

新天绿能

600956.SH

审慎增持 (首次)

华北领先的清洁能源公司，“十四五”期间成长可期

2022年3月24日

市场数据

市场数据日期	2022-03-23
收盘价(元)	13.57
总股本(百万股)	4,187.09
流通股本(百万股)	134.75
总市值(百万元)	38,613.23
流通市值(百万元)	1,828.56
净资产(百万元)	23,764.30
总资产(百万元)	71,917.76
每股净资产(元)	4.24

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15985	19338	23823	28993
同比增长	27.8%	21.0%	23.2%	21.7%
归母净利润(百万元)	2160	2444	3107	4215
同比增长	43.0%	13.1%	27.2%	35.6%
毛利率	29.7%	30.0%	29.7%	31.5%
净利率	13.5%	12.6%	13.0%	14.5%
净资产收益率	11.0%	9.2%	10.7%	13.1%
每股收益(元)	0.52	0.58	0.74	1.01
每股经营现金流(元)	1.03	1.11	1.63	2.09

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

caiyi@xyzq.com.cn

S0190518030002

李春驰

lichunchi@xyzq.com.cn

S0190520040001

研究助理:

史一粟

shiyisu@xyzq.com.cn

投资要点

新天绿能为河北建投旗下天然气和风电板块上市平台，2021年归母净利润同比增长43.0%。新天绿能为我国华北地区领先的清洁能源开发与利用公司，主营天然气销售和新能源发电。2021年，公司实现营业收入159.85亿元，同比+27.77%；实现归母净利润21.60亿元，同比+43.00%。2016年-2021年，公司营业收入五年CAGR为29.46%，归母净利润五年CAGR为31.88%。处于快速发展阶段。

天然气业务规划至“十四五”末期输气量达83亿m³，唐山LNG项目第一阶段预计2022年建成。2021年，公司总输气量为41.57亿m³。公司在2021年年报中提到至“十四五”末，公司天然气输气量力争达到83亿m³，折合2021-2025年年化复合增速为18.87%。此外，公司定增募投项目唐山LNG项目第一阶段预计2022年投产，设计接卸能力为500万吨/年，将助力公司天然气业绩持续提升。

新能源装机规划至“十四五”末期达1000万千瓦，尚有72.64%提升空间。截至2021年12月31日，公司总共控股5.67吉瓦的风力发电装机和118.59兆瓦的光伏发电装机。公司规划至“十四五”末，新能源装机容量力争达到1000万千瓦，相比目前579.24万千瓦尚有72.64%的提升空间。

投资建议：公司为河北建投旗下天然气和风电板块上市平台，近年天然气经营数据持续向好、新能源装机量稳步提升，盈利能力和质量获得显著提升。依据建设规划，2022年公司唐山LNG接收站第一阶段将建设完毕，助力公司天然气业绩向好。此外公司规划至“十四五”末期天然气输气量达到83亿m³、新能源装机量达到1000万千瓦，相比2021年分别提升99.66%、72.64%，成长空间广阔。预测公司2022-2024年归母净利润分别为24.44亿元/31.07亿元/42.15亿元，分别同比+13.1%/+27.2%/+35.6%，对应2022年3月23日的PE估值分别为23.3X/18.3X/13.5X。首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示：项目投建不及预期风险，能源价格波动风险，政策风险。



目 录

一、新天绿能：河北建投旗下天然气和风电板块上市主体.....	- 3 -
1.1 河北建投旗下天然气和风电板块上市主体，河北省国资委实控.....	- 3 -
1.2 财务分析：营收、净利规模快速扩张，盈利能力和质量获显著提升.....	- 3 -
1.3 主营业务：风力/光伏发电是公司最主要的利润来源.....	- 6 -
二、天然气经营数据持续向好，新能源装机量稳步提升.....	- 7 -
2.1 天然气经营数据持续向好，唐山 LNG 项目投建在即.....	- 7 -
2.2 新能源协议容量丰富，距“十四五”目标装机量尚有 72.64%提升空间.....	- 10 -
三、投资策略.....	- 11 -
四、风险提示.....	- 11 -

