

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

内秀深养的啤酒“南天王”

——珠江啤酒(002461)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(首次)

市场数据(2018-04-26)

发布日期: 2018年04月26日

收盘价(元)	10.17
一年内最高/最低(元)	13.49/8.99
沪深300指数	3755.49
市净率(倍)	1.42
流通市值(亿元)	69.17

投资要点:

- 公司的实际控制人是广州市国资委,市场包括广州、中山、东莞、汕头、湛江等广大的省内市场,同时覆盖了包括广西、湖南、海南等省份的核心市场。公司2017年的啤酒销量为121万吨,2011年高点时销量可达128万吨。按照销量口径计,公司产品在广东省的市场占有率接近30%。
- 公司目前在建的产能包括:广州南沙区的100千升、东莞的30万千升和湛江的20万千升。在建产能投产后,预计公司的总产能将达到300万千升,是现在的两倍。
- 2017年,公司实现营业收入37.64亿元,同比增长6.24%,与前三季度6.27%的增幅保持一致。2014至2017年,公司营业收入年均增幅为3%;同期,青岛啤酒的收入年均增长为-1.77%,华润啤酒为5.67%,重庆啤酒为-1.51%,而其余几家上市公司的相关指标由于连年负增长更与公司不具可比性。通过对啤酒板块的横向比较,我们认为公司的销售回升更为明确。
- 2017年,公司营业成本同比增长8.27%,比营业收入增长高出2个百分点。由于工业上游价格通胀并向中游制造业传导,2017年啤酒行业的营业成本普遍大幅上升,从而导致行业整体毛利率下滑。我们估计,2017年各种原料价格达到阶段性高点,2018年啤酒行业的营业成本将会高位回落。此外,近期人民币大幅升值,使得公司的大麦芽进口更具优势。因而,公司2018年的盈利水平将会高于2017年,公司毛利率超过40%应属常态。
- 我们预测:公司2018、2019、2020年的EPS分别为0.25、0.29、0.36元,对应4月26日的收盘价10.17元,公司2018、2019、2020年的PE分别为40.68、35.07、28.25倍。我们对公司首次覆盖,给予“买入”评级。

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	7.20
每股经营现金流(元)	-0.09
毛利率(%)	33.26
净资产收益率-摊薄(%)	0.22
资产负债率(%)	29.42
总股本/流通股(万股)	110666.42/68015.88
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

风险提示: 公司限售股比例高,对股价构成压力;如果营业成本继续上升,将会损害公司2018年业绩。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3543.0	3763.6	4000.7	4291.5	4646.0
增长比率	0.7%	6.2%	6.3%	7.3%	8.2%
净利润(百万元)	113.9	185.4	272.7	322.0	395.3
增长比率	37.0%	62.8%	47.1%	17.9%	22.7%
每股收益(元)	0.10	0.17	0.25	0.29	0.36
市盈率(倍)	98.8	60.7	40.7	35.1	28.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 啤酒界“南天王”

公司地邻珠江，总部在广州，成立于2002年。相比华润（1965年）、青岛（1993年成立）、燕京（1997年成立）等，公司可算业内最“年轻”的啤酒企业。公司的实际控制人是广州市国资委，是在国资扶持下的华南地区最重要的啤酒企业。公司的产品渗透了包括广州、中山、东莞、汕头、湛江等广大的省内市场，同时覆盖了包括广西、湖南、海南等省份的一些核心市场。

1.1 股东

公司的实际控制人是广州市国资委。公司于2017年第一季度实施定向增发，股权结构由此出现实质性变更。变更之后，公司的第一大股东为广州珠江啤酒集团，持股31.98%；公司的第二大股东为外资，持股29.99%；公司的第三大新晋股东是包括越秀控股、白云山、广汽集团、岭南控股等资本在内的广州国资发展控股，持股23.74%；另一新晋股东是员工持股计划，持股0.43%；其余各机构和个人股东合计持股2.19%。

图表 1: 公司的重要股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	广州珠江啤酒集团有限公司	353,890,665	31.98	A股流通股
2	INTERBREW INVESTMENT INTERNATIONAL HOLDING LIMITED	331,888,605	29.99	限售流通A股, A股流通股
3	广州国资发展控股有限公司	262,675,677	23.74	限售流通A股
4	永信国际有限公司	6,000,000	0.54	A股流通股
5	广州珠江啤酒股份有限公司-第一期2号员工持股计划	4,765,508	0.43	限售流通A股
6	中央汇金资产管理有限责任公司	4,758,100	0.43	A股流通股
7	华宝信托有限责任公司-“辉煌”178号单一资金信托	3,728,792	0.34	A股流通股
8	李晨	3,710,000	0.34	A股流通股
9	中国工商银行股份有限公司-南方大数据100指数证券投资基金	3,605,300	0.33	A股流通股
10	华宝信托有限责任公司-“辉煌”191号单一资金信托	2,316,511	0.21	A股流通股
	合计	977,339,158	88.33	

资料来源：中原证券 WIND

至此，广东省地方国资对公司的持股比例达到55.72%，绝对控股地位得到加强。在国资啤酒企业中，除青岛啤酒外，燕京啤酒、惠泉啤酒、珠江啤酒和华润啤酒目前的国资占比均超过50%，分别由北京市政府、广州市国资委和国务院国资委绝对控制。近五年来，国资或地方国资持续增持相关啤酒企业，加大和稳固控制权。国资控股权加强将会对国企混改有深远影响：对于以控盘为目的的战略投资资本，将会提高入股成本、加大控盘难度，避免资本市场的干扰和动荡。

