

2019年04月15日

# 中顺洁柔 (002511.SZ)

## 动态分析

轻工制造 | 造纸 III

投资评级

**买入-A(维持)**

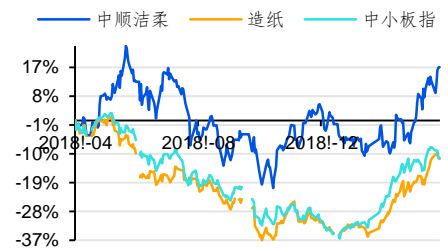
股价(2019-04-12)

10.06 元

### 交易数据

总市值(百万元)	13,142.06
流通市值(百万元)	12,656.69
总股本(百万股)	1,306.37
流通股本(百万股)	1,258.12
12个月价格区间	6.72/16.10 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.77	-9.29	24.36
绝对收益	24.66	23.74	14.35

分析师

叶中正

 SAC 执业证书编号: S0910516080001  
 yezhongzheng@huajinsec.cn  
 0755-83224377

报告联系人

杨维维

 yangweiwei@huajinsec.cn  
 0755-83231652

### 相关报告

中顺洁柔: 中报业绩符合预期, 产品结构优化+销售渠道下沉+产能扩张助力全年增长  
 2018-08-07

## 渠道建设转向渠道强化, 盈利能力有望提升

### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2018 年年度报告, 全年实现营业收入 56.79 亿元, 同比增长 22.43%; 归母净利润为 4.07 亿元, 同比增长 16.59%。2018Q4 单季度公司实现营业收入为 15.98 亿元, 同比增长 24.20%; 归母净利润 0.94 亿元, 同比下降 8.08%。2018 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.23 元(含税)。
- ◆ **2018 年业绩稳步增长, 盈利能力有望提升:** 2018 年通过“产能+渠道”双轨驱动、启动减少冗员、精简机构、提高效率等措施, 销售收入 56.79 亿元/+22.43%; 实现归母净利润为 4.07 亿元/+16.59%。分季度来看, 2018Q4 单季度营业收入 15.98 亿元/+24.20%; 归母净利润 0.94 亿元/-8.08%。2018 年毛利率为 34.07%/-0.85pct, 净利率为 7.17%/-0.36 pct。纸浆价格上升以及汇率波动导致毛利率净利率下滑。2018 年纸浆进口平均单价保持在 770-800 美元/吨, 价格保持高位运行, 对公司原材料采购带来较大的压力, 2019 年以来纸浆进口平均单价下降至 725 美元/吨水平, 降幅达 10%左右; 2018 年人民币贬值, 盈利能力受到一定影响, 2019 年以来随着中美贸易战的缓解, 人民币升值。纸浆价格的下降以及人民币升值有利于公司盈利能力的提升。
- ◆ **产品结构持续优化, 渠道建设转向渠道强化, 产能逐渐增加:** 产品方面, 公司产品结构持续优化, 2018 年 Face、Lotion 及自然木系列产品的销售收入占比达到 60% 以上, 在重点品类的销售收入占比的提升以及提价的影响下, 2018 年生活用纸销售单价达 80.95 元/箱, 同比增长 0.45%; 毛利率达 34.56%, 同比略下降 0.87%, 基本保持稳定, 毛利率水平位居国内生活用纸行业第一。渠道方面, 通过三年的持续发展, 公司 KA/GT/AFH/EC 等渠道全面发力, 销售网点不断扩展下沉, 2018 年公司新增经销商 256 家, 产品覆盖的县市区达到 1791 个(超目标达成), 覆盖 60% 以上的县市区, 2019 年目标新增县市区 500 个, 为正式进入“渠道强化”年打下了坚实的基础。产能方面, 截至 2018 年底公司产能达 66 万吨, 2019 年预计湖北将新增 10 万吨产能、唐山将新增 5 万吨产能, 2019 年总产能或将达 81 万吨。产能逐渐增加, 保障了公司后续稳定发展。
- ◆ **国内市场稳步增长, 国外市场增速提升:** 中国大陆市场是公司主要的收入来源, 2018 年公司在大陆销售收入 55.63 亿元, 同比增长 22.57%, 占总营业收入比例 97.97%。香港、澳门、俄罗斯、巴基斯坦等国外市场下半年销售相对较高增长, 带动 2018 年全年国外销售收入增速提升, 2018 年国外市场实现销售收入 1.15 亿元, 同比增长 15.68%, 占总营业收入比例为 2.03%。在毛利率方面, 国内市场毛利率明显高于国外市场, 2018 年国内外市场毛利率分别为 34.33%、21.55%, 分别同比下降 0.63、11.74 个百分点, 国外市场毛利率下降相对较多。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 0.37、0.45 和 0.53 元, 净资产收益率分别为 12.4%、13.2% 和 13.8%, 维持买入-A 建议。
- ◆ **风险提示:** 纸浆价格大幅波动风险; 汇率波动的风险; 新产品推广不达预期。

