

300986.SZ

增持

原评级：无

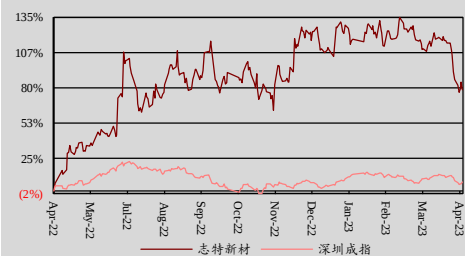
市场价格：人民币 33.06

板块评级：中性

## 本报告要点

■ 志特新材 2022 年报及 2023 年一季报点评

## 股价表现



| (%)    | 今年至今   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月 |
|--------|--------|--------|--------|-------|
| 绝对     | (12.7) | (16.1) | (17.9) | 27.0  |
| 相对深圳成指 | (14.6) | (14.1) | (12.5) | 20.3  |

|                    |          |
|--------------------|----------|
| 发行股数 (百万)          | 163.89   |
| 流通股 (百万)           | 70.00    |
| 总市值 (人民币 百万)       | 5,418.31 |
| 3 个月日均交易额 (人民币 百万) | 48.72    |
| 主要股东               |          |
| 珠海凯越高科技产业投资有限公司    | 45.22    |

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以 2023 年 4 月 28 日收市价为标准

## 相关研究报告

《志特新材》20221031

《志特新材》20220817

《志特新材》20220426

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：专业工程

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

## 志特新材

## 23Q1 收入高增，市场开拓、经营优化同步进行

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年公司营收 19.30 亿元，同增 30.3%；归母净利润 1.77 亿元，同增 7.9%；EPS1.08 元。2023Q1 营收 3.80 亿元，同增 44.9%；归母净利润 0.02 亿元，同减 64.5%。公司持续进行市场开拓，不断优化提升管理运营效率，未来发展可期。维持公司增持评级。

## 支撑评级的要点

- **23Q1 净利润承压**：2022 年公司实现营收 19.30 亿元，同增 30.3%；归母净利润 1.77 亿元，同增 7.9%。其中 22Q4 实现营收 6.28 亿元，同增 32.6%；归母净利润 0.50 亿元，同减 16.8%。2023Q1 公司营收 3.80 亿元，同增 44.9%；归母净利润 0.02 亿元，同减 64.5%。2023Q1 公司归母净利润降幅较大。
- **2022 年经营现金流转为净流出，23Q1 毛利率同环比均下滑**：2022 年公司毛利率为 30.95%，同减 1.50pct；归母净利率为 9.19%，同减 1.91pct。2023Q1 公司毛利率为 24.09%，同减 5.84pct，环比下滑 4.33pct；归母净利率 0.49%，同减 1.49pct。2022 年公司经营现金流净额为 -2.25 亿元，同比由净流入转为净流出。23Q1 经营现金流净额为 0.15 亿元，同减 46.6%。
- **爬架折旧成本较高拖累 23Q1 业绩表现**。2023 Q1 国内模架业务量增加、PC 构件产销量增加，且公司积极开拓国际市场，使得 23Q1 收入规模同比大幅增加。但 Q1 为铝模板行业淡季，库存物资比重全年最高；同时项目延期，不产生收益的爬架折旧成本相对较高；PC 构件等销售业务毛利水平低于租赁业务也在一定程度上拉低了公司的利润水平。
- **公司将继续开拓市场，并不断优化管理运营**。公司在国内将重点开发一二线城市、粤港澳大湾区、长三角地区等重点区域；在海外将紧跟国家“一带一路”的战略步伐，加快建立健全营销网络。公司不断优化信息化系统建设，提升公司在设计、生产、验收、仓储和财务管理等多个环节的效率。

## 估值

- 公司一季度业绩降幅较大，我们对调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 25.3、33.4、44.0 亿元；归母净利润分别为 2.5、3.3、4.5 亿元；EPS 分别为 1.55、2.03、2.75 元。维持公司增持评级。