1.2 产能和市场

公司的产品渗透了包括广州、中山、东莞、汕头、湛江等广大的省内市场，同时覆盖了包括广西、湖南、海南等省份的一些核心市场。

公司 2017 年的啤酒销量为 121 万吨，2011 年高点时销量可达 128 万吨。按照销量口径计，公司产品在广东省的市场占有率接近 30%。

公司目前正在建的产能包括：广州南沙区的 100 千升、东莞的 30 万千升和湛江的 20 万千升。在建产能投产后，预计公司的总产能将达到 300 万千升，是现在的两倍。假设公司产品的省内占有率也随之增长两倍，届时公司在广东市场的占有率将达到 60%，真正实现了深挖本地市场、做啤酒“南天王”的愿景。

图表 2: 公司新增产能和项目

项目名称	拟使用募集资金金额
啤酒产能搬迁及扩增	16.6 亿元
销售网络建设	9.6 亿元
啤酒文化园区	14 亿元
精酿啤酒生产线及体验门店	2.3 亿元
信息平台	0.7 亿元
合计	43.2 亿元

资料来源：中原证券 WIND

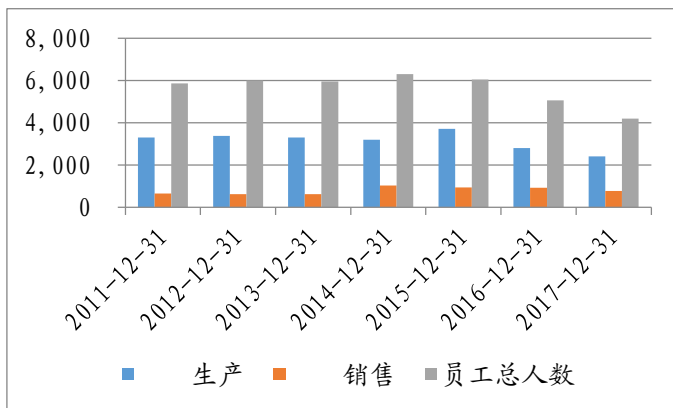
1.3 人均效率

啤酒酿造是劳动密集型行业，所以，人均效率提升和人员缩减能够有效降低生产成本。公司的员工数量经历了先增后减过程，反映了行业从扩张到合理收缩的发展：2014 年时，公司的销售人员达到 1023 人，较 2011 年的 652 人增加 57%，之后逐年下降，2017 年时裁至 771 人；2015 年时，公司的生产人员是 3711 人，2017 年降至 2412 人。

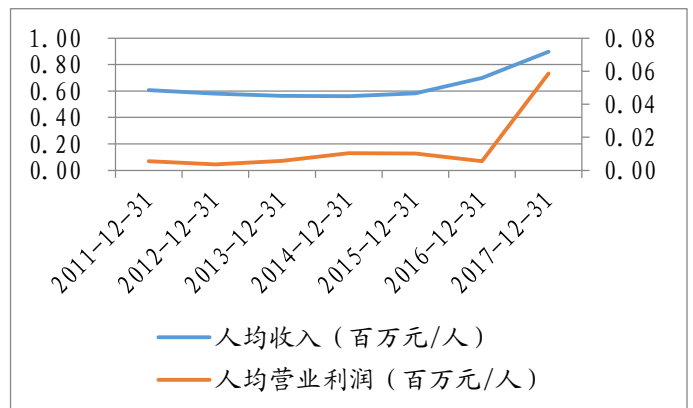
在销售和人员双降的同期，公司的人均创效大幅提升：人均收入从 2014 年的 56 万元提高至 2017 年的 90 万元，人均营业利润从 1 万元提高至 5.86 万元。2017 年同期，啤酒行业龙头青岛啤酒（600600）的人均创收为 64 万元，人均营业利润为 4.88 万元。人均效率的提升是工业自动化和流程管理的直接结果，也与人员积极性有一定关系。

2017 年 1 季度，公司员工持股计划得以实施，买入股价为 10.11 元，基本以市场价买入。员工的持股价位为未来股价预留出较大的空间，充分激发员工的积极性。

图表 3: 员工人数持续下降



图表 4: 人均效率提升



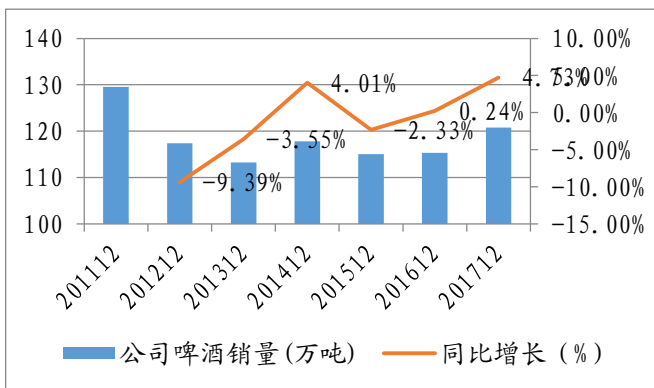
资料来源: 中原证券 WIND

1.4 销售情况

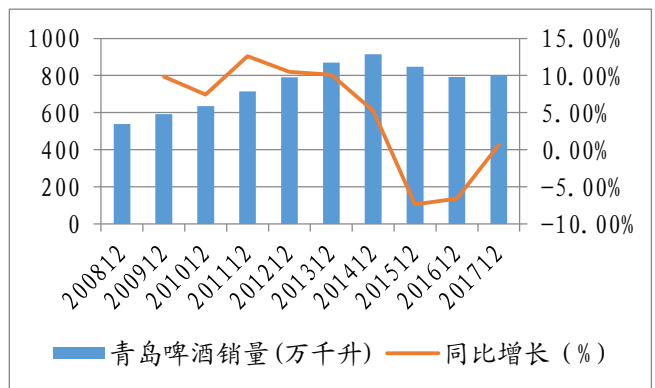
2017 年 1 至 11 月, 全国啤酒产量 4402 万千升, 同比下降-0.7%, 已经连续四年下降。

