

塔牌集团 (002233)

证券研究报告

2019年11月11日

资产硬估值低，看好粤东龙头

(1) 需求稳定向好，新增供给有限

不同于其他区域易受外部干扰，内生供需关系是首要关注点。塔牌集团熟料产线主要分布在广东梅州蕉岭县、惠州龙门县，以及福建龙岩武平县，合计1163万吨熟料产能，对应1800万吨水泥产能。我们统计梅州、惠州、揭阳，熟料产能合计2880万吨，从产能角度看，公司熟料占比约40%。所处地带较多山区，运输成本是跨区受限的主要原因，例如梅州蕉岭县山地、丘陵、盆地的比例为6:3:1。受益于此，整体区域相对封闭，区域内部供需关系是影响价格的首要因素。我们分析的范围主要是广东梅州、惠州（可以辐射的大湾区范围）、潮汕、河源、以及福建龙岩。

从需求角度看，我们选择以下几个观察角度，①城镇化水平不及全区域平均，我们对比城镇常住人口/常住人口这一指标，2018年广东整体比例在70%，而梅州、惠州分别为50%、64%，尤其梅州显著低于平均水平。②交通运输的饱和程度，我们认为三个方面可以贡献增量，一是略显单薄的高铁网络，二是农村物流覆盖推动公路建设，三是惠州加速对接深圳。③地产方面，梅州、惠州近两年房地产开发投资增速较快，对接大湾区是下阶段惠州动力源。

从供给角度看，现有格局与新增产能是首要关注点。根据我们的梳理，梅州与龙岩整体熟料产线集中在蕉岭-武平-永定一带，梅州主要集中在龙门县，由于公司目标市场向东延伸深圳，因此与韶关和清远英德市场不重叠。

一些无法直观捕捉的供需关系可以由价格表达，价差是引起区域流动的主因，我们考虑运费后，区域内鲜有大幅价差，对距离较远的产线吸引力有限。因此，区域内市场格局相对稳定，叠加未来仍有增量，我们判断短期价格不会受到本地新增产能、外地产能溢出影响。

(2) 费用表率，现金充足，资产硬估值偏低

从短期角度，四季度以来公司所在区域多次提价，前期被雨水压制需求释放，考虑到今年春节早，赶工时间有限，需求释放更为集中，反映到价格表现更为直观。从长期角度，根据塔牌的产线布局分三方面看，一是重视大湾区，战略提出时间较短，前期交通建设会较为集中，惠州直接受益。二是粤东地区城镇化率偏低，短期地产与基建仍有较大空间。三是粤东地区短期新增产能、外来冲击均有限，塔牌直接竞争对手是中小企业，本地竞争力强劲。从估值与资产质量角度，公司在手现金充足，持续多年高分红回报股东股息率较高，未来资本开支稳定，无有息负债，资产结构持续改善，抗风险能力强。PB仅1.3X，无论是同行对比还是与公司历史比较，均处于较低水平。我们预计2019-2020年归母净利分别为15.8、18.9亿，对应PE分别为7.8、6.5X，PB分别为1.3X、1.2X，维持增持评级。

风险提示：雨水天气变化不及预期；农村需求变化不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,564.08	6,630.34	7,045.26	7,538.45	8,155.59
增长率(%)	25.76	45.27	6.26	7.00	8.19
EBITDA(百万元)	1,282.24	2,671.26	2,257.62	2,662.40	2,923.33
净利润(百万元)	720.98	1,723.11	1,581.90	1,892.81	2,101.43
增长率(%)	58.73	139.00	(8.20)	19.65	11.02
EPS(元/股)	0.60	1.45	1.33	1.59	1.76
市盈率(P/E)	17.02	7.12	7.76	6.48	5.84
市净率(P/B)	1.50	1.37	1.26	1.15	1.06
市销率(P/S)	2.69	1.85	1.74	1.63	1.50
EV/EBITDA	9.70	3.36	3.74	2.75	2.03

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	10.3元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,192.28
流通A股股本(百万股)	1,162.05
A股总市值(百万元)	12,387.74
流通A股市值(百万元)	12,073.70
每股净资产(元)	7.66
资产负债率(%)	13.19
一年内最高/最低(元)	13.79/9.48

作者

盛昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120002	
shengchangsheng@tfzq.com	
李阳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519060001	
yanglitf@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《塔牌集团-季报点评:业绩降幅收窄,四季度盈利边际向好》2019-10-22
- 《塔牌集团-半年报点评:盈利能力阶段承压,关注下半年需求情况》2019-08-06
- 《塔牌集团-年报点评报告:量价齐升,业绩实现高增长》2019-03-12



1. 需求稳定向好，新增供给有限

不同于其他区域易受外部干扰，内生供需关系是首要关注点。塔牌集团熟料产线主要分布在广东梅州蕉岭县、惠州龙门县，以及福建龙岩武平县，合计 1163 万吨熟料产能，对应 1800 万吨水泥产能。我们统计梅州、惠州、揭阳，熟料产能合计 2880 万吨，从产能角度看，公司熟料占比约 40%，潮州、汕头/尾并无熟料线分布，如果考虑龙岩 2542 万吨产能，塔牌在整体区域占比约 26%。

