

胶粘剂行业龙头，未来可期

投资要点

- **公司是胶粘剂行业龙头企业，新产能逐步释放。**公司是专业从事胶粘剂和新材料研发、生产销售的高新技术企业，是中国规模最大的胶粘剂行业上市公司。公司由科研院所改制，2010年上市，拥有上海、广州、常州和湖北四大生产基地。目前公司拥有有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品的产能分别为5万吨、3万吨、0.5万吨。另外，公司的新增、改造产能建设均按计划有序推进，子公司宣城回天建设项目(2万吨聚氨酯胶+1万吨车用化学品)正按计划加紧建设，预计年底投产；常州回天新增两条太阳能背板复合产线、一条氟膜造粒产线已完成设备安装、调试，并于6月底试产。
- **行业持续增长，公司处于行业龙头地位将会直接受益。**伴随着我国工业产值和工业产品需求的快速增长，以及全球胶粘剂企业的生产与消费中心逐渐向我国转移，中国已跨入世界胶粘剂与密封剂生产和消费大国，约占全球市场的三分之一，约占亚太市场的三分之二。2017年我国胶粘剂市场消费量达到788.7万吨，同比增长7.5%；胶粘剂销售额达到987.8亿元，同比增长10.1%。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会发布的《中国胶粘带和胶粘剂市场报告及“十三五”发展规划》显示，“十三五”期间，我国胶粘剂行业仍处于重要发展机遇期，发展目标是产量年均增长率为7.8%，销售额年均增长率为8.3%，2020年末我国胶粘剂产量达1033.7万吨，销售额达1328亿元。公司作为行业龙头企业，产能仍在扩张，未来将会充分受益于行业高景气。
- **研发和销售并举，构成公司的核心竞争力。**公司科研成果转化工业生产能力强，是国内工程胶粘剂行业中研发品种最丰富的企业。公司最近三年平均研发投入占营业收入的比例为4.45%，研发支出也领先于同行对手。另外，公司的销售网络覆盖全，同时战略聚焦优质大客户和主峰市场，营销能力强。
- **盈利预测与评级。**我们选取和公司一样有胶粘剂业务的高盟新材、康达新材、硅宝科技为公司的可比公司。预计公司2019-2021年EPS分别为0.44元、0.57元、0.76元，2019-2021年归母净利润复合增速40%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**新项目建成及投产进度或不及预期的风险，原材料价格波动的风险，下游需求疲软的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1739.67	1772.91	2208.05	2643.96
增长率	14.81%	1.91%	24.54%	19.74%
归属母公司净利润(百万元)	118.76	187.42	242.66	324.78
增长率	7.61%	57.81%	29.48%	33.84%
每股收益EPS(元)	0.28	0.44	0.57	0.76
净资产收益率ROE	6.73%	9.73%	11.38%	13.48%
PE	38	24	19	14
PB	2.55	2.34	2.11	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

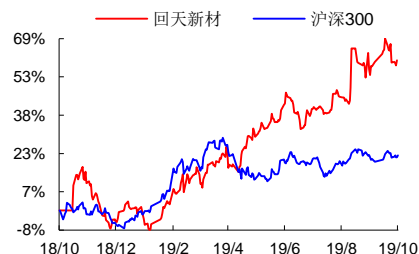
分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.26
流通A股(亿股)	3.06
52周内股价区间(元)	6.19-11.14
总市值(亿元)	45.00
总资产(亿元)	25.30
每股净资产(元)	3.91

相关研究

目 录

1 公司概况：胶粘剂行业龙头企业	1
2 行业持续增长，公司处于行业龙头地位将会直接受益	3
2.1 胶粘剂行业持续增长	3
2.2 原材料价格回落，公司成本压力减轻	5
3 公司核心竞争力分析：研发、销售是公司业绩基石	6
3.1 研发支出多于对手，科研成果转化率高	6
3.2 销售网络覆盖全，战略聚焦优质大客户和主峰市场	8
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司营业收入结构 (2019 年上半年)	2
图 3: 公司毛利结构 (2019 年上半年)	2
图 4: 公司营业收入变动	2
图 5: 公司归母净利润变动	2
图 6: 胶粘剂行业持续增长	3
图 7: 公司工程胶粘剂和化学品的营业成本构成	5
图 8: MDI 价格	5
图 9: 公司单季度毛利率走势	6
图 10: 公司研发费用占比在 4% 以上	6
图 11: 公司研发费用高于同行	7