图 目 录

图 1、公司实际控制人为河北省国资委.....	- 3 -
图 2、公司五年营收 CAGR 为 29.46%.....	- 4 -
图 3、公司五年归母净利润 CAGR 为 31.88%.....	- 4 -
图 4、公司固定资产规模及占总资产比重.....	- 4 -
图 5、公司在建工程规模及占总资产比重.....	- 4 -
图 6、公司期间费用率下降趋势显著，各项费用占比近年已趋于平稳.....	- 5 -
图 7、公司现金流情况（亿元）.....	- 5 -
图 8、公司收现比和经营性现金流净额/净利润情况.....	- 5 -
图 9、公司基本每股收益呈上升趋势.....	- 6 -
图 10、2021 年公司加权平均 ROE 为 15.46%.....	- 6 -
图 11、公司主营业务构成.....	- 6 -
图 12、天然气销售和风力/光伏发电收入占比最高.....	- 7 -
图 13、风力/光伏发电是公司主要的利润来源.....	- 7 -
图 14、公司各业务分部毛利率水平较为平稳.....	- 7 -
图 15、公司 2021 年售气量达 38.08 亿 m ³	- 8 -
图 16、公司 2021 年累计运营管线达 7604.75 公里.....	- 8 -
图 17、公司 2021 年拥有客户 48.09 万户.....	- 8 -
图 18、公司各类型天然气销售单价（元/立方米）.....	- 8 -
图 19、唐山 LNG 接收站外输管线项目曹妃甸—宝坻段和宝坻—永清段.....	- 9 -
图 20、公司风电项目装机容量变化.....	- 11 -
图 21、截至 2021 年底公司风电在建项目 501 兆瓦.....	- 11 -
图 22、新天绿能 PE-Band.....	- 11 -
图 23、新天绿能 PB-Band.....	- 11 -

表 目 录

表 1、公司非公开发行股票基本情况.....	- 9 -
表 2、唐山 LNG 项目（第一阶段、第二阶段）方案概况.....	- 9 -
表 3、公司在全国范围内控股新能源发电项目.....	- 10 -

报告正文

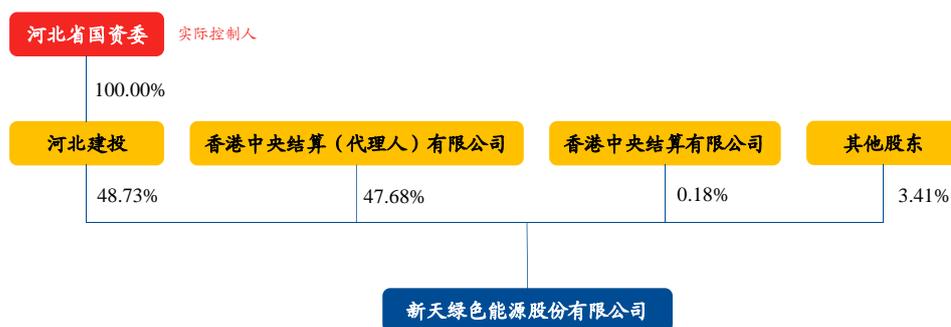
一、新天绿能：河北建投旗下天然气和风电板块上市主体

1.1 河北建投旗下天然气和风电板块上市主体，河北省国资委实控

新天绿色能源股份有限公司为河北建投旗下天然气板块和风电板块的上市主体。新天绿能为我国华北地区领先的清洁能源开发与利用公司，最初为由河北建投和建投水务于2010年2月9日发起设立。公司设立之初由河北建投以拥有的经营性资产及现金出资持股、持股80%，建投水务以现金出资、持股20%构成。河北建投用于出资的经营性资产包括河北天然气和建投新能源，其中河北天然气主营建设与经营河北省天然气利用的能源基础设施项目，建投新能源主营风电等新能源项目的投资。公司已于2010年10月13日、2020年6月29日分别在香港联交所和上交所两地主板上市。河北建投整合下属天然气板块及风电板块整体上市系根据国务院国有资本调整和国有企业重组的精神，而考虑到河北建投的天然气板块及风电板块为独立的股权架构和管理体系，因此河北建投新设新天绿能，并将其持有的天然气板块和风电板块股权注入新天绿能。

