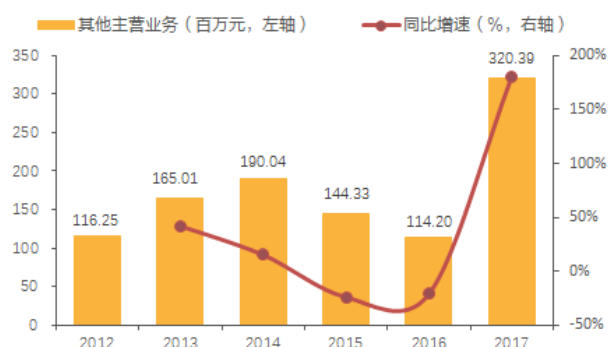
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：公司历年港务管理业务收入（百万元）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：公司历年其他主营业务收入（百万元）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3. 成本端：主营成本大幅上升，主要来自商品销售业务

公司 2017 年主营业务成本为 54.70 亿元，同比增加 56%。从主营成本构成来看，装卸堆存业务、商品销售业务、港务管理业务、船舶运输业务、其他主营业务分别占本期主营成本的比重分别为 42.3%、36.6%、2.5%、14.8%、3.8%。

装卸堆存板块：港口货物吞吐量的增长使得该板块成本上升，2017 年该业务单元成本为 23.16 亿元，同比增长 17%，使得主营业务成本增长 17.13%。

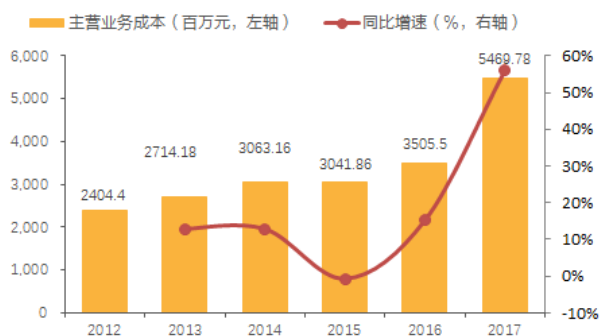
商品销售板块：2017 年该业务单元成本为 20.02 亿元，同比增加 46%，致使主营业务成本增加 32.09%。

港务管理板块：港口货物吞吐量增长使得该板块成本上升，2017 年该业务单元成本为 1.36 亿元，同比增长 18.1%，使得主营业务成本增长 1.06%，但影响有限。

其他主营业务板块：2017 年该业务单元成本为 2.07 亿元，同比增长 432.6%，由于比重较小，仅带动主营业务成本增长 8.56%。

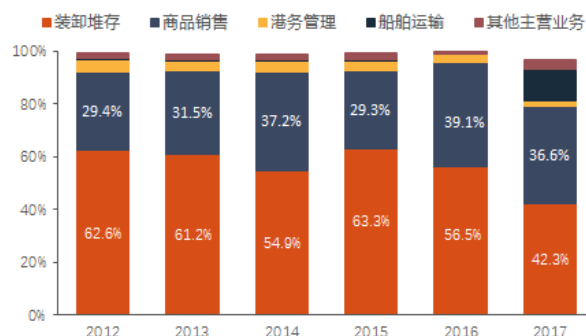
总结：商品销售业务板块成本增幅较大（46%）使得主营业务板块成本增加 32.09%。

图 13：公司历年主营业务成本（百万元）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：各业务板块业务成本占比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 15：公司历年装卸堆存业务成本（万元）及同比（%）



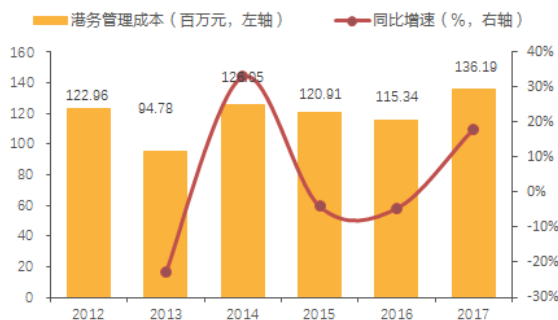
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 16：公司历年商品销售业务成本（百万元）及同比（%）



