

华孚时尚 (002042)

证券研究报告

2018年05月21日

棉花库存充足，前端网链掌握优质棉花资源，有望持续受益于棉价上涨

近期棉价受天气因素上涨，中长期内棉整体看涨

上周郑棉价格上涨显著，棉花期货主力合约从5月11日16410元上涨4%至5月17日17045元，近期棉价上涨主要原因：(1)自然因素：新疆棉花种植区受自然灾害天气影响严重；(2)政策因素：农业部表示今年继续推行种植结构调整，种植面积持平略减。中长期来看，伴随终端需求回暖，下游订单充足，供给端与需求端缺口依旧长期存在。加上新疆受自然灾害天气影响，国储棉中优质疆棉稀缺，为中长期棉价上行提供动力。

需求端：(1)终端需求回暖，社会零售服装类零售额持续提升。(2)纺企进入抢棉、屯棉阶段，对应国储棉成交率节节攀升。

供给端：(1)国储棉进入低库存区间，下一年度储备棉政策可能由纯抛储向轮储转变，国内产销缺口将由扩大进口进行补充。(2)新疆受自然灾害影响，南疆、北疆产量分别下降10%、20%，内棉供给进一步缩水。

国际棉价整体供需格局偏紧，外棉具备上涨动力

从供给端看，USDA在5月全球棉花市场供需展望中预测18/19年度全球期末库存进一步走低，减幅达5.33%。预计全球棉花产量2638.6万吨，较去年小幅下降1.03%，消费增幅达3.9%。棉花2018/19供需格局偏紧。USDA预计中国、美国、澳大利亚等棉花产量有所下降，其中美国下降较多主要由于西南棉区天气干旱导致弃耕率提高、棉花减产，巴西、印度等地由于受到天气、虫灾等影响，预计外棉产量下降20%。

需求端，受全球经济回暖和部分国家棉纺产业快速发展，全球棉花消费量增长。USDA预测，全球棉花需求量将创纪录的超过2612.7万吨，其中主要需求来自于越南、孟加拉国及印度等地。可见外棉缺口同样也在拉大，内外棉价长期均具备上涨动力。

公司棉花库存充足并且前端网链掌握优质棉花资源，最先受益于棉价上涨

国内外棉价均具备上涨动力，建议关注低估值高弹性棉纺企业。由于国内纺织企业多采用成本加成定价，棉价直接影响企业盈利情况。棉纺企业通常有3-4个月左右的棉花库存，随着棉价上涨，公司相应调整棉纺产品价格，但棉花成本上涨影响滞后将带动企业毛利率提升，其中棉纺龙头最受益。在上游棉纺企业中，华孚时尚作为色纺纱双寡头之一，棉花库存充足并且前端网链掌握优质棉花资源，因此我们认为华孚将最先受益于棉价上涨。根据我们对棉价与公司业绩的弹性测算：棉价上涨前我们预计公司2018年归母净利润8.61亿(+27.1%)，在棉价上涨预期中，当棉花涨价5%、10%、15%，预计归母净利润为9.60亿(+42%)，9.85亿(+45%)，10.10亿(+49%)，归母净利润增长弹性为11.49%、14.40%、17.31%。可见公司业绩将直接受益于棉价上涨出现不同程度增加。

维持“买入”评级，3—6个月目标价17.00元。

公司增长潜力大，前端网链业务持续高速增长，后端业务后续将发力。加上新疆产能逐步投放，主业稳健增长并享政策红利，公司增长动力十足。因此，上调18/19年净利润，预计18—20年净利润为8.61/10.62/12.44亿元(18/19年原值为8.32/10.04亿)，EPS为0.85/1.05/1.23元(18/19年原值为0.82/0.99元)，对应PE为16/13/11倍。由于各方业务表现越发强劲，另外，棉价长期看涨有利于公司盈利能力不断提升，维持公司18年20倍目标PE不变，由于盈利预测上调，将目标价由16.4元上调至17.00元。