河北省国资委为公司实际控制人。从持股统计来看，截至2021年12月31日，河北建投持有公司48.73%的股份，为公司第一大股东。因河北建投被河北省国资委100%持股，因此河北省国资委为公司实际控制人。

图 1、公司实际控制人为河北省国资委



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

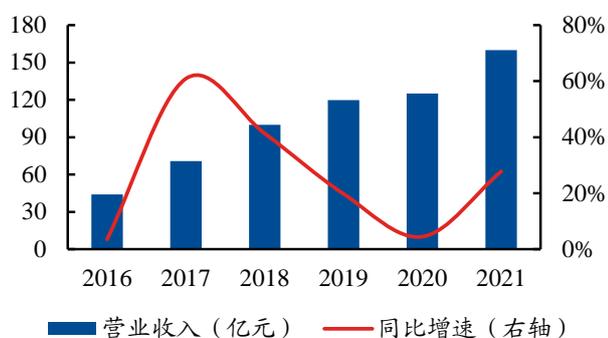
注：截至2021年12月31日

1.2 财务分析：营收、净利规模快速扩张，盈利能力和质量获显著提升

营收、归母净利润高速增长，2016-2021 五年 CAGR 均在 30% 上下。2021 年公司实现营业收入 159.85 亿元，同比+27.77%；实现归母净利润 21.60 亿元，同比

+43.00%。2016年-2021年，公司营业收入规模从43.95亿元上升至159.85亿元，五年CAGR为29.46%；归母净利润规模从5.41亿元上升至21.60亿元，五年CAGR为31.88%。公司营收和归母净利润规模在过去五年高速增长，处于快速发展阶段。

图2、公司五年营收CAGR为29.46%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

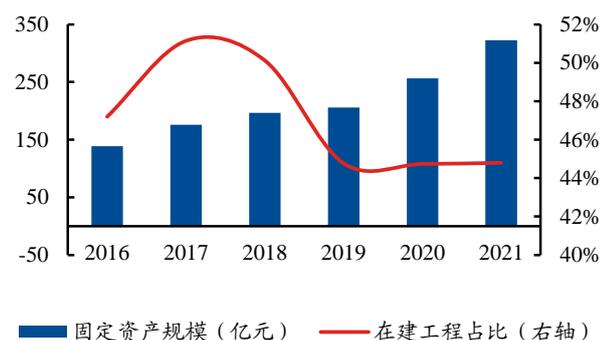
图3、公司五年归母净利润CAGR为31.88%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资产负债表端来看，固定资产和在建工程规模占总资产比重已接近70%。公司所属公用事业行业为重资产行业，公司规模扩张离不开固定资产和在建工程的持续扩张。2016-2021年，公司固定资产规模从138.64亿元上升至322.20亿元，在建工程规模从57.01亿元上升至136.30亿元，2021年固定资产和在建工程规模占总资产比重63.75%。公司固定资产和在建工程规模上升幅度落后于营收和归母净利润上升幅度，一方面说明公司规模扩张的核心因素之一在于固定资产和在建工程，另一方面也侧面说明公司单位固定资产创收/盈利能力提升，经营质量获得改善。

图4、公司固定资产规模及占总资产比重



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司在建工程规模及占总资产比重



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

各项费用占比近年趋于平稳，期间费用率下降趋势显著。2016-2021年，公司期间费用率由18.38%下降至12.30%，同比下降6.08个百分点，其中财务费用率由11.72%下降至7.60%，同比下降4.12个百分点，公司费用率得到管控。以2021年为例，公司期间费用率为12.30%，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.02%/4.68%/7.60%，近年各项费用占比已趋于平稳。

图 6、公司期间费用率下降趋势显著，各项费用占比近年已趋于平稳



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

现金流状况良好，收现比与经营性现金流净额/净利润常年维持高位。从现金流状况来看，2016年-2021年公司三大活动现金流均呈扩张趋势，2021年经营性/筹资性/投资性活动净现金流分别为43.33亿元/-73.11亿元/86.49亿元。公司收现比自2017年度起一直维持在90%以上，经营性现金流净额/净利润表现持续优秀，证明公司卓越的现金流管理能力。

