

顺鑫农业(000860)/饮料制造
从财务视角还原全面的顺鑫农业
评级: 买入(维持)

市场价格: 25.10

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

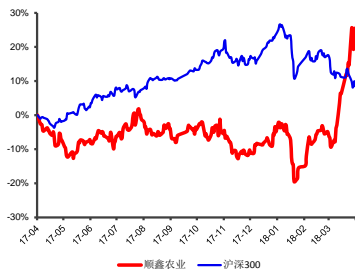
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	571
市价(元)	25.10
市值(百万元)	14,332
流通市值(百万元)	14,332

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 顺鑫农业(000860.SZ)_公司点评: 业绩加速释放, 市值仍被低估
- 2 顺鑫农业(000860.SZ)_年报点评: 白酒动销超预期, 更待改革的期权
- 3 顺鑫农业(000860.SZ)_跟踪报告: 白酒主业环比改善, 看涨期权价值凸显

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,197.23	11,733.84	12,882.49	14,060.82	15,434.46
增长率 yoy%	16.18%	4.79%	9.79%	9.15%	9.77%
净利润	412.57	438.37	580.41	784.91	999.49
增长率 yoy%	9.65%	6.25%	32.40%	35.23%	27.34%
每股收益(元)	0.72	0.77	1.02	1.38	1.75
每股现金流量	1.77	4.33	2.03	2.48	1.92
净资产收益率	6.12%	6.18%	8.86%	10.93%	12.52%
P/E	34.7	32.7	24.7	18.2	14.3
PEG	1.5	1.0	1.6	0.8	0.5
P/B	2.1	2.0	2.2	2.0	1.8

备注:

投资要点

- **核心观点:** 顺鑫农业是我们今年重点推荐标的, 近期市场表现抢眼, 年报和一季报业绩持续超预期不断强化推荐逻辑。公司业务包含酒肉和地产, 相对比较分散, 亦使得市场对公司认知不充分, 本篇报告旨在从财务视角重点剖析公司白酒和地产业务, 解答市场困惑点, 同时展现公司十足的业绩弹性。我们预计 2018 年公司白酒业务收入可达 80 亿元, 按照 2 倍 PS 估值(或者按照 10%最低净利率, 给予白酒 20 倍 PE); 房地产业务估计可收回 40 亿元, 肉制品业务小幅盈利, 暂不考虑, 公司市值亦被低估; 中长期来看, 低端酒龙头牛栏山成长空间广阔, 我们看好公司未来充足改善空间, 继续重点推荐。
- **剖析白酒业务:** 短期释放潜力十足, 长期发展空间广阔。1) **预收款:** 我们发现 2016-2017 年预收款与白酒收入占比快速提升, 反映渠道需求强于表现体现, 蓄水效应显著, 按照 2016 年两者比例关系, 我们测算 2017 年白酒合理收入约 76 亿元, 同比增长 36%, 按照 10%净利率推算净利润差额约 1.1 亿元。2) **盈利能力:** 2017 年白酒毛利率大幅下降 7.7pct, 根据我们对成本端的弹性测算, 原材料价格剧烈上涨是主要原因, 我们认为 2018 年有两点积极因素需要引起重视, 一是增值税改革对于低净利率的企业形成实质性利好, 我们测算增值税率由 17%下降至 16%后可增厚公司净利润超过 10%; 二是 2016-2017 年原材料价格处于上行周期, 2018 年以来价格已有向下趋势, 一旦成本拐头确立, 盈利能力将会逐步回升。3) **中长期发展:** 过去 5 年牛栏山销量复合增速达 15%, 远超行业平均水平, 当前已进入全国化加速增长期, 我们预计白酒收入将在 2018 年达到 80 亿元, 2019 年突破百亿大关。目前其在千亿规模的低端酒市场的市占份额仅为 6%, 在居民回归品质和品牌消费时代, 我们看好未来牛栏山逐步收割低端酒市场的充足发展潜力。
- **正视房地产业务:** 亏损只是表象, 内在价值可观。2016-2017 年公司房地产业务净利润分别为 -1.9 和 -2.2 亿元, 由于项目尚处于开发和未售阶段, 每年固定的财务费用是导致其亏损的主因。母公司报表显示, 2017 年其他应收款为 70.3 亿元, 其中 62 亿元来自房地产业务, 也就是说母公司为子公司房地产业务提供资金支持, 拖累了公司整体的盈利能力。我们认为公司有望在 2018 年推进改革进程, 国资委对企业的权限下放和更为市场化的考核制度值得期待, 非主业地产业务亦有望加速剥离, 届时财务费用将得到大幅缩减。公司房地产项目主要集中在北京、海南和包头三个城市,