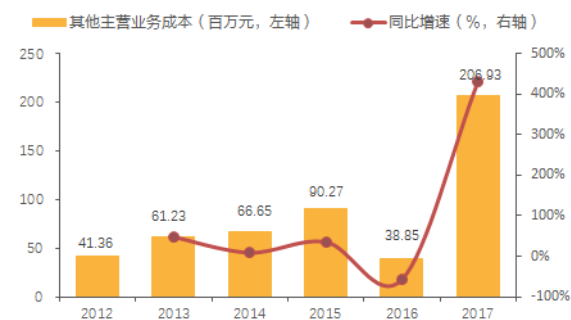
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 17：公司历年港务管理成本（百万元）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 18：公司历年其他主营业务成本（百万元）及同比（%）

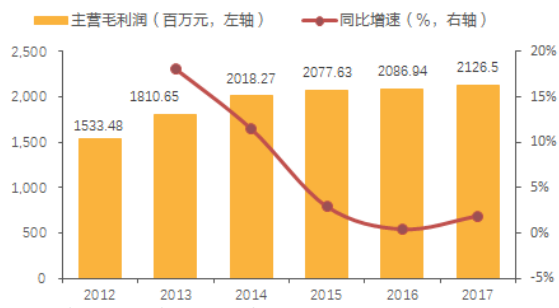


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.4. 主营业务毛利率 28%，小幅下滑

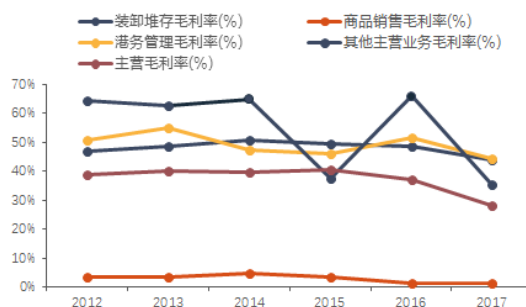
公司 2017 年主营收入增幅小于主营成本，毛利润增长 1.9%至 21.27 亿元，同时**毛利率为 28.0%，较 16 年同期 27.3%的毛利率下降 9.3pcts，有一定下滑**。公司装卸堆存业务、商品销售业务、港务管理业务、其他主营业务毛利润分别为 18.08 亿元、0.26 亿元、1.08 亿元、1.13 亿元，毛利率分别为 43.8%、1.3%、44.2%、35.4%，毛利率较 16 年分别下降 4.7pcts、下降 0.2pcts、下降 7.6pcts、下降 30.6pcts。

图 19：公司历年主营毛利润（百万元）及同比（%）



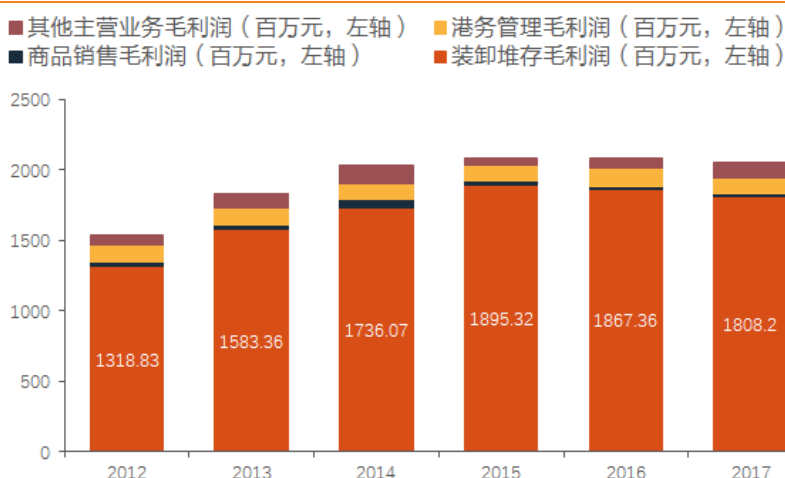
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 20：公司历年各业务板块毛利率（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 21：公司各主营业务历年毛利润



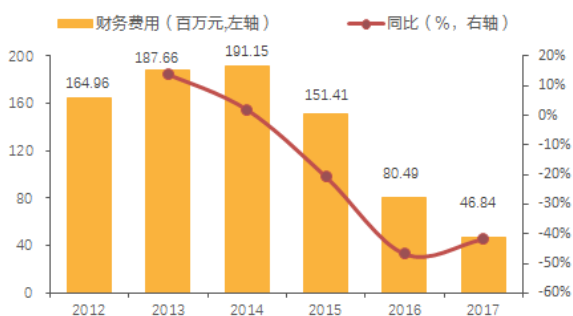
资料来源：WIND，天风证券研究所

2.5. 财务费用大幅下降，投资收益锦上添花

财务费用大幅下降、管理费用稳步增长：公司在 16 年陆续偿还银行借款以及兑付超短期融资券后，本期财务费用下降至 0.47 亿元，同比下降 41.8%，管理费用增加 0.8 亿，同比增长 10.4%，使得“三费”水平较 16 年同期上升 17.7%至 4.83 亿元。

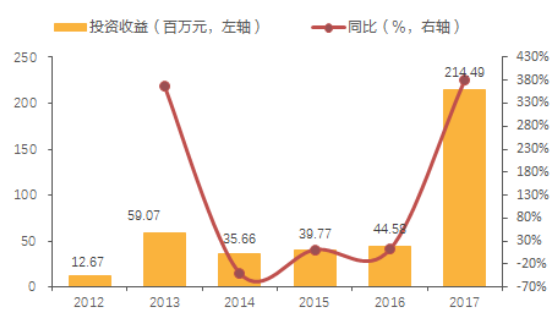
投资收益成为亮点：公司从所投资企业获得投资收益 2.14 亿元，同比增长 381.1%，成为公司利润增长点之一。其中，1.9 亿元来自于唐港铁路有限责任公司上半年投资收益、唐山曹妃甸实业港务有限公司 2016 年分红以及子公司唐山港集团（北京）国际贸易有限公司期货业务收益。

图 22：公司历年财务费用（百万元）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 23：公司历年投资收益（百万元）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

“三费”略有上行以及投资受益大幅增长，使得公司税前利润达到 18.34 亿元，同比增长 11.2%；税后净利润为 15.40 亿元，同比增长 8.7%；扣除少数股东权益后，公司实现归母净利润 14.63 亿元，同比大幅增长 11.3%。公司整体业绩符合我们预期。

3. 2018 公司展望

3.1. 《河北省海洋主体功能区规划》出台，港口整合大势所趋

1.2018 年 3 月 8 日河北省政府发布《河北省海洋主体功能区规划》，其相关公布内容更多是对功能区域的规划，其优化开发区域包括山海关区、海港区 and 曹妃甸区海域，限制开发区域包括滦南县、丰南区、黄骅市、北戴河区、抚宁区、昌黎县、乐亭县（京唐）和海兴县海域；另外提到一点，至 2020 年，以秦皇岛港、唐山港和黄骅港为核心，打造河北省现代综合性港口集群。

2.我们认为上述文件的内容：**限制开发乐亭（京唐）、优先曹妃甸港区**，更多是出于对环境生态的保护，一方面当前京唐港的产能足够满足现有吞吐量，另一方面蒙冀线的开通、秦皇岛港或搬迁未来将给曹妃甸供给更多的煤炭，也是优先发展曹妃甸的原因。

在当前全国其他各省市都在主打一省一港的优先整合的旗帜下，而河北这边有河北港务集团以及唐山港集团，或引发港区间的价格竞争，我们认为整合还是大趋势。

3.2. 雄安基建中长期拉动矿石进口

我们认为唐山港将率先受益于雄安新区建设：

1) 雄安新区包括雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，当地基础设施建设滞后、基础薄弱，而雄安新区规划起步区域内面积约 100 平方公里，远景控制区面积约 2,000 平方公里，国家规划将用 10-30 年的时间完成新区的建设，而基建启动则需要大量矿石、钢材等大宗原材料。

2) 从环渤海港口集群的区域位置来看，天津港距离雄安 160 公里，唐山港距离 250 公里，但我们认为天津港的定位是以集装箱为主的综合大港，而唐山港则是能源物资的大宗集散地，地理的远近并非雄安新区供应原材料的主要考量。