风险提示：棉花政策因素调整，棉价上涨动力不及预期、新建产能投放受阻、下游需求不及预期等。

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	13.35元
目标价格	17.00元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,012.92
流通A股股本(百万股)	1,011.81
A股总市值(百万元)	13,522.44
流通A股市值(百万元)	13,507.66
每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	55.24
一年内最高/最低(元)	13.73/9.49

作者

吕明 分析师
SAC执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

于健 联系人
yujian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华孚时尚-公司深度研究:新疆产能释放 尽享政策红利贯穿全产业链意在打造一站式时尚运营商》2018-03-12
- 《华孚时尚-公司点评:2017年业绩继续高增长，网链业务持续发力》2018-02-28
- 《华孚时尚-季报点评:业绩再超预期，前端网链业务持续发力》2017-10-25



财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,836.91	12,596.54	16,681.03	20,898.27	25,840.38
增长率(%)	29.88	42.54	32.43	25.28	23.65
EBITDA(百万元)	669.12	1,023.81	1,167.20	1,432.44	1,755.08
净利润(百万元)	479.16	677.38	861.09	1,065.57	1,244.10
增长率(%)	42.64	41.37	27.12	23.75	16.75
EPS(元/股)	0.47	0.67	0.85	1.05	1.23
市盈率(P/E)	28.22	19.96	15.70	12.69	10.87
市净率(P/B)	3.39	1.96	1.77	1.57	1.38
市销率(P/S)	1.53	1.07	0.81	0.65	0.52
EV/EBITDA	19.87	17.54	16.90	11.63	12.38

资料来源: wind, 天风证券研究所

*2018-2020 年预测未考虑此次棉价看涨影响

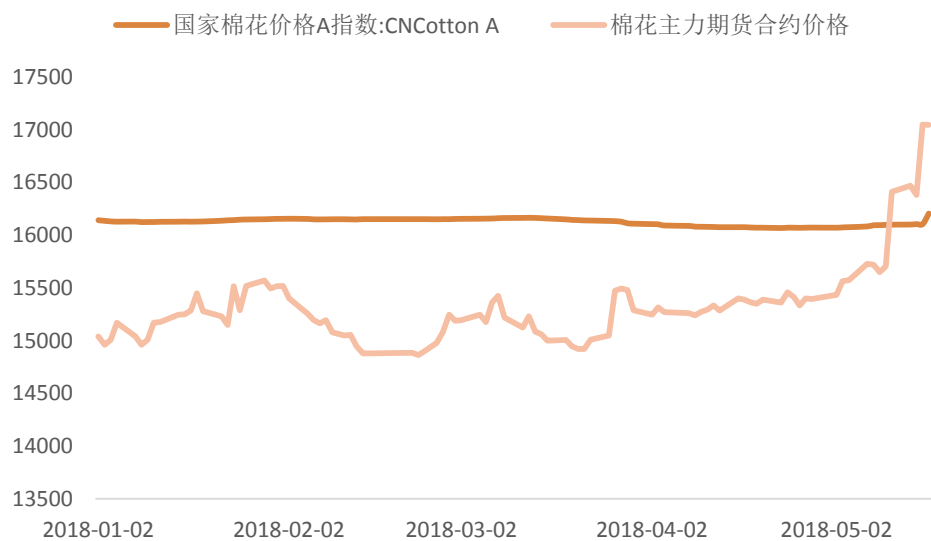
1. 多重因素影响下，内棉具备上行动力

2018 年以来，国内棉花现价及期货价格整体维持高位震荡，近期出现明显上涨。近期内棉大涨主要系：

(1) 近期新疆博乐大部分棉区降水频繁，气温偏低，对棉花生长不利。近日在棉花受灾补种后再次遭遇风害，同时暴雨降低了当地气温，棉苗或将遭受冻害侵袭。

(2) 政策端棉花种植面积持平略减，对应未来国内棉花产量略降。5 月 16 日农业农村部新闻发布会上种植业管理司司长曾衍德表示今年继续推进种植结构调整，其中棉花种植面积持平略减。