我们认为北京和海南项目比较优质，未来销售后将有利可图。我们测算，假设包头项目投资额 11 亿元全部收不回，那么理论上母公司从房地产项目中仍可收回其他应收款 62 亿元中的 51 亿元，考虑到税费和手续费因素，我们估算公司房地产业务未来可收回 40 亿元现金。

- **怎么估值：分部估值法更为合理，市值仍被低估。**一直以来，公司估值被盈利偏弱的肉制品和房地产业务拖累，随着公司利润端加速释放和改革步伐的加快，压制公司估值的因素将逐步解除，届时有望迎来戴维斯双击机会。我们认为对顺鑫农业采用分部估值更为合理，参照 2015-2016 年的康师傅，当时由于行业原因导致激烈价格战，公司盈利能力出现明显下降，市值一度跌至 350 亿元，但公司在方便面行业的龙头地位不会改变，后续行业稳定下来盈利能力仍可回归正常水平，我们认为公司方便面业务（收入 235 亿元）和包装水业务的优势，当时市值是被低估的，后续市场亦逐步认识到这点。对于顺鑫农业，我们预计 2018 年公司白酒业务收入 80 亿元，按照 2 倍 PS 估值（或者按照 10% 最低净利率，给予白酒 20 倍 PE）；房地产业务估计可收回 40 亿元，肉制品业务小幅盈利，暂不考虑估值，当前公司亦具备高安全边际，我们看好公司未来充足改善空间。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计 2018-2020 年公司收入分别为 128.82、140.61、154.34 亿元，同比增长 9.79%、9.15%、9.77%；实现净利润分别为 5.80、7.85、9.99 亿元，同比增长 32.40%、35.23%、27.34%，对应 EPS 分别为 1.02、1.38、1.75 元。
- **风险提示：** 低端酒竞争加剧、改革进度低于预期、成本端继续上行。

内容目录

剖析白酒业务：短期释放潜力十足，长期发展空间广阔.....	- 4 -
预收账款：蓄水效应显著，合理收入增速更快.....	- 4 -
盈利能力：原材料价格上涨拖累毛利率，增值税+成本端下行抬升盈利弹性.....	- 5 -
中长期：牛栏山迎来加速增长期，未来市场份额提升空间充足.....	- 6 -
正视房地产业务：亏损只是表象，内在价值可观.....	- 7 -
财务费用是核心拖累，期待改革进程加快减轻费用负担.....	- 7 -
按照测算房地产项目可收回 40 亿元.....	- 7 -
怎么估值：分部估值法更为合理，市值仍被低估.....	- 8 -
投资建议：被低估的低端酒龙头，重申“买入”.....	- 9 -
风险提示.....	- 9 -

图表目录

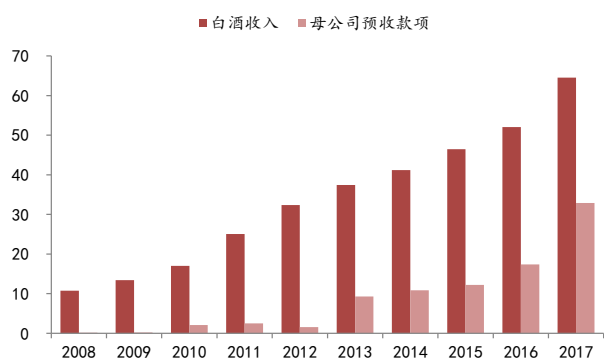
图表 1：过去 10 年白酒收入和预收款持续增长.....	- 4 -
图表 2：2016 起预收款与白酒收入占比迅速扩大.....	- 4 -
图表 3：根据预收款推算出 2017 年白酒合理收入增速达 36%.....	- 4 -
图表 4：2017 年玻璃均价上涨 38.8%.....	- 5 -
图表 5：2017 年瓦楞纸均价上涨 52%.....	- 5 -
图表 6：2017 年白酒业务毛利率下降 7.7pct.....	- 5 -
图表 7：白酒毛利率测算.....	- 5 -
图表 8：增值税改革对企业利润端的影响测算.....	- 6 -
图表 9：2016 年起公司白酒销量加速增长.....	- 6 -
图表 10：白酒收入在阜外市场快速增长.....	- 6 -
图表 11：2015 年起金种子酒收入持续下滑.....	- 7 -
图表 12：牛栏山在低端酒市场的份额仅为 6%.....	- 7 -
图表 13：每年房地产业务财务费用在 2 亿元左右.....	- 7 -
图表 14：母公司其他应收款主要来自房地产业务.....	- 7 -
图表 15：公司房地产项目一览.....	- 8 -
图表 16：2015 年底康师傅市值跌至 355 亿元.....	- 9 -
图表 17：公司市销率处于行业最低水平.....	- 9 -
图表 18：重点白酒公司估值对比.....	- 9 -
图表 19：顺鑫农业三大财务报表预测（单位：百万元）.....	- 10 -