## 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4,638.3	5,678.5	6,759.6	7,991.9	9,370.1
同比增长(%)	21.8%	22.4%	19.0%	18.2%	17.2%
营业利润(百万元)	414.4	502.9	603.9	724.3	858.2
同比增长(%)	27.9%	21.4%	20.1%	19.9%	18.5%
净利润(百万元)	349.1	407.0	489.1	585.3	691.7
同比增长(%)	34.0%	16.6%	20.2%	19.7%	18.2%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.37	0.45	0.53
PE	37.6	32.3	26.9	22.5	19.0
PB	4.3	4.0	3.3	3.0	2.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、年报业绩点评：2018 年业绩稳步增长，盈利能力有望提升	4
二、产能结构持续优化，渠道建设转向渠道强化	7
（一）产能结构持续优化，渠道建设转向渠道强化	7
（二）国内市场稳步增长，国外市场增速提升	8
三、高管增持、员工股权激励，彰显发展信心	9
四、盈利预测与估值	9
（一）盈利预测	9
（二）可比公司估值	9
五、风险提示	10

## 图表目录

图 1：营业收入（单位：万元）	4
图 2：归母净利润（单位：万元）	4
图 3：分季度营业收入（单位：万元）	4
图 4：分季度归母净利润（单位：万元）	4
图 5：毛利率及净利率	5
图 6：分季度毛利率及净利率	5
图 7：纸浆进口平均单价（单位：美元/吨）	5
图 8：即期汇率：美元兑人民币	5
图 9：主要费用率	6
图 10：分季度期间费用率	6
图 11：应收账款及应收票据（单位：万元）	6
图 12：存货（单位：万元）	6
图 13：应收账款及存货周转天数	7
图 14：经营性现金流净额（单位：万元）	7
图 15：公司业务结构按产品划分（单位：万元）	8
图 16：主要产品毛利率变动	8
图 17：公司主要产品销量（单位：万箱）	8
图 18：主要产品单价（单位：元/箱）	8
图 19：营业收入按地区细分（单位：万元）	9
图 20：毛利率按地区细分	9
表 1：可比公司估值	9

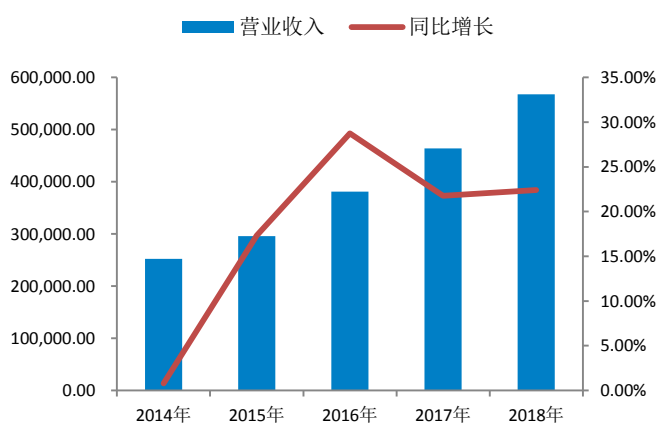
## 一、年报业绩点评：2018 年业绩稳步增长，盈利能力有望提升

公司主要生产和销售高端生活用纸系列产品，是国内生活用纸行业内第一梯队成员，品牌定位为高端生活，品味洁柔，目前拥有“洁柔”、“太阳”两大品牌，产品聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、棉花柔巾等六大类，主要产品：洁柔 Face 系列、Lotion 系列、自然木系列、新棉初白系列、金尊系列、湿巾产品。

公司 2018 年通过“产能+渠道”双轨驱动、启动减少冗员、精简机构、提高效率等一系列措施，推动公司销售额稳步增长，全年销售收入 56.79 亿元，同比增长 22.43%；实现归属上市公司股东净利润为 4.07 亿元，同比增长 16.59%。

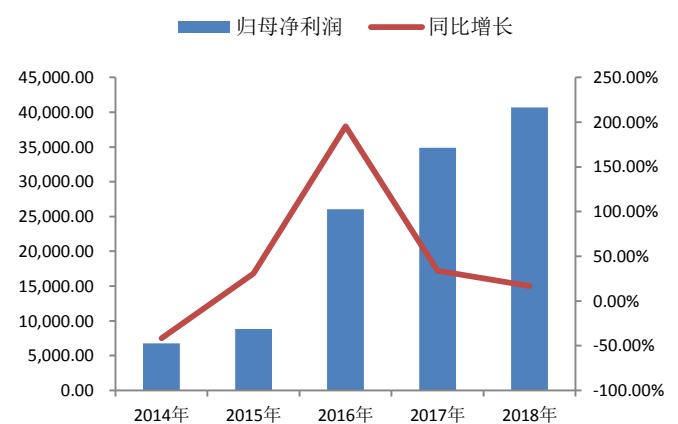
分季度来看，2018Q1-Q4 单季度营业收入分别为 12.25、13.61、14.95、15.98 亿元，同比增长分别为 18.65%、24.78%、21.65%、24.20%；归母净利润分别为 0.99、1.01、1.13、0.94 亿元，同比增长分别为 30.93%、24.76%、25.31%、-8.08%。2018Q4 单季度营收增速高于 Q3 单季度，但是由于销售费用、管理费用以及研发费用的上升，Q4 单季度归母净利润增速为负。