表 目 录

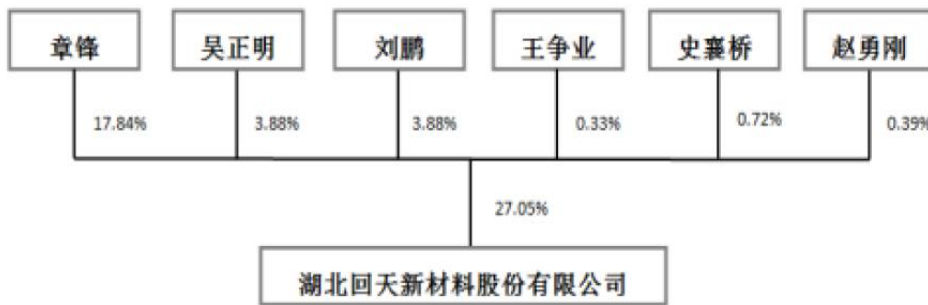
表 1: 公司产品的情况	1
表 2: 分业务收入及毛利率	8
表 3: 可比公司估值表	9
附表: 财务预测与估值	10

1 公司概况：胶粘剂行业龙头企业

公司是专业从事胶粘剂和新材料研发、生产销售的高新技术企业，是中国规模最大的胶粘剂行业上市公司。公司由科研院所改制，2010 年上市，拥有上海、广州、常州和湖北四大生产基地。目前公司拥有有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品的产能分别为 5 万吨、3 万吨、0.5 万吨。另外，公司的新增、改造产能建设均按计划有序推进，子公司宣城回天建设项目正按计划加紧建设，预计年底投产；常州回天新增两条太阳能背板复合产线、一条氟膜造粒产线已完成设备安装、调试，并于 6 月底试产。

公司的控股股东和实际控制人为章锋、吴正明、刘鹏、王争业、史襄桥、赵勇刚，六人合计持股 27.1%。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

公司的主要产品为高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸胶、厌氧胶、环氧树脂胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜。此外，公司利用已有的汽车行业销售渠道兼营部分非胶产品，主要是汽车制动液及其他汽车维修保养用化学品。

表 1：公司产品的情况

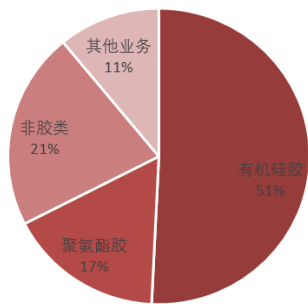
产品分类	主要产品	应用领域
高性能有机硅胶	单组份有机硅密封胶、双组份缩合型有机硅胶、双组份加成型有机硅胶	主要用于家电，电子电器，太阳能，汽车、工程机械及轨道车辆的零部件，各类建筑施工中门窗接缝处、内外墙体间的密封、粘接。
聚氨酯胶	单组份聚氨酯胶、双组份聚氨酯胶	主要用于非金属复合材料的粘接，应用于车辆、船舶制造、高速铁路建设等行业，在电子元器件、电器的密封粘接上，工业、食品软包装膜的复合和水处理行业超滤丝的粘结固定上也有大量的应用。
厌氧胶	螺纹锁扣型、平面密封型、浸渗型	隔绝氧气后快速固化，形成不同强度的热固化性高分子聚合物，使螺纹锁固件耐冲击、耐振动、不渗漏，可替代弹簧垫、开口销等机械锁固和固持方式。
环氧树脂胶	电子灌封、陶瓷片粘结、环氧结构胶	粘结强度高
耐高温无机胶	C 系列无机胶、氧化铜无机胶	耐高温产业的粘接密封
UV 系胶	UV 光固化胶	主要用于电子元器件、医疗器械、LCD 显示屏
高分子液体密封胶		弹性好，耐油、耐压、耐酸碱等介质，作为液态密封材料，可代替固体垫片，广泛用于五金电机、压缩泵、油泵、石油化工管道、变压器等产品的平面法兰、管螺纹连接件的密封。