图 1：国内棉价近期出现明显上涨（单位：元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

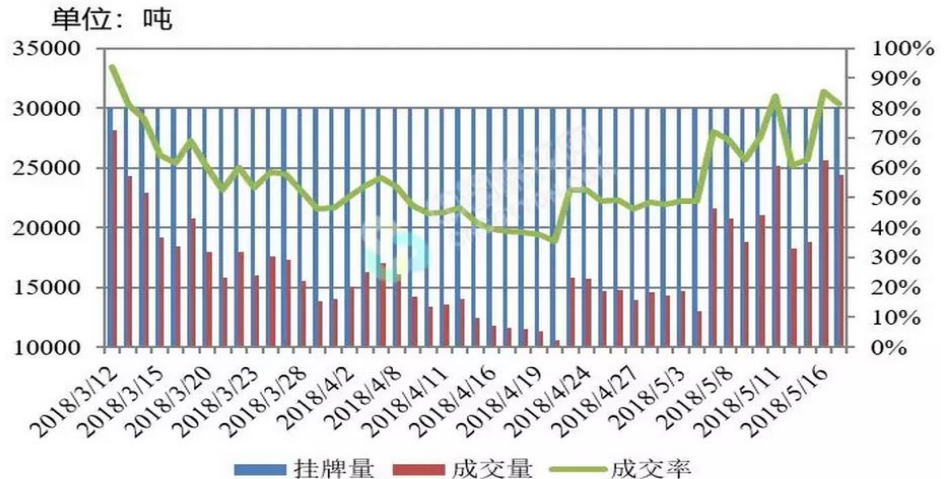
中长期来看，终端需求回暖，下游订单充足，内棉供需缺口不断放大，提供棉价上行动力。

需求端：终端消费复苏促使棉花需求持续增长，国储棉抛储稳步推进成交率不断提升，供需失衡下纺企进入抢棉阶段。

(1) 2017 年服装鞋帽、针纺织品类零售总额达 14557 亿元，相比 2012 年的 9778 亿元增加了 4779 亿元，预计 2018 年全国服装鞋帽、针纺织品类消费将继续保持稳中有长趋势，增速也将保持稳定，预计 2018 年全国服装鞋帽、针纺织品类零售额将达到 15231 亿元。

(2) 4 月开始，国储棉成交率不断提升，截止 5 月 17 日，累计计划出库 141 万吨，累计出库成交 79.4 万吨，成交率达 56%，其中 5 月 17 当日中国储备棉管理有限公司计划挂牌出库销售储备棉 3 万吨，实际成交 2.45 万吨，成交率 81.46%，其中地产棉成交 14922.79 万吨，成交率 73%；新疆棉成交 9527.39 万吨，成交率 100%。可见在内棉供给不足，棉花需求旺盛情况下，企业进入抢棉阶段。

图 2：国储棉成交率不断上升



资料来源：中储棉信息中心，天风证券研究所

供给端：与需求端缺口依旧长期存在，新疆受自然灾害天气影响，国储棉中优质疆棉稀缺。

- (1) 当前国内棉花缺口 300+万吨，其中约 90 万吨靠进口棉，其余 200+万吨依靠国储棉抛储，2016 年国储棉轮出 266 万吨、2017 年国储棉轮出 322 万吨，今年抛储前国储库存 525 万吨左右，因国储棉价格优势市场需求量较大，预计本年度抛储量 200 万吨+，那么年度末国储棉库存将降至 300 万吨左右，进入低库存区间，下一年度储备棉政策可能由纯抛储向轮储转变，国内产销缺口将由扩大进口进行补充。另外成交率近期的持续提升说明国内棉花需求旺盛，棉花紧俏，企业开始抢棉备货以降低成本。
- (2) 此外，国内新棉主要来自新疆，由于近期新疆大部分棉区降水频繁，气温降低，影响棉苗生长，导致新棉供给出现缺口。其中南疆、北疆产量分别下降 10%，20%，内棉供给进一步缩水。

2. 全球棉花消费增长，外棉库存持续下降，长期具备上行动力

从供给端看，USDA 在 5 月全球棉花市场供需展望中预测 18/19 年度全球期末库存进一步走低，减幅达 5.33%。预计全球棉花产量 2638.6 万吨，较去年小幅下降 1.03%，消费增幅达 3.9%。棉花 2018/19 供需格局偏紧。USDA 预计中国、美国、澳大利亚等棉花产量有所下降，其中美国下降较多主要由于西南棉区天气干旱导致弃耕率提高、棉花减产，巴西、印度等地由于受到天气、虫灾等影响，预预计外棉产量下降 20%。