## 评级面临的主要风险

- 原料价格上涨超预期，政策落地效果不及预期，产能扩张进度不及预期。

## 投资摘要

| 年结日：12 月 31 日    | 2021  | 2022  | 2023E  | 2024E  | 2025E |
|------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 主营收入(人民币 百万)     | 1,481 | 1,930 | 2,534  | 3,341  | 4,396 |
| 增长率(%)           | 32.3  | 30.3  | 31.3   | 31.9   | 31.6  |
| EBITDA(人民币 百万)   | 977   | 1,011 | 1,248  | 1,495  | 1,040 |
| 归母净利润(人民币 百万)    | 164   | 177   | 253    | 332    | 451   |
| 增长率(%)           | (2.4) | 7.9   | 42.9   | 31.0   | 35.7  |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币)  | 1.00  | 1.08  | 1.55   | 2.03   | 2.75  |
| 原先预测摊薄每股收益 (人民币) |       |       | 1.79   | 2.29   |       |
| 调整幅度 (%)         |       |       | (13.4) | (11.4) |       |
| 市盈率(倍)           | 33.0  | 30.5  | 21.4   | 16.3   | 12.0  |
| 市净率(倍)           | 4.4   | 3.9   | 3.4    | 2.9    | 2.4   |
| EV/EBITDA(倍)     | 8.3   | 7.9   | 5.5    | 4.8    | 6.6   |
| 每股股息(人民币)        | 0.2   | 0.2   | 0.3    | 0.4    | 0.5   |
| 股息率(%)           | 0.2   | 0.5   | 0.9    | 1.1    | 1.5   |

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 一、2022 年营收净利稳步增长，23Q1 净利承压

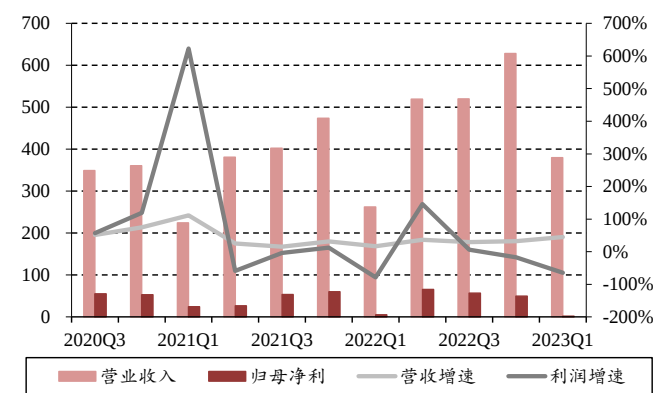
**事件：**4 月 26 日晚，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现营收 19.30 亿元，同增 30.3%；归母净利 1.77 亿元，同增 7.9%；扣非归母净利 1.44 亿元，同增 5.1%；EPS1.08 元，同减 0.9%。其中四季度公司实现营收 6.28 亿元，同增 32.6%；归母净利 0.50 亿元，同减 16.8%。2022 年公司营收及净利润双双实现增长。2023 年 1 季度，公司实现营收 3.80 亿元，同增 44.9%；归母净利 0.02 亿元，同减 64.5%。2023Q1 公司营收实现增长但归母净利降幅明显。

**2022 年及 2023Q1 公司经营现金流同比均有下滑。**现金流方面，2022 年公司经营活动现金流量净额为-2.25 亿元，同比由净流入转为净流出，主要系 2022 年公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增加 55.4%。四季度公司经营现金流净额为-0.54 亿元，较 2021Q4 由净流入转为净流出。2022 年公司现金流表现较弱。2023 年 1 季度，公司经营活动现金流净额为 0.15 亿元，同减 46.6%。

**2022 年及 2023Q1 公司盈利能力有所下滑。**2022 年公司综合毛利率为 30.95%，同减 1.50pct；归母净利率为 9.19%，同减 1.91pct。其中四季度毛利率为 28.41%，同增 9.42pct，环比 22Q3 下滑 4.43pct；归母净利率为 7.95%，同减 4.70pct，环比 22Q3 下滑 2.96pct。2023 年 1 季度，公司综合毛利率为 24.09%，同减 5.84pct，环比 22Q4 下滑 4.33pct；归母净利率为 0.49%，同减 1.49pct。2023Q1 公司毛利率及归母净利率均有下滑。