图 1：营业收入（单位：万元）



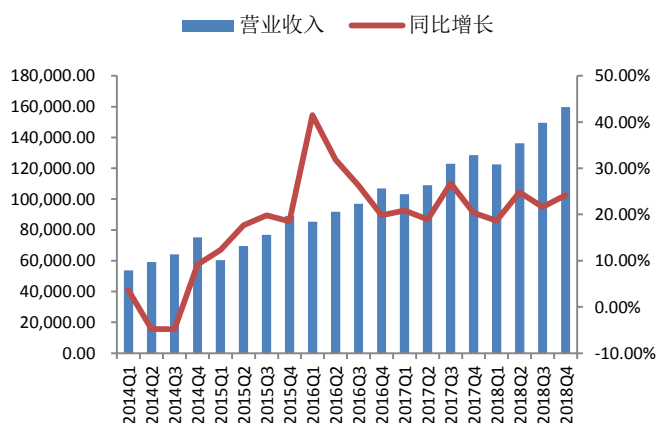
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：归母净利润（单位：万元）



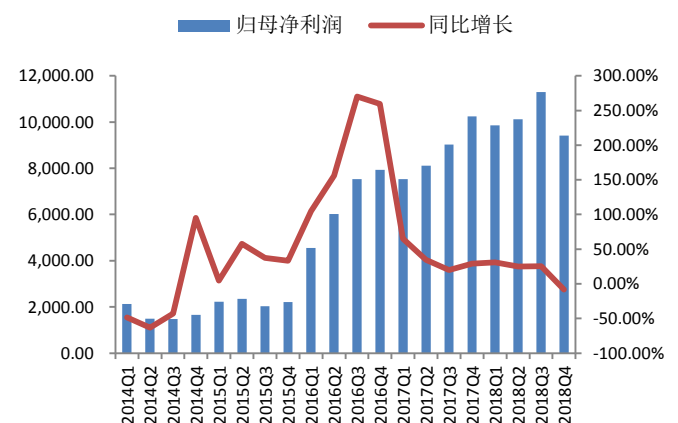
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：分季度营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：分季度归母净利润（单位：万元）

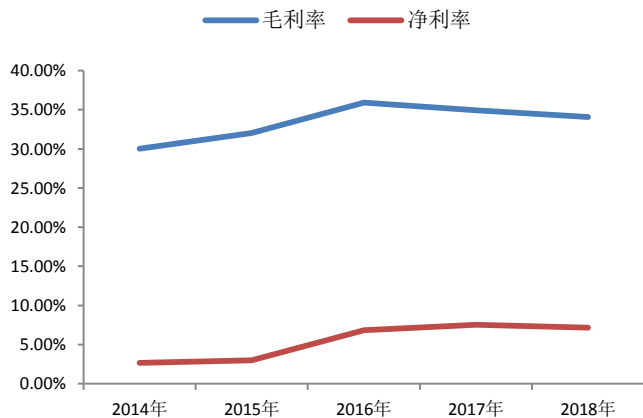


资料来源：Wind，华金证券研究所

2018 年整体毛利率为 34.07%，同比下降了 0.85 个百分点，其中 2018Q4 毛利率为 30.96%，同比下降了 1.77 个百分点；2018 年度公司整体净利率为 7.17%，同比下降了 0.36 个百分点，

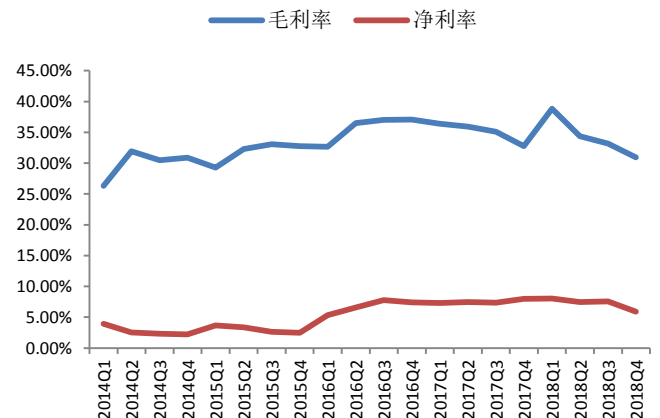
其中 2018Q4 净利率为 5.90%，同比下降了 2.07 个百分点。Q4 单季度毛利率净利率下滑主要是纸浆价格上升、汇率波动以及销售、管理费用等增加导致。2018 年纸浆进口平均单价保持在 770-800 美元/吨，价格保持高位运行，对公司原材料采购带来较大的压力，2019 年以来纸浆进口平均单价下降至 725 美元/吨水平，降幅达 10%左右；其次，汇率端，2018 年人民币贬值，盈利能力受到一定影响，2019 年以来随着中美贸易战的缓解，人民币升值。纸浆价格的下降以及人民币升值有利于公司盈利能力的提升。