产品分类	主要产品	应用领域
丙烯酸酯胶		具有固化快, 使用方便, 可油面粘接, 粘接材料广泛, 综合机械性能好等诸多优点, 在电子电气、机械维修、工艺礼品、交通运输等行业得到大量应用。
汽车制动液		对汽车制动系统的橡胶皮碗及金属部件起保护作用, 有优异的防锈、防腐蚀作用。
太阳能电池背膜		是太阳能电池的一个重要组件, 用来抵御恶劣环境对组件造成伤害, 确保组件使用寿命。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

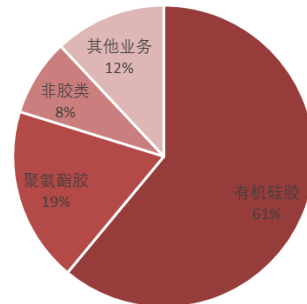
公司主营业务结构: 公司主营业务收入主要来源于以高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶等产品为代表的胶粘剂系列产品及太阳能背板、汽车维修保养用化学品的销售收入。其中, 公司生产的各类高性能工程胶粘剂均为各应用领域的中、高端产品, 未来市场前景广阔, 是公司目前主导产品, 为公司贡献大部分的销售收入和业绩, 2016-2018 年度胶粘剂占公司主营业务收入的比例分别为 69.2%、73.4%、79.4%。

图 2: 公司营业收入结构 (2019 年上半年)



数据来源: wind, 西南证券整理

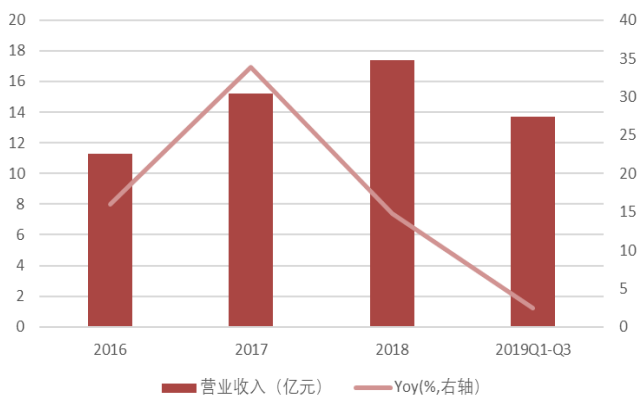
图 3: 公司毛利结构 (2019 年上半年)



数据来源: wind, 西南证券整理

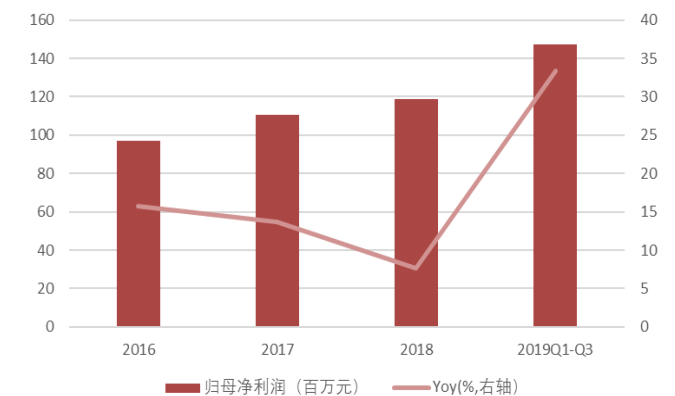
公司业绩情况: 近三年多, 公司的营业收入和归母净利润实现稳步增长, 业绩并未出现过下滑, 公司业绩的稳定性好, 周期波动较小, 行业龙头的地位实至名归。

图 4: 公司营业收入变动



数据来源: wind, 西南证券整理

图 5: 公司归母净利润变动



数据来源: wind, 西南证券整理

2 行业持续增长，公司处于行业龙头地位将会直接受益

2.1 胶粘剂行业持续增长

公司所处行业为化工行业中的胶粘剂行业，是国家产业政策重点支持行业，主要生产工程胶粘剂，2019年上半年胶粘剂主营业务收入占比77.8%。

伴随着我国工业产值和工业产品需求的快速增长，以及全球胶粘剂企业的生产与消费中心逐渐向我国转移，我国胶粘剂行业的生产规模迅速扩大，产品产销量保持高速增长，国内企业研发和技术创新实力持续增强，胶粘剂与密封剂产品的应用领域不断扩展，已广泛应用于电子电器、建筑建材、汽车与交通运输、机械制造、新能源、医疗卫生、航空航天、轻工和日常生活等众多领域，成为这些领域生产过程中简化工艺、节约能源、降低成本、提高经济效益的重要材料。中国已跨入世界胶粘剂与密封剂生产和消费大国，约占全球市场的三分之一，约占亚太市场的三分之二。