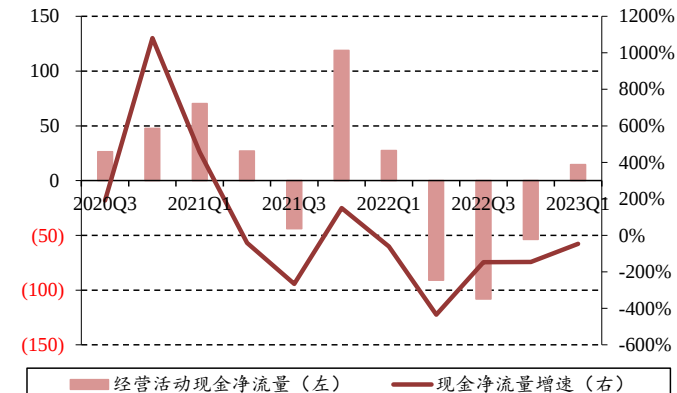
**2022 年公司费用控制能力提升，2023Q1 费用率基本维稳。**期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 17.96%，同减 1.15pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动-0.31/-0.53/-0.20/-0.11pct；其中四季度公司期间费用率为 16.84%，同增 2.38pct，2022 年公司费用控制能力总体有所提升。2023Q1 公司期间费用率为 25.59%，同减 0.39pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 -0.89/-1.72/0.90/1.32pct。

图表 1. 2022 年公司营收净利均增长，23Q1 归母净利降幅较大（单位：百万）



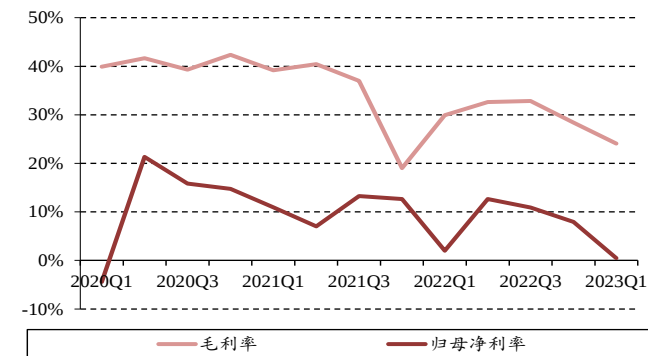
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年及 2023Q1 公司经营现金流净额同比均有下滑（单位：百万）



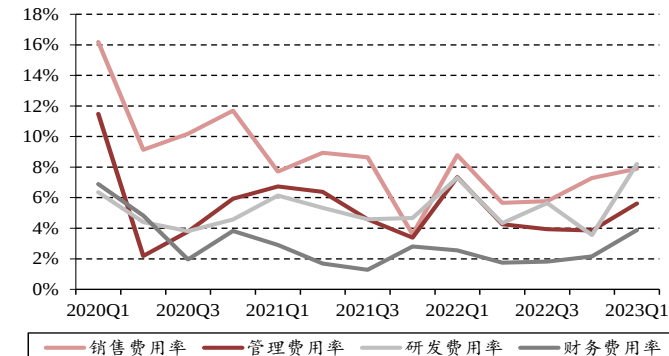
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022 年及 2023Q1 公司毛利率及归母净利率同比下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2022 年及 2023Q1 公司期间费用率同减



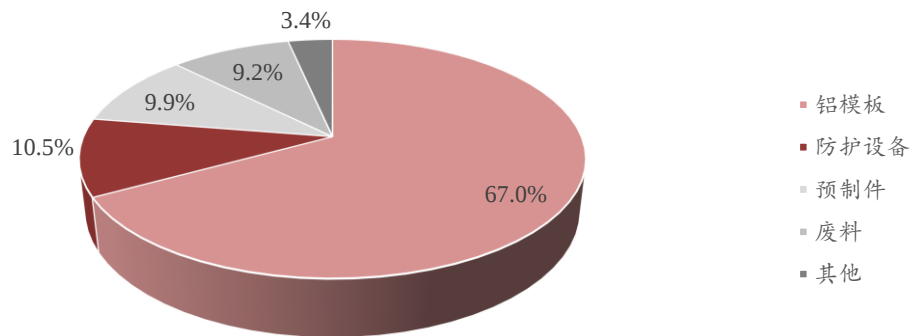
资料来源：公司公告，中银证券

## 二、2022 年铝模板毛利率小幅下滑，爬架折旧成本较高拖累 23Q1 业绩

铝模板毛利率小幅下滑，PC 预制构件占比提升。分产品来看，2022 年公司铝模板业务仍是最主要营收来源，占比为 67.0%；防护设备营收占比为 10.48%，同增 1.63pct；PC 预制构件业务营收占比 2021 年提升 7.25pct，达到 9.94%。毛利率方面，2022 年公司铝模板及防护设备毛利率同比均有下降，预制件及废料毛利率则有提升。