图 5: 毛利率及净利率



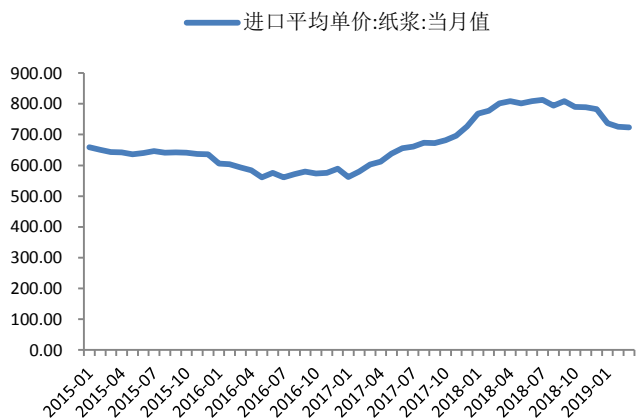
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 分季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 纸浆进口平均单价 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

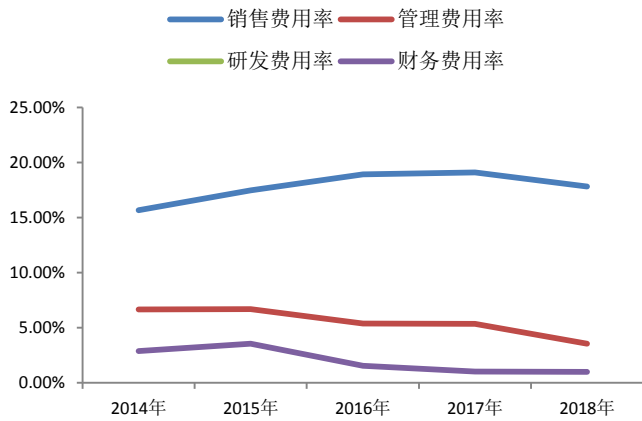
图 8: 即期汇率: 美元兑人民币



资料来源: Wind, 华金证券研究所

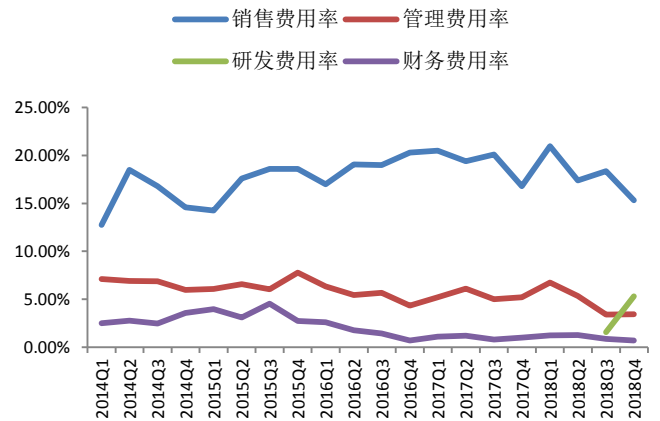
期间费用方面，2018 年销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 17.84%、5.45%、0.98%，同比分别变动了-1.26、+0.09、-0.03 个百分点，其中 2018Q4 以上费用率的分别为 15.33%、8.72%、0.68%，同比分别变动了-1.45、+3.52、-0.32 个百分点。2018 年是公司渠道建设的最后一年，由“渠道建设”逐渐向“渠道强化”转化，销售费用率略有下降。管理费用率（综合研发费用率）同比有所上升，主要是公司折旧、维修费、薪酬三方面的增加以及 2018 年加大产品研究开发投入。2018 年新增新棉初白棉花柔巾产品、立体压花无胶复合卷纸产品、水溶性双层擦手纸开发等多项研发项目，研发费用达 1.08 亿元，同比增长 30.01%。

图 9: 主要费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

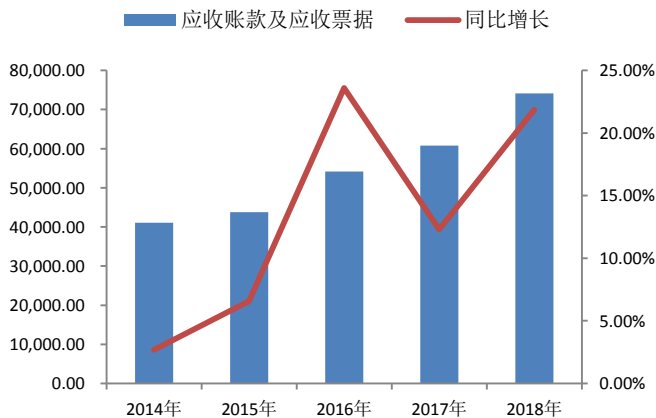
图 10: 分季度期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