2017年我国胶粘剂市场消费量达到788.7万吨，同比增长7.5%；胶粘剂销售额达到987.8亿元，同比增长10.1%；我国胶粘剂出口总量60.2万吨，同比增长22.4%，出口总额19.0亿美元，同比增长17.3%，出口主要集中在发达国家（美国、日本、韩国等）和制造业转移国家（越南、印度等东南亚国家）。目前，面对国内经济结构转型调整的持续推进，工业领域经济增长的动能正在悄然弱化，传统行业在去产能、去库存、去杠杆的压力下，影响着某些胶粘剂应用的细分领域需求滞涨甚至负增长，部分胶粘剂产品市场竞争加剧。但随着国内经济调整、产业结构转型升级及消费市场的持续拉动，未来几年中国胶粘剂市场仍将保持良好的增长态势，胶粘剂行业将迎来新的发展机遇。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会发布的《中国胶粘带和胶粘剂市场报告及“十三五”发展规划》显示，“十三五”期间，我国胶粘剂行业仍处于重要发展机遇期，发展目标是产量年均增长率为7.8%，销售额年均增长率为8.3%，2020年末我国胶粘剂产量达1033.7万吨，销售额达1328亿元。

图6：胶粘剂行业持续成长



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，西南证券整理

近年来，我国工程胶粘剂行业的快速发展，推动行业不断进步，自动化的生产要求、产品的更新换代、生产效率的提高、行业环保政策及标准的出台与执行等都有利于推动胶粘剂行业的健康可持续发展。国内产品技术水平和质量明显提升，逐步替代进口产品；产业结构逐渐优化，产品附加值显著提高，具体呈现出以下特点：

(1) 提升产品性能，实现替代进口

在全球化背景下，胶粘剂行业的竞争与技术交流促进国内企业不断加大研发投入，提升生产技术水平，胶粘剂产品性能也在持续提升，国内企业竞争力显著增强。在部分中高端产品细分市场上，国内产品已经取得长足的进步，产品指标已接近或达到国际同类产品水平。原先主要依赖国外品牌，现今国产胶粘剂正以其显著的性价比优势在各个应用领域逐步替代进口产品。国内经济的持续增长、胶粘剂产品全球化产业转移，以及国内企业技术进步带来的进口替代，都给国内企业带来了良好的发展机遇，且市场需求有持续增长的空间。

(2) 新兴市场发展带来胶粘剂应用领域拓宽

随着新兴行业的发展以及胶粘剂产品改性技术的提高，胶粘剂的新型应用领域越来越广泛。高铁、城市轨道交通、汽车轻量化及后市场维修、航空航天、新能源、工业装配自动化、装配式住宅产业化、智能终端设备、手持设备及显示器、绿色包装材料等战略性新兴产业对胶粘剂产品的需求强劲增长。

(3) 产品的环保要求不断提高

随着我国环保意识的日益提高以及环保法规的日趋完善，对胶粘剂、及粘接过程的效率和环境污染防控也提出了越来越高的要求，水基型、热熔型、无溶剂型、紫外光固化型、高固含量型及生物降解型等环境友好型胶粘剂的市场关注度越来越高，环保节能型产品将成为主流。