爬架折旧成本较高拖累 23Q1 业绩表现。2023 年一季度，公司营收规模虽有大幅增长，但归母净利润降幅明显，主要系一季度国内模架业务量增加、装配式 PC 构件产销量增加，以及公司积极开拓国际市场业务，使得 23Q1 收入规模同比增加 44.9%。但一季度整体处于铝模板行业淡季，库存物资比重全年最高；同时项目延期，不产生收益的爬架折旧成本相对较高；PC 构件等销售业务毛利水平低于租赁业务也在一定程度上拉低了公司的利润水平。

图表 5. 2022 年铝模板业务占比下降，预制件占比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2022 年公司铝模板及防护设备毛利率同比均下降

|      | 2022 年 (%) | 2021 年 (%) | 毛利率变动 (pct) |
|------|------------|------------|-------------|
| 铝模板  | 33.77      | 34.80      | (1.03)      |
| 防护设备 | 17.14      | 21.16      | (4.02)      |
| 预制件  | 20.13      | 18.23      | 1.90        |
| 废料   | 35.34      | 33.00      | 2.34        |

资料来源：公司公告，中银证券

## 三、市场开拓持续进行，管理运营不断优化

公司将继续开拓市场，并不断优化管理运营。公司营销开拓将继续坚持“大客户、重点城市、客户分级”的策略，与中建、中铁、中冶等国内大型建筑总包方和区域建筑总包方保持长期合作伙伴关系，聚焦优势资源做强、做优核心客户群体，国内项目重点开发一二线城市、粤港澳大湾区、长三角地区等重点区域。海外方面，公司将紧跟国家“一带一路”的战略步伐，加快建立健全营销网络，打造公司的核心竞争力，形成国内国外“双轮驱动”的竞争格局。

公司信息化系统能够提高业务执行效率，公司未来将把 BIM 设计技术、旧板管理系统、自动配板管理系统、生产及供应链管理、财务管理优化作为重点，提升公司在设计环节、生产环节、验收环节、仓储环节和财务管理环节效率。在工业化领域，公司将生产自动化作为重点，如自动化生产线、机器人焊接生产线，提升公司的装备水平和自动化生产程度，提升公司的设备投入程度和生产效率。

## 四、风险提示

产能投放不及预期，原材料价格上涨超预期，下游市场需求下滑

图表 7. 2022 年业绩摘要表

| (人民币, 百万)    | 2021     | 2022     | 同比增长(%)      |
|--------------|----------|----------|--------------|
| 营业收入         | 1,481.17 | 1,929.57 | 30.27        |
| 营业税及附加       | 11.90    | 18.45    | 55.07        |
| 净营业收入        | 1,469.27 | 1,911.12 | 30.07        |
| 营业成本         | 1,000.49 | 1,332.46 | 33.18        |
| 销售费用         | 103.15   | 128.23   | 24.32        |
| 管理费用         | 148.62   | 179.37   | 20.70        |
| 财务费用         | 31.39    | 38.80    | 23.61        |
| 资产减值损失       | (21.49)  | 6.00     | 127.92       |
| 营业利润         | 201.04   | 214.62   | 6.75         |
| 营业外收入        | 2.26     | 1.27     | (44.01)      |
| 营业外支出        | 1.19     | 1.25     | 5.10         |
| 利润总额         | 202.12   | 214.64   | 6.19         |
| 所得税          | 27.02    | 31.79    | 17.69        |
| 少数股东损益       | 10.67    | 5.44     | (49.02)      |
| 归属母公司股东净利润   | 164.43   | 177.40   | 7.89         |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 136.91   | 143.93   | 5.13         |
| 每股收益(元)      | 1.74     | 0.85     | (51.15)      |
| 扣非后每股收益(元)   | 1.17     | 0.88     | (24.79)      |
| 毛利率(%)       | 32.45    | 30.95    | 减少 1.51 个百分点 |
| 净利率(%)       | 11.82    | 9.48     | 减少 2.35 个百分点 |
| 销售费用率(%)     | 6.96     | 6.65     | 减少 0.31 个百分点 |
| 管理费用率(%)     | 4.99     | 4.46     | 减少 0.53 个百分点 |
| 研发费用率(%)     | 5.04     | 4.84     | 减少 0.20 个百分点 |
| 财务费用率(%)     | 2.12     | 2.01     | 减少 0.11 个百分点 |