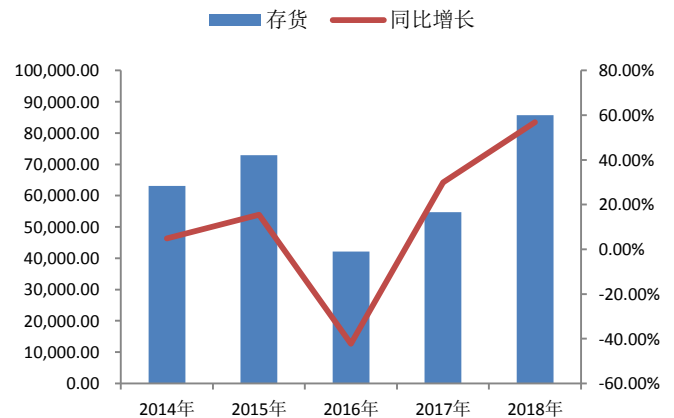
随着业务规模的逐渐扩大, 公司应收款项逐年增加, 2018 年底公司应收账款及应收票据总额达 7.41 亿元, 同比增长 21.86%; 应收账款周转天数为 42.38 天, 同比下降了 1.82 天。公司存货增长迅速, 2018 年底存货达 8.58 亿元, 同比增长 56.79%; 存货周转天数为 67.52, 同比上升了 9.79 天, 主要因为公司产能的进一步释放以及因浆价提升增加安全库存量。公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 4.37 亿元, 同比下降 25.31%, 维持在历史以来较高水平。

图 11: 应收账款及应收票据 (单位: 万元)



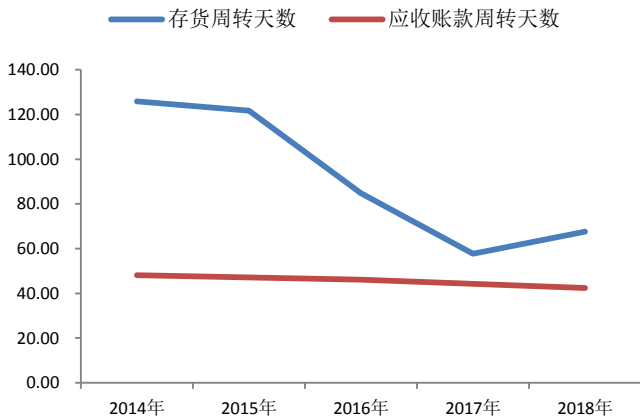
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 存货 (单位: 万元)



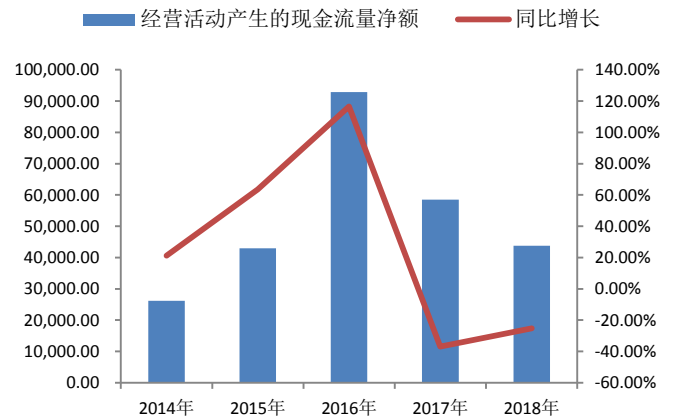
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 应收账款及存货周转天数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 经营性现金流净额 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、产能结构持续优化，渠道建设转向渠道强化

### (一) 产能结构持续优化，渠道建设转向渠道强化

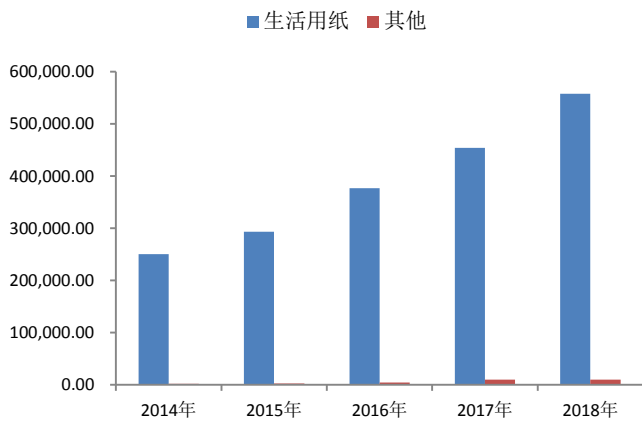
公司主要收入来源于生活用纸，2018 年产能、渠道以及产品品类方面持续发展，公司生活用纸实现销售收入 **55.78 亿元**，同比增长 **22.84%**，占营业收入比例为 **98.24%**。

产品方面，公司加大高端、高毛利产品新棉初白、Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度并制定出各大渠道的分销标准，2018 年 Face、Lotion 及自然木系列产品的销售收入占比达到 **60%** 以上。在原材料端，2018 年公司主要原材料纸浆价格大幅上升，公司及时上调产品价格，控制毛利率下降的趋势。在重点品类的销售收入占比的提升以及提价的影响下，2018 年生活用纸销售单价达 **80.95 元/箱**，同比增长 **0.45%**；毛利率达 **34.56%**，同比略下降 **0.87%**，基本保持稳定，毛利率水平位居国内生活用纸行业第一。