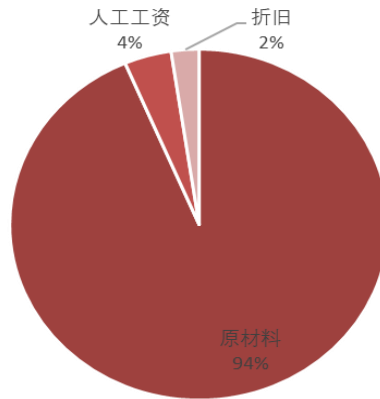
(4) 行业集中度和技术水平不断提高

我国胶粘剂市场一直以来以中小企业为主，市场集中度不高。近年来，随着用户对胶粘剂产品质量、性能和环保节能要求的日益提高，市场竞争日趋激烈，低端胶粘剂产品利润趋薄，加上原材料价格上涨、劳动力成本提升、环保监管严格，极大地压缩了中小企业的利润空间，一些技术水平落后、缺乏自主创新能力、高污染、高能耗的小型生产企业相继被淘汰。而国内龙头企业持续加大研发投入，借助资本市场优势加快发展，这些企业的生产质量、研发实力可以和外资企业相媲美。国内企业凭借本土化服务和技术提升实现进口替代是未来趋势。目前已具备较强研发实力和产能规模的国内上市企业在进口替代过程中将成为受益方，打开成长天花板。行业整体呈现规模化、集约化发展趋势，行业集中度和技术水平不断提高。