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2022Q4 业绩摘要表

| (人民币, 百万)    | 2021Q4  | 2022Q4  | 同比增长(%)       |
|--------------|---------|---------|---------------|
| 营业收入         | 473.69  | 627.99  | 32.57         |
| 营业税及附加       | 5.32    | 5.80    | 9.01          |
| 净营业收入        | 468.38  | 622.19  | 32.84         |
| 营业成本         | 383.71  | 449.55  | 17.16         |
| 销售费用         | (14.39) | 45.75   | 417.85        |
| 管理费用         | 38.19   | 46.48   | 21.72         |
| 财务费用         | 13.31   | 13.55   | 1.83          |
| 资产减值损失       | (5.90)  | (21.65) | (267.23)      |
| 营业利润         | 60.33   | 46.07   | (23.64)       |
| 营业外收入        | 1.94    | 0.06    | (96.84)       |
| 营业外支出        | 1.13    | 0.42    | (62.30)       |
| 利润总额         | 61.15   | 45.71   | (25.25)       |
| 所得税          | (0.60)  | (3.88)  | (541.75)      |
| 少数股东损益       | 1.83    | (0.31)  | (116.72)      |
| 归属母公司股东净利润   | 59.93   | 49.89   | (16.75)       |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 45.10   | 39.68   | (12.03)       |
| 每股收益(元)      | 0.51    | 0.30    | (41.18)       |
| 扣非后每股收益(元)   | 0.39    | 0.24    | (38.46)       |
| 毛利率(%)       | 19.00   | 28.41   | 增加 9.42 个百分点  |
| 净利率(%)       | 13.04   | 7.90    | 减少 5.14 个百分点  |
| 销售费用率(%)     | (3.04)  | 7.28    | 增加 10.32 个百分点 |
| 管理费用率(%)     | 3.39    | 3.85    | 增加 0.46 个百分点  |
| 研发费用率(%)     | 4.67    | 3.55    | 减少 1.12 个百分点  |
| 财务费用率(%)     | 2.81    | 2.16    | 减少 0.65 个百分点  |

资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 2023Q1 业绩摘要表

| (人民币, 百万)    | 2022Q1 | 2023Q1 | 同比增长(%)      |
|--------------|--------|--------|--------------|
| 营业收入         | 262.37 | 380.04 | 44.85        |
| 营业税及附加       | 3.11   | 3.13   | 0.57         |
| 净营业收入        | 259.26 | 376.91 | 45.38        |
| 营业成本         | 183.85 | 288.50 | 56.92        |
| 销售费用         | 23.06  | 30.02  | 30.16        |
| 管理费用         | 38.40  | 52.51  | 36.74        |
| 财务费用         | 6.71   | 14.74  | 119.75       |
| 资产减值损失       |        | 4.00   |              |
| 营业利润         | 8.72   | 0.93   | (89.36)      |
| 营业外收入        | 1.00   | 0.12   | (88.24)      |
| 营业外支出        | 0.21   | 0.58   | 180.50       |
| 利润总额         | 9.51   | 0.46   | (95.15)      |
| 所得税          | 3.42   | 1.33   | (61.15)      |
| 少数股东损益       | 0.89   | (2.71) | (406.05)     |
| 归属母公司股东净利润   | 5.20   | 1.85   | (64.51)      |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 3.39   | (8.38) | (347.35)     |
| 每股收益(元)      | 0.04   | 0.01   | (75.00)      |
| 扣非后每股收益(元)   | 0.03   | (0.05) | (266.67)     |
| 毛利率(%)       | 29.92  | 24.09  | 减少 5.84 个百分点 |
| 净利率(%)       | 2.32   | (0.23) | 减少 2.55 个百分点 |
| 销售费用率(%)     | 8.79   | 7.90   | 减少 0.89 个百分点 |
| 管理费用率(%)     | 7.34   | 5.62   | 增加 1.72 个百分点 |
| 研发费用率(%)     | 7.30   | 8.20   | 增加 0.90 个百分点 |
| 财务费用率(%)     | 2.56   | 3.88   | 增加 1.32 个百分点 |