渠道方面，2018 年是公司三年渠道建设的最后一年，通过三年的持续发展，公司 KA/GT/AFH/EC 等渠道全面发力，销售网点不断扩展下沉，2018 年公司新增经销售 **256 家**，产品覆盖的县市区达到 **1791 个**（超目标达成），覆盖 **60%** 以上的县市区，2019 年目标新增县市区 **500 个**，为正式进入“渠道强化”年打下了坚实的基础。

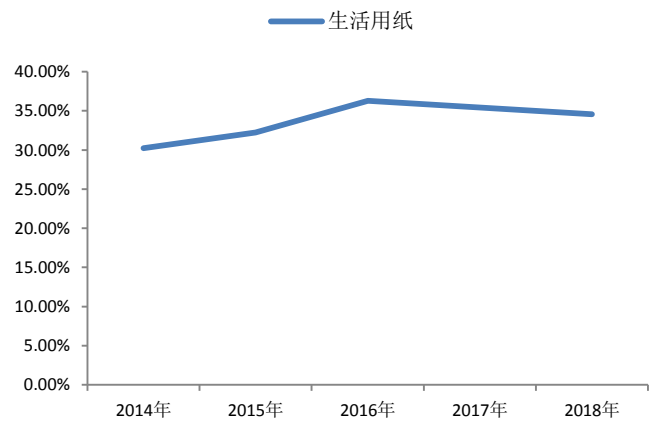
产能方面，截至 2018 年底公司产能达 **66 万吨**，其中云浮 **24 万吨**、江门 **16.7 万吨**、四川 **13 万吨**、浙江 **4.8 万吨**、湖北 **2.5 万吨**、唐山 **5 万吨**。2019 年预计湖北将新增 **10 万吨** 产能、唐山将新增 **5 万吨** 产能，2019 年总产能或将达 **81 万吨**。产能逐渐增加，保障了公司后续稳定发展。

图 15: 公司业务结构按产品划分 (单位: 万元)



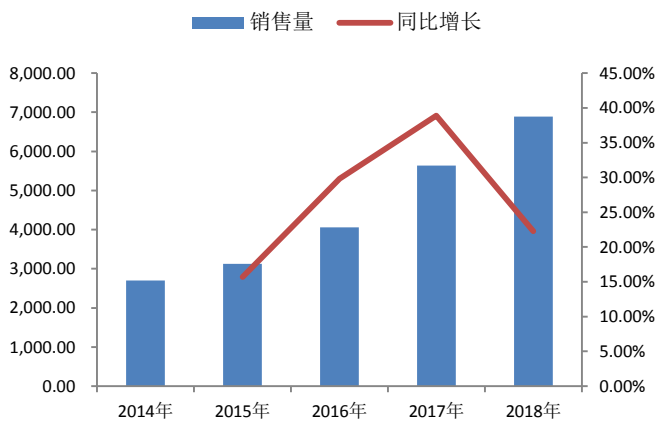
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 16: 主要产品毛利率变动



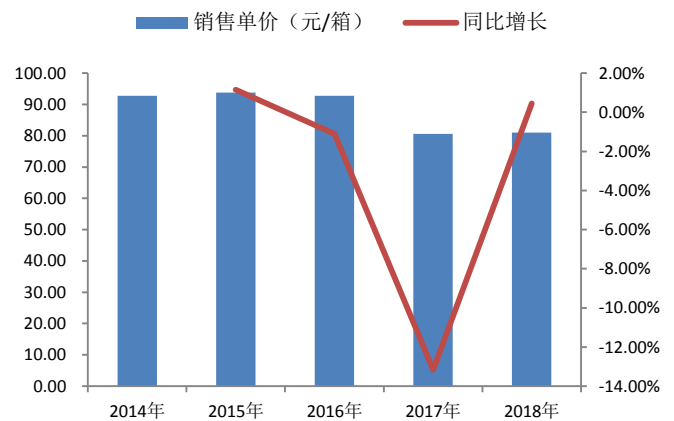
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 17: 公司主要产品销量 (单位: 万箱)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 18: 主要产品单价 (单位: 元/箱)