2.2 原材料价格回落，公司成本压力减轻

原材料成本占了公司工程胶粘剂和化学品的九成左右的成本。

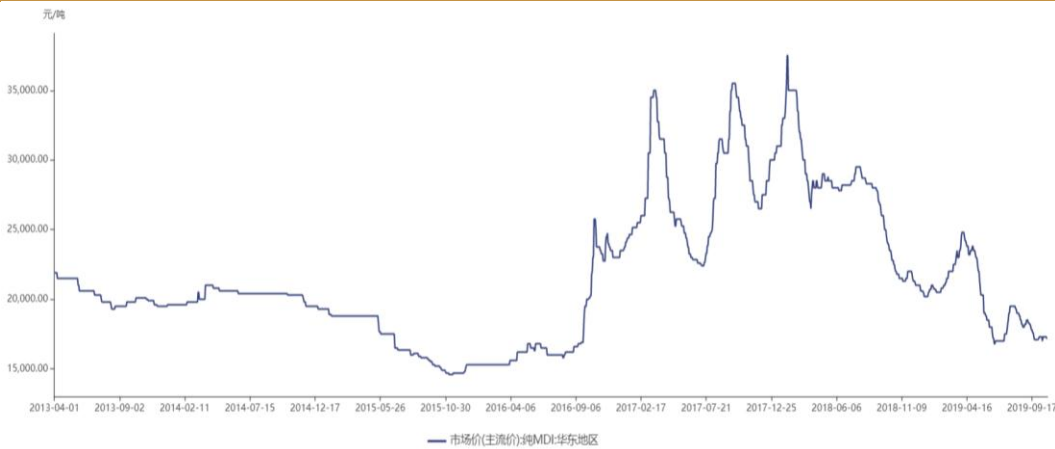
图 7：公司工程胶粘剂和化学品的营业成本构成



数据来源：wind，西南证券整理

公司胶粘剂的原材料主要是有机硅和 MDI 等，2018 年起，原材料价格开始回落，公司的盈利能力得到恢复，成本压力减轻。

图 8：MDI 价格



数据来源：wind，西南证券整理

公司的盈利能力从 2016 年第四季度开始出现下降，于 2018 年年中触底。2018 年下半年起，由于原材料价格下降，公司的盈利能力回升。

图 9：公司单季度毛利率走势

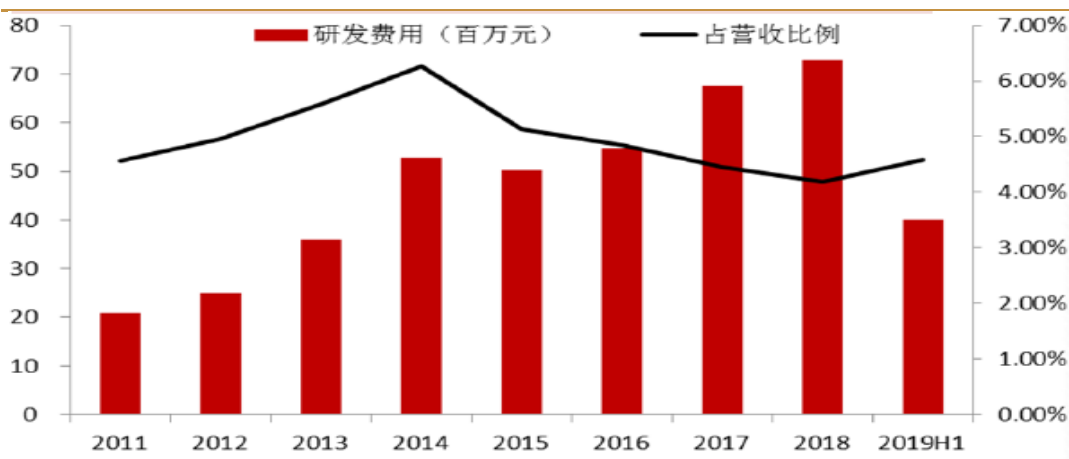

数据来源：wind，西南证券整理

3 公司核心竞争力分析：研发、销售是公司业绩基石

3.1 研发支出多于对手，科研成果转化率高

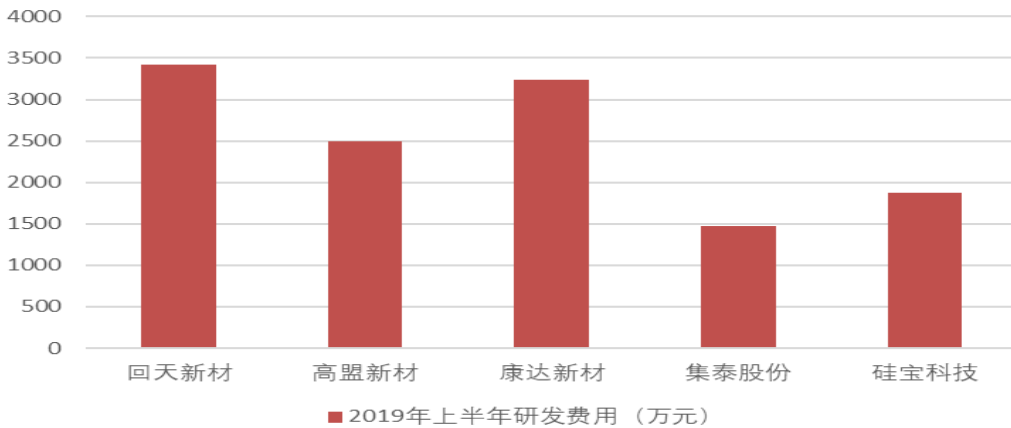
公司专注于胶粘剂等新材料的研发、生产，已形成优秀的研发和管理团队，并拥有大量自主知识产权的国内国际领先产品技术，主要经营产品大多来自于自主研发的核心技术，科研成果转化工业生产能力较强，是国内工程胶粘剂行业中研发品种最丰富的企业。

作为国内工程胶粘剂行业规模较大的内资企业，公司始终把自主创新和技术研发放在首位，2013 年在上海投资建成了工程胶粘剂国内一流研发中心，公司最近三年平均研发费用投入占营业收入的比例为 4.45%。

图 10：公司研发费用占比在 4% 以上


数据来源：公司公告，西南证券整理

和竞争对手相比，公司研发费用高于同行，其中，由于康达新材并购了必控科技，增加了军工方面的研发费用，在胶粘剂领域，其仍然不如回天新材的投入力量巨大。

图 11：公司研发费用高于同行


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司已取得了多项科研成果，其中 2 项产品被列为“国家重点新产品”，4 个系列产品被列入“国家级火炬计划项目”，完成 2 项湖北省科技攻关计划项目、1 项上海市高新技术成果转化项目，27 项科研成果通过了省级技术鉴定，是厌氧胶、有机硅密封胶、聚氨酯胶粘剂、太阳能光伏背板覆膜胶等多项国家标准和行业标准的主要起草单位，并受邀参加预涂厌氧胶国际标准的起草。截至 2018 年 12 月 31 日，公司及子公司拥有 137 项授权专利权，其中发明专利 59 项、实用新型专利 63 项、外观设计专利 15 项，并已获受理发明专利 59 项。公司及子公司上海回天、广州回天、常州回天均系国家高新技术企业，公司被认定为“国家企业技术中心”，并被批准为“全国博士后科研工作站”、“湖北省博士后产业基地”，与中科院合作成立了工程中心，广州回天为省级工程技术研究中心、获评“广东省企业技术中心”，上海回天被评为“上海市企业技术中心”，常州回天为江苏省高性能含氟材料薄膜工程技术研究中心。