剖析白酒业务：短期释放潜力十足，长期发展空间广阔

预收账款：蓄水效应显著，合理收入增速更快

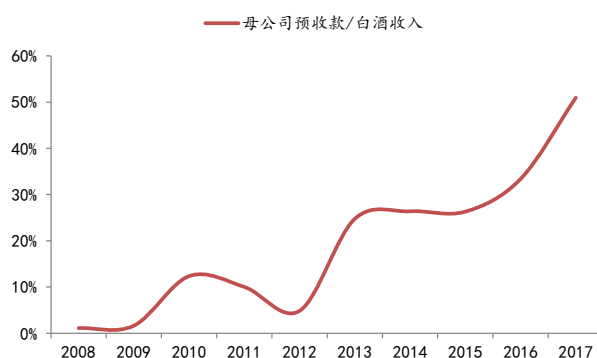
- 预收款与收入占比快速提升，反映渠道需求强于表观体现。**从母公司利润表来看，营业收入基本是酒和肉业务收入之和，说明母公司报表主要体现的是酒肉业务，由于肉类加工业务基本没有预收款（参考双汇），因此母公司预收款核心是白酒。我们看到过去 10 年白酒业务的预收款和收入持续增长，但两者比例在阶段性发生了显著变化，2013-2015 年预收款/收入稳定在 25% 左右，2016-2017 年大幅提升至 33% 和 51%，说明公司白酒产品的市场需求远好于报表数据，蓄水效应显著增强。

图表 1：过去 10 年白酒收入和预收款持续增长



来源：WIND、中泰证券研究所 单位：亿元

图表 2：2016 起预收款与白酒收入占比迅速扩大



来源：WIND、中泰证券研究所

- 2017 年白酒合理收入增速估计为 36%。**根据我们测算，2017 年的白酒合理预收款=2017 年白酒收入*2016 年母公司预收款/2016 年白酒收入=64.51*33.4%=21.53 亿元，因此 2017 年白酒合理收入=白酒收入+母公司预收款-白酒合理预收款=75.85 亿元，同比增速为 36.1%；按照 10% 的净利率推算，白酒净利润差额为 1.13 亿元。

图表 3：根据预收款推算出 2017 年白酒合理收入增速达 36%

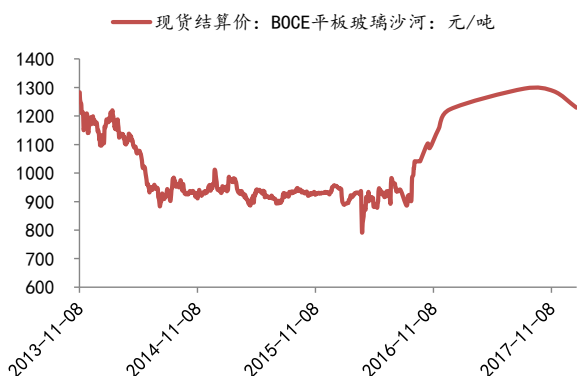
财务指标	2013	2014	2015	2016	2017
白酒毛利率%	60.35	57.30	62.12	62.59	54.86
白酒收入	37.44	41.2	46.48	52.04	64.51
增速		10.0%	12.8%	12.0%	24.0%
母公司预收款项	9.27	10.87	12.23	17.37	32.87
增速		17.3%	12.5%	42.0%	89.2%
母公司预收款/白酒收入	24.8%	26.4%	26.3%	33.4%	51.0%
合理预收				13.69	21.53
收入差额				3.68	11.34
合理收入				55.72	75.85
合理收入增速					36.1%
净利润差额=收入差额*10%					1.13

来源：WIND、中泰证券研究所 单位：亿元

盈利能力：原材料价格上涨拖累毛利率，增值税+成本端下行抬升盈利弹性

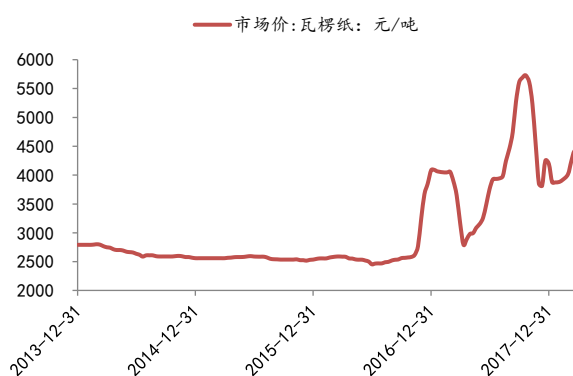
- 成本端大幅上涨是白酒业务毛利率显著下滑的核心原因。2017 年公司白酒毛利率为 54.86%，同比大幅下降 7.73pct，除了产品结构上的小幅变化，主要原因来自原材料价格的剧烈上涨。根据我们分析，2017 年玻璃和纸箱均价上涨 30%-50%，按照玻璃和纸箱占成本 50%测算，全年白酒毛利率约 54%，与报表端基本一致，可见成本端的变化对盈利能力的影响非常大。