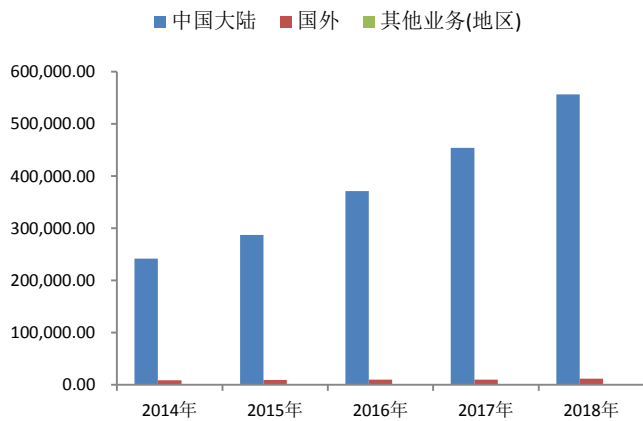


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## (二) 国内市场稳步增长, 国外市场增速提升

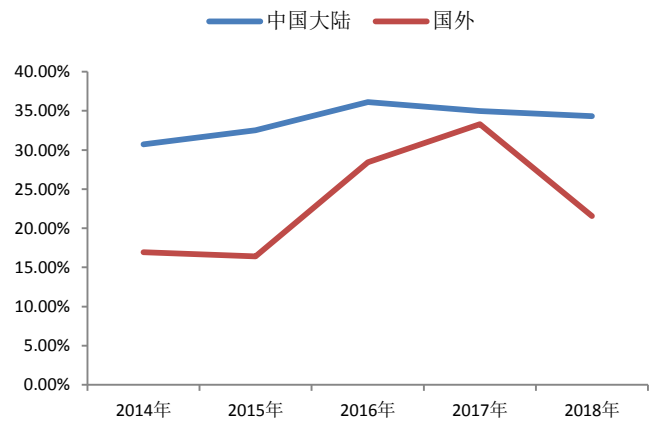
目前公司产品销往中国大陆以及香港、澳门、俄罗斯、巴基斯坦等国家或地区, 其中中国大陆市场是公司主要的收入来源, 2018年公司在大陆销售收入 55.63 亿元, 同比增长 22.57%, 占总营业收入比例 97.97%。国外市场下半年销售相对较高增长, 带动 2018 年全年国外销售收入增速提升, 2018 年国外市场实现销售收入 1.15 亿元, 同比增长 15.68%, 占总营业收入比例为 2.03%。在毛利率方面, 国内市场毛利率明显高于国外市场, 2018 年国内外市场毛利率分别为 34.33%、21.55%, 分别同比下降 0.63、11.74 个百分点, 国外市场毛利率下降相对较多。

图 19: 营业收入按地区细分 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 毛利率按地区细分



资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、高管增持、员工股权激励，彰显发展信心

2018年，公司实际控制人邓冠彪先生基于对公司长期投资价值的认可以及对未来持续发展的信心，增持公司股票。2018年9月份，公司又开展了股份回购，进一步增强投资者信心，推动公司股票回归合理价值。2018年底，公司开展了第二期的股权激励计划，采取期权+限制性股票的激励方式，激励了公司4600多名员工，充分发挥一线员工的核心作用和价值，进一步推动公司盈利能力不断提升。

### 四、盈利预测与估值

#### (一) 盈利预测

我们预计公司2019年至2021年营业收入分别为67.60、79.92、93.70亿元，净利润分别为4.89、5.85、6.92亿元。公司是A股唯一一家生活用纸行业企业且是国内生活用纸行业内第一梯队成员，标的稀缺，产品定位高端，毛利率居行业领先水平。通过前几年的渠道建设，2019年或进入“渠道强化”年，业绩有望保持良好增长，维持“买入-A”建议。

#### (二) 可比公司估值

表 1: 可比公司估值

股票代码	股票简称	最新价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
1044.HK	恒安国际	70.70	720.71	19.39	16.56	14.92	3.15	3.66	4.06
3331.HK	维达国际	15.30	156.67	28.16	22.99	19.25	0.48	0.57	0.68
	平均值			23.78	19.78	17.09	1.82	2.12	2.37
002511.SZ	中顺洁柔	10.06	131.42	32.45	27.19	22.36	0.31	0.37	0.45

资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 恒安国际、维达国际最新价以及EPS以港币为单位, 其他数据均为人民币为单位, 数据日期为截至2019年4月12日

## 五、风险提示

(1) 纸浆价格大幅波动风险。公司主要原材料为纸浆，生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的 50-60%，如纸浆价格发生大幅波动，公司成本端压力较大。