3) 唐山区域内成熟度的钢铁产业集群以及水铁联运的优势使得其将成为雄安新区基建的潜在供应者，唐山港作为区域内重要矿石进口和钢材装卸港口将率先受益。

图 24：雄安新区与唐山港、天津港距离示意图



资料来源：百度地图，天风证券研究所整理

4. 投资建议

核心假设：

1) **装卸堆存**：我们认为公司未来铁矿石及煤炭将成为装卸堆存业务利润贡献边际增量的主要来源，18-20 年有望保持 8.0%、10.0%、9.0%的增速。

2) **商品销售**：因毛利率较低，公司该项业务未来将逐步放缓，18-20 年增速分别为 12.0%、10.0%、8.0%。

3) **港务管理**：港务业务占比较小，但与挂靠港船舶数量有关，18-20 年将分别维持 5.0%、4.0%、4.0%。

主题方面，当前雄安新区成立满一年，规划在前基建跟上，唐山港或将成为雄安主题的受益标的。我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 83.31、90.53、97.39 亿元，净利润分别为 15.87、17.90 与 20.28 亿元，考虑到环渤海区域中港口还未整合，港口间价格尚存在竞争，EPS 小幅下调为 18-19 年 0.35、0.39 元（原为 0.41、0.45 元），并新增 20 年预测 0.44 元，当前股价对应 PE 分别为 13.99X，12.40X，10.95X。考虑到 A 股港口公司 18 年平均估值 21.9 倍，唐山港 PE 处于低位，向下有安全边际，向上有弹性，维持公司评级至“买入”评级。

图 25：A 股港口公司估值比较

公司名称	代码	股价 (元)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	每股收益 (EPS)			P/E(x)		
							2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
A股港口公司												
深赤湾A	000022.SZ	24.14	n.a	645	645	15.6	0.83	0.93	1.12	29.2	26.0	21.6
盐田港	000088.SZ	7.26	n.a	1,942	1,942	14.1	0.18	-	-	40.1	-	-
珠海港	000507.SZ	8.98	n.a	790	772	7.1	0.13	-	-	68.0	-	-
北部湾港	000582.SZ	8.49	n.a	1,387	263	11.8	0.33	-	-	26.1	-	-
厦门港务	000905.SZ	9.48	n.a	531	531	5.0	0.39	-	-	24.4	-	-
南京港	002040.SZ	11.23	n.a	372	307	4.2	0.23	-	-	49.4	-	-
珠海港	000507.SZ	8.98	n.a	790	772	7.1	0.13	-	-	68.0	-	-
日照港	600017.SH	3.68	n.a	3,076	3,076	11.3	0.06	0.11	0.15	64.2	34.9	23.8
上港集团	600018.SH	7.11	买入	23,174	22,755	164.8	0.30	0.50	0.54	23.7	14.2	13.2
锦州港	600190.SH	3.82	n.a	2,002	2,002	7.6	0.03	-	-	137.8	-	-
重庆港九	600279.SH	5.88	n.a	693	693	4.1	0.11	0.71	0.23	51.9	8.3	26.0
营口港	600317.SH	3.05	n.a	6,473	6,473	19.7	0.08	-	-	40.2	-	-
天津港	600717.SH	9.71	n.a	1,675	1,675	16.3	0.75	0.62	0.61	12.9	15.6	15.9
唐山港	601000.SH	4.77	买入	4,558	4,256	21.7	0.29	0.35	0.41	16.5	13.8	11.7
连云港	601008.SH	4.24	n.a	1,015	1,015	4.3	0.01	-	-	505.8	-	-
宁波港	601018.SH	5.33	n.a	13,173	12,800	70.2	0.17	0.21	0.22	30.5	25.9	24.7
广州港	601228.SH	5.46	n.a	6,193	1,443	33.8	0.11	0.12	0.14	50.4	43.9	38.4
大连港	601880.SH	2.54	n.a	12,895	12,895	32.8	0.04	-	-	61.7	-	-
平均值				4,521	4,129	25.1	0.23	0.44	0.43	72.3	22.8	21.9

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

中国经济发展缓慢，环保政策收紧，区域竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,977.53	2,961.87	5,335.17	6,301.76	9,666.88	营业收入	5,626.44	7,612.19	8,330.72	9,052.69	9,738.58
应收账款	821.87	793.12	1,262.66	479.69	1,394.67	营业成本	3,532.99	5,539.29	6,050.38	6,515.40	6,886.42
预付账款	26.88	208.07	93.07	170.19	134.18	营业税金及附加	48.12	75.27	50.00	51.00	51.00
存货	233.87	198.72	865.78	57.30	1,107.10	营业费用	1.90	27.89	2.20	2.40	2.40
其他	922.53	1,684.42	587.05	2,063.02	844.34	管理费用	327.72	407.83	330.00	350.00	350.00
流动资产合计	5,982.67	5,846.20	8,143.73	9,071.96	13,147.17	财务费用	80.49	46.84	41.65	45.26	58.43
长期股权投资	1,393.75	1,473.71	1,473.71	1,473.71	1,473.71	资产减值损失	12.72	11.40	8.00	5.00	5.00
固定资产	10,579.71	11,429.10	11,098.21	10,657.83	10,138.56	公允价值变动收益	0.00	(8.33)	0.00	0.00	0.00
在建工程	215.18	740.59	480.35	336.21	231.73	投资净收益	44.58	214.48	160.00	180.00	180.00
无形资产	1,452.91	1,874.98	1,825.86	1,776.73	1,727.60	其他	(89.16)	(520.43)	(320.00)	(360.00)	(360.00)
其他	669.02	701.72	666.69	667.38	669.37	营业利润	1,667.08	1,817.94	2,008.49	2,263.63	2,565.33
非流动资产合计	14,310.57	16,220.11	15,544.81	14,911.86	14,240.97	营业外收入	48.66	22.96	30.00	32.00	32.00
资产总计	20,293.24	22,066.30	23,688.54	23,983.82	27,388.14	营业外支出	57.59	6.94	25.00	25.00	25.00
短期借款	0.00	281.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1,658.14	1,833.96	2,013.49	2,270.63	2,572.33
应付账款	2,696.02	3,234.38	4,527.99	3,599.78	4,666.30	所得税	231.39	293.67	302.02	340.59	385.85
其他	1,445.76	1,249.32	1,593.34	1,238.38	1,694.83	净利润	1,426.75	1,540.29	1,711.47	1,930.03	2,186.48
流动负债合计	4,141.78	4,764.69	6,121.33	4,838.16	6,361.13	少数股东损益	106.49	76.95	124.41	140.29	158.94
长期借款	867.42	822.42	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,320.25	1,463.34	1,587.06	1,789.74	2,027.55
应付债券	206.24	206.24	206.24	206.24	206.24	每股收益(元)	0.29	0.32	0.35	0.39	0.44
其他	215.63	389.09	267.50	290.74	315.78						
非流动负债合计	1,289.29	1,417.75	473.74	496.98	522.02						
负债合计	5,431.07	6,182.44	6,595.07	5,335.14	6,883.14	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1,304.61	1,362.36	1,480.55	1,613.83	1,764.82	成长能力					
股本	4,558.41	4,558.41	4,558.41	4,558.41	4,558.41	营业收入	9.10%	35.29%	9.44%	8.67%	7.58%
资本公积	3,549.93	3,645.01	3,645.01	3,645.01	3,645.01	营业利润	4.45%	9.05%	10.48%	12.70%	13.33%
留存收益	5,399.76	6,252.95	7,409.51	8,831.44	10,536.77	归属于母公司净利润	10.04%	10.84%	8.45%	12.77%	13.29%
其他	49.46	65.13	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	14,862.18	15,883.86	17,093.47	18,648.68	20,505.00	毛利率	37.21%	27.23%	27.37%	28.03%	29.29%
负债和股东权益总	20,293.24	22,066.30	23,688.54	23,983.82	27,388.14	净利率	23.47%	19.22%	19.05%	19.77%	20.82%
						ROE	9.74%	10.08%	10.17%	10.51%	10.82%
						ROIC	14.02%	13.87%	12.83%	17.17%	18.67%
						偿债能力					
						资产负债率	26.76%	28.02%	27.84%	22.24%	25.13%
						净负债率	8.08%	2.39%	10.89%	4.92%	-6.02%
						流动比率	1.44	1.23	1.33	1.88	2.07
						速动比率	1.39	1.19	1.19	1.86	1.89
						营运能力					
						应收账款周转率	7.01	9.43	8.10	10.39	10.39
						存货周转率	18.63	35.19	15.65	19.61	16.73
						总资产周转率	0.30	0.36	0.36	0.38	0.38
						每股指标(元)					
						每股收益	0.29	0.32	0.35	0.39	0.44
						每股经营现金流	0.33	0.35	0.84	0.30	0.79
						每股净资产	2.97	3.19	3.43	3.74	4.11
						估值比率					
						市盈率	16.81	15.17	13.99	12.40	10.95
						市净率	1.64	1.53	1.42	1.30	1.18
						EV/EBITDA	6.63	8.12	6.55	5.66	4.16
						EV/EBIT	9.16	11.69	8.79	7.41	5.30

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com