图表 4：2017 年玻璃均价上涨 38.8%



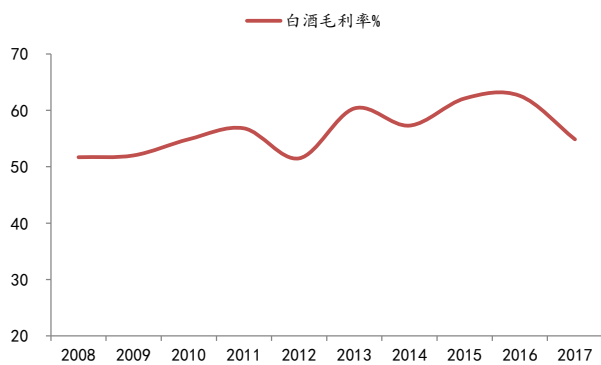
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 5：2017 年瓦楞纸均价上涨 52%



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 6：2017 年白酒业务毛利率下降 7.7pct



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 7：白酒毛利率测算

	2016	2017
玻璃均价	930.59	1291.50
增幅		38.8%
纸箱均价	2678.14	4070.70
增幅		52.0%
玻璃成本占比	30.0%	41.6%
纸箱成本占比	20.0%	30.4%
其他成本占比	50.0%	50.0%
毛利率	62.6%	54.3%

来源：WIND、中泰证券研究所

- 减税政策+成本端拐头，白酒盈利能力有望加速回升。对于 2018 年白酒盈利能力，我们认为有两点积极因素需要重视，一是增值税改革对于低净利率的企业形成实质性利好，我们测算增值税率由 17%下降至 16%后可增厚公司净利润超过 10%；二是 2016-2017 年原材料价格处于上行周期，2018 年以来价格已有拐头向下趋势，一旦成本拐头确立，盈利能力将会逐步回升。

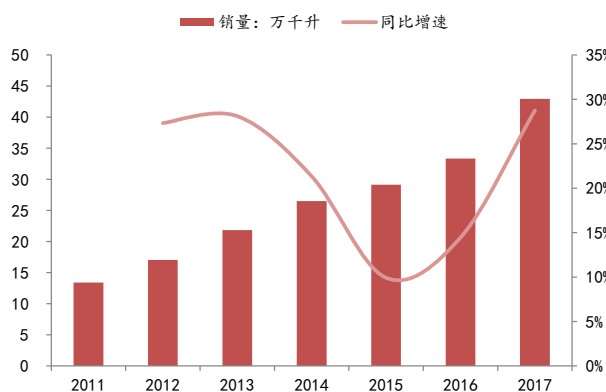
图表 8: 增值税改革对企业利润端的影响测算

	收入	成本	原材料占比	增值税节省额	所得税	净利润增厚额	净利润	净利润增厚比例
顺鑫农业	11,734	7,753	60%	71	18	53	442	12.01%
华润啤酒	29732	19703	60%	179	45	134	1176	11.42%
青岛啤酒	26277	15622	67%	158	40	119	1382	8.60%
伊利股份	52,127	32,359	86%	243	61	182	4,939	3.69%
安琪酵母	5,776	3,602	58%	37	9	28	893	3.09%
双汇发展	50,447	40,907	80%	177	44	133	4,511	2.95%
海天味业	14,584	7,921	83%	80	20	60	3,531	1.70%
贵州茅台	58,218	5,940	59%	547	137	410	29,006	1.41%

来源: WIND、中泰证券研究所 单位: 百万元

中长期: 牛栏山迎来加速增长期, 未来市场份额提升空间充足

- **牛栏山在全国放量增长驱动收入提速。** 低端酒基本不受三公消费影响, 过去 5 年牛栏山销量复合增速达 15%, 远超行业平均水平, 多年耕耘使其逐步成长为全国化品牌。2017 年白酒销量增速加快至 29%, 已在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场, 其中福建、新疆等新兴市场收入增速达 50% 以上, 长三角市场收入增速达 70% 以上, 我们预计目前阜外市场收入占比提升至接近 70%。根据渠道反馈, 2018 年公司规划白酒收入增速为 20%, 全年收入料将达到 80 亿元, 按照目前的良好发展势头, 2019 年白酒收入有望突破百亿大关。

图表 9: 2016 年起公司白酒销量加速增长


来源: WIND、中泰证券研究所

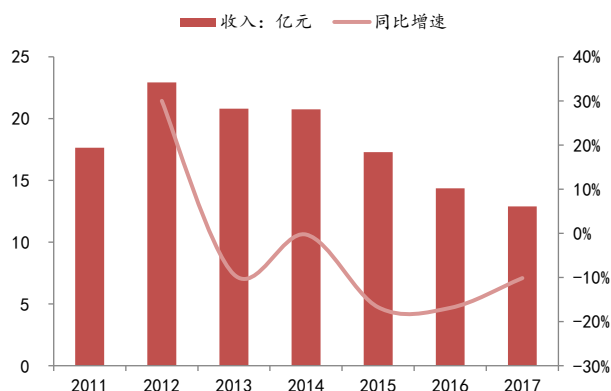
图表 10: 白酒收入在阜外市场快速增长

区域	2016	2017	2018目标	备注
北京	19.5	20.0		个位数增长
江浙沪	4.0	7.0	12	增速70%以上
京东	4.0	7.5		增速80%以上
河南		5.0		
河北		4.8		
山东		4.0		
内蒙	2.7	2.4		略有下滑
广东	1.2	1.8	3	增速50%
陕西	1.2	1.7	4	增速42%
山西		0.8		
福建				增速50%以上
新疆				增速50%以上
全国	52.0	64.5	20%增长	18个省过亿

来源: WIND、中泰证券研究所 单位: 亿元

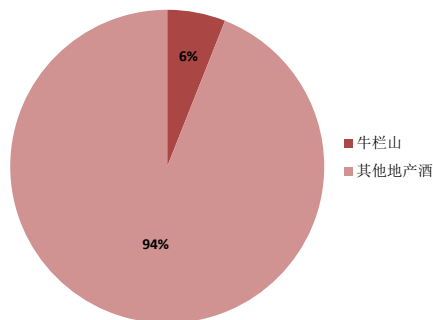
- **中长期来看, 牛栏山在低端酒的市场份额仍具备充足提升空间。** 白酒行业 50 元以下的低端酒有千亿元规模, 销量占白酒行业约 70%, 主要以地产酒和散酒为主, 尽管此价格带消费升级趋势偏弱, 但长期来看需求量是比较稳定的。随着大众消费诉求回归品质和品牌, 我们看到许多低端酒品牌逐步萎缩甚至淘汰, 不乏上市酒企金种子酒, 过去几年收入持续下滑, 渠道反馈牛栏山对其基地市场阜阳亦有较大冲击。我们认为终端价在 15 元左右的大单品牛栏山 (陈酿) 性价比优势首屈一指, 目前其在低端酒中的市占率约 6%, 看好未来牛栏山逐步收割低端酒市场的充足发展潜力。

图表 11: 2015 年起金种子酒收入持续下滑



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 12: 牛栏山在低端酒市场的份额仅为 6%



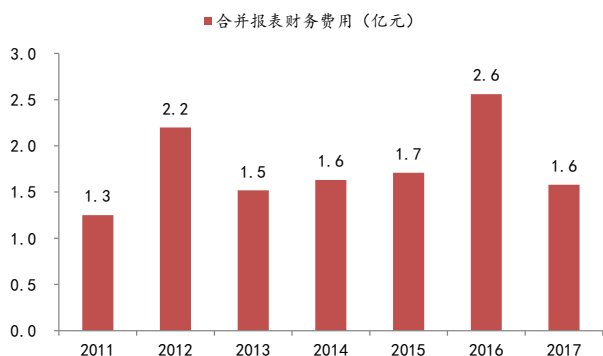
来源: WIND、中泰证券研究所

正视房地产业务: 亏损只是表象, 内在价值可观

财务费用是核心拖累, 期待改革进程加快减轻费用负担

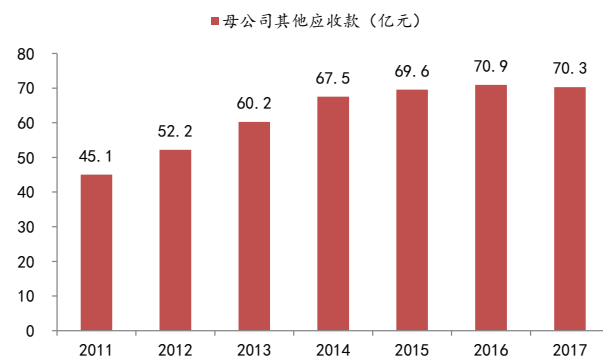
- 每年房地产业务财务费用约 2 亿元, 期待改革推进改善费用压力。公司房地产业务主要是北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司, 2016-2017 年净利润为-1.9 和-2.2 亿元, 由于项目仍处于开发和未售阶段, 每年固定的财务费用导致其亏损。分析母公司报表, 我们可以看到 2017 年其他应收款为 70.3 亿元, 其中 62 亿元来自房地产业务, 也就是说母公司为子公司房地产业务提供资金支持, 拖累了公司整体的盈利能力。我们认为公司有望在 2018 年推进改革进程, 国资委对企业的权限下放和更为市场化的考核制度值得期待, 非主业的房地产业务亦有望加速剥离, 财务费用将得到大幅缩减。

图表 13: 每年房地产业务财务费用在 2 亿元左右



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 14: 母公司其他应收款主要来自房地产业务



来源: WIND、中泰证券研究所

按照测算房地产项目可收回 40 亿元

- 房地产项目相对优质, 我们测算可收回 40 亿元。根据公司年报来看, 公司房地产项目主要集中在北京、海南和包头三个城市, 考虑到当前房价表现和未来城市规划, 我们认为北京和海南项目是比较优质的, 未来销售后将有利可图。因此, 我们假设包头项目投资额 11 亿元全部收不回,

那么理论上母公司从房地产项目中仍可收回其他应收款 62 亿元中的 51 亿元，考虑到税费和手续费因素，我们认为公司房地产业务未来可收回 40 亿元现金。

图表 15：公司房地产项目一览

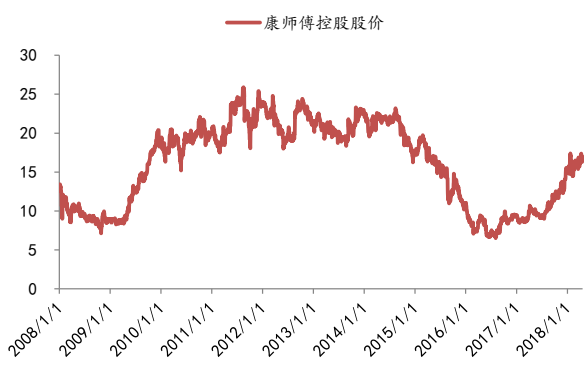
开发产品（亿元）					
项目名称	最近一期竣工时间	期初余额	本期借方	本期贷方	期末余额
海南项目	2016年12月	4.02		0.58	3.44
包头顺鑫望潮苑	2016年5月	8.95	0.41		9.37
商务中心项目	2017年8月	9.10	1.30	0.38	10.03
牛栏山下坡屯项目	2015年6月	0.65		0.03	0.62
合计		22.73	1.72	0.99	23.45
开发成本（亿元）					
项目名称	开工时间	预计下批竣工时间	预计投资总额	期初余额	期末余额
小店项目		待定		1.46	1.46
商务中心项目	2012年3月	待定	20.25	0.57	1.21
牛栏山下坡屯项目	2012年2月	待定	55.00	25.72	28.29
海南项目	2012年1月	待定	7.65	0.70	0.96
包头顺鑫望潮苑	2009年8月	待定	11.00	0.40	0.35
鑫泽园		待定	8.80	1.57	1.58
合计			102.71	30.43	33.86

来源：公司年报、中泰证券研究所

怎么估值：分部估值法更为合理，市值仍被低估

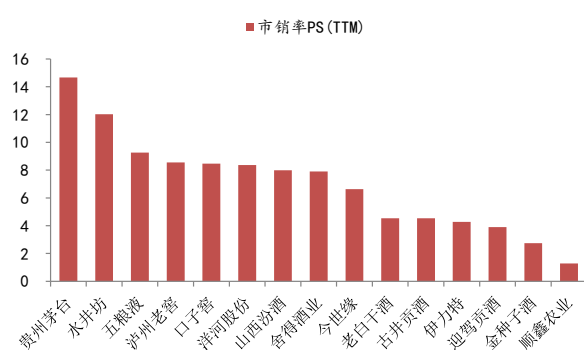
- 压制估值的因素逐步消除，被显著低估的低端酒龙头。一直以来，公司估值被盈利偏弱的肉制品和房地产业务拖累，随着公司利润端加速释放和改革步伐的加快，压制公司估值的因素将逐步解除，届时有望迎来戴维斯双击机会。我们认为对顺鑫农业采用分部估值更为合理，参照 2015-2016 年的康师傅，当时由于行业原因导致激烈价格战，公司盈利能力出现明显下降，市值一度跌至 350 亿元，但公司在方便面行业的龙头地位不会改变，后续行业稳定下来盈利能力仍可回归合正常水平，我们认为公司方便面业务（收入 235 亿元）和包装水业务的优势，当时市值是被低估的，后续市场亦逐步认识到这点。对于顺鑫农业，我们预计 2018 年公司白酒业务收入 80 亿元，按照 2 倍 PS 估值（或者按照 10% 最低净利率，给予白酒 20 倍 PE）；房地产业务估计可收回 40 亿元，肉制品业务小幅盈利，暂不考虑估值，当前公司亦具备高安全边际，我们看好公司未来充足改善空间。

图表 16: 2015 年底康师傅市值跌至 355 亿元



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 17: 公司市销率处于行业最低水平



来源: WIND、中泰证券研究所

投资建议: 被低估的低端酒龙头, 重申“买入”

- 投资建议: 重申“买入”评级。**我们调整盈利预测, 预计 2018-2020 年公司收入分别为 128.82、140.61、154.34 亿元, 同比增长 9.79%、9.15%、9.77%; 实现净利润分别为 5.80、7.85、9.99 亿元, 同比增长 32.40%、35.23%、27.34%, 对应 EPS 分别为 1.02、1.38、1.75 元。

图表 18: 重点白酒公司估值对比

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
贵州茅台	670.26	8418.5	13.31	21.56	29.74	33.7	31.1	22.5	买入
五粮液	69.63	2643.2	1.79	2.34	3.21	38.9	29.8	21.7	买入
泸州老窖	60.49	848.1	1.37	1.80	2.51	44.2	33.6	24.1	买入
洋河股份	112.00	1687.8	3.87	4.38	5.35	28.9	25.6	20.9	买入
古井贡酒	60.85	306.7	1.65	2.25	3.01	36.9	27.0	20.2	买入
山西汾酒	53.77	465.6	0.70	1.09	1.73	76.8	49.3	31.1	买入
口子窖	45.06	270.4	1.31	1.69	2.17	34.4	26.7	20.8	买入
水井坊	45.03	220.2	0.46	0.79	1.44	97.9	57.0	31.3	买入
沱牌舍得	37.31	125.7	0.24	0.54	1.38	155.5	69.1	27.0	买入
顺鑫农业	25.10	143.3	0.72	0.77	1.02	34.9	32.6	24.6	买入
伊力特	18.19	80.2	0.63	0.80	1.03	28.9	22.7	17.7	买入
老白干酒	23.75	104.0	0.25	0.37	1.07	95.0	64.2	22.2	买入

来源: WIND、中泰证券研究所

风险提示

- 低端酒竞争加剧。**低端酒市场品牌众多, 竞争异常激烈, 未来不排除该价位产品竞争态势进一步加速的可能, 因此公司产品的全国化扩张进程可能会受到一定影响。
- 改革进度低于预期。**随着主业白酒的加速发展, 公司核心管理层更换为国企改革提供了良好窗口, 但改革的推进节奏仍存在不达预期的可能, 因此房地产剥离速度也会受到牵制, 财务费用将继续承压。

- **成本端继续上行。**过去两年原材料价格大幅上涨，目前价格进入平稳趋势，但突出贸易战以及大宗商品的供需不确定性，若成本端继续上行将会继续影响企业盈利能力。

图表 19: 顺鑫农业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

	11,197.2	11,733.8	12,882.5	14,060.8	15,434.5	成长性					
营业收入	11,197.2	11,733.8	12,882.5	14,060.8	15,434.5	成长性					
减: 营业成本	7,329.6	7,753.4	8,152.3	8,651.5	9,235.8	营业收入增长率	16.2%	4.8%	9.8%	9.1%	9.8%
营业税费	1,279.2	1,292.9	1,468.6	1,602.9	1,759.5	营业利润增长率	-1.7%	16.3%	32.9%	34.9%	27.2%
销售费用	1,223.2	1,149.6	1,339.8	1,490.4	1,697.8	净利润增长率	9.6%	6.3%	32.4%	35.2%	27.3%
管理费用	756.0	800.4	901.8	1,012.4	1,157.6	EBITDA增长率	8.0%	2.7%	19.8%	23.1%	18.5%
财务费用	256.5	157.7	147.8	135.5	104.3	EBIT增长率	10.4%	-1.0%	24.9%	28.5%	21.9%
资产减值损失	-8.9	35.9	30.0	30.0	30.0	NOPLAT增长率	25.9%	-12.0%	25.1%	28.5%	21.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	-1.6%	-4.7%	-6.3%	0.2%
投资和汇兑收益	186.4	94.8	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	23.9%	4.5%	-7.4%	9.6%	11.2%
营业利润	548.2	637.6	847.3	1,143.1	1,454.5	利润率					
加: 营业外净收支	-3.6	-0.6	-3.7	-2.3	-1.9	毛利率	34.5%	33.9%	36.7%	38.5%	40.2%
利润总额	544.6	637.1	843.5	1,140.7	1,452.6	营业利润率	4.9%	5.4%	6.6%	8.1%	9.4%
减: 所得税	119.9	194.7	257.8	348.6	443.9	净利率	3.7%	3.7%	4.5%	5.6%	6.5%
净利润	412.6	438.4	580.4	784.9	999.5	EBITDA/营业收入	8.9%	8.7%	8.7%	10.7%	11.6%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.2%	6.8%	7.7%	9.1%	10.1%
货币资金	4,139.0	5,095.7	5,153.0	5,624.3	6,173.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	94	99	85	73	61
应收帐款	226.4	117.5	452.3	133.7	459.0	流动营业资本周转天数	148	134	120	106	95
应收票据	164.5	313.8	54.9	405.0	120.3	流动资产周转天数	388	413	428	403	395
预付帐款	468.9	215.5	845.9	161.8	869.4	应收帐款周转天数	9	5	8	8	7
存货	7,798.9	7,817.1	10,063.3	8,110.5	11,309.4	存货周转天数	247	240	250	233	226
其他流动资产	302.2	281.0	194.4	259.2	244.9	总资产周转天数	542	556	551	510	487
可供出售金融资产	51.7	19.1	19.1	19.1	19.1	投资资本周转天数	269	254	224	194	171
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	6.2%	8.9%	10.9%	12.5%
投资性房地产	48.5	41.0	41.0	41.0	41.0	ROA	2.4%	2.4%	2.8%	4.2%	4.4%
固定资产	3,283.3	3,152.8	2,940.5	2,728.3	2,516.0	ROIC	7.5%	6.6%	8.4%	11.3%	14.7%
在建工程	238.1	303.6	303.6	303.6	303.6	费用率					
无形资产	791.9	771.5	751.6	731.8	712.0	销售费用率	10.9%	9.8%	10.4%	10.6%	11.0%
其他非流动资产	321.2	283.5	237.8	238.5	238.5	管理费用率	6.8%	6.8%	7.0%	7.2%	7.5%
资产总额	17,834.6	18,412.0	21,057.5	18,756.7	23,007.0	财务费用率	2.3%	1.3%	1.1%	1.0%	0.7%
短期债务	3,171.0	3,400.0	4,531.6	3,836.9	3,552.7	三费/营业收入	20.0%	18.0%	18.5%	18.8%	19.2%
应付帐款	570.3	337.4	687.8	389.3	741.6	偿债能力					
应付票据	1,000.0	-	967.3	258.3	940.2	资产负债率	61.8%	61.3%	68.7%	61.4%	65.1%
其他流动负债	2,967.4	4,436.1	5,774.9	4,605.6	7,313.1	负债权益比	161.4%	158.3%	219.2%	159.4%	186.1%
长期借款	821.4	789.2	-	-	-	流动比率	1.70	1.69	1.40	1.62	1.53
其他非流动负债	2,483.0	2,322.1	2,499.0	2,434.7	2,418.6	速动比率	0.69	0.74	0.56	0.72	0.63
负债总额	11,013.1	11,284.9	14,460.7	11,524.8	14,966.2	利息保障倍数	3.14	5.05	6.73	9.44	14.95
少数股东权益	76.4	38.7	44.1	51.3	60.5	分红指标					
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6	DPS (元)	0.10	0.15	0.20	0.28	0.35
留存收益	5,174.5	5,517.8	5,982.2	6,610.1	7,409.7	分红比率	13.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,821.5	7,127.2	6,596.8	7,232.0	8,040.7	股息收益率	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%	1.7%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	424.7	442.4	580.4	784.9	999.5	EPS (元)	0.72	0.77	1.02	1.38	1.75
加: 折旧和摊销	231.1	253.5	232.1	232.1	232.1	BVPS (元)	11.82	12.42	11.48	12.58	13.99
资产减值准备	-8.9	35.9	-	-	-	PE (X)	34.7	32.7	24.7	18.2	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	2.1	2.0	2.2	2.0	1.8
财务费用	275.0	203.4	147.8	135.5	104.3	P/FCF	24.5	13.9	12.8	23.0	19.3
投资收益	-186.4	-94.8	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	12.1	4.0	5.3	7.2	9.2	EV/EBITDA	13.3	12.4	12.7	9.6	7.6
营运资金的变动	-893.3	1,063.4	200.4	260.6	-244.2	CAGR (%)	23.1%	31.6%	15.2%	23.1%	31.6%
经营活动产生现金流量	1,008.2	2,470.9	1,161.1	1,415.3	1,095.9	PEG	1.5	1.0	1.6	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	35.1	-90.7	5.0	5.0	5.0	ROIC/WACC	0.9	0.8	1.0	1.4	1.8
融资活动产生现金流量	-401.0	-423.4	-1,108.8	-949.0	-551.4	REP	1.7	1.9	2.0	1.4	1.0

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。