资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入          | 1,481 | 1,930 | 2,534 | 3,341 | 4,396 |
| 营业收入           | 1,481 | 1,930 | 2,534 | 3,341 | 4,396 |
| 营业成本           | 1,000 | 1,332 | 1,748 | 2,305 | 3,029 |
| 营业税金及附加        | 12    | 18    | 25    | 31    | 42    |
| 销售费用           | 103   | 128   | 177   | 230   | 301   |
| 管理费用           | 74    | 86    | 120   | 158   | 204   |
| 研发费用           | 75    | 93    | 121   | 163   | 212   |
| 财务费用           | 31    | 39    | 58    | 74    | 85    |
| 其他收益           | 33    | 39    | 40    | 37    | 39    |
| 资产减值损失         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 信用减值损失         | (18)  | (59)  | (19)  | (19)  | (19)  |
| 资产处置收益         | 0     | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| 公允价值变动收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益           | 1     | 2     | 1     | 1     | 2     |
| 汇兑收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润           | 201   | 215   | 306   | 399   | 544   |
| 营业外收入          | 2     | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出          | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 利润总额           | 202   | 215   | 307   | 400   | 545   |
| 所得税            | 27    | 32    | 46    | 57    | 80    |
| 净利润            | 175   | 183   | 261   | 342   | 465   |
| 少数股东损益         | 11    | 5     | 8     | 10    | 14    |
| 归母净利润          | 164   | 177   | 253   | 332   | 451   |
| EBITDA         | 977   | 1,011 | 1,248 | 1,495 | 1,040 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 1.00  | 1.08  | 1.55  | 2.03  | 2.75  |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日      | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,065</b> | <b>1,690</b> | <b>2,310</b> | <b>3,371</b> | <b>4,043</b> |
| 现金及等价物           | 191          | 217          | 760          | 1,002        | 1,319        |
| 应收账款             | 491          | 1,011        | 961          | 1,639        | 1,782        |
| 应收票据             | 30           | 38           | 52           | 67           | 89           |
| 存货               | 231          | 289          | 393          | 507          | 675          |
| 预付账款             | 16           | 9            | 24           | 20           | 37           |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产           | 106          | 126          | 120          | 136          | 141          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,786</b> | <b>2,243</b> | <b>2,496</b> | <b>2,640</b> | <b>2,999</b> |
| 长期投资             | 0            | 6            | 6            | 6            | 6            |
| 固定资产             | 1,394        | 1,638        | 1,840        | 1,940        | 2,264        |
| 无形资产             | 206          | 234          | 274          | 309          | 339          |
| 其他长期资产           | 186          | 366          | 376          | 385          | 390          |
| <b>资产合计</b>      | <b>2,851</b> | <b>3,933</b> | <b>4,805</b> | <b>6,011</b> | <b>7,042</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,319</b> | <b>1,884</b> | <b>2,487</b> | <b>3,267</b> | <b>4,025</b> |
| 短期借款             | 367          | 626          | 913          | 1,216        | 1,400        |
| 应付账款             | 228          | 434          | 434          | 711          | 793          |
| 其他流动负债           | 724          | 824          | 1,141        | 1,340        | 1,832        |
| <b>非流动负债</b>     | <b>244</b>   | <b>530</b>   | <b>585</b>   | <b>730</b>   | <b>622</b>   |
| 长期借款             | 221          | 450          | 529          | 662          | 560          |
| 其他长期负债           | 23           | 81           | 56           | 68           | 62           |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,562</b> | <b>2,415</b> | <b>3,072</b> | <b>3,996</b> | <b>4,647</b> |
| 股本               | 117          | 164          | 164          | 164          | 164          |
| 少数股东权益           | 57           | 120          | 128          | 138          | 152          |
| 归属母公司股东权益        | 1,232        | 1,399        | 1,606        | 1,876        | 2,244        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>2,851</b> | <b>3,933</b> | <b>4,805</b> | <b>6,011</b> | <b>7,042</b> |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021         | 2022         | 2023E          | 2024E          | 2025E        |
|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|
| 净利润            | 175          | 183          | 261            | 342            | 465          |
| 折旧摊销           | 779          | 798          | 925            | 1,060          | 452          |
| 营运资金变动         | (89)         | (426)        | 304            | (374)          | 234          |
| 其他             | (692)        | (780)        | 36             | 83             | 78           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>173</b>   | <b>(225)</b> | <b>1,526</b>   | <b>1,111</b>   | <b>1,229</b> |
| 资本支出           | (333)        | (222)        | (1,182)        | (1,202)        | (812)        |
| 投资变动           | 4            | 1            | 0              | 0              | 0            |
| 其他             | 40           | 18           | 1              | 1              | 1            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(290)</b> | <b>(204)</b> | <b>(1,181)</b> | <b>(1,201)</b> | <b>(811)</b> |
| 银行借款           | (6)          | 488          | 366            | 436            | 82           |
| 股权融资           | 164          | (127)        | (47)           | (61)           | (83)         |
| 其他             | (24)         | 96           | (121)          | (43)           | (101)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>133</b>   | <b>457</b>   | <b>198</b>     | <b>332</b>     | <b>(102)</b> |
| <b>净现金流</b>    | <b>16</b>    | <b>28</b>    | <b>543</b>     | <b>242</b>     | <b>316</b>   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

| 年结日: 12月31日      | 2021  | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E  |
|------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>      |       |        |       |       |        |
| 营业收入增长率(%)       | 32.3  | 30.3   | 31.3  | 31.9  | 31.6   |
| 营业利润增长率(%)       | (5.2) | 6.8    | 42.6  | 30.4  | 36.3   |
| 归属于母公司净利润增长率(%)  | (2.4) | 7.9    | 42.9  | 31.0  | 35.7   |
| 息税前利润增长(%)       | (3.7) | 6.7    | 52.2  | 34.7  | 35.3   |
| 息税折旧前利润增长(%)     | 48.7  | 3.4    | 23.5  | 19.8  | (30.4) |
| EPS(最新股本摊薄)增长(%) | (2.4) | 7.9    | 42.9  | 31.0  | 35.7   |
| <b>获利能力</b>      |       |        |       |       |        |
| 息税前利润率(%)        | 13.4  | 11.0   | 12.7  | 13.0  | 13.4   |
| 营业利润率(%)         | 13.6  | 11.1   | 12.1  | 11.9  | 12.4   |
| 毛利率(%)           | 32.5  | 30.9   | 31.0  | 31.0  | 31.1   |
| 归母净利润率(%)        | 11.1  | 9.2    | 10.0  | 9.9   | 10.3   |
| ROE(%)           | 13.3  | 12.7   | 15.8  | 17.7  | 20.1   |
| ROIC(%)          | 9.0   | 5.7    | 8.8   | 9.8   | 13.1   |
| <b>偿债能力</b>      |       |        |       |       |        |
| 资产负债率            | 0.5   | 0.6    | 0.6   | 0.7   | 0.7    |
| 净负债权益比           | 0.3   | 0.7    | 0.4   | 0.5   | 0.3    |
| 流动比率             | 0.8   | 0.9    | 0.9   | 1.0   | 1.0    |
| <b>营运能力</b>      |       |        |       |       |        |
| 总资产周转率           | 0.6   | 0.6    | 0.6   | 0.6   | 0.7    |
| 应收账款周转率          | 3.8   | 2.6    | 2.6   | 2.6   | 2.6    |
| 应付账款周转率          | 7.1   | 5.8    | 5.8   | 5.8   | 5.8    |
| <b>费用率</b>       |       |        |       |       |        |
| 销售费用率(%)         | 7.0   | 6.6    | 7.0   | 6.9   | 6.8    |
| 管理费用率(%)         | 5.0   | 4.5    | 4.7   | 4.7   | 4.6    |
| 研发费用率(%)         | 5.0   | 4.8    | 4.8   | 4.9   | 4.8    |
| 财务费用率(%)         | 2.1   | 2.0    | 2.3   | 2.2   | 1.9    |
| <b>每股指标(元)</b>   |       |        |       |       |        |
| 每股收益(最新摊薄)       | 1.0   | 1.1    | 1.5   | 2.0   | 2.8    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)    | 1.1   | (1.4)  | 9.3   | 6.8   | 7.5    |
| 每股净资产(最新摊薄)      | 7.5   | 8.5    | 9.8   | 11.4  | 13.7   |
| 每股股息             | 0.2   | 0.2    | 0.3   | 0.4   | 0.5    |
| <b>估值比率</b>      |       |        |       |       |        |
| P/E(最新摊薄)        | 33.0  | 30.5   | 21.4  | 16.3  | 12.0   |
| P/B(最新摊薄)        | 4.4   | 3.9    | 3.4   | 2.9   | 2.4    |
| EV/EBITDA        | 8.3   | 7.9    | 5.5   | 4.8   | 6.6    |
| 价格/现金流(倍)        | 31.4  | (24.0) | 3.5   | 4.9   | 4.4    |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371