所处地带较多山区，运输建筑材料以公路为主，运输成本是限制跨区的主要原因，例如梅州蕉岭县山地、丘陵、盆地的比例为 6 : 3 : 1。受益于此，整体区域相对封闭，**区域内供需关系是影响价格的首要因素**。因此，关注焦点仍是区域内的供给与需求，也是最基础的分析思路。我们分析的范围主要是广东梅州、惠州（可以辐射的大湾区范围）、潮汕、河源、以及福建龙岩。

图 1：公司熟料产能分布在粤东地区及福建龙岩



资料来源：逛网，天风证券研究所

1.1. 三个角度看需求：增量明确，稳定向上

从需求角度看，我们选择以下几个观察角度，①**城镇化水平不及全区域平均**，我们对比城镇常住人口/常住人口这一指标，2018 年广东整体比例在 70%，而梅州、惠州分别为 50%、64%，尤其梅州显著低于平均水平。②**交通运输的饱和程度**，截止 2018 年，梅州每百平方公里公路密度为 116.07 公里，惠州 124 公里（广东平均为 121.20，全国平均为 50.48），梅州高速公路通车密度为 3.56 公里，惠州 6.68 公里（广东、福建、江苏平均为 3.9、4.12、4.48）。机场方面，2019 年揭阳潮汕机场扩建与惠州机场扩容基本可以完成。

交通运输上我们认为三个方面可以贡献增量，一是略显单薄的高铁网络，二是农村物流覆盖推动公路建设，三是惠州加速对接深圳。

- **高铁运输略显单薄**。2019 年 10 月梅州第一次通高铁，2019 年 9 月新建福建龙岩首条高铁。其中龙岩首条高铁属于龙岩至龙川段，其中龙岩至武平段经过武平县，武平目前 2 条熟料产线均属于塔牌集团，凭借距离优势有望直接受益新高铁开工。
- **农村建设与农村物流**。例如福建龙岩尚未“县县通城际公交”，建制村通客车率还未达 100%，因此 2019 年计划建设“四好农村路”示范路 3500 公里；此外，当地政府提出争取 2020 年实现全市农村物流网络节点基本全覆盖，城乡配送、物流园区建设等需求充足。
- **惠州加速对接深圳**。近日，广东省发改委发布《关于省政协十二届二次会议第 20190833 号提案答复的函》，提及“深圳考虑将深圳外环高速预留深惠机场高速接入

条件；惠州则将规划建设惠城至深圳高速公路，并同步加快推进深惠城际与深圳地铁线路的对接规划研究。”

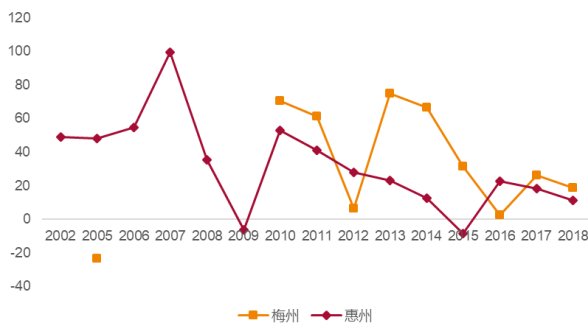
表 1：近期部分粤东铁路项目进展

项目名称	时间	项目概况
汕头至汕尾高铁	已于 2018 年 12 月宣布开工，2019 年全面开工，工期 4 年	向东经汕尾市陆丰市、揭阳市惠来县、汕头市潮南区、潮阳区、濠江区，穿越汕头湾之后引入既有汕头站
新建汕头至汕尾铁路站前工程	2019 年 9-10 月中标	新建汕头至汕尾铁路起自广汕铁路汕尾站，终至广梅汕铁路汕头站，正线全长 162.368km，含汕头地区相关配套工程，全部位于广东省境内。建设工期 4 年
新建龙岩至龙川铁路龙岩至武平段站前工程施工总价承包（ 龙岩首条高铁 ）	开工日期为：2019 年 09 月 28 日，竣工日期为：2023 年 09 月 27 日	新建龙岩至龙川铁路龙岩至武平段位于福建省境内，东起福建省龙岩市，途经上杭县、武平县进入广东省境内。项目总投资 85.6 亿元
赣深高铁	2019 年 10 月惠州阶段已全面施工，惠州北站也同步建设，计划 2021 年 6 月项目全线通车	在惠州设 3 个高铁站，分别为博罗北站、惠州北站、仲恺站，预计 2021 年建成。未来若与梅龙铁路连接，惠州与梅州之间将再添一条高铁
广汕高铁	2017 年 7 月宣布开工，将于 2022 年建成	广汕高铁自广州新塘站引出，设新塘、增城、罗浮山、博罗、惠城南、惠东南、赤石、汕尾站，设计时速为 350 公里车

资料来源：高铁网，天风证券研究所

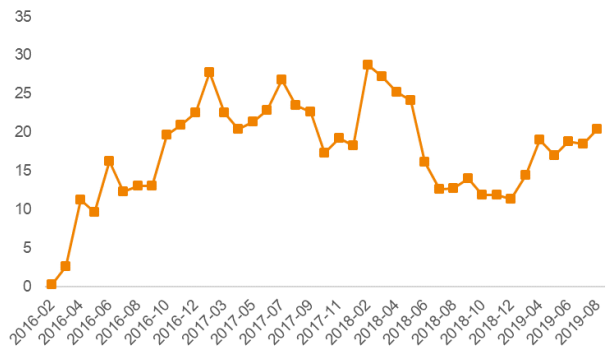
③地产方面，梅州、惠州近两年房地产开发投资增速较快，对接大湾区是下阶段惠州动力源。例如 2019 年 1-8 月，惠州房地产开发投资增速 20.4%，而 2016-18 全年增速分别为 22.5%、18.3%、11.3%，连续多年维持较快水平，我们认为下一个阶段惠州发展动力来自与深圳对接、与大湾区的深度融合。如上文所述，先打通交通通道（高速、地铁等），人员流动与商务往来随之而来，继而触发住宅、酒店、工业园区、办公楼等地产需求。

图 2：梅州、惠州房地产开发投资增速（%）



资料来源：choice，天风证券研究所

图 3：惠州房地产开发投资累计同比（月度累计，%）



资料来源：choice，天风证券研究所

1.2. 供给集中分布，新增影响有限

从供给角度看，现有格局与新增产能是首要关注点。根据我们的梳理，梅州与龙岩整体熟料产线较为集中在蕉岭-武平-永定一带，梅州主要集中在龙门县，受韶关新丰和清远英德

影响。百公里以上至少增加 50 元以上运费，没有覆盖运费的价差不足以吸引距离更远的产能流入。此外，新增产能投产时间具有较大不确定性，尤其是非上市公司，矿石资质、环评审核、到位资金等都会影响投产时效。**因此，短期内区域内市场格局相对稳定，叠加未来需求稳中有增，我们判断，一段时间内价格不会受到新增产能、外地产能溢出的影响。**

1.2.1. 梅州与龙岩

梅州合计 10 条熟料产线（包括即将投产的塔牌万吨线），其中 8 条分布在蕉岭县，剩余 2 条分别在梅县、平远县，蕉岭县产能在梅州占比 88%。塔牌在梅州拥有 542.5 万吨熟料产能，考虑到第二条万吨线有望年底投产，合计 852.5 万吨，均在蕉岭县，塔牌在梅州、蕉岭的占比分别为 56%、63%。

蕉岭县本地竞争对手包括梅盛伟业、龙腾、宁江，单线规模均在 4000t/d 以上，包含 3 条产线是 2013 年以后投产。

蕉岭周边梅州梅县、平远县有 2 条熟料线布局外，福建龙岩也会产生影响。龙岩市具备 2542 万吨熟料产能，武平县、永定区与广东交界，无水路运输，以蕉岭镇为中心，150 公里左右范围内的产线包括武平（2 条）、永定（4 条）、新罗区（10 条），其中，武平县 2 条均为塔牌所有。

新增产能方面，除塔牌二期有望年底投产外，根据现有环评文件，蕉岭县龙腾旋窑可能新建 130 万吨粉磨产能，梅盛伟业可能新投 1 个年产 150 万吨水泥粉磨站，永定新投 1 条 5000t/d 产线，考虑到建设周期与运距，预计短期冲击有限（中小企业粉磨站影响有限因为熟料资源限制）。

表 2：梅州熟料产线分布

企业名称	设计产能 (t/d)	地址	投产时间
广东塔牌集团股份有限公司蕉岭分公司（一期）	10000	广东省梅州市蕉岭县文福镇白湖村	2017/11/11
广东塔牌集团股份有限公司（二期）	10000	广东省梅州市蕉岭县文福镇	可能 2019 年 12 月
梅州市梅雁旋窑水泥有限公司	2000	广东省梅州市梅县区雁洋镇鸬鹚村	2004/7/22
梅州市塔牌集团蕉岭鑫达旋窑水泥有限公司	5000	广东省梅州市蕉岭县文福镇长隆村	2003/6/1
梅州金塔水泥有限公司（塔牌）	2500	广东省梅州市蕉岭县蕉华工业园新村	2006/5/31
梅州宁江水泥有限公司	4000	广东省梅州市平远县大柘镇田兴村	2009/1/11
梅州皇马水泥有限公司	2500	广东省梅州市蕉岭县新铺镇北方村	2006/1/1/16
梅州市梅盛伟业水泥有限公司（皇马）	4500	广东省梅州市蕉岭县新铺镇北方村	2017/12/8
梅州市蕉岭县龙腾旋窑水泥有限公司	4500	梅州市蕉岭县新铺镇油坑村	2013/6/1
梅州市蕉岭县龙腾旋窑水泥有限公司	4500	梅州市蕉岭县新铺镇油坑村	2017/1/1/1

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

1.2.2. 惠州

惠州合计 9 条熟料产线，其中 7 条分布在龙门县，剩余 2 条在博罗县，龙门县合计产能 961 万吨，在惠州占比 91%。塔牌在惠州拥有 2 条产线、279 万吨熟料产能，塔牌在龙门、惠州的占比分别为 29%、26%。

龙门县本地竞争对手包括光大水泥、华润水泥，其中光大拥有 4 条产线合计 589 万吨熟料产能，龙门本地占比 61%，单线规模均在 4500t/d 以上，投产时间在 2006 年以后。华润水泥仅 1 条 3000t/d 产线，为 2010 年收购的惠州环球。

惠州周边并不会受韶关与清远产能辐射影响，尽管韶关、清远部分产线距离龙门县 100-200 公里范围内，比如韶关市新丰县（鸿丰 2 条 5000t/d、2013 年投产的大线），以及清远市英德市熟料产能。因为对接深圳需求主要聚集东边地区，因此运输经济角度，龙门县产能更有距离优势，与韶关、清远市场并无较多重叠。

新增产能方面，韶关市预计一条 4500t/d 产线（南雄市彤置富水泥）可能投产，其他未见规划。

表 3：惠州熟料产线分布

企业名称	设计产能 (t/d)	地址	投产时间
惠州固力水泥集团有限公司博罗分公司	2500	广东省惠州市博罗县公庄镇鹤楼村双良车	2006/10/1
惠州固力水泥集团有限公司	600	广东省惠州市博罗县公庄镇尖石角	2003/10/1
惠州市光大水泥企业有限公司	5000	广东省惠州市龙门县龙华镇	2007/12/3
惠州市光大水泥企业有限公司	5000	广东省惠州市龙门县龙华镇	2006/8/1
惠州市光大水泥企业有限公司光华水泥厂	4500	广东省惠州市龙门县龙江镇罗洞村	2012/1/5
惠州市光大水泥企业有限公司光华水泥厂	4500	广东省惠州市龙门县龙江镇罗洞村	2012/8/1
华润水泥（惠州）有限公司	3000	广东省惠州市龙门县平陵镇隘子村	2005/9/29
惠州塔牌水泥有限公司	4500	广东省惠州市龙门县平陵镇长塘水库边	2008/9/1
惠州塔牌水泥有限公司	4500	广东省惠州市龙门县平陵镇长塘水库边	2006/6/1
合计	1057	万吨/年	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 4：惠州及广州周边部分产线距离图示



资料来源：逛网，天风证券研究所

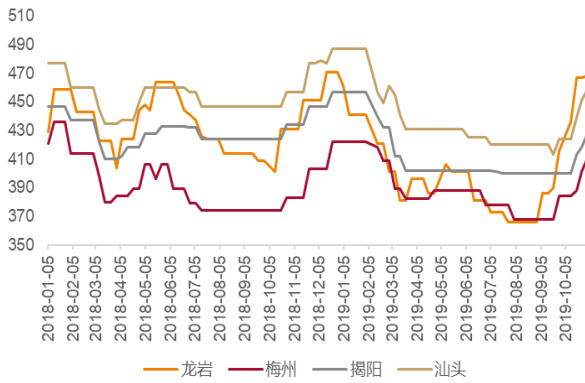
1.3. 价差不足以吸引更远产能长期、批量干扰

一些无法直观捕捉的供需关系由价格表达，价差是引起区域流动的主因，我们考虑运费后，区域内鲜有大幅价差，对距离较远的产线吸引力有限。以 42.5 为例，四季度至今福建龙岩 42.5 标号水泥参考价为 460 元/吨，而周边的梅州、汕头、揭阳价格分别为 396、443、415 元/吨，龙岩水泥价格均高于粤东地区，南下动力小。此外，汕头、揭阳等地无熟料产线，统计价格可能已经包含运费，距离与生产成本是竞争力关键。

再观察清远价格，四季度至今为 484、476 元/吨，广州均价为 505 元/吨，按照公路货运价约为 0.5-0.8 元/吨/公里计算，广州距离清远按 160 公里计算，吨运费约 80-128 元，价差仍然不足覆盖运费。

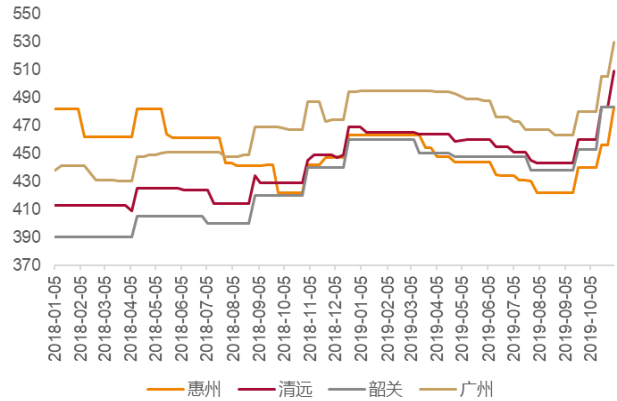
2018 年 12 月中旬价格达到阶段性高点，也对应当时“最旺”时刻，惠州与清远、韶关价格分别为 463、469、460 元/吨，价差不足以引起流动。2019 年 8 月是价格低点，惠州与清远、韶关价格分别为 422、443、438 元/吨，价差仍然偏小。这类情况下，在上述几个区域的中间点，可能惠州产线没有明显优势，但是大湾区带动的建设需求向东边延伸，距离惠州更近，惠州的优势将有所体现。

图 5：龙岩、梅州、揭阳、汕头价格差异



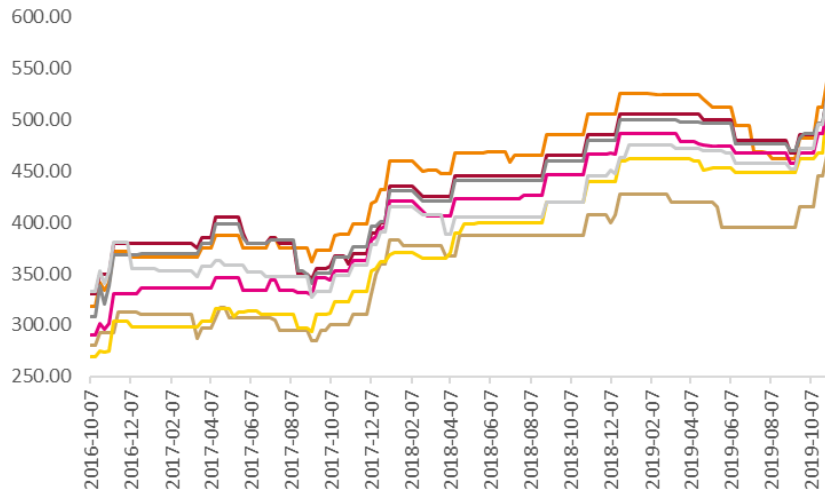
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：惠州、清远、韶关、广州价格差异



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：大湾区中广州、深圳、中山价格较为接近



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 费用表率，现金充足，资产硬估值偏低

我们对比上市水泥企业费用差异，塔牌较为突出的地方是费用显著低于同行，可以媲美龙头海螺。例如 2019 上半年，塔牌全口径下吨费用为 22 元，而海螺为 24 元，12 家上市公司平均为 41 元，公司显著低于可比上市公司平均。其中，财务与销售费用表现尤其靓丽。

- 吨财务费用为负，今年中期公司无短期借款、长期借款、应付债券（三季报同样无），在手现金 11 亿（三季报为 9 亿），银行存款带来利息收入增加导致财务费用为负。万吨线投产后，短期资本开支预期预计稳定，资产结构有望进一步优化。截止三季度末，资产负债率仅为 13.2%。显著低于同行。
- 吨销售费用为 5.6 元，可比上市公司平均为 13 元，仅西部水泥低于公司，与福建水泥、上峰水泥较为接近。
- 吨管理费用 17.3 元，低于上市公司平均 17%，与华新、上峰、万年青较为接近。

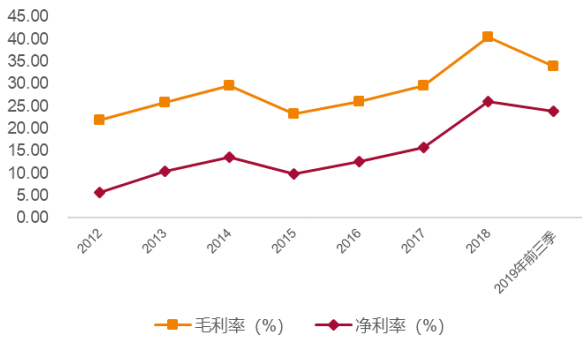
值得注意的是，上市公司是全国性/区域性龙头企业，各项指标大概率领先当地其他非上市企业，而塔牌费用显著低于上市公司整体，可以推测出各项指标将同样显著优于非上市企业。而我们在供需关系结构中提到，福建龙岩、梅州蕉岭、惠州龙门、清远英德、韶关新丰等地区的竞争主体主要是非上市企业。

表 4：2019 上半年塔牌集团各项费用显著优于可比上市公司平均（元）

	吨销售费用	吨管理费用	吨财务费用	吨费用
塔牌集团	5.6	17.3	-1.6	22
上市公司平均（12家 A/H 上市公司）	13	21	5	41
比行业比较	-58%	-17%	-132%	-47%

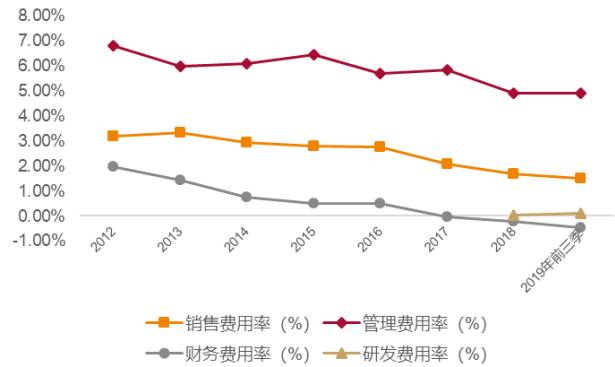
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：塔牌毛利率及净利率表现



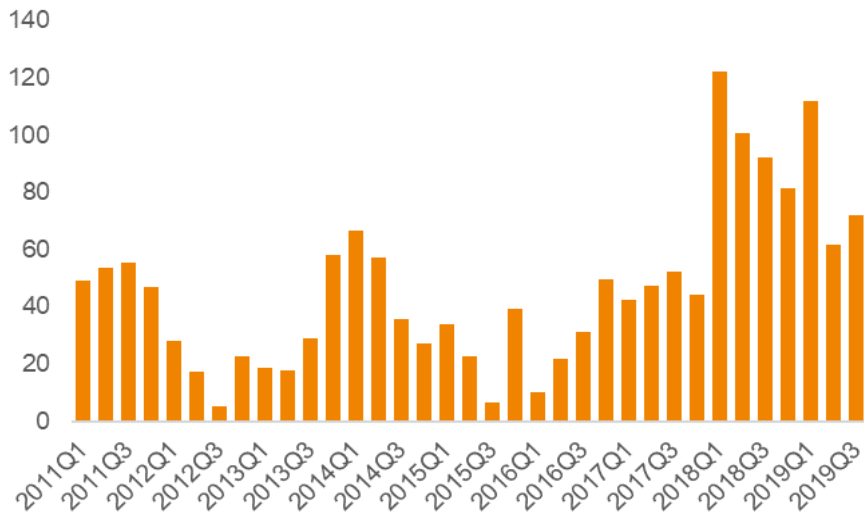
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：塔牌期间费用率表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：塔牌各季度吨净利变化情况（元）



资料来源：wind，天风证券研究所

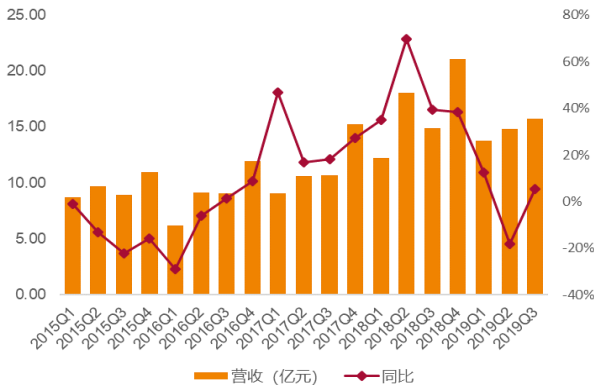
3. 投资建议

多雨天气对二季度量价影响严重。2019 年 4-8 月广东天气情况不利于公司经营，长时间多雨影响下游需求。我们以梅州蕉岭天气为例，2019 及 2018 年 4-8 月涉雨天数分别为：4 月（2019 年 21vs2018 年 11 天）、5 月（18vs14 天）、6 月（19vs20 天）、7 月（22vs20 天）、8 月（18vs26 天），主要是 4-5 月旺季被雨水耽搁明显，6-7-8 月有多雨惯例并且是一年中的小淡季。因此，价格环比、同比均大幅下滑，Q2 相比 Q1，龙岩（-26，表示下降 26 元），梅州（-22），揭阳（-33），惠州（-19），汕头（-34）；同比方面，龙岩（-53，表示下降 53 元），梅州（-8），揭阳（-25），惠州（-27），汕头（-25）。塔牌二季度收入、利润相应下滑，且幅度较大，Q2 收入下降 18%，扣非后归母净利下降 48%。

而 9 月以来，雨水天气显著减少，9 月（6 天 vs13 天）10 月（5 天 vs11 天），9 月粤东各

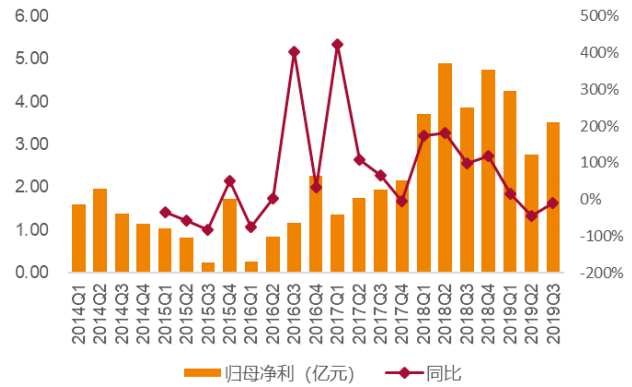
地基本都有一次 20 元提价，部分地区落实 2 次提价。经营情况同样回暖，三季度收入同比转正，微幅提高 5%，扣非后归母净利润下降 12.6%，降幅环比收窄。

图 11：塔牌单季收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：塔牌单季盈利情况



资料来源：wind，天风证券研究所

从短期角度，四季度以来公司所在区域多次提价，前期被雨水压制需求释放，考虑到今年春节早，赶工时间有限，需求释放更为集中，价格表现更为直观。例如珠三角 10 月 29 日开始第三轮价格上调，高标号上调 30 元/吨，11 月中旬将推动第四轮上涨，粤东也有上涨预期，10 月 28 日，惠州水泥价格公布上调 20 元/吨；11 月 8 日，福建部分地区水泥价格推动第六轮上调，幅度 30 元/吨。**库存方面**，龙岩当前水泥库存 50%，相比 8 月初的高点下降 35 个百分点，比去年同期下降 15 个百分点，粤东较近的英德水泥库存 45%，比 8 月高点下降 30 个百分点。**我们预计四季度业绩具备弹性，同理可推，在雨水正常的情况下，明年二季度业绩将有明显弹性。**

从长期角度，根据塔牌的产线布局分为三方面看，一是重视大湾区的建设意义，2017 年“粤港澳大湾区”概念首次写入总理政府工作报告上升为国家战略，提出时间较新，前期建设尤其是交通建设会较为集中，惠州直接受益，且惠州本地并无新增产能，公司与周边韶关、清远的市场并不重叠。二是粤东地区城镇化率偏低，短期地产与基建仍有较大空间，近两年高铁、高速等基建工程较多，塔牌在农村市场的品牌基础深厚。三是粤东地区短期新增产能、外来冲击均有限，公司直接竞争对手为本地中小企业，我们根据塔牌费用管控能力优于大部分上市龙头推测一定概率下同样优于本地非上市企业，塔牌在粤东本地竞争力强劲。

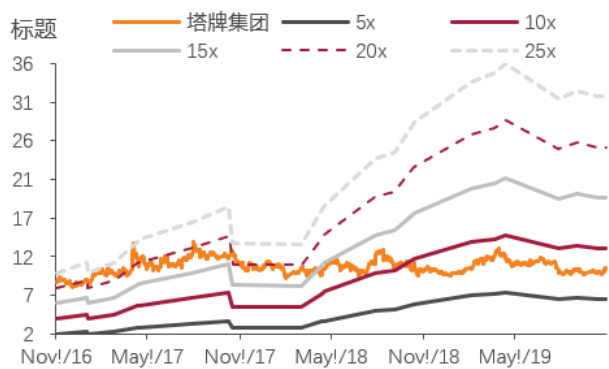
从估值与资产质量角度，公司在手现金充足，持续多年高分红回报股东股息率较高，未来资本开支稳定，无有息负债，资产结构持续改善，抗风险能力强。PB 仅 1.3X，无论是同行对比还是与公司历史比较，均处于较低水平。我们预计 2019-2020 年归母净利润分别为 15.8、18.9 亿，对应 PE 分别为 7.8、6.5X，PB 分别为 1.3X、1.2X，维持“增持”评级。

表 5：水泥同行各指标对比

	总市值(亿)	PE(TTM)	PB(MRQ)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
塔牌集团	123.88	8.11	1.36	1.92	4.82
平均值	477.54	6.86	1.79	1.42	4.91
海螺水泥	2,321.09	7.05	1.82	1.51	5.55
华新水泥	427.08	6.46	2.15	1.41	4.67
冀东水泥	193.23	7.61	1.51	1.01	4.74
上峰水泥	125.79	6.01	2.73	2.24	5.85
天山股份	110.75	6.68	1.2	1.54	4.91
祁连山	84.07	7.34	1.27	1.33	5.65
万年青	80.77	6.88	1.83	0.87	3

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所（市值截止 11 月 7 日）

图 13: 塔牌集团历史 PE Band



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 塔牌集团历史 PB Band



资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	997.06	1,472.05	2,572.97	3,687.22	5,082.01
应收票据及应收账款	418.41	155.41	814.71	268.00	311.88
预付账款	21.51	38.49	32.49	38.59	37.45
存货	468.21	527.21	639.80	548.10	752.25
其他	3,057.24	3,202.51	2,522.00	2,926.12	2,891.22
流动资产合计	4,962.43	5,395.68	6,581.97	7,468.03	9,074.81
长期股权投资	480.00	491.17	491.17	491.17	491.17
固定资产	2,686.83	2,860.23	2,878.63	2,858.29	2,801.72
在建工程	404.47	341.95	241.17	192.70	145.62
无形资产	655.41	655.38	621.15	586.93	552.71
其他	597.40	1,165.33	1,038.79	989.22	976.39
非流动资产合计	4,824.12	5,514.05	5,270.91	5,118.31	4,967.61
资产总计	9,792.24	10,942.92	11,867.70	12,604.25	14,064.39
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	793.97	985.25	901.76	1,129.27	1,017.02
其他	724.19	839.03	1,102.37	710.99	1,300.85
流动负债合计	1,538.16	1,824.28	2,004.12	1,840.26	2,317.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	66.05	135.87	93.39	98.44	109.23
非流动负债合计	66.05	135.87	93.39	98.44	109.23
负债合计	1,604.22	1,960.15	2,097.52	1,938.70	2,427.11
少数股东权益	7.43	7.09	8.34	9.81	11.27
股本	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28
资本公积	3,735.51	3,735.51	3,735.51	3,735.51	3,735.51
留存收益	6,912.27	7,777.36	8,569.57	9,463.47	10,433.74
其他	(3,659.47)	(3,729.48)	(3,735.51)	(3,735.51)	(3,735.51)
股东权益合计	8,188.02	8,982.76	9,770.19	10,665.55	11,637.28
负债和股东权益总	9,792.24	10,942.92	11,867.70	12,604.25	14,064.39

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	721.70	1,724.00	1,581.90	1,892.81	2,101.43
折旧摊销	340.08	423.85	176.60	183.03	187.88
财务费用	6.56	0.68	(35.90)	(55.56)	(77.83)
投资损失	(61.41)	(114.27)	(69.93)	(69.93)	(69.93)
营运资金变动	(1,496.21)	597.39	36.74	161.26	308.30
其它	1,440.75	(16.01)	(140.48)	43.81	20.54
经营活动现金流	951.47	2,615.64	1,548.92	2,155.42	2,470.39
资本支出	1,021.79	439.73	102.48	74.95	39.20
长期投资	391.10	11.17	0.00	0.00	0.00
其他	(4,108.70)	(2,467.94)	209.41	(172.75)	(61.44)
投资活动现金流	(2,695.81)	(2,017.04)	311.89	(97.80)	(22.24)
债权融资	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2,972.06	(56.11)	29.87	55.56	77.83
其他	(929.50)	(855.35)	(789.76)	(998.93)	(1,131.19)
筹资活动现金流	2,062.56	(911.46)	(759.89)	(943.37)	(1,053.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	318.22	(312.87)	1,100.92	1,114.25	1,394.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,564.08	6,630.34	7,045.26	7,538.45	8,155.59
营业成本	3,216.87	3,955.28	4,282.75	4,522.08	4,806.64
营业税金及附加	67.70	96.12	112.74	113.91	123.99
营业费用	94.04	108.90	133.86	143.23	154.96
管理费用	262.25	321.45	352.26	376.92	407.78
研发费用	2.90	3.07	4.23	4.52	4.89
财务费用	(2.22)	(13.90)	(35.90)	(55.56)	(77.83)
资产减值损失	10.05	15.40	6.53	10.66	10.86
公允价值变动收益	(11.89)	36.22	(141.80)	42.33	19.05
投资净收益	61.41	114.27	69.93	69.93	69.93
其他	(109.89)	(312.73)	143.74	(224.52)	(177.96)
营业利润	972.85	2,306.25	2,116.92	2,534.94	2,813.27
营业外收入	1.10	2.47	3.88	2.48	2.94
营业外支出	9.77	15.44	9.85	11.69	12.32
利润总额	964.18	2,293.28	2,110.96	2,525.73	2,803.89
所得税	242.47	569.28	527.74	631.43	700.97
净利润	721.70	1,724.00	1,583.22	1,894.30	2,102.92
少数股东损益	0.73	0.89	1.32	1.49	1.49
归属于母公司净利润	720.98	1,723.11	1,581.90	1,892.81	2,101.43
每股收益(元)	0.60	1.45	1.33	1.59	1.76

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.76%	45.27%	6.26%	7.00%	8.19%
营业利润	61.98%	137.06%	-8.21%	19.75%	10.98%
归属于母公司净利润	58.73%	139.00%	-8.20%	19.65%	11.02%
获利能力					
毛利率	29.52%	40.35%	39.21%	40.01%	41.06%
净利率	15.80%	25.99%	22.45%	25.11%	25.77%
ROE	8.81%	19.20%	16.20%	17.76%	18.08%
ROIC	17.77%	26.87%	26.18%	31.33%	35.87%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	16.38%	17.91%	17.67%	15.38%	17.26%
净负债率	-11.93%	-16.39%	-26.33%	-34.57%	-43.67%
流动比率	3.23	2.98	3.29	4.07	3.92
速动比率	2.93	2.69	2.97	3.77	3.60
营运能力					
应收账款周转率	12.84	23.11	14.52	13.93	28.13
存货周转率	10.75	13.32	12.07	12.69	12.54
总资产周转率	0.55	0.64	0.62	0.62	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.60	1.45	1.33	1.59	1.76
每股经营现金流	0.80	2.19	1.30	1.81	2.07
每股净资产	6.86	7.53	8.19	8.94	9.75
估值比率					
市盈率	17.02	7.12	7.76	6.48	5.84
市净率	1.50	1.37	1.26	1.15	1.06
EV/EBITDA	9.70	3.36	3.74	2.75	2.03
EV/EBIT	12.92	3.93	4.06	2.96	2.17

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