需求端，受全球经济回暖和部分国家棉纺产业快速发展，全球棉花消费量增长。USDA 预测，全球棉花需求量将创纪录的超过 2612.7 万吨，其中主要需求来自于越南、孟加拉国及印度等地。可见外棉缺口同样也在拉大，内外棉价长期均具备上涨动力。

国内外棉价均具备上涨动力，建议关注低估值高弹性棉纺企业。由于国内纺织企业多采用成本加成定价，棉价直接影响企业盈利情况。棉纺企业通常有 3-4 个月左右的棉花库存，随着棉价上涨，公司相应调整棉纺产品价格，但棉花成本上涨影响滞后将带动企业毛利率提升，其中棉纺龙头最受益。另外，华孚时尚作为色纺纱双寡头之一，棉花库存充足并且前端网链掌握优质棉花资源，因此我们认为华孚将最先受益于棉价上涨。

图 3: USDA5 月全球棉花进出口统计

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	May 2018/19
Production						
India	6,750	6,423	5,639	5,879	6,205	6,205
China	7,131	6,532	4,790	4,953	5,987	5,879
United States	2,811	3,553	2,806	3,738	4,555	4,246
Brazil	1,733	1,563	1,289	1,528	1,894	1,916
Pakistan	2,068	2,308	1,524	1,676	1,785	1,916
Turkey	501	697	577	697	871	936
Australia	893	501	621	882	1,045	871
Other	4,326	4,387	3,697	3,869	4,313	4,417
Total	26,211	25,964	20,942	23,222	26,657	26,386
USE Dom. Consumption						
China	7,512	7,403	7,620	8,165	8,709	9,036
India	5,062	5,334	5,389	5,225	5,269	5,487
Pakistan	2,264	2,308	2,243	2,243	2,264	2,286
Bangladesh	1,154	1,263	1,372	1,459	1,589	1,698
Turkey	1,372	1,393	1,459	1,415	1,568	1,611
Vietnam	697	893	958	1,176	1,437	1,611
Indonesia	664	708	653	718	740	762
Other	5,215	5,038	4,738	4,586	4,712	4,820
Total	23,939	24,340	24,432	24,987	26,289	27,311
Imports						
Bangladesh	1,154	1,252	1,393	1,459	1,611	1,720
Vietnam	697	931	980	1,197	1,481	1,676
China	3,075	1,804	959	1,096	1,110	1,524
Turkey	924	800	918	801	860	784
Indonesia	651	728	640	738	740	762
Pakistan	261	207	718	523	631	457
India	147	267	233	596	370	327
Other	2,062	1,864	1,859	1,768	1,737	1,703
Total	8,971	7,852	7,702	8,177	8,541	8,954
Exports						
United States	2,293	2,449	1,993	3,248	3,375	3,375
Brazil	486	851	939	607	914	1,045
Australia	1,056	523	616	811	849	980
India	2,016	914	1,255	991	980	925
Mali	196	185	218	239	239	272
Burkina	278	239	283	229	229	272
Greece	280	254	209	223	239	250
Other	2,287	2,310	2,086	1,791	1,749	1,833
Total	8,892	7,727	7,599	8,139	8,575	8,952
Ending Stocks						
China	13,653	14,570	12,671	10,542	8,920	7,276
India	2,495	2,936	2,165	2,423	2,750	2,870
Brazil	1,572	1,548	1,243	1,509	1,759	1,895
United States	512	795	827	599	1,023	1,132
Pakistan	539	629	569	493	605	632
Australia	393	396	409	477	666	549
Turkey	295	347	334	344	431	463
Other	2,967	2,895	2,465	2,537	3,051	3,415
Total	22,426	24,117	20,684	18,924	19,205	18,234

资料来源: 美国农业部, 天风证券研究所

3. 棉花涨价对华孚业绩敏感性分析

公司短期受益原材料涨价。由于棉纱线销售的定价方式多采取原料成本加成形式, 即参照棉花现货价格, 考虑一定耗棉率和加工费用, 在此基础上加成定价。一般棉纺企业库存供 3-4 个月生产需求 (公司目前棉花库存可供 6 个月), 棉花价格上涨使得公司不仅享受到纱线产品的加成利润, 同时也有原材料上涨的部分受益, 有助于公司短期毛利率和利润水平的提升。

我们从理论层面对原材料涨价带来的业绩弹性进行简单测算。假设如下:

- 1) 由于我们判断棉花价格长期上涨, 所以测算基准选用 2017 年年报财务数据。
- 2) 由于仅分析原材料对净利润增长的敏感性, 费用率等其他条件假设固定不变。
- 3) 假设原材料上涨部分的利润在扣除税收后全部进入净利润。

4) 假设忽略海外棉价波动影响, 销售订单价格按时间顺序呈线性增加, 仅测算国内产品影响。

华孚时尚受益棉价上涨, 棉价上涨前我们预计 2018 年归母净利润 8.61 亿 (+27.1%), 在棉价上涨预期中, 当棉花涨价 5%、10%、15%, 预计归母净利润为 9.60 亿 (+42%), 9.85 亿 (+45%), 10.10 亿 (+49%), 归母净利润增长弹性为 11.49%、14.40%、17.31%。作为色纺纱龙头之一, 棉花原材料占营业成本约 60%。由于公司利润率相对较低, 原材料占成本比例较大, 因此棉花上涨对业绩弹性影响更大。由于公司多采用疆棉, 政府补贴占利润比率较高, 但相对稳定, 因此我们测算时假定补贴等条件不变。

表 1: 以 2017 年年报数据为基准的华孚时尚敏感性分析

棉价上涨幅度	原材料占总成本比例	销售价格上涨幅度	营业收入	毛利率	所得税率	棉价上涨前预测 2018 归母净利润及同比增速	棉价上涨后预测 2018 归母净利润、同比增速	棉价上涨后净利润弹性
5%	60%	3.5%	168.44 亿	11.25%	15%	8.61 亿 (+27%)	9.60 亿 (+42%)	11.49%
10%	60%	7%	172.02 亿	11.31%	15%	8.61 亿 (+27%)	9.85 亿 (+45%)	14.40%
15%	60%	10.5%	175.61 亿	11.37%	15%	8.61 亿 (+27%)	10.10 亿 (+49%)	17.31%

资料来源: 原材料占比、所得税率等信息来源于公司公告, 天风证券研究所

4. 华孚时尚: 库存充足, 棉价上涨下业绩弹性大

根据公司 2017 年年报估计, 公司 2017 年库存棉花不到 20 万吨, 纱线业务棉花库存 10 多万吨左右, 约等于公司半年棉花消费量。相较于其他公司 3-4 个月的棉花库存储备量, 华孚时尚优势较为明显, 另外公司前端网链掌握优质棉花资源, 长期具备竞争壁垒。我们从业务角度再做拆分:

色纺纱业务: 色纺纱主要成本为棉花, 采用成本加成定价法, 假设棉价提升 10%, 预计纱线单价提升 7%, 考虑到时间因素我们预计, 营收拆分中纱线部分价格推动因素上调为 3.5%; 销量方面, 按照产能扩张规划及公司历年接近“满产满销”的状态 (2015-2017 产销比为: 100%, 105%, 103%); 我们预计销量仍将保持 11% 左右增速, 照此测算, 纱线业务毛利率由 2017 年年报 15.01% 提升至 17.21% 左右。

网链业务: 网链业务主要经营棉花, 按照公司规划明年约 60 万吨棉花交易量, 按照棉价 10% 左右的提升, 考虑到时间因素我们预计, 对应网链业务营收提升 5%, 达到 102.60 亿。同时公司 10 多万吨库存优先给高毛利率的色纺业务使用, 前端网链业务依靠规模优势和集聚运营, 毛利率与前期预测基本持平略微提升 0.4pct 至 6%。

综上, 如果棉价提升 10%, 公司 2018 年对应总营收预计提升至 172.02 亿, 其中纱线业务毛利率提升 2.2pct 至 17.21%, 网链业务毛利率预计为 6%, 综合毛利率预计从 2017 年的 11.19% 提升至 11.31%。

表 2: 假设棉价提升 10%, 华孚时尚业绩预测

项目/年度	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
色纺纱收入	506,741	521,367	588,642	676,261	766,204	868,109
价格推动	-4%	-6%	0%	4%	3%	3%
销量推动	5%	10%	13%	11%	10%	10%
网链业务	158,629	344,575	653,801	1,025,961	1,374,788	1,787,224
YoY	74%	117%	90%	56%	34%	30%
落棉销售	14,970	17,749	17,209	18,000	18,000	18,001
YoY	-16%	19%	-3%	5%	0%	100%
总收入	680,365	883,691	1,259,652	1,720,222	2,158,992	2,673,334
YoY	10.94%	29.88%	42.54%	36.56%	25.51%	23.82%
毛利率	13.70%	11.70%	11.19%	11.31%	10.04%	9.77%

销售费用率	3.80%	2.90%	2.16%	1.70%	1.40%	1.30%
管理费用率	4.61%	3.96%	3.35%	2.27%	1.95%	1.57%
财务费用率	3.37%	2.37%	1.84%	0.58%	0.55%	0.55%
所得税率	9.45%	11.10%	10.50%	11.50%	11.50%	11.50%
三项费用率	11.78%	9.22%	7.35%	4.55%	3.90%	3.42%
资产减值损失率	0.233%	0.069%	0.185%	0.150%	0.120%	100.120%
主营业务毛利		87,590	88,355	116,385	114,931	131,953

资料来源：华孚时尚估值模型营收拆分，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,182.26	2,237.37	1,334.48	1,671.86	2,067.23
应收账款	1,107.41	1,149.78	2,760.18	628.14	3,561.47
预付账款	618.50	478.61	1,211.40	944.02	1,588.65
存货	2,634.21	4,830.39	6,107.37	6,846.59	10,038.51
其他	602.33	1,121.84	975.27	1,012.71	1,279.89
流动资产合计	6,144.72	9,817.98	12,388.71	11,103.33	18,535.74
长期股权投资	0.10	1.44	1.44	1.44	1.44
固定资产	3,283.82	4,381.48	4,562.74	4,618.04	4,584.76
在建工程	656.57	849.08	545.45	375.27	255.16
无形资产	591.83	599.73	584.72	569.71	554.70
其他	321.79	381.43	294.96	313.98	316.02
非流动资产合计	4,854.11	6,213.17	5,989.31	5,878.44	5,712.09
资产总计	10,998.83	16,031.15	18,378.02	16,981.77	24,247.84
短期借款	4,639.93	6,257.25	6,858.32	4,477.68	8,796.98
应付账款	1,141.95	1,175.86	2,293.14	1,919.40	3,237.43
其他	420.65	1,058.51	798.61	1,343.73	738.65
流动负债合计	6,202.53	8,491.62	9,950.07	7,740.81	12,773.06
长期借款	373.73	131.95	225.25	0.00	1,020.91
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	187.54	167.63	178.68	177.95	174.75
非流动负债合计	561.27	299.58	403.93	177.95	1,195.66
负债合计	6,763.80	8,791.20	10,354.00	7,918.76	13,968.72
少数股东权益	246.35	356.87	388.35	438.92	489.17
股本	832.99	1,012.92	1,012.92	1,012.92	1,012.92
资本公积	1,005.17	3,031.27	3,031.27	3,031.27	3,031.27
留存收益	3,206.68	5,861.80	6,622.75	7,611.17	8,777.02
其他	(1,056.16)	(3,022.91)	(3,031.27)	(3,031.27)	(3,031.27)
股东权益合计	4,235.03	7,239.95	8,024.02	9,063.01	10,279.11
负债和股东权益总	10,998.83	16,031.15	18,378.02	16,981.77	24,247.84

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	512.53	702.62	861.09	1,065.57	1,244.10
折旧摊销	325.91	387.47	197.38	209.89	218.40
财务费用	176.71	226.08	211.66	181.85	224.78
投资损失	(16.37)	(27.79)	(20.48)	(25.28)	(18.29)
营运资金变动	(217.13)	(3,033.36)	(2,634.32)	1,932.11	(6,395.95)
其它	43.57	424.11	46.29	53.20	45.83
经营活动现金流	825.21	(1,320.87)	(1,338.38)	3,417.33	(4,681.14)
资本支出	988.25	1,691.95	48.95	80.73	53.20
长期投资	0.00	1.34	0.00	0.00	0.00
其他	(1,363.65)	(2,950.22)	(79.95)	(145.18)	(81.25)
投资活动现金流	(375.40)	(1,256.93)	(31.00)	(64.46)	(28.05)
债权融资	5,033.66	6,670.57	7,458.88	4,703.24	10,111.97
股权融资	(273.50)	2,033.54	(220.03)	(181.85)	(224.78)
其他	(4,844.33)	(5,188.83)	(6,772.36)	(7,536.89)	(4,782.64)
筹资活动现金流	(84.16)	3,515.27	466.49	(3,015.50)	5,104.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	365.65	937.47	(902.88)	337.38	395.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,836.91	12,596.54	16,681.03	20,898.27	25,840.38
营业成本	7,803.17	11,187.03	14,906.16	18,777.10	23,289.94
营业税金及附加	63.27	84.51	141.79	188.08	245.48
营业费用	256.04	272.22	283.58	292.58	335.93
管理费用	349.59	421.79	390.00	420.00	420.00
财务费用	209.13	231.84	211.66	181.85	224.78
资产减值损失	15.88	6.12	23.30	25.02	25.08
公允价值变动收益	(9.60)	(1.46)	13.15	1.77	(5.57)
投资净收益	16.37	27.79	20.48	25.28	18.29
其他	(13.56)	(425.66)	(67.27)	(54.12)	(25.45)
营业利润	146.61	792.36	758.16	1,040.70	1,311.91
营业外收入	438.15	9.25	249.99	232.46	163.90
营业外支出	8.21	15.86	9.01	11.03	11.97
利润总额	576.56	785.75	999.14	1,262.14	1,463.84
所得税	64.02	83.13	104.91	145.15	168.34
净利润	512.53	702.62	894.23	1,116.99	1,295.50
少数股东损益	33.38	25.24	33.14	51.42	51.40
归属于母公司净利润	479.16	677.38	861.09	1,065.57	1,244.10
每股收益(元)	0.47	0.67	0.85	1.05	1.23

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	29.88%	42.54%	32.43%	25.28%	23.65%
营业利润	94.99%	440.45%	-4.32%	37.27%	26.06%
归属于母公司净利润	42.64%	41.37%	27.12%	23.75%	16.75%
获利能力					
毛利率	11.70%	11.19%	10.64%	10.15%	9.87%
净利率	5.42%	5.38%	5.16%	5.10%	4.81%
ROE	12.01%	9.84%	11.28%	12.36%	12.71%
ROIC	4.32%	11.83%	7.70%	7.82%	11.56%
偿债能力					
资产负债率	61.50%	54.84%	56.34%	46.63%	57.61%
净负债率	9.60%	7.57%	-1.45%	17.22%	15.02%
流动比率	0.99	1.16	1.25	1.43	1.45
速动比率	0.57	0.59	0.63	0.55	0.67
营运能力					
应收账款周转率	8.35	11.16	8.53	12.34	12.34
存货周转率	3.39	3.38	3.05	3.23	3.06
总资产周转率	0.87	0.93	0.97	1.18	1.25
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.67	0.85	1.05	1.23
每股经营现金流	0.81	-1.30	-1.32	3.37	-4.62
每股净资产	3.94	6.80	7.54	8.51	9.67
估值比率					
市盈率	28.22	19.96	15.70	12.69	10.87
市净率	3.39	1.96	1.77	1.57	1.38
EV/EBITDA	19.87	17.54	16.90	11.63	12.38
EV/EBIT	37.38	27.57	20.34	13.63	14.14

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