图 7、公司现金流情况 (亿元)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司收现比和经营性现金流净额/净利润情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利能力与收益质量均呈改善，公司 2021 年加权平均净资产收益率达 15.46%，创历史新高。2016-2021 年，公司基本每股收益由 0.15 元/股上升至 0.54 元/股，基本每股收益并未因公司历史上的增发股本而获稀释，证明公司盈利能力在持续改善。此外公司 2021 年加权平均净资产收益率达 15.46%，创历史最高。

图 9、公司基本每股收益呈上升趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2021 年公司加权平均 ROE 为 15.46%

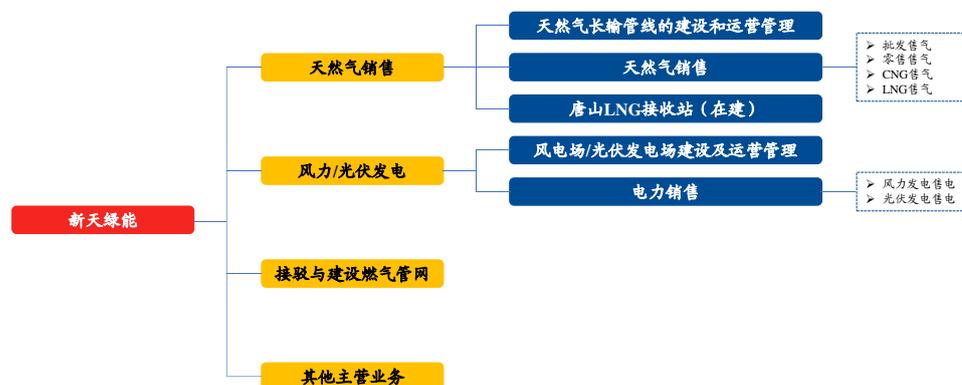


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 主营业务：风力/光伏发电是公司最主要的利润来源

新天绿能主营天然气销售和风力发电及其配套和延伸业务。新天绿能为我国华北地区领先的清洁能源开发利用公司，主营业务包括天然气销售和风力发电，并利用自身在天然气及风力发电领域的资源和技术优势开展配套和延伸业务。同时，公司也在光伏发电领域进行重点战略投资和业务布局。据公司 2021 年年报，公司主营业务可分为天然气销售、风力/光伏发电和其他主营业务四大类。

图 11、公司主营业务构成

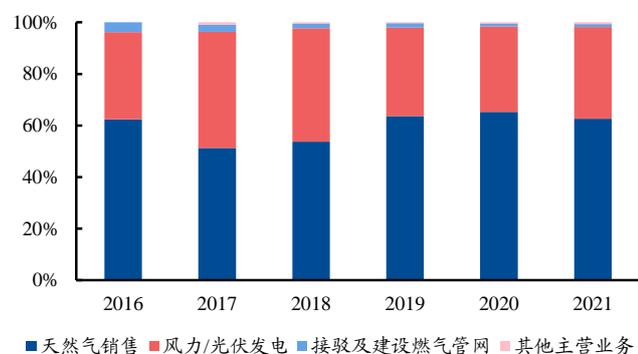


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

天然气销售、风力/光伏发电构成了公司主要的收入来源，其中风力/光伏发电构成了公司主要的毛利润来源。2021 年，公司天然气销售、风力/光伏发电收入分别占公司总营业收入的 59.55%、38.46%，构成了公司主要的收入来源。在毛利润方面，2021 年风力/光伏发电业务贡献公司 79.29%的毛利润，是公司最主要的毛利润来源。由于新能源发电毛利率显著高于天然气销售，因此公司新能源发电的毛利润贡献较高。2021 年，公司天然气销售、风力/光伏发电、接驳和建设燃气管网、

其他主营业务的毛利率分别为 8.90%、61.28%、28.97%、76.68%，公司综合毛利率为 29.72%。

图 12、天然气销售和风力/光伏发电收入占比最高



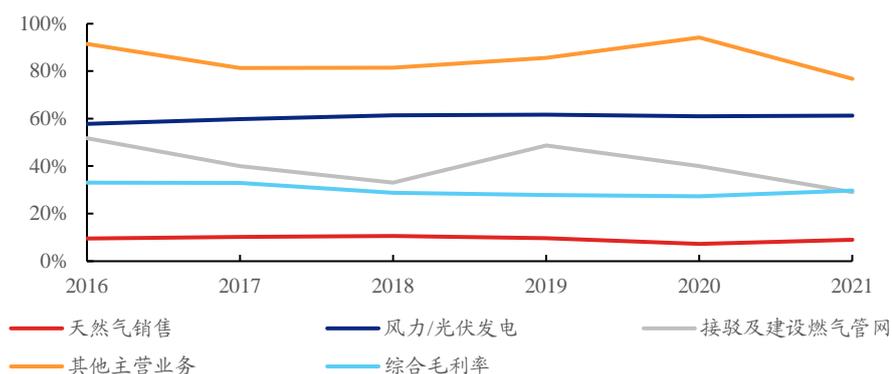
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、风力/光伏发电是公司主要的利润来源



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司各业务分部毛利率水平较为平稳



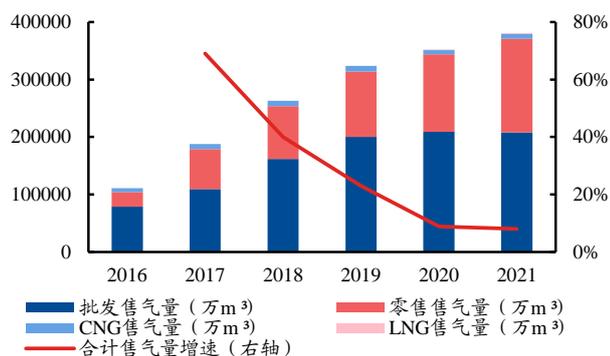
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、天然气经营数据持续向好，新能源装机量稳步提升

2.1 天然气经营数据持续向好，唐山 LNG 项目投建在即

公司天然气业务主要集中在河北省境内，通过运营长输管道、城市燃气项目和 CNG 母站进行天然气批发、零售和 CNG 及 LNG 的销售。截至 2021 年 12 月 31 日，公司全年售气量 38.08 亿 m³，累计运营管线 7604.75 公里，累计拥有客户 48.09 万户。从各气体类型售气单价来看，批发售气单价较为平稳，零售售气单价、CNG 售气单价和 LNG 售气单价呈现上升趋势。

图 15、公司 2021 年售气量达 38.08 亿 m³



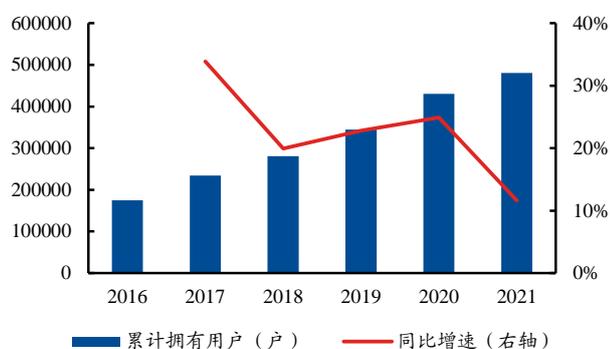
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、公司 2021 年累计运营管线达 7604.75 公里



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司 2021 年拥有客户 48.09 万户



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、公司各类型天然气销售单价 (元/立方米)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

定向增发募投资金聚焦唐山 LNG 接收站项目及配套管线建设, 全部投运后预计为公司天然气业务每年带来约亿元利润贡献。2022 年 1 月公司完成定向增发发行公司股票, 募集资金共 45.96 亿元, 扣除发行金额后将分别用于唐山 LNG 项目(第一阶段、第二阶段)、唐山 LNG 接收站外输管线项目(曹妃甸—宝坻段)、唐山 LNG 接收站外输管线项目(宝坻—永清段)和补充流动资金及偿还银行贷款。其中唐山 LNG 项目规划建设接卸能力供给 1000 万吨/年的接收站, 分别于 2022 年、2025 年建成; 唐山 LNG 接收站外输管线项目(曹妃甸—宝坻段)和唐山 LNG 接收站外输管线项目(宝坻—永清段)分别为唐山 LNG 项目的配套管线, 合计管线全长 288.18 公里, 合计日最大输气能力 3.11 亿 m³, 合计设计年输气量 224 亿 m³, 建设进度将与唐山 LNG 项目第一阶段建设进度相匹配, 预计于 2022 年建成。唐山 LNG 项目及其配套管线项目全部建成后, 将为公司带来每年约 14.03 亿元净利润增量。

表 1、公司非公开发行股票基本情况

时间	发行前总股本 (亿股)	本次发行股数 (亿股)	本次发行对象	募资金总额 (亿元)	募投项目
2022.01.06	38.50	3.37	包括控股股东河北建投在内的 22 名特定投资者	45.96	唐山 LNG 项目 (第一阶段、第二阶段), 唐山 LNG 接收站外输管线项目 (曹妃甸—宝坻段), 唐山 LNG 接收站外输管线项目 (宝坻—永清段), 补充流动资金及偿还银行贷款

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、唐山 LNG 项目 (第一阶段、第二阶段) 方案概况

阶段	建设内容
第一阶段	拟建成投产 4 座 20 万方 LNG 储罐、1 座 8-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位, 及相关配套接卸、气化、外输等配套工艺设施, 设计接卸能力 500 万吨/年, 计划于 2022 年建成。
第二阶段	拟建成 8 座 20 万方 LNG 储罐 (其中 2 座储罐, 公司已与唐山皓华签署建设出资合同与委托建设管理合同)、1 座 1-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位及相关配套接卸、气化、外输等配套工艺设施, 设计接卸能力 500 万吨/年, 计划于 2025 年建成。

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、唐山 LNG 接收站外输管线项目曹妃甸—宝坻段和宝坻—永清段



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

规划至“十四五”末期天然气输气量达 83 亿 m^3 , 紧抓天然气领域改革战略机遇。公司在 2021 年年报中表示将紧抓国家在天然气领域改革所创造的战略机遇, 充分发挥地缘优势, 继续强化公司在省内清洁能源业务板块的比较优势, 加快上中下游各环节的发展, 进一步完善产业链条的延伸, 形成上中下游各环节均衡发展, 齐头并进的发展格局, 到“十四五”末, 天然气输气量力争达到 83 亿 m^3 。2021 年, 公司输气量为 41.57 亿 m^3 , 按照到“十四五”末期输气量 83 亿 m^3 折合 2021-2025 年年化复合增速为 18.87%。

2.2 新能源协议容量丰富，距“十四五”目标装机量尚有 72.64%提升空间

公司在全国范围内运营新能源发电项目，协议容量储备丰富。截至 2021 年 12 月 31 日，公司总共控股 5.67 吉瓦的风力发电装机和 118.59 兆瓦的光伏发电装机。风力发电方面，截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有核准未开工项目 1.59 吉瓦，拥有国家核准计划容量 7.55 吉瓦，拥有风资源协议容量 49.10 吉瓦；光伏发电方面，截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有协议容量 12.20 吉瓦。公司新能源协议容量储备较为丰富。

表 3、公司在全国范围内控股新能源发电项目

按区域划分	装机容量（兆瓦）
控股风电项目	
华北地区 (北京、天津、河北、山西、内蒙古)	4702.45
华东地区 (上海、山东、江苏、安徽、浙江、福建、江西)	270.60
西北地区 (陕西、宁夏、新疆、青海、甘肃)	200.00
西南地区 (四川、云南、重庆、贵州、西藏)	193.60
华中地区 (河南、湖北、湖南)	108.20
华南地区 (广东、广西、海南)	100.00
东北地区 (辽宁、吉林、黑龙江)	99.00
合计	5673.85
控股光伏项目	
东北地区 (辽宁、吉林、黑龙江)	50.00
华北地区 (北京、天津、河北、山西、内蒙古)	48.59
西北地区 (陕西、宁夏、新疆、青海、甘肃)	20.00
合计	118.59

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

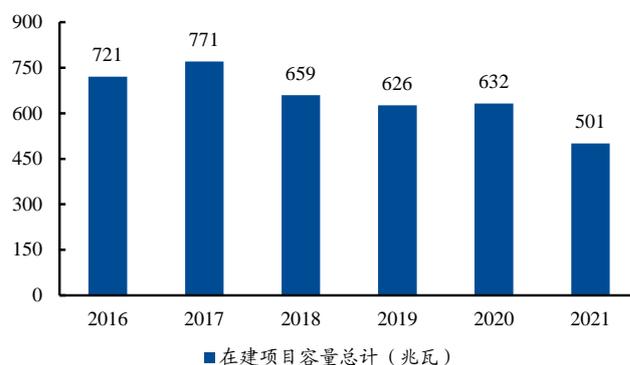
公司风电项目装机容量增速平稳，预计未来公司风电项目将稳步推进。2016 年-2021 年公司风电控股装机容量和转商业运营项目容量稳步增长，5 年 CAGR 分别为 15.20%、17.49%，截至 2021 年底公司风电项目拥有在建项目 501 兆瓦。公司在 2021 年年报中表示到“十四五”末，新能源装机容量力争达到 1000 万千瓦，相比目前 579.24 万千瓦尚有 72.64%的提升空间。

图 20、公司风电项目装机容量变化



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、截至 2021 年底公司风电在建项目 501 兆瓦

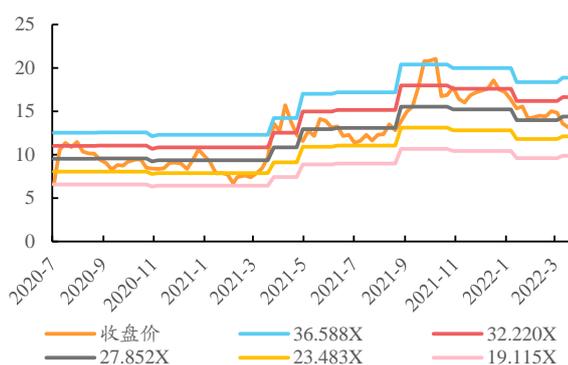


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、投资策略

公司为河北建投旗下天然气和风电板块上市平台，近年天然气经营数据持续向好、新能源装机量稳步提升，盈利能力和质量获得显著提升。依据建设规划，2022 年公司唐山 LNG 接收站第一阶段将建设完毕，助力公司天然气业绩向好。此外公司规划至“十四五”末期天然气输气量达到 83 亿 m³、新能源装机量达到 1000 万千瓦，相比 2021 年分别提升 99.66%、72.64%，成长空间广阔。预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 24.44 亿元/31.07 亿元/42.15 亿元，分别同比 +13.1%/+27.2%/+35.6%，对应 2022 年 3 月 23 日的 PE 估值分别为 23.3X/18.3X/13.5X。首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

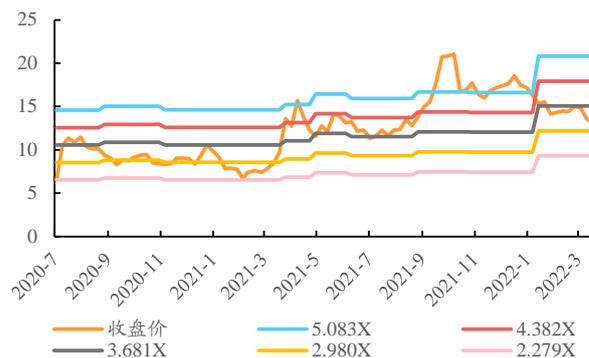
图 22、新天绿能 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2022 年 3 月 23 日

图 23、新天绿能 PB-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2022 年 3 月 23 日

四、风险提示

(1) 项目投建不及预期风险。公司主营业务高度依赖项目投建，若项目投建进度不及预期，将影响公司未来收入和利润的增长；

(2) 能源价格波动风险。公司主要产品为天然气和电力，受能源价格波动影响程度较大，若未来能源价格出现巨大波动将影响公司收入和利润水平；

(3) 政策风险。公司所属行业为公用事业，公用事业受政府高度监管，若相关行业相关政策发生变化将会影响公司业务的开展。

附表

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	16006	14581	17327	19813
货币资金	7648	4850	5291	5537
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	6657	7868	9846	11936
预付款项	162	389	438	498
存货	214	81	318	377
其他	1324	1392	1434	1465
非流动资产	55912	61619	66425	70780
长期股权投资	3058	3058	3058	3058
固定资产	32220	44886	53398	59611
在建工程	13715	6857	3429	1714
无形资产	2151	1972	1792	1613
商誉	55	55	55	55
长期待摊费用	37	37	37	37
其他	4675	4753	4656	4691
资产总计	71918	76200	83752	90593
流动负债	17062	14223	18673	21238
短期借款	1978	313	3976	6136
应付票据及应付账款	473	569.43	704.65	835.65
其他	14611	13341	13993	14266
非流动负债	31092	30592	30592	30592
长期借款	28706	28706	28706	28706
其他	2386	1886	1886	1886
负债合计	48153	44814	49265	51830
股本	4187	4524	4524	4524
资本公积	6590	10798	10798	10798
未分配利润	6317	8585	10659	13544
少数股东权益	4080	4712	5514	6600
股东权益合计	23764	31385	34488	38763
负债及权益合计	71918	76200	83752	90593

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润	2160	2444	3107	4215
折旧和摊销	1978	2324	3050	3634
资产减值准备	7	0	0	0
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1228	1646	1768	1972
投资损失	-296	-262	-275	-277
少数股东损益	551	632	801	1086
营运资金的变动	-1466	-1958	-1733	-1825
经营活动产生现金流量	4333	4667	6839	8771
投资活动产生现金流量	-7311	-7725	-7649	-7686
融资活动产生现金流量	8649	260	1252	-839
现金净变动	5670	-2798	441	246
现金的期初余额	1863	7648	4850	5291
现金的期末余额	7533	4850	5291	5537

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15985	19338	23823	28993
营业成本	11234	13531	16744	19857
税金及附加	54	60	75	92
销售费用	3	4	5	6
管理费用	675	817	1007	1225
研发费用	72	72	72	72
财务费用	1216	1646	1768	1972
其他收益	120	101	103	105
投资收益	296	262	275	277
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-22	6	7	2
资产减值损失	-7	-7	-7	-7
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	3118	3570	4531	6148
营业外收入	26	26	24	25
营业外支出	16	9	10	10
利润总额	3128	3587	4545	6162
所得税	417	511	636	861
净利润	2712	3076	3909	5301
少数股东损益	551	632	801	1086
归属母公司净利润	2160	2444	3107	4215
EPS (元)	0.52	0.58	0.74	1.01

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	27.8%	21.0%	23.2%	21.7%
营业利润增长率	38.4%	14.5%	26.9%	35.7%
归母净利润增长率	43.0%	13.1%	27.2%	35.6%
盈利能力				
毛利率	29.7%	30.0%	29.7%	31.5%
净利率		13.5%	12.6%	13.0%
ROE	11.0%	9.2%	10.7%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	67.0%	58.8%	58.8%	57.2%
流动比率	0.94	1.03	0.93	0.93
速动比率	0.93	1.02	0.91	0.92
营运能力				
资产周转率	24.7%	26.1%	29.8%	33.3%
应收帐款周转率	266.6%	266.3%	269.0%	266.2%
存货周转率	82.51	91.62	83.86	57.11
每股资料(元)				
每股收益	0.52	0.58	0.74	1.01
每股经营现金	1.03	1.11	1.63	2.09
每股净资产	4.70	6.37	6.92	7.68
估值比率(倍)				
PE	26.3	23.3	18.3	13.5
PB	2.9	2.1	2.0	1.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn