

公司研究/更新报告

2018年12月16日

轻工制造/造纸 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 4.51
合理价格区间(元): 5.21~5.42

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

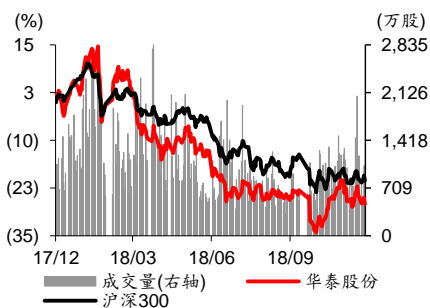
张前 执业证书编号: S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

周鑫
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《华泰股份(600308):新闻纸景气提升,未来增长在化工业务》2012.11
- 2《新闻纸景气下滑,龙头无可奈何》2008.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

双轮驱动, 化工业务发展可期

华泰股份(600308)

核心观点

华泰股份为我国文化纸龙头, 三季度受益于原材料纸浆价格下跌, 公司盈利有所回升。我们预计 2019 年造纸景气下行趋势下公司造纸板块业务承压, 或将影响公司经营表现; 化工板块业务有望稳步发展, 后续若精细化工项目顺利推进, 公司在化工领域竞争力有望进一步提升。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、0.81、0.88 元, 维持“增持”评级。

三季度受益于原材料价格下行, 盈利有所回升

2018 年上半年铜版纸、双胶纸价格较 2017 年同期分别上涨 12%、16%, 在此环境下公司营收维持增长态势, 2018 年上半年实现营收 74.2 亿元, 同比增长 18%, 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 26%。2018 年下半年开始文化纸价格出现回调, 10 月开始纸价已跌至去年同期水平以下, 受此影响, 公司 Q3 单季度营收增速出现下滑, 三季度单季度实现营收 37 亿元, 同比增长 3.2%, 增速较 Q2 单季度下滑 15pct。但受益于主要原材料纸浆价格下滑, Q3 利润增速环比提升, 前三季度归母净利润 6.5 亿元, 同比增长 35%, 其中 Q3 单季度归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 49%。

造纸行业景气度下行, 压制企业造纸板块 2019 年经营表现

截至 2018 年前三季度, 我国纸浆进口 1867 万吨, 同比增长 6%, 增速较 2017 年有所下滑, 我们认为一部分是由于国内纸浆自给率的提升, 但也侧面反映了下游需求放缓。短期来看, 四季度处于传统需求旺季, 木浆供应量显示平稳, 但下游需求偏弱, 浆价有所承压。长期看, 2019 年开始全球木浆新增产能减少, 同时考虑到木浆进口加征关税等因素, 我们预计 2019 年浆价下行空间有限, 对文化纸价格将起到一定支撑作用。但受造纸行业景气度下行、文化纸价格回调等因素影响, 公司盈利或将承压。

拟非公开发行股票用于化工项目建设, 双轮驱动公司成长

化工业务为公司另一大支柱业务, 2017 年公司化工业务实现收入 21 亿元, 同比增长 33%。目前, 公司拟非公开发行股票募资总额不超过 6.3 亿元, 用于精细化工有机合成中间体及配套项目, 项目包括年产 2 万吨对氨基苯酚, 年产 1 万吨间苯二胺及相应配套公用工程设施。该项目若能顺利推进, 公司有望在目前盐化工基础上进一步提升公司化工板块的生产规模, 丰富公司化工板块的产品谱系, 从而全面提升公司的竞争力。

双轮驱动成长, 维持“增持”评级

公司造纸、化工业务竞争实力不断提升, 我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 8.53、9.49、10.28 亿元 (2018-2019 预测前值为 8.0、9.1 亿元), 对应 EPS 分别为 0.73、0.81、0.88 元。参考公司 1.4x PB 历史均值及可比公司 2019 年 0.79x PB 均值, 考虑到当前行业景气度下行、公司 ROE 低于可比公司, 给予公司 2019 年 0.72-0.75 倍 PB 估值, 对应合理价格区间 5.21~5.42 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 非公开发行股票事项推进不及预期, 原材料成本大幅上涨。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,168
流通 A 股 (百万股)	1,168
52 周内股价区间 (元)	4.05-7.29
总市值 (百万元)	5,266
总资产 (百万元)	13,873
每股净资产 (元)	6.51

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10,810	13,659	15,784	15,392	16,407
+/-%	14.79	26.36	15.56	(2.48)	6.59
归属母公司净利润 (百万元)	182.03	673.68	852.78	948.79	1,028
+/-%	181.90	270.08	26.58	11.26	8.36
EPS (元, 最新摊薄)	0.16	0.58	0.73	0.81	0.88
PE (倍)	28.93	7.82	6.17	5.55	5.12

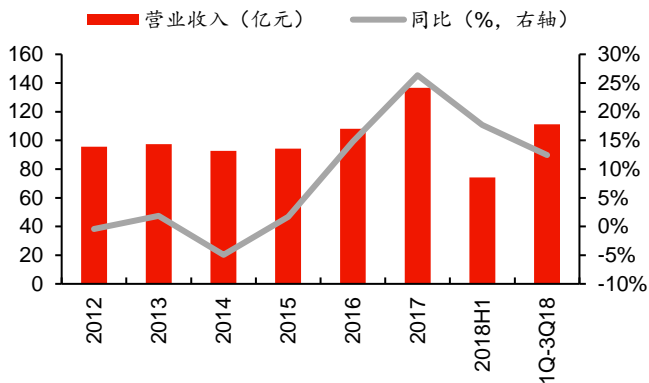
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

受益原材料价格回调，三季度盈利有所回升

华泰股份是我国文化纸龙头企业，2017 年受益于造纸行业景气度回升、纸价大幅上涨，公司实现营收 137 亿元，同比增长 26.4%；实现归母净利润 6.74 亿元，同比增长 270%。据 Wind 数据，2018 年上半年铜版纸、双胶纸价格较 2017 年同期分别上涨 12%、16%，在此环境下公司营收维持增长态势，2018 年上半年实现营收 74.2 亿元，同比增长 18%，实现归母净利润 3.7 亿元，同比增长 26%。

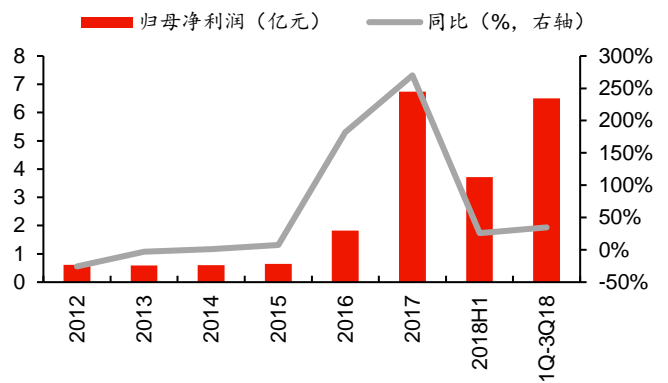
2018 年下半年开始文化纸价格出现回调，10 月开始纸价已跌至去年同期水平以下，据 Wind 数据，截至 2018 年 12 月 12 日铜版纸、双胶纸价格较 2017 年同期分别下跌 18%、16%。受纸价回调影响，公司 Q3 单季度营收增速出现下滑，三季度单季度实现营收 37 亿元，同比增长 3.2%，增速较 Q2 单季度下滑 15pct。但受益于主要原材料纸浆价格下滑，Q3 利润增速环比提升，前三季度归母净利润 6.5 亿元，同比增长 35%，其中 Q3 单季度归母净利润 2.8 亿元，同比增长 49%。

图表1：华泰股份 2012 年以来营业收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

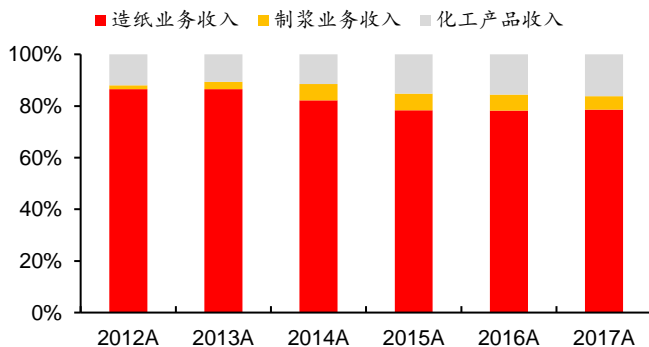
图表2：华泰股份 2012 年以来归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

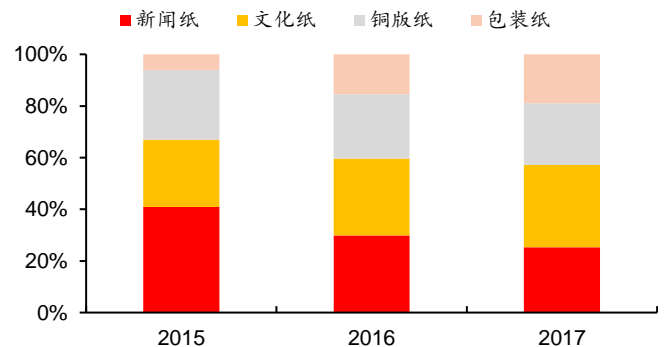
造纸业务结构持续优化。公司总共有三条新闻纸生产线，总计产能 80 万吨。2016 年以来公司为应对互联网传媒对传统新闻纸行业冲击，公司一方面开发出环保型传媒纸等新产品，推动新闻纸毛利率提升；另一方面，积极调整产品结构，将新闻纸部分生产线改造为毛利率相对较高的文化纸和包装纸生产线，2017 年公司新闻纸产量 59 万吨，较 2016 年减少 14%，占公司机制纸总产量比重由 31% 下滑至 26%。

图表3：华泰股份分业务收入结构



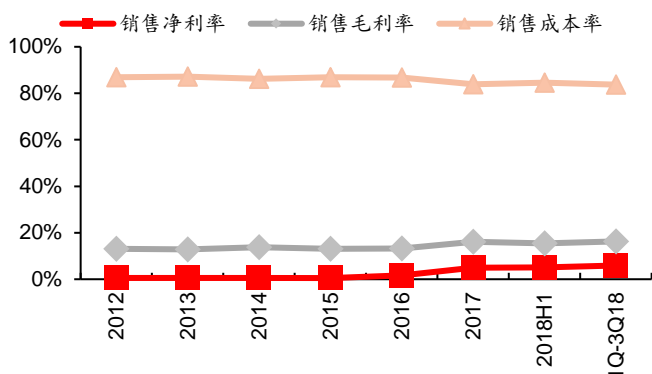
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：华泰股份造纸业务收入结构



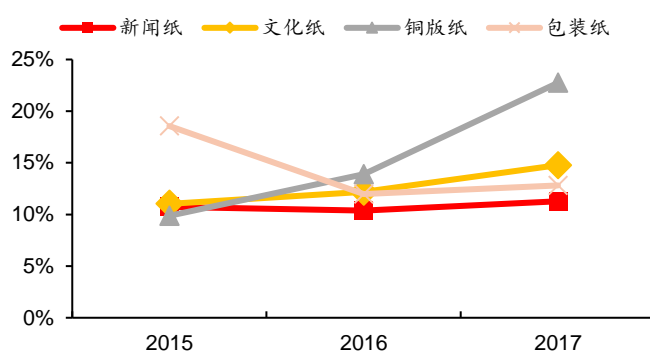
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：华泰股份2012年以来销售净利率、毛利率、成本率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：华泰股份各纸种毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

浆价价格整体下行空间有限，对文化纸价格形成支撑。2017年我国纸浆消耗3152万吨，对应纸浆进口2372万吨，同比增长13%；截至2018年前三季度，纸浆进口1867万吨，同比增长6%，我们认为纸浆进口增速下滑部分由于国内纸浆自给率的提升，但也侧面反映了下游需求放缓。短期来看，四季度处于传统需求旺季，木浆供应量显示平稳，但下游需求偏弱，浆价有所承压。长期看，2019年开始全球木浆新增产能减少，同时考虑到木浆进口加征关税等因素，我们预计2019年浆价下行空间有限，对文化纸价格将起到一定支撑作用。

图表7：2017-2019年新增木浆产能情况

公司名称	产能大小 (万吨)	项目情况	投产地区	预计投产时间
APP	140	阔叶浆	印度尼西亚	2017年6月投产
Fibria	195	阔叶浆扩产	巴西	2017年8月底投产，预计2020年达产195万吨
Mesta Fibre Aankoski	77	针叶浆扩产	芬兰	2017年9月投产
Severlogosky P&B	40		俄罗斯	2017年11月试车
SCA, Ostrand	47		瑞典	预计2018年2季度投产
太阳纸业	30	阔叶浆	老挝	预计2018年2季度投产
岳阳林纸	10		中国	预计2018年3季度投产
SAPPI	43			预计2019年2季度投产
STORA ENSO	43	43万吨溶解浆，其中18.5万吨硬木浆、24.5万吨软木浆	-	预计2019年下半年完工
晨鸣纸业	40	化学木浆	中国	未披露
亚太森博	130	转产溶解浆，一期30万吨、二期100万	中国	未披露

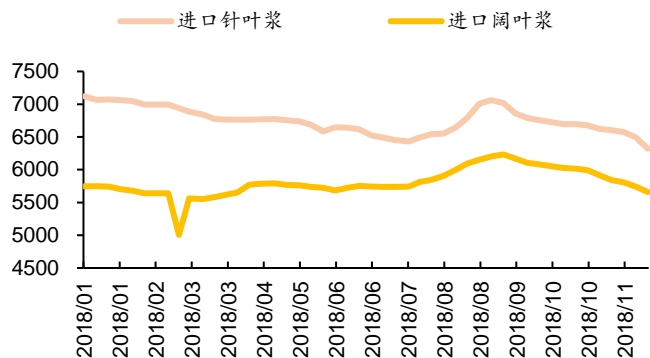
资料来源：RISI，华泰证券研究所

图表8：2018年部分木浆企业停产情况

公司	地区	纸种	停机天数	影响产能 (万吨)
-	北欧	针叶浆	-	7.5
-	北欧	阔叶浆	-	1.5
SCA	瑞典	针叶浆	22	2.6
SCA	瑞典	化机浆	22	0.6
Rottneros	瑞典	针叶浆	-	0.6
Fibria	巴西	桉木浆	-	5
Klabin	巴西	桉木浆	6	1.9
Klabin	巴西	桉木浆	6	0.7
-	巴西	桉木浆	11	30
Canfor (Taylor)	加拿大	化机浆	-	1.7
Alpac	加拿大	针叶浆	10	0.3
Alpac (Boyle)	加拿大	阔叶浆	10	1.5
合计影响产能				53.9

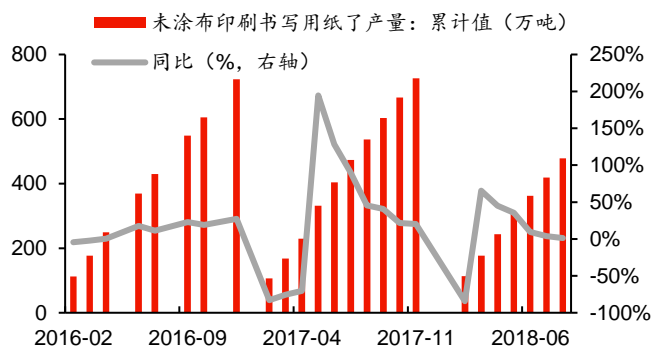
资料来源：RISI，华泰证券研究所

图表9： 主要原材料纸浆价格走势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

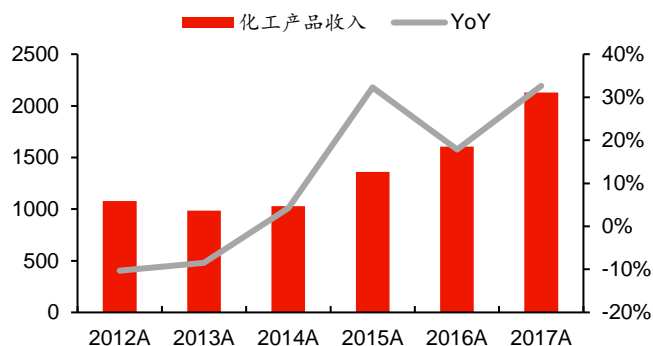
图表10： 未涂布印刷书写纸产量及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

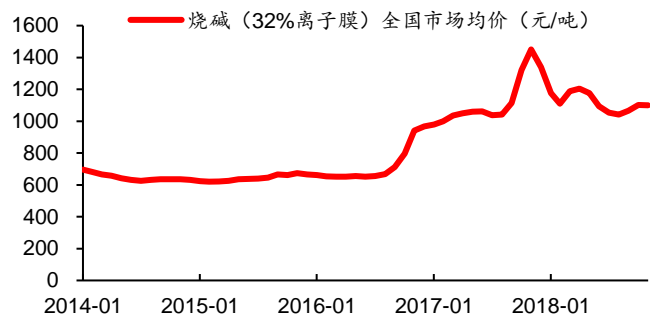
壮大优势产业，推进化工产业一体化发展。烧碱为公司化工业务主要产品，2016 年下半年开始受烧碱产能下降影响全国烧碱价格出现大幅上涨，但由于公司 2016 年化工产品均价下降 10%，使得化工业务毛利率下降 4.7pct 至 18.4%，化工业务收入增速较 2015 年同比下滑 14pct 至 18%。2017 年烧碱价格延续涨势，全年烧碱均价较 2016 年同比上涨 56%，公司化工产品均价相应上涨 45%，毛利率提升 6.2pct 至 24.6%，2017 年化工业务实现收入 21.3 亿元，占公司营收 16%。公司围绕原盐开采、产品深加工等价值链进行化工产业布局，2017 年公司年产 10 万吨苯胺项目和华泰清河年产 5 万吨丁苯胶乳项目顺利投产；此外，公司拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过 6.3 亿元用于精细化工有机合成中间体及配套项目，进一步提升公司化工产业优势。

图表11： 华泰股份化工产品收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： 烧碱（32%离子膜）全国市场均价



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做出如下假设：

1. 造纸业务：

1) 新闻纸方面，公司为新闻纸龙头，据公司年报，2017 年公司在新闻纸市占率约 30%，尽管目前行业景气度略有下行，但我们认为公司凭借品质及品牌优势，仍有望实现 2018-2020 年 59/58/58 万吨销量。价格方面，据卓创数据，今年以来新闻纸均价为 6100 元，2015-2017 年公司产品出厂均价低于市场不含税价格 10-15% 左右，因此我们预计公司 2018 年公司新闻纸均价为 4800 元/吨；后续考虑到印刷业景气度下行（新闻纸 2013-2017 年消费量 CAGR 为 -7%；2018 年前三季度印刷和记录媒介的复制业工业增加值累计同比增长 6%，较 2017 年末下滑约 4 个百分点），我们预计新闻纸均价将有所下降，预计 2019/2020 年公司新闻纸价格为 4400/4300 元/吨。公司新闻纸原料为废纸，2018 年受外废进口政策趋严影响，上半年废纸价格大幅上涨，5 月开始废纸价格出现回调，据 Wind 数据，2018 年初至 12 月 12 日国废黄板纸均价 2728 元/吨，较 2017 年均价上涨 33%，使得公司盈利受到一定压制；后续考虑到外废进口限制边际弱化及成品纸需求偏淡，我们预计后续废纸价格或将承压，但受行业景气度下行、纸价下跌影响，盈利或将走弱，我们预计公司新闻纸 2018-2020 年吨毛利分别为 404/337/137 元，对应毛利率分别为 8%/8%/3%。综上，我们预计公司新闻纸 2018-2020 年实现收入 28.3、25.5、24.9 亿元。

2) 文化纸及铜版纸：我们预计公司凭借较强的品牌优势，仍能维持当前销量水平，预计 2018-2020 年文化纸销量分别为 64/64/64 万吨；随着前期检修生产线恢复生产，预计铜版纸销量分别为 53/55/60 万吨。2018 年初至今文化纸均价较 2017 年上涨 7%，我们预计公司文化纸及铜版纸价格相应上涨至 5800 元/吨；同样考虑到下游印刷业景气度下行，我们预计 2019/2020 年文化纸及铜版纸价格下降至 5200/5100 元/吨。盈利方面，受制于需求整体偏弱，我们预计主要原材料木浆价格整体承压但下行空间有限，预计 2018-2020 年文化纸吨毛利分别为 900/824/754 元/吨，铜版纸吨毛利分别为 1253/1133/1063 元。综上，我们预计公司文化纸 2018-2020 年实现收入 37.0、33.2、32.5 亿元，铜版纸实现收入 30.7、28.6、30.6 亿元。

3) 包装纸：2016 年开始公司逐步将部分新闻纸生产线改产包装纸，使得公司包装纸产能提升，我们预计 2018-2020 年公司包装纸销量分别为 50/55/60 万吨。根据 Wind 数据，2018 年初至 12 月 12 日箱板纸均价为 5279 元，较 2017 年均价相比同比增长约 5%，因此我们预计公司 2018 年包装纸均价 4450 元/吨；后续考虑到包装纸产能释放带来供给端压力（据 RISI 数据，2018-2019 年预计包装纸新增产能 1400 万吨），我们预计公司 2019/2020 年包装纸价格将下降至为 3700/3600 元/吨。盈利方面，受行业景气度下行、纸价下跌影响，包装纸盈利走弱，预计 2018-2020 年公司包装纸业务吨毛利为 540/434/234 元/吨，对应收入分别为 22.3、20.4、21.6 亿元。

2. 溶解浆业务：公司溶解浆产能 15 万吨，我们预计 2018-2020 年维持现有产销水平，销量分别为 13/13/13 万吨。价格方面，溶解浆供需增长相对稳定，我们判断溶解浆价格逐步趋稳，预计 2018-2020 年为 5300 元/吨，考虑到制浆主要原材料烧碱等产品为公司自产，生产成本相对稳定，我们预计该业务毛利率分别为 8%、8%、8%。

3. 化工业务：公司化工业务主要以烧碱产品为主，2018 年烧碱价格维持高位震荡，年初至 12 月 12 日烧碱全国均价较 2017 年同比上涨 1%，预计公司化工产品价格略有上涨，我们预计 2018-2020 年产品均价分别为 1189、1248、1311 元/吨。同时，2017 年公司年产 10 万吨苯胺项目和华泰清河年产 5 万吨丁苯胶乳项目顺利投产，有望带来一定收入增量，考虑到后续化工产业布局有望逐步推进，我们预计 2018-2020 年公

司化工产品销量有望提升，分别为 216/249/286 万吨，对应收入 25.7、31.0、37.5 亿元。毛利率方面，公司具备黄河三角洲矿盐化工资源优势，为化工产品提供价格较为稳定的原材料资源，在成本端相对稳定、销售均价提升趋势下，我们预计 2018-2020 年毛利率分别为 27.4%、30.8%、34.1%。

根据模型测算，华泰股份 2018-2020 年收入同比增速分别为 15.6%、-2.5%、6.6%，销售毛利率分别为 16.3%、17.4%、16.9%。费用率方面，公司费用管控能力较好，2017 年销售费用率上行主要系支付液氯运费及处置费用增加所致，后续我们预计销售费用率将有所降低，预计 2018~2020 年分别为 4.5%/4.5%/4.0%，管理费用率稳定在 3%/3%/3%。根据模型，我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 8.53、9.49、10.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.73、0.81、0.88 元。

图表13： 华泰股份 2018-2020 年分业务收入预测

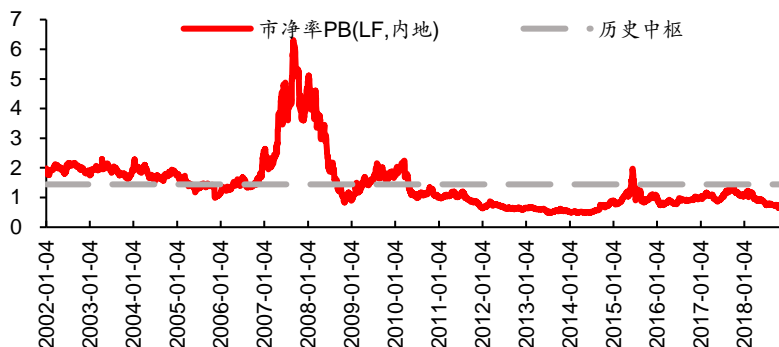
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
新闻纸销量 (万吨)	84	70	59	59	58	58
新闻纸均价 (元/吨)	3439	3431	4407	4800	4400	4300
新闻纸销售收入 (百万元)	2880	2407	2598	2830	2552	2494
新闻纸吨毛利 (元)	369	356	497	404	337	137
毛利率 (%)	11%	10%	11%	8%	8%	3%
文化纸销量 (万吨)	42	56	64	64	64	64
文化纸均价 (元/吨)	4399	4295	5127	5800	5200	5100
文化纸销售收入 (百万元)	1833	2395	3272	3701	3318	3254
文化纸吨毛利 (元)	485	524	757	900	824	754
毛利率 (%)	11%	12%	15%	16%	16%	15%
铜版纸销量 (万吨)	48	53	47	53	55	60
铜版纸均价 (元/吨)	3971	3806	5256	5800	5200	5100
铜版纸销售收入 (百万元)	1896	2010	2455	3074	2860	3060
铜版纸吨毛利 (元)	392	529	1,195	1,253	1,133	1,063
毛利率 (%)	10%	14%	23%	22%	22%	21%
包装纸销量 (万吨)	12	40	47	50	55	60
包装纸均价 (元/吨)	3523	3097	4320	4450	3700	3600
包装纸销售收入 (百万元)	428	1245	1952	2225	2035	2160
包装纸吨毛利 (元)	654	371	534	540	434	234
毛利率 (%)	19%	12%	13%	12%	12%	7%
溶解浆销量 (万吨)	12.0	12.0	13.0	13.0	13.0	13.0
溶解浆均价 (元/吨)	4,841	5,303	5,192	5,300	5,300	5,300
溶解浆销售收入 (百万元)	581	636	672	686	686	686
溶解浆毛利率 (%)	11%	10%	7%	8%	8%	8%
化工产品销量 (万吨)	157	206	188	216	249	286
化工产品均价 (元/吨)	868	779	1,132	1,189	1,248	1,311
化工产品销售收入 (百万元)	1,361	1,604	2,128	2,569	3,102	3,746
化工产品毛利率 (%)	23.1%	18.4%	24.6%	27.4%	30.8%	34.1%
其他业务收入 (百万元)	438	513	582	699	839	1,006
YoY	31.5%	17.1%	13.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	17.4%	19.2%	6.6%	10.0%	10.0%	10.0%
营业收入 (百万元)	9,417	10,810	13,659	15,784	15,392	16,407
YoY	1.7%	14.8%	26.4%	15.6%	-2.5%	6.6%
销售毛利率 (%)	13.1%	13.2%	16.1%	16.3%	17.4%	16.9%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

估值分析

截至2018年12月14日，公司2002年至今PB(LF)估值中枢为1.4x，当前股价对应PB(LF)为0.69x，低于历史估值平均水平。我们预计2018-2020年公司年归母净利润增速分别为26.6%、11.3%、8.4%；参考公司PB历史均值及可比公司PB水平，考虑到当前行业景气度下行、公司ROE低于可比公司，给予公司2019年0.72-0.75倍PB估值，对应合理价格区间5.21~5.42元，维持“增持”评级。

图表14：华泰股份PB(LF)走势及历史中枢



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15：可比公司估值对比（2018年12月14日，参考Wind一致性预测）

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	净利润(亿元)			PB		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600567.SH	山鹰纸业	3.25	148.55	28.72	33.18	38.31	1.04	0.86	0.71
002078.SZ	太阳纸业	6.02	156.07	25.08	29.50	33.26	1.24	1.02	0.84
000488.SZ	晨鸣纸业	5.92	147.50	39.84	45.17	50.13	0.56	0.49	0.44
平均值							0.95	0.79	0.66

资料来源：Wind，华泰证券研究所

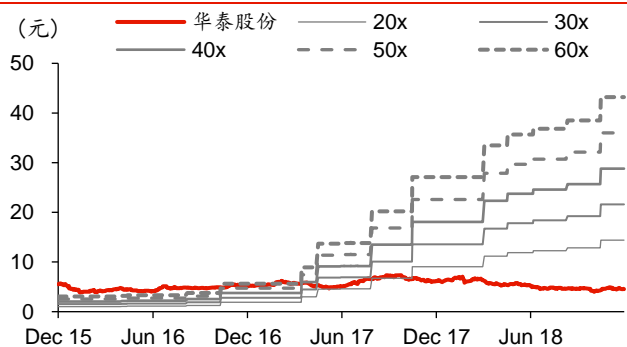
风险提示

非公开发行股票事项推进不及预期：若非公开发行股票事项推进不及预期，或将影响公司精细化工项目建设，进而影响到公司收入表现。

原材料成本大幅上涨：公司产品主要原材料为废纸、纸浆，若原材料大幅上涨将导致公司生产成本提升，盈利能力下行，进而影响到公司利润。

PE/PB - Bands

图表16：华泰股份历史PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17：华泰股份历史PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,457	5,664	7,312	8,523	10,123
现金	1,281	1,687	2,840	4,248	4,287
应收账款	2,571	1,989	2,190	2,076	2,360
其他应收账款	13.10	14.03	16.21	15.81	16.85
预付账款	479.84	764.04	880.30	847.27	485.61
存货	892.08	1,152	1,327	1,277	2,914
其他流动资产	219.27	59.03	59.03	59.03	59.03
非流动资产	9,436	8,607	7,868	7,188	6,434
长期投资	181.15	172.06	172.06	172.06	172.06
固定投资	8,263	7,558	6,843	6,189	5,458
无形资产	638.55	612.84	587.97	563.91	540.63
其他非流动资产	305.45	244.02	243.44	242.98	242.62
资产总计	14,893	14,272	15,180	15,712	16,556
流动负债	6,028	5,340	5,789	5,682	5,887
短期借款	3,231	2,251	2,251	2,251	2,251
应付账款	1,466	1,570	1,808	1,740	1,866
其他流动负债	1,330	1,520	1,729	1,690	1,770
非流动负债	2,146	1,571	1,571	1,571	1,571
长期借款	1,912	1,451	1,451	1,451	1,451
其他非流动负债	233.31	119.39	119.39	119.39	119.39
负债合计	8,174	6,911	7,359	7,252	7,458
少数股东权益	205.87	215.42	227.42	240.77	255.22
股本	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168
资本公积	2,244	2,244	2,244	2,244	2,244
留存公积	2,564	3,126	3,776	4,467	5,210
归属母公司股东权益	6,514	7,145	7,751	8,443	9,185
负债和股东权益	14,893	14,272	15,338	15,936	16,898

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,791	2,349	1,861	2,161	809.73
净利润	182.03	673.68	852.78	948.79	1,028
折旧摊销	1,075	995.19	1,020	1,043	1,067
财务费用	350.59	261.36	222.03	213.73	203.59
投资损失	10.75	(15.27)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	323.88	544.00	(99.20)	90.30	(1,355)
其他经营现金	(151.23)	(110.01)	(114.57)	(114.57)	(114.57)
投资活动现金	69.81	(312.08)	(282.16)	(282.16)	(282.16)
资本支出	(212.36)	(302.16)	(302.16)	(302.16)	(302.16)
长期投资	282.17	(9.91)	20.00	20.00	20.00
其他投资现金	(139.61)	624.16	564.33	564.33	564.33
筹资活动现金	1,860	2,037	1,579	1,879	527.57
短期借款	3,231	2,251	2,251	2,251	2,251
长期借款	1,912	1,451	1,451	1,451	1,451
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,283)	(1,665)	(2,124)	(1,823)	(3,175)
现金净增加额	3,721	4,074	3,157	3,758	1,055

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,810	13,659	15,784	15,392	16,407
营业成本	9,380	11,465	13,210	12,714	13,634
营业税金及附加	87.24	112.73	127.38	127.04	132.41
营业费用	385.11	618.77	715.05	697.30	661.23
管理费用	434.17	441.41	462.74	466.64	497.40
财务费用	350.59	261.36	222.03	213.73	203.59
资产减值损失	1.77	18.64	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.46	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(10.75)	15.27	20.00	20.00	20.00
营业利润	159.47	859.35	1,117	1,244	1,348
营业外收入	143.53	17.73	20.00	20.00	20.00
营业外支出	2.09	8.64	8.64	8.64	8.64
利润总额	300.92	868.43	1,129	1,255	1,359
所得税	120.93	185.19	270.88	301.20	326.25
净利润	179.98	683.24	857.78	953.79	1,033
少数股东损益	(2.05)	9.56	5.00	5.00	5.00
归属母公司净利润	182.03	673.68	852.78	948.79	1,028
EBITDA	1,598	2,016	2,289	2,430	2,549
EPS (元, 基本)	0.16	0.58	0.73	0.81	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.79	26.36	15.56	(2.48)	6.59
营业利润	217.21	438.88	30.02	11.31	8.40
归属母公司净利润	181.90	270.08	26.58	11.26	8.36
获利能力 (%)					
毛利率	13.22	16.06	16.31	17.40	16.90
净利率	1.68	4.93	5.40	6.16	6.27
ROE	2.79	9.43	11.00	11.24	11.19
ROIC	1.58	6.73	7.96	8.30	8.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.88	48.42	48.48	46.16	45.05
净负债比率 (%)	67.78	35.20	18.25	0.08	(0.35)
流动比率	0.91	1.06	1.26	1.50	1.72
速动比率	0.76	0.85	1.03	1.28	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.96	1.04	0.98	0.99
应收账款周转率	87.56	59.53	50.59	50.59	50.59
应付账款周转率	61.11	56.29	56.29	56.29	56.29
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.58	0.73	0.81	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	2.01	1.59	1.85	0.69
每股净资产(最新摊薄)	5.58	6.12	6.64	7.23	7.87
估值比率					
PE (倍)	28.93	7.82	6.17	5.55	5.12
PB (倍)	0.81	0.74	0.68	0.62	0.57
EV_EBITDA (倍)	5.36	4.25	3.74	3.52	3.36

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com