(2) 汇率波动风险。公司进口机器设备和纸浆、产品海外销售主要采用港币、美元、欧元作为结算货币，公司面临一定的汇率波动风险。

(3) 新产品销售不达预期。7 月 23 日推出的新品“新棉初白”棉花柔巾产品存在销售不及预期风险。

(4) 新市场开拓不及预期。公司目前尚有较多空白城市需要拓展，存在空白区域的拓展不及预期风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4,638.3	5,678.5	6,759.6	7,991.9	9,370.1	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	3,018.6	3,744.1	4,455.0	5,257.6	6,152.4	营业收入增长率	21.8%	22.4%	19.0%	18.2%	17.2%
营业税费	39.0	38.1	51.1	61.5	73.1	营业利润增长率	27.9%	21.4%	20.1%	19.9%	18.5%
销售费用	886.1	1,013.0	1,201.7	1,430.7	1,690.4	净利润增长率	34.0%	16.6%	20.2%	19.7%	18.2%
管理费用	248.5	202.1	378.5	447.5	524.7	EBITDA 增长率	12.5%	43.0%	0.6%	15.9%	14.6%
财务费用	46.7	55.8	54.4	55.1	56.4	EBIT 增长率	16.4%	48.9%	-0.9%	18.4%	17.3%
资产减值损失	5.7	27.5	25.0	25.0	25.0	NOPLAT 增长率	28.2%	16.6%	18.2%	18.4%	17.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.0%	-1.6%	-19.9%	31.5%	-20.9%
投资和汇兑收益	5.8	10.6	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	12.9%	8.8%	18.7%	12.7%	13.3%
<b>营业利润</b>	414.4	502.9	603.9	724.3	858.2	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	6.9	7.6	7.5	7.4	7.5	毛利率	34.9%	34.1%	34.1%	34.2%	34.3%
<b>利润总额</b>	421.3	510.5	611.4	731.7	865.6	营业利润率	8.9%	8.9%	8.9%	9.1%	9.2%
减:所得税	72.3	103.5	122.3	146.3	173.9	净利润率	7.5%	7.2%	7.2%	7.3%	7.4%
<b>净利润</b>	349.1	407.0	489.1	585.3	691.7	EBITDA/营业收入	13.3%	15.5%	13.1%	12.9%	12.6%
						EBIT/营业收入	9.6%	11.7%	9.7%	9.8%	9.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	47.4%	35.7%	35.3%	28.6%	33.6%
货币资金	1,085.7	415.0	1,265.1	938.1	2,246.4	负债权益比	90.3%	55.4%	54.5%	40.1%	50.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.17	1.27	1.48	1.92	1.92
应收帐款	606.9	738.2	839.0	1,025.8	1,160.6	速动比率	0.96	0.76	1.09	1.24	1.45
应收票据	9.4	2.8	9.2	7.4	11.4	利息保障倍数	9.54	11.90	12.10	14.13	16.21
预付帐款	47.0	52.9	65.9	74.3	89.8	<b>营运能力</b>					
存货	546.9	857.6	825.4	1,160.8	1,158.0	固定资产周转天数	175	155	137	116	97
其他流动资产	718.2	90.3	90.3	90.3	90.3	流动营业资本周转天数	34	39	11	15	19
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	197	164	140	144	155
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	45	43	42	42	42
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	38	45	45	45	45
投资性房地产	36.8	35.4	34.1	32.8	31.5	总资产周转天数	400	347	299	276	264
固定资产	2,321.2	2,555.6	2,577.5	2,563.2	2,471.9	投资资本周转天数	225	209	157	137	119
在建工程	197.6	113.7	85.5	33.1	22.6	<b>费用率</b>					
无形资产	126.6	125.0	121.3	117.6	113.9	销售费用率	19.1%	17.8%	17.8%	17.9%	18.0%
其他非流动资产	95.5	159.3	159.2	159.1	158.9	管理费用率	5.4%	3.6%	5.6%	5.6%	5.6%
<b>资产总额</b>	5,791.8	5,145.9	6,072.5	6,202.4	7,555.2	财务费用率	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
短期债务	518.4	347.2	-	-	-	三费/营业收入	25.5%	22.4%	24.2%	24.2%	24.2%
应付帐款	1,009.5	509.1	1,248.5	865.6	1,599.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	68.2	29.4	40.6	51.1	ROE	11.5%	12.3%	12.4%	13.2%	13.8%
其他流动负债	1,044.5	777.0	806.5	810.6	830.7	ROA	6.0%	7.9%	8.1%	9.4%	9.2%
长期借款	150.0	74.6	-	-	-	ROIC	15.4%	13.4%	16.1%	23.8%	21.2%
其他非流动负债	25.5	58.6	58.6	58.6	58.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,747.9	1,834.7	2,143.0	1,775.5	2,540.3	DPS(元)	0.06	0.02	0.06	0.07	0.08
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	21.7%	7.3%	16.1%	15.0%	15.0%
股本	757.5	1,286.7	1,306.4	1,306.4	1,306.4	股息收益率	0.6%	0.2%	0.6%	0.7%	0.8%
留存收益	2,339.4	2,147.5	2,623.2	3,120.6	3,708.5						
<b>股东权益</b>	3,043.9	3,311.2	3,929.6	4,426.9	5,014.9						
						<b>现金流量表</b>					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						净利润	349.1	407.0	489.1	585.3	691.7
						加:折旧和摊销	171.2	218.5	230.0	250.4	265.5
						资产减值准备	5.7	27.5	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	69.2	42.6	54.4	55.1	56.4
						投资损失	-5.8	-10.6	-10.0	-10.0	-10.0
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-630.6	733.0	642.7	-896.3	613.6
						<b>经营活动产生现金流量</b>	585.4	437.3	1,406.1	-15.4	1,617.2
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-982.8	88.3	-208.7	-168.7	-148.7
						<b>融资活动产生现金流量</b>	550.2	-1,238.3	-347.4	-142.9	-160.2
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.27	0.31	0.37	0.45	0.53
						BVPS(元)	2.33	2.53	3.01	3.39	3.84
						PE(X)	37.6	32.3	26.9	22.5	19.0
						PB(X)	4.3	4.0	3.3	3.0	2.6
						P/FCF	90.6	-28.1	18.3	-54.6	9.3
						P/S	2.8	2.3	1.9	1.6	1.4
						EV/EBITDA	12.8	14.6	13.3	11.8	9.2
						CAGR(%)	18.8%	19.3%	23.4%	18.8%	19.3%
						PEG	2.0	1.7	1.1	1.2	1.0
						ROIC/WACC	1.5	1.3	1.5	2.3	2.0

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com