尽管行业销量持续下降, 但是 2017 年部分品牌啤酒实现销售正增长。2017 年, 公司销售啤酒 120.76 万吨, 同比增长 4.73%。2014 至 2017 年, 公司啤酒销量年均增速达到 1.66%。青岛啤酒 (600600) 2017 年销售啤酒 797 万千升, 同比增长 0.63%, 相比之下, 公司啤酒的销量回升更为明显。

图表 5: 公司啤酒销量



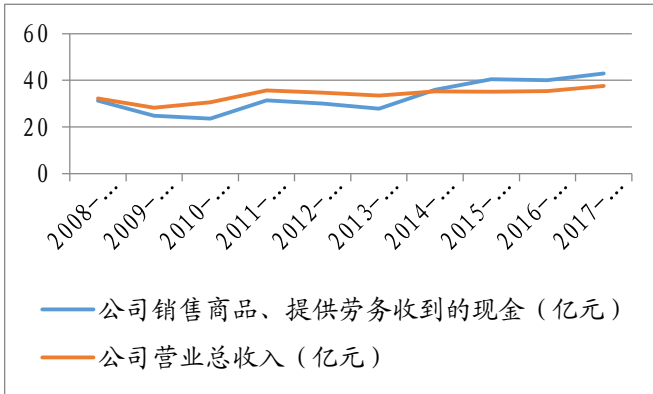
图表 6: 青岛啤酒销量



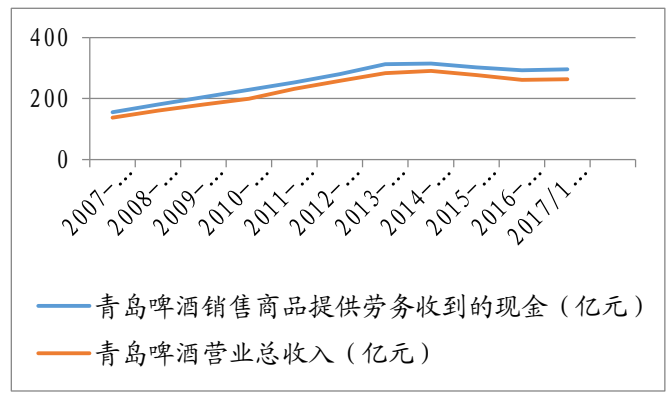
资料来源: 中原证券 WIND

2017 年, 公司的销售商品现金流入为 42.9 亿元, 同比增长 6.98%, 较同期收入增长高出 0.74 个百分点。公司经营性现金流入较为健康, 佐证了营收增长。

图表 7: 公司的销售流入现金



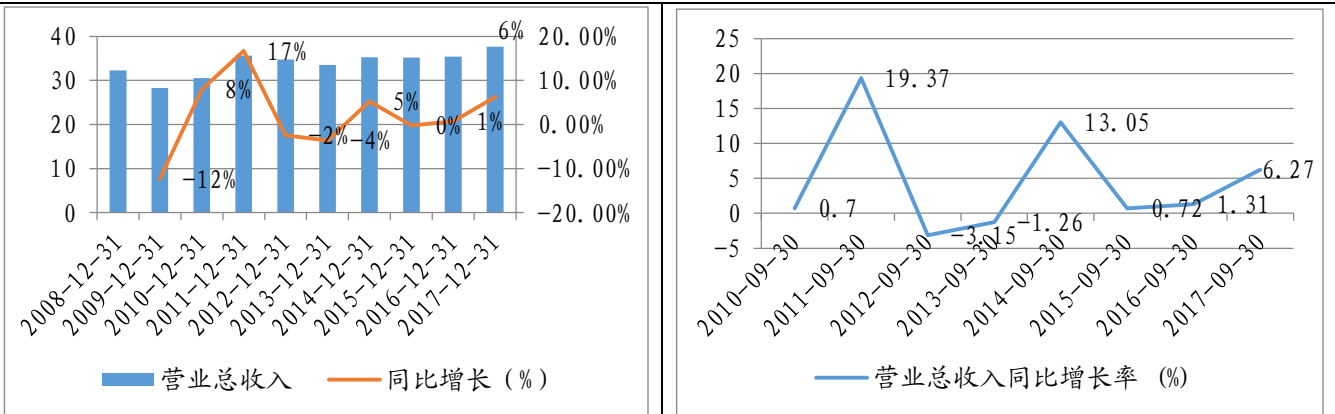
图表 8: 青岛啤酒的销售流入现金



资料来源: WIND 中原证券

2017 年, 公司实现营业收入 37.64 亿元, 同比增长 6.24%, 与前三季度 6.27% 的增幅保持一致。2014 至 2017 年, 公司营业收入年均增幅为 3%; 同期, 青岛啤酒的收入年均增长为 -1.77%, 华润啤酒为 5.67%, 重庆啤酒为 -1.51%, 而其余几家上市公司的相关指标由于连年负增长更与公司不具可比性。公司偏安一隅, 深挖华南市场, 由于市场辐射小从而能够集中资源, 使得公司在行业低谷期逆势获得增长。

图表 9: 公司营收增长情况



资料来源: WIND 中原证券

此外, 通过对啤酒板块的横向比较, 我们认为公司的销售回升更为明确: 不管是 2017 年前三季度还是全年, 在啤酒板块中公司的营收增幅最大。

图表 10: 啤酒板块中公司营收增长录得最高

股票代码	公司名称	营业总收入 (同比; %; 2017 年)	营业总收入 (同比; %; 20171-3Q)
000729.SZ	燕京啤酒	-	-1.72%
000752.SZ	西藏发展	-	-1.13%
000929.SZ	兰州黄河	-12.01%	-9.08%
002461.SZ	珠江啤酒	6.23%	6.27%
600132.SH	重庆啤酒	-0.64%	-0.06%
600573.SH	惠泉啤酒	-	-4.10%

1.5 盈利能力

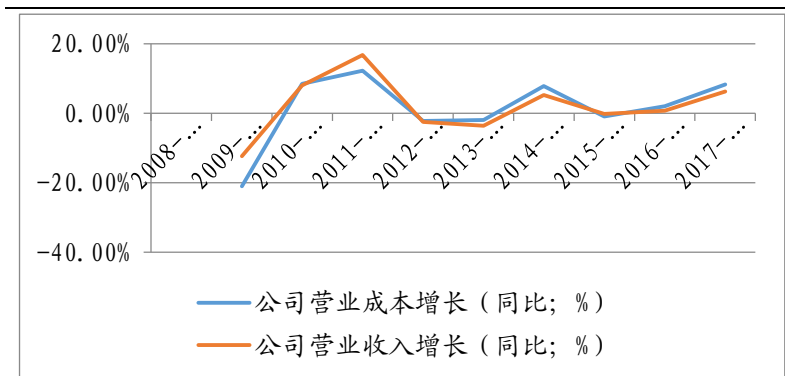
1.5.1 成本

2017年,公司营业成本同比增长8.27%,比营业收入增长高出2个百分点。由于工业上游价格通胀并向中游制造业传导,2017年啤酒行业的营业成本普遍大幅上升,从而导致行业整体毛利率下滑。2017年,公司产品的销售毛利率仅达到38%,较2016年下滑2个百分点。

公司使用国际进口大麦芽作为主要的酿酒原料。此外,一般情况下,包装材料占酒水营业成本的60%至70%。2017年,国际大麦芽进口价格指数较2016年提高28.21个百分点;此外,截至2017年三季度末,国内箱板纸吨价同比上涨91.51%,直到四季度才有所回落。主要原材料价格的大幅上涨是公司2017年毛利率下滑的根本原因。

我们估计,2017年各种原料价格达到阶段性高点,2018年啤酒行业的营业成本将会高位回落。此外,近期人民币大幅升值,使得公司的大麦芽进口更具优势。因而,公司2018年的盈利水平将会高于2017年,公司毛利率超过40%应属常态。

图表 11: 近期啤酒的成本增长高出收入增长

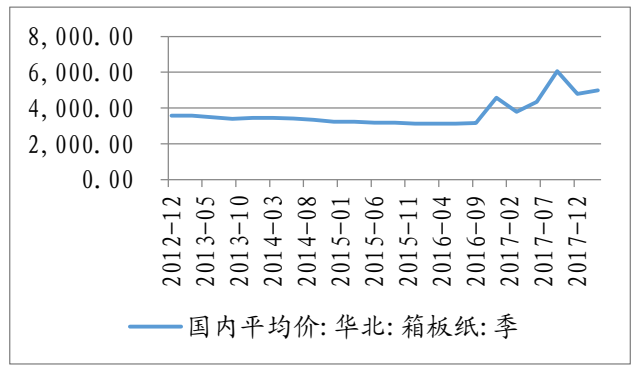


资料来源: WIND 中原证券

图表 12: 进口大麦芽价格上涨

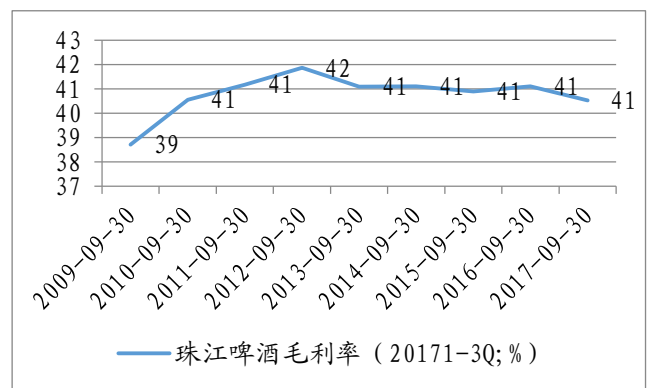
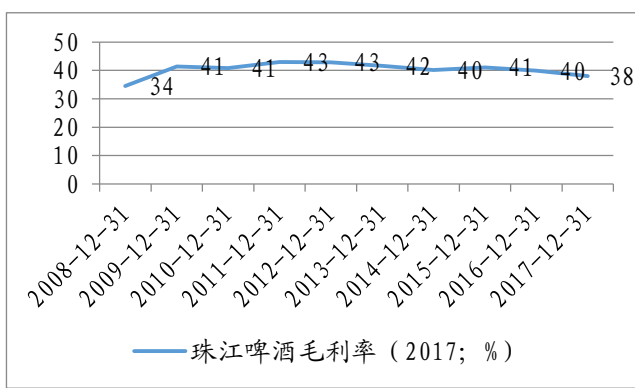


图表 13: 箱板纸价格上涨



资料来源: WIND 中原证券

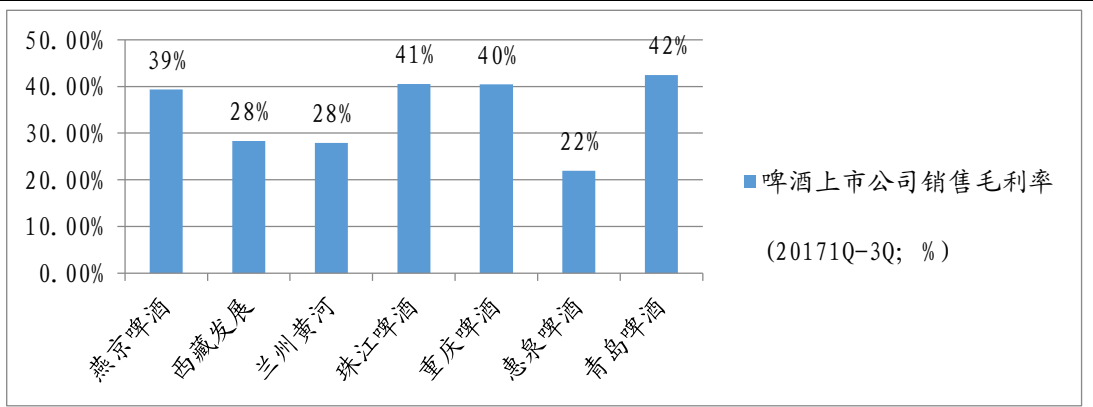
图表 14: 营业成本上涨导致毛利率下滑



资料来源: WIND 中原证券

毛利率代表了产品竞争力和成本控制力。在啤酒板块中,公司的产品毛利率目前仅次于青岛啤酒,产品定位较高。随着新增产能投产,核心市场不断深挖,固定成本进一步摊薄,则公司的盈利能力有望持续提升。

图表 15: 公司产品的毛利率在啤酒业内较高



资料来源: WIND 中原证券

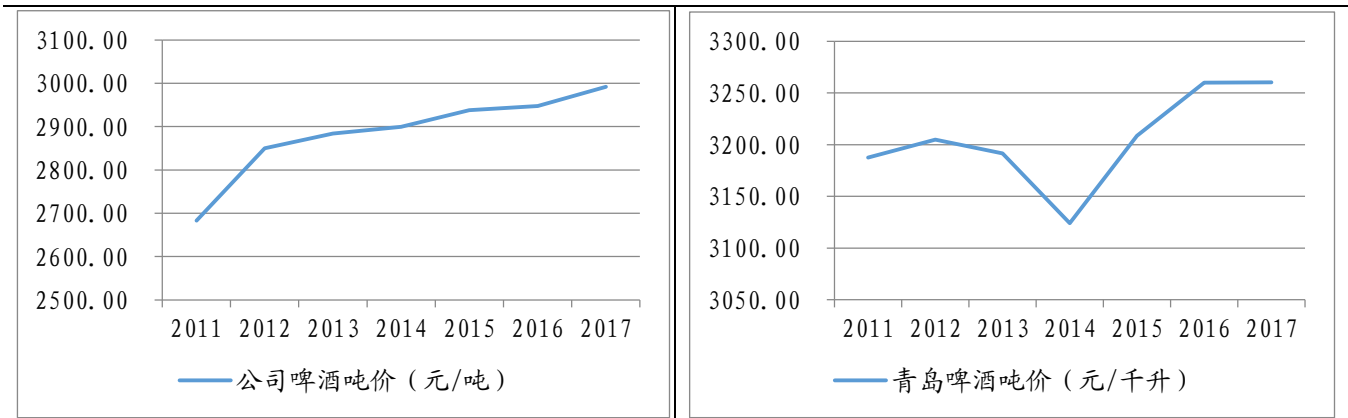
1.5.2 价格

我们预测，公司啤酒的平均吨价大概在 2800 至 2900 元区间，略低于青岛啤酒的单价。但是，2014 年以来，公司啤酒的出厂均价年均增长达到 0.99%，而同期青岛啤酒的价格年均增长为 0.55%。可见，公司啤酒升级的速度和幅度快于和大于青岛啤酒。

我们认为，公司产品升级快有这么几个原因：一，公司的市场集中在华南地区，华南地区的经济情况好、人均收入高、消费能力强，消费环境带动公司的中高档产品销量大幅增长；二，公司的经营环境相对较好、市场竞争相对缓和；三，珠江啤酒的竞争力较强，公司在本埠市场有较大的话语权。

此外，考虑到近两年行业成本上涨幅度较大，青岛啤酒已经实施提价，我们预计公司在 2018 年也会对部分产品实施提价，以对冲近两年成本的大幅上涨。因此，我们预测，公司 2018 年的产品毛利率将高于 2017 年。

图表 16: 公司啤酒单价上涨较快



资料来源: WIND 中原证券

注: 2017 年, 珠江纯生销售 40.4 万吨, 同比增长 18.7%, 在总销量中占比 33%。2017 年, 公司中高档产品的收入占比达到 87.14%, 同比增长 2.24%。

1.6 资产运营

公司的资产负债表整体健康良好，并且显示出以下特征：

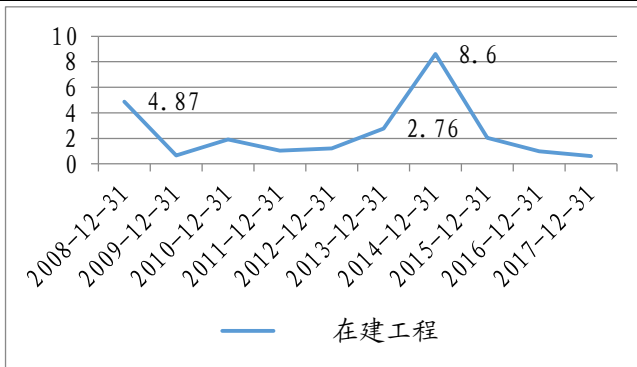
公司可能将进入新一轮扩张期。公司在 2013、2014、2015 年间经历了一轮资产扩张。目前公司的在建工程处于低位，预计 2018、2019、2020 年随着新增产能开工，公司进入新一轮资产扩张期。

公司当前的应收账款少、库存低，说明动销情况不错。公司目前的应收账款水平相当低，说明回款能力增强。与低应收对应的是低库存，二者合力说明公司目前的动销情况良好。

公司拥有大量现金。截止 2017 年年底，公司的“其他流动资产”高达 57.65 亿元，以保本理财和定期存款的形式存放，其中部分来自 2017 年 1 季度定增募集资金。这部分现金在一定时期内或可减少财务费用，或可增加投资收益，从而影响当期利润表。

公司的政府补贴较多。2014至2016年，公司陆续收到政府补贴，用于搬迁、资产购置等指定项目。由于是有条件补贴，公司将其计入非流动负债，并按照会计政策进行年度计提，分别计入当期的“营业外收入”并增厚利润。

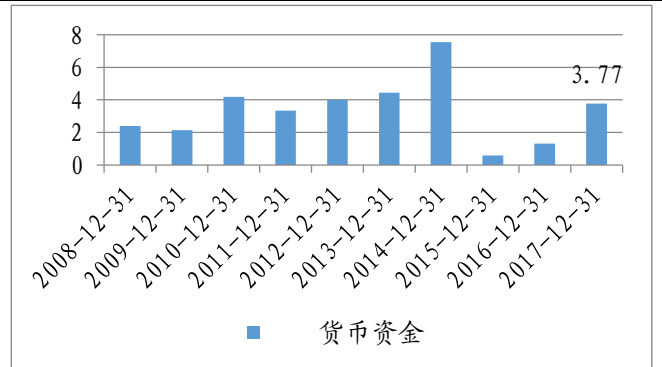
图表 17: 公司的在建工程 (亿元)



资料来源: WIND 中原证券

注: 2013至2015年, 公司扩张资产; 预计2018至2020年随着新增产能开工, 公司进入新一轮扩张期。

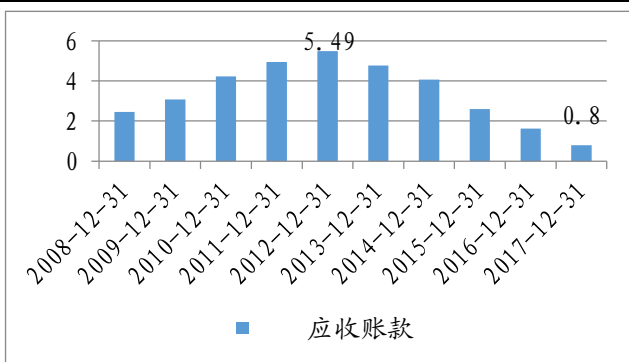
图表 18: 公司的货币资金 (亿元)



资料来源: WIND 中原证券

注: 公司的货币资金处于正常水平。

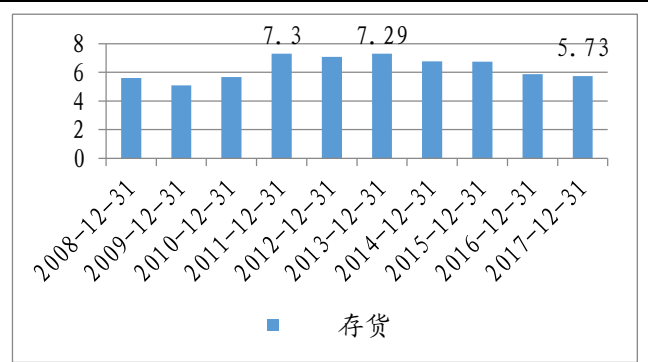
图表 19: 公司的应收账款 (亿元)



资料来源: 公司年报、WIND、中原证券

注: 公司的应收账款处于历史最低位, 公司的回款能力增强, 在与经销商的关系中较为强势。

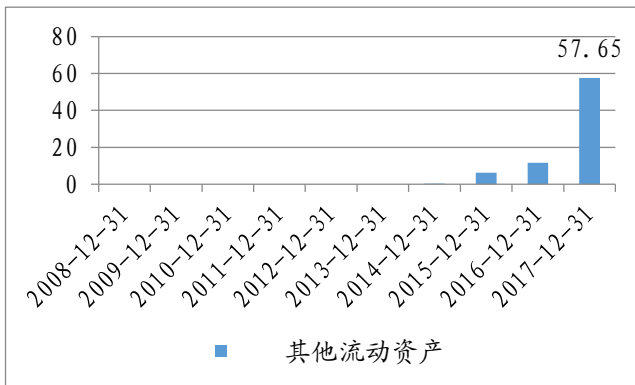
图表 20: 公司的存货 (亿元)



资料来源: 公司年报、WIND、中原证券

注: 公司存货处于2011年以来的最低水平。随着终端动销增强, 公司去库存的效果明显。公司存货高企的几年为2011、2012和2013年, 对应的是当期较高的应收账款。

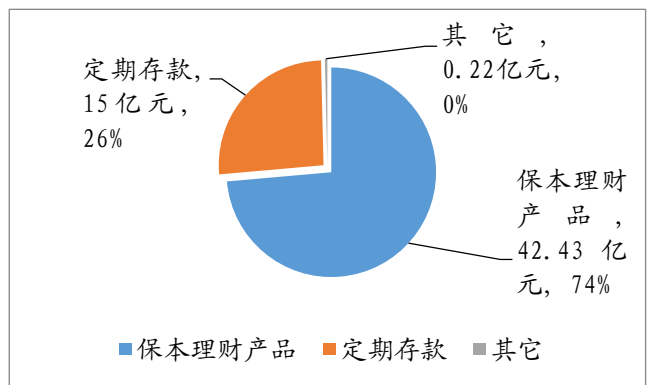
图表 21: 公司的保本理财产品高达 42.43 亿元



注: 2015 年、2016 年、2017 年, 公司的“其他流动资产”逐年高企, 其中主要构成为保本理财产品。2017 年, 其他流动资产中的保本理财产品 42.43 亿元, 定存 15 亿元。2017 年 1 季度公司实施定向增发, 募集资金 42 亿元, 以保本理财的资产形式存在。

资料来源: 公司年报 中原证券 WIND

图表 22: 公司的其他流动资产结构



注: 公司的其他流动资产主要由保本理财和定期存款构成。其中, 保本理财 42.43 亿元, 占比 74%; 定期存款 15 亿元, 占比 26%。保本理财的 42.43 亿元是 20171Q 公司定增募集资金。

2 估值和投资评级

公司的增长亮点包括:

- 作为“华南王”公司在核心市场的占有率目前仅 30%，市场仍有深挖的空间；
- 公司的各项效率指标在啤酒业内较为出色；
- 受益于区位优势，公司的产品结构升级快，产品盈利好；
- 地方政府高度重视公司的战略地位，给予了大力支持，并且牢牢控制股权，公司的股权结构清晰明确，不易受到市场资本的冲击。
- 2017 年 1 季度，公司对广东省内大型国企实施定向增发，定增价格为 10.11 元，解禁时间为 2020 年 1 季度。由于政府对国有资产担负着保值增值的任务，我们认为，该定增价为市场提供了较好的安全边际。

2.1 主营业务估值

我们预测: 公司 2018、2019、2020 年的 EPS 分别为 0.25、0.29、0.36 元, 对应 4 月 26 日的收盘价 10.17 元, 公司 2018、2019、2020 年的 PE 分别为 40.68、35.07、28.25 倍。我们对公司首次覆盖, 给予“买入”评级。

在做以上估值时，我们考虑进了政府补贴，并将其纳入主营业务的范畴。公司自 2014 年开始陆续收到政府补贴 23 亿元，用于土地补偿、新资金构建等用途。该笔政府补贴以 25 年为期限平均分摊转入年度营业外收入，并产生当期税收 1723.50 万元。即，该笔政府补贴每年有 9200 万元转入营业外收入，减去相关税务 1723.5 万元，25 年之内每年产生净收益 7476.5 万元，按照 11.07 亿股计算，合计每股收益 0.07 元，即，期限内每年增厚每股收益 0.07 元。

2.2 现金估值

公司目前的在手现金，包括政府补贴（22.98 亿元）和定增募集资金（42.96 亿元），预计共有 66 亿元。由于公司公告中说明募投项目资金由公司先行垫付，必要时进行合法置换；我们假设募投资金在一定时期内以保本理财的形式存放银行，暂不考虑置换问题。此外，为了简化问题我们暂不考虑资本的时间价值。鉴于公司当前的总股本是 11.07 亿股，则公司股东的每股现金合计 6.32 元。如果考虑进保本理财收益，并假设保本理财的年化收益率为 4.6%，则公司股东的每股现金为 6.61 元。

如果考虑进公司股东的每股现金，则公司股价的当前 PE 仅 1.4 至 1.5 倍，公司的现金价值似乎被市场忽视。我们认为，如果一项补贴或者资本金以长期现金的形式存在，且数额巨大；那么市场估值时是否应该将其视为经常性损益，并且予以充分考虑？

图表 23：公司股价的历史走势



资料来源：公司年报 中原证券 WIND

注：我们从 WIND 上下载了公司股价的历史走势，发现股价目前处于历史低位，从形态上看有向上的动能。

3 风险提示

公司的风险包括：

- 公司的限售股占比高达 38.54%，解禁时间为 2020 年 3 月 9 日。潜在的解禁对公司股价形成到期压力。
- 2017 年公司产品的毛利率下滑，主要原因是营业成本上升。如果 2018 年营业成本继

续上升，且公司没有通过提价覆盖成本，毛利率将会继续下滑，损害今年业绩。

- 食品安全和生产安全构成的潜在风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3543.0	3763.6	4000.7	4291.5	4646.0	成长性					
减: 营业成本	2,115.4	2,290.1	2,400.4	2,532.0	2,694.7	营业收入增长率	0.7%	6.2%	6.3%	7.3%	8.3%
营业税费	347.7	378.4	412.1	454.9	501.8	营业利润增长率	-54.1%	767.6%	13.6%	22.5%	30.0%
销售费用	607.2	655.0	700.1	729.5	766.6	净利润增长率	37.0%	62.8%	47.1%	18.1%	22.8%
管理费用	396.1	435.2	448.1	489.2	534.3	EBITDA 增长率	-6.8%	0.4%	129.8%	11.8%	13.1%
财务费用	-11.8	-175.9	12.8	-4.9	-45.3	EBIT 增长率	-60.5%	-154.7%	-3321.8%	15.5%	18.4%
资产减值损失	60.0	13.9	7.9	8.5	9.2	NOPLAT 增长率	-59.8%	317.2%	316.2%	15.5%	16.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-4.0%	140.7%	24.7%	-9.9%	-12.9%
投资和汇兑收益	-	-	260.0	260.0	260.0	净资产增长率	4.2%	123.5%	16.7%	1.5%	1.8%
营业利润	28.3	245.9	279.4	342.3	444.8	利润率					
加: 营业外净收支	134.7	10.8	92.0	92.0	92.0	毛利率	40.3%	39.2%	40.0%	41.0%	42.0%
利润总额	163.1	256.7	371.4	434.3	536.8	营业利润率	0.8%	6.5%	7.0%	8.0%	9.6%
减: 所得税	35.7	58.7	85.4	99.9	128.8	净利润率	3.2%	4.9%	6.8%	7.5%	8.5%
净利润	113.9	185.4	272.7	322.0	395.3	EBITDA/营业收入	7.4%	7.0%	15.0%	15.7%	16.4%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	0.5%	-0.2%	7.3%	7.9%	8.6%
货币资金	132.0	377.5	400.1	1,017.9	2,278.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	375	334	307	279	247
应收帐款	169.6	84.0	138.3	100.1	158.0	流动营业资本周转天数	7	230	452	413	309
应收票据	24.3	13.6	30.8	16.9	34.7	流动资产周转天数	189	430	618	556	515
预付帐款	10.2	12.0	14.7	13.5	16.5	应收帐款周转天数	22	12	10	10	10
存货	588.4	573.0	493.8	490.8	407.4	存货周转天数	64	56	48	41	35
其他流动资产	1,162.3	5,839.5	5,765.0	4,765.0	4,000.0	总资产周转天数	666	857	997	890	819
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	324	509	760	747	612
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	80.0	160.0	240.0	ROE	3.2%	2.3%	2.9%	3.4%	4.1%
投资性房地产	9.6	10.0	10.0	10.0	10.0	ROA	1.9%	1.8%	2.6%	3.2%	3.8%
固定资产	3,551.2	3,426.3	3,388.9	3,264.5	3,114.1	ROIC	0.4%	1.7%	3.0%	2.8%	3.6%
在建工程	99.1	61.1	-	-	-	费用率					
无形资产	556.3	545.2	534.5	523.8	513.0	销售费用率	17.1%	17.4%	17.5%	17.0%	16.5%
其他非流动资产	311.8	362.2	0.3	0.1	-	管理费用率	11.2%	11.6%	11.2%	11.4%	11.5%
资产总额	6,614.9	11,304.5	10,856.4	10,362.6	10,772.7	财务费用率	-0.3%	-4.7%	0.3%	-0.1%	-1.0%
短期债务	-	272.5	448.8	-	-	三费/营业收入	28.0%	24.3%	29.0%	28.3%	27.0%
应付帐款	1,140.2	1,193.4	784.6	481.4	866.0	偿债能力					
应付票据	311.8	379.3	287.5	345.5	253.4	资产负债率	45.9%	29.3%	14.1%	8.6%	10.5%
其他流动负债	376.1	268.6	6.2	65.3	12.1	负债权益比	85.0%	41.4%	16.4%	9.4%	11.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.14	3.26	4.48	7.18	6.09
其他非流动负债	1,211.1	1,198.6	-	-	-	速动比率	0.82	2.99	4.16	6.63	5.73
负债总额	3,039.2	3,312.3	1,527.2	892.2	1,131.4	利息保障倍数	-1.41	0.05	22.91	-68.72	-8.81
少数股东权益	44.6	45.5	58.7	71.1	83.8	分红指标					
股本	680.2	1,106.7	1,106.7	1,106.7	1,106.7	DPS(元)	0.04	0.10	0.15	0.17	0.21
留存收益	2,850.9	6,840.0	8,163.9	8,292.7	8,450.8	分红比率	35.8%	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%
股东权益	3,575.6	7,992.2	9,329.2	9,470.4	9,641.2	股息收益率	0.4%	1.0%	1.5%	1.7%	2.1%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	127.4	198.0	272.7	322.0	395.3	EPS(元)	0.10	0.17	0.25	0.29	0.36
加: 折旧和摊销	244.3	270.9	309.2	335.2	361.2	BVPS(元)	3.19	7.18	8.38	8.49	8.64
资产减值准备	60.0	13.9	-	-	-	PE(X)	98.8	60.7	40.7	35.1	28.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	1.4	1.2	1.2	1.2
财务费用	0.7	1.0	12.8	-4.9	-45.3	P/FCF	46.4	-2.9	-8.0	14.1	7.6
投资收益	-	-	-260.0	-260.0	-260.0	P/S	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4
少数股东损益	13.5	12.7	13.2	12.4	12.7	EV/EBITDA	25.0	41.4	18.9	15.3	11.9
营运资金的变动	-23.5	-4,790.9	-1,520.0	870.3	1,009.1	CAGR(%)	38.0%	27.2%	43.3%	38.0%	27.2%
经营活动产生现金流量	1,022.3	494.7	-1,172.2	1,274.9	1,472.9	PEG	2.6	2.2	1.0	0.9	1.0
投资活动产生现金流量	-904.5	-4,737.5	-20.0	-20.0	-20.0	ROIC/WACC	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
融资活动产生现金流量	-45.3	4,488.2	1,214.7	-637.1	-191.9	REP	53.8	8.6	4.2	4.5	3.5

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。