公司是中国胶粘剂工业协会副会长单位、中国胶粘剂工业协会工程用胶专业委员会副主任委员单位及聚氨酯胶粘剂专业委员会委员单位、中国环氧树脂应用技术学会副理事长、中国氟硅有机材料工业协会会员、中国汽车工业协会汽车相关工业分会理事单位、中国光伏行业协会会员单位，被评为中国胶粘剂与胶粘带行业“典范企业”。承担国家级学术期刊《粘接》杂志的编辑、出版和发行，该杂志为国内胶粘剂行业的权威刊物，入围全球四大检索系统。

2019 年上半年，公司及子公司取得发明专利授权 4 项、申请受理发明专利 10 项。截至 2019 年 6 月 30 日，公司及子公司拥有 141 项授权专利权，其中发明专利 63 项、实用新型专利 63 项、外观设计专利 15 项，并已获受理发明专利 61 项。上半年，公司加强同行业间的行业热点、前沿技术交流探讨；在重要期刊、行业会议上发表 6 篇专业技术论文；推进《装配式建筑密封胶应用技术规程》等国家/行业标准发布，参与螺纹紧固件用的预涂型胶粘剂（系统）国际标准的起草。公司与湖南大学继续开展“汽车轻量化”车身结构胶的产学研合作，与多所国内重点高校达成聚氨酯胶中间体合成用催化剂等的研发合作意向；正在进行 AS9100 航空航天质量管理体系认证申报，并与中国商飞上海飞机设计研究院进行产品开发合作，为航空工业市场的胶粘剂产品供应做积极准备。

3.2 销售网络覆盖全，战略聚焦优质大客户和主峰市场

公司建立了与产品及下游行业相适应的销售模式，采取直接对工业客户和通过经销商销售相结合的方式。按照专业化分工原则，逐渐形成了专注于汽车制造、汽车维修（后市场）、电子电器、LED、轨道交通、新能源、高端建筑、软包装等领域的专业销售团队。公司的销售网络基本覆盖全国所有地级城市和重要的县级城市，是行业内销售网络最大、经销商最多的企业之一。

另外，近年来公司有效推行大客户战略和重点项目突破，优质大客户占比逐渐提高，销售网络和客户结构持续优化，公司的品牌影响力和高端产品市场竞争力不断增强。公司直接或通过经销商间接与国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系，是国内工程胶粘剂和太阳能电池背膜等系列产品的知名供应商之一。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着宣城厂区新产能在 2019 年底释放，预计 2019-2021 年公司工程胶粘剂和化学品的销量分别为 7 万吨、9 万吨、11 万吨，毛利率分别为 36%、35%、36%；

假设 2：由于常州回天 2019 年新增太阳能背板和氟膜造粒新产能，产能逐步投放，加之公司控制风险和销售结构调整得当，预计 2019-2021 年公司其他产品收入分别增长-8%、5%、5%，毛利率均为 13%；

假设 3：期间费用率维持现有水平。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	1739.7	1772.9	2208.1	2644.0
	增速	14.8%	1.9%	24.5%	19.7%
	成本	1298.8	1204.3	1505.2	1768.9
	毛利率	25.3%	32.1%	31.8%	33.1%
工程胶粘剂和化学品	收入	1410.4	1470.0	1890.0	2310.0
	增速	26.1%	4.2%	28.6%	22.2%
	成本	1015.6	940.8	1228.5	1478.4
	毛利率	28.0%	36.0%	35.0%	36.0%
其他	收入	329.2	302.9	318.1	334.0
	增速	-17.0%	-8.0%	5.0%	5.0%
	成本	283.2	263.5	276.7	290.5
	毛利率	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%

数据来源：公司公告，西南证券

我们选取和公司一样有胶粘剂业务的高盟新材、康达新材、硅宝科技为公司的可比公司。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44 元、0.57 元、0.76 元，2019-2021 年归母净利润复合增速 40%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300019.SZ	硅宝科技	9.19	0.20	0.24	0.30	0.35	46	38	31	26
300200.SZ	高盟新材	11.35	0.31	0.71	0.80	0.88	37	16	14	13
002669.SZ	康达新材	12.74	0.33	0.45	0.56	0.67	39	28	23	19
可比公司均值							41	27	23	19

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

新项目建成及投产进度或不及预期的风险，原材料价格波动的风险，下游需求疲软的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1739.67	1772.91	2208.05	2643.96	净利润	118.69	187.42	242.66	324.78
营业成本	1298.85	1204.33	1505.21	1768.94	折旧与摊销	60.46	77.22	85.27	91.74
营业税金及附加	13.50	14.18	17.66	21.15	财务费用	0.52	2.92	-0.82	-1.00
销售费用	145.62	150.70	183.27	214.16	资产减值损失	21.84	3.00	3.00	3.00
管理费用	85.76	177.29	220.81	264.40	经营营运资本变动	-121.81	-120.88	-157.84	-192.14
财务费用	0.52	2.92	-0.82	-1.00	其他	-28.90	-4.16	-4.30	-2.16
资产减值损失	21.84	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	50.79	145.51	167.98	224.22
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-24.36	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-71.83	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-96.19	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	131.36	220.49	278.92	373.31	短期借款	275.00	-275.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.69	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	135.05	220.49	278.92	373.31	股权融资	0.52	0.00	0.00	0.00
所得税	16.36	33.07	36.26	48.53	支付股利	-212.86	-23.75	-37.48	-48.53
净利润	118.69	187.42	242.66	324.78	其他	-29.05	-3.13	0.82	1.00
少数股东损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	33.62	-301.88	-36.67	-47.53
归属母公司股东净利润	118.76	187.42	242.66	324.78	现金流量净额	-9.56	-256.38	31.32	76.69
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	473.74	217.37	248.68	325.37	成长能力				
应收和预付款项	797.60	849.75	1046.10	1248.99	销售收入增长率	14.81%	1.91%	24.54%	19.74%
存货	241.60	307.14	353.78	412.03	营业利润增长率	0.19%	67.86%	26.50%	33.84%
其他流动资产	12.21	12.44	15.50	18.56	净利润增长率	7.07%	57.90%	29.48%	33.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.44%	56.30%	20.88%	27.70%
投资性房地产	25.67	25.67	25.67	25.67	获利能力				
固定资产和在建工程	617.06	651.59	678.06	697.75	毛利率	25.34%	32.07%	31.83%	33.09%
无形资产和开发支出	180.25	168.83	157.40	145.97	三费率	13.33%	18.66%	18.26%	18.06%
其他非流动资产	60.34	60.02	59.70	59.70	净利率	6.82%	10.57%	10.99%	12.28%
资产总计	2408.48	2292.80	2584.89	2934.04	ROE	6.73%	9.73%	11.38%	13.48%
短期借款	275.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.93%	8.17%	9.39%	11.07%
应付和预收款项	328.29	325.92	407.24	475.24	ROIC	7.42%	10.99%	12.66%	15.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.06%	16.96%	16.46%	17.55%
其他负债	41.56	39.81	45.40	50.30	营运能力				
负债合计	644.86	365.73	452.64	525.54	总资产周转率	0.75	0.75	0.91	0.96
股本	425.71	425.71	425.71	425.71	固定资产周转率	3.03	2.88	3.32	3.84
资本公积	855.42	855.42	855.42	855.42	应收账款周转率	3.64	3.50	3.75	3.72
留存收益	501.17	664.84	870.02	1146.27	存货周转率	5.28	4.33	4.52	4.59
归属母公司股东权益	1762.38	1925.83	2131.01	2407.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	63.33%	—	—	—
少数股东权益	1.24	1.24	1.24	1.24	资本结构				
股东权益合计	1763.62	1927.07	2132.25	2408.50	资产负债率	26.77%	15.95%	17.51%	17.91%
负债和股东权益合计	2408.48	2292.80	2584.89	2934.04	带息债务/总负债	42.65%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.43	3.98	3.82	3.95
					速动比率	2.05	3.10	3.01	3.13
					股利支付率	179.23%	12.67%	15.45%	14.94%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.44	0.57	0.76
					每股净资产	4.14	4.52	5.01	5.65
					每股经营现金	0.12	0.34	0.39	0.53
					每股股利	0.50	0.06	0.09	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	192.33	300.62	363.38	464.04					
PE	37.89	24.01	18.54	13.85					
PB	2.55	2.34	2.11	1.87					
PS	2.59	2.54	2.04	1.70					
EV/EBITDA	21.65	13.79	11.32	8.70					
股息率	4.73%	0.53%	0.83%	1.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn