

伟星新材 (002372)

证券研究报告

2018年07月27日

PPR 龙头业绩稳健，竞争力长期看好

公司近期发布业绩快报，显示 2018 上半年实现总营收 18.87 亿元，同比增长 18.39%，归母净利润 3.86 亿元，同比增长 23.61%。总股本因转股方案增至 13.11 亿股。公司业绩符合预期。以此推出二季度公司总营收 12.24 亿元，同比增长 17%，归母净利润 2.78 亿元，同比增长 21.4%。

PPR 龙头稳健增长，经营环境承压竞争能力凸显

今年企业经营环境与去年相比，主要新增两方面压力，一是地产为代表的需求下行压力较大，精装房推动地产集采促使装修材料公司商业模式选择。二是原油涨价原材料成本上行压力较大。同时，消费建材行业固有“大行业小公司”的竞争压力依然存在。一方面，因公司产品属于装修基础材料，因此地产需求可以参考房屋竣工面积，上半年累计同比下滑 10.6%，去年同期为增长 5%，细分项住宅房屋竣工面积下滑 12.8%，去年同期为增长 2.5%。装修基础品细分两类需求，即新房与二手房装修，增量市场正面临一二线严控、三四线饱和以及棚改货币化收紧。存量市场来自二次翻新，市场需求较大且保持稳定，增量与存量对行业主导性或在未来发生交接。全装修与精装修推行动力来自环保、降噪、减少材料浪费，也面临品质不过关、房价变相上涨引起业主不满以及与稳房价的政策导向不符。我们认为，对于 C 端渠道为主的企业，由单轮驱动转向双轮驱动是趋势，精装修并非一蹴而就，C 端和 B 端渠道不做单一倾向，既是应对趋势之变，也是继续保持品牌力的方式。另一方面，外来成本压力可检验企业上下游议价能力、内部管控能力。基于 wind 数据我们发现，从价格同比角度看，区间价格基本低于去年同期水平，但从价格走势角度看，5 月中旬华东地区无规共聚聚丙烯开始涨价，至 6 月底累计上涨 1000 元/吨左右，而去年一季度上涨二季度回落。成本端承压时，公司传导能力强，归母净利润同比增长 23.61%，正是 C 端品牌力及公司管控能力的证明。

环境百变，核心不变

C 端占比高表现出更高消费属性，理由是需要直面消费者需求，并在不同需求中找出当前时点需求的一致性，并预判未来走势，例如：（1）过往第一要素是知名度、价格敏感度问题；（2）在居民收入、健康理念同步增强后，环保与设计美观需求快速上升；（3）在国内制造升级产品性价比地位站稳后，国产与洋品牌差异缩小，海外产品溢价能力减弱，国产品牌份额趋势扩大；（4）在单品或爆品成功后，品牌力横向渗透，扩品类增收，类似粉丝经济、一站式购物平台。因此，在具体经营模式中，面对行业增速放缓，主导逻辑不再是类周期品的建厂、扩产形成规模优势、成本优势，也不是“价格战”“渠道建设”抢份额模式——公司经营更应侧重消费人群变化、品牌定位、设计能力。

未来业绩弹性可聚焦区域开拓、新品推广、市占率提升、工程发力

（1）“伟星”虽然是全国性品牌，但从 2017 年营收占比看，华东地区收入占比超过 50%，占比仅个位数的华南、华中、东北，包括占比刚超过 10%的西北均为潜在高增市场。（2）持续看好家装防水涂料业务借助已有管材渠道推广，两种产品装修前后的天然属性支持销售逻辑。（3）公司市占率仍然较低，提升空间很大。新增市场缩量，存量市场巨大，C 端品牌力继续发挥营销作用。（4）零售与工程并举，进入“G5+”品质受认证，关注“煤改气”等市政订单为 PE、PVC 业务创造增长机会。我们预计 2018-20 年归母净利润分别为 9.7、11.7、13.8 亿元，转增股本后 EPS 分别为 0.74、0.89、1.06 元，对应 PE 分别为 23.9X、19.8X、16.7X。

风险提示：原材料成本变动不及预期，市场占有率增长不及预期。

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,321.49 | 3,902.96 | 4,625.01 | 5,503.76 | 6,494.43 |
| 增长率(%) | 20.94 | 17.51 | 18.50 | 19.00 | 18.00 |
| EBITDA(百万元) | 843.05 | 992.90 | 1,181.93 | 1,419.78 | 1,675.70 |
| 净利润(百万元) | 670.70 | 821.29 | 972.40 | 1,171.33 | 1,385.79 |
| 增长率(%) | 38.46 | 22.45 | 18.40 | 20.46 | 18.31 |
| EPS(元/股) | 0.51 | 0.63 | 0.74 | 0.89 | 1.06 |
| 市盈率(P/E) | 34.63 | 28.28 | 23.89 | 19.83 | 16.76 |
| 市净率(P/B) | 8.46 | 7.26 | 6.01 | 5.51 | 5.01 |
| 市销率(P/S) | 6.99 | 5.95 | 5.02 | 4.22 | 3.58 |
| EV/EBITDA | 12.91 | 16.75 | 17.88 | 14.76 | 12.35 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 建筑材料/其他建材 |
| 6 个月评级 | 持有（维持评级） |
| 当前价格 | 17.67 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,310.93 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,174.81 |
| A 股总市值(百万元) | 23,164.09 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 20,758.92 |
| 每股净资产(元) | 3.29 |
| 资产负债率(%) | 21.32 |
| 一年内最高/最低(元) | 26.95/15.78 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 盛昌盛 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517120002 | |
| shengchangsheng@tfzq.com | |
| 武浩翔 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518010003 | |
| wuhaoxiang@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

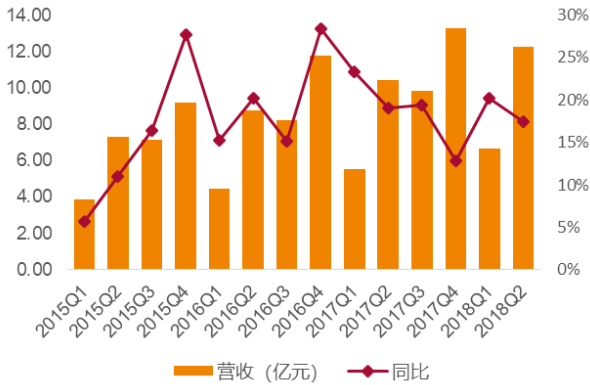
相关报告

- 《伟星新材-季报点评:营收稳增长，净利超预期》2018-04-26
- 《伟星新材-年报点评报告：“稳”字诀下彰显品牌强劲生命力》2018-03-25
- 《伟星新材-季报点评:单季毛利率环比提高显著，PPR 龙头保持稳定增长》2017-10-27

1. 事件

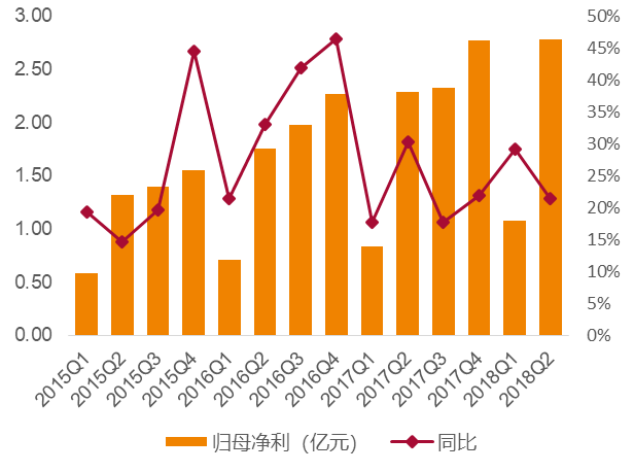
公司近期发布业绩快报，显示 2018 上半年实现总营收 18.87 亿元，同比增长 18.39%，归母净利润 3.86 亿元，同比增长 23.61%。总股本因转股方案增至 13.11 亿股。公司业绩符合预期。以此推出二季度公司总营收 12.24 亿元，同比增长 17%，归母净利润 2.78 亿元，同比增长 21.4%。

图 1：公司单季度营收变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

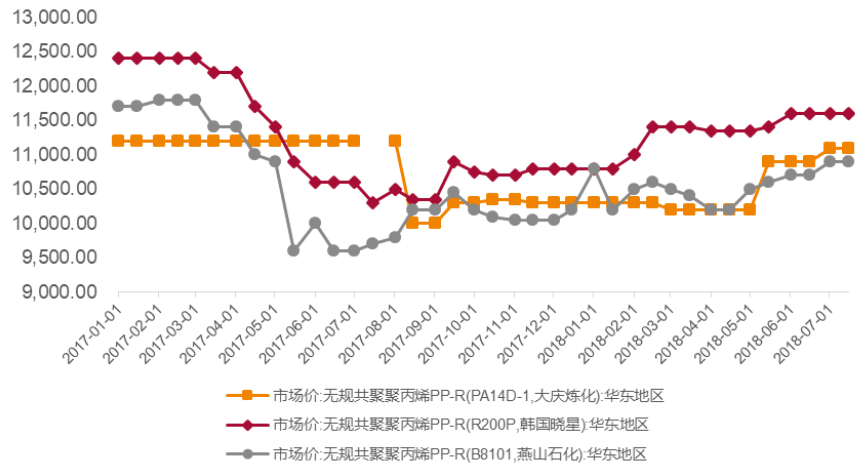
2. PPR 龙头稳健增长，经营环境承压竞争能力凸显

今年企业经营环境与去年相比，主要新增两方面压力，一是地产为代表的需求下行压力较大，精装房推动地产集采促使装修材料公司商业模式选择。二是原油涨价原材料成本上行压力较大。同时，消费建材行业固有“大行业小公司”的竞争压力依然存在。

一方面，因公司产品属于装修基础材料，因此地产需求可以参考房屋竣工面积，今年 1-6 月累计同比增速下滑 10.6%，而去年同期为增长 5%，细分项住宅房屋竣工面积下滑 12.8%，去年同期为增长 2.5%。装修基础品细分两类需求，即新房与二手房装修，增量市场正在面临一二线严控、三四线饱和以及棚改货币化收紧。存量市场来自二次翻新，市场需求较大且保持稳定，增量与存量对行业的主导性或在未来发生交接。全装修与精装修推动力来自环保、降噪、减少材料浪费，但也面临品质不过关、房价变相上涨引起业主不满以及与稳房价的政策导向不符。我们认为，对于 C 端渠道为主的企业，由单轮驱动转向双轮驱动是趋势，精装修并非一蹴而就，C 端和 B 端渠道不做单一倾向，既是应对趋势之变，也是继续保持品牌力的方式。

另一方面，外来成本压力可检验企业上下游议价能力、内部管控能力。基于 wind 数据我们发现，从价格同比角度看，区间价格基本低于去年同期水平，但从价格走势角度看，5 月中旬开始，华东地区无规共聚聚丙烯开始涨价，至 6 月底累计上涨 1000 元/吨左右，而去年一季度上涨二季度回落。成本端承压时，公司传导能力强，归母净利润同比增长 23.61%，正是 C 端品牌力、公司管控能力的证明。

图 3：华东地区无规共聚聚丙烯 PP-R 市场价变动情况（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 抗周期各有千秋，to B or NOT to B?

C 端占比高表现出更高消费属性，理由是需要直面消费者需求，并在不同需求中找出当前时点需求的一致性，并预判未来走势，例如：（1）过往第一要素是知名度、价格敏感度问题；（2）在居民收入、健康理念同步增强后，环保与设计美观需求快速上升；（3）在国内制造升级产品性价比地位站稳后，国产与洋品牌差异缩小，海外产品溢价能力减弱，国产品牌份额趋势扩大；（4）在单品或爆品成功后，品牌力横向渗透，扩品类增收，类似粉丝经济、一站式购物平台。

因此，在具体经营模式中，面对行业增速放缓，主导逻辑不再是类周期品的建厂、扩产形成规模优势、成本优势，也不是“价格战”“渠道建设”抢份额模式——公司经营更应侧重消费人群变化、品牌定位、设计能力。

例如：伟星新材下游分类中，C 端（零售端）占比最大，下游产业链短，对于塑料水管这类高度同质产品，单从产品角度消费者很难区分异同，品牌需要主动营造产品形象，营销路径的最终目的是让消费者主动做出产品选择甚至做主动传播。

（1）第一步产品“人设”，是品牌差异化的基石。伟星定位材料环保、品质高端树立高级感，走安全放心路线，聘请知名形象大使提高知名度增强品牌背书，以免费测压和部分城市施工的服务模式树立亲民形象，专业、一致的业务人员培训建立口碑，同时一直活跃在消费者视觉、听觉、行迹（火车站、公交车）最直接接触的空间。

（2）第二步是攻克影响消费者决策因素，如①经销商，分销相当于为公司销售能力加杠杆，②水工，存在消费者依赖水工推荐的现象，因此开展与水工合作。③家装公司，可以被称为小 B 端，伴随消费者装修外包习惯出现。④地产公司，可以被称为大 B 端，伴随精装修、精装房趋势出现。

图 4：伟星新材提供全国试压服务

图 5：伟星新材星管家服务树立品牌形象



杭州分公司（杭州地区）
免费试压电话：4007-09289-0571
试压电话：0571-86830500、56830516

宁波分公司（宁波地区）
免费试压电话：4007-09289-0571
试压电话：0574-87134488

上海分公司（上海地区）
免费试压电话：4007-09289-021
试压电话：4000203828

深圳分公司（深圳地区）
免费试压热线：4007-09289-0755
电话：0755-89955258

重庆分公司（重庆地区）
免费试压电话：4007-09289-023
试压电话：023-88961030

沈阳分公司（沈阳）
免费试压电话：4007-09289-024
试压电话：024-31438863

青岛分公司（青岛地区）
免费试压电话：4007-09289-0532
试压电话：0532-80796395

湖北分公司（武汉地区、宜昌市、荆门市、随州市）
免费试压热线：4007-09289-027
试压电话：027-8368878

星管家服务内容



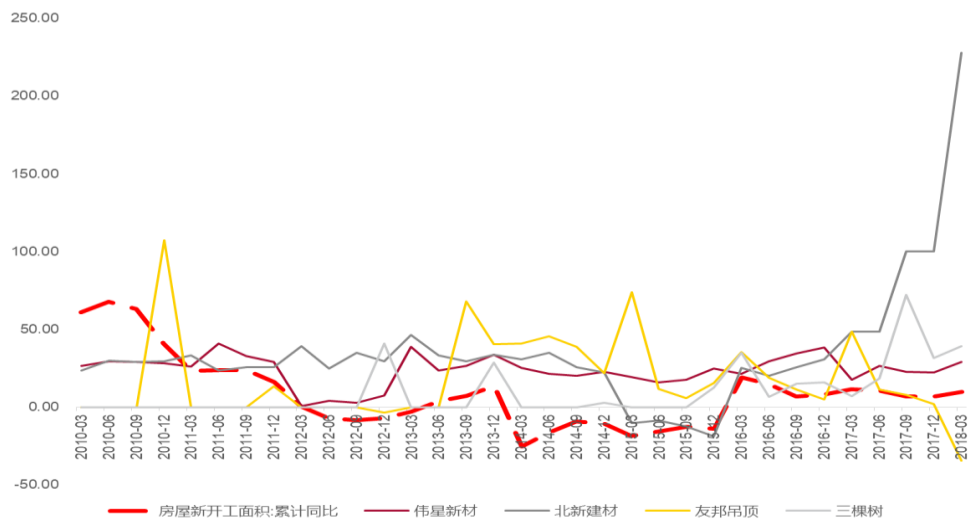
资料来源：公司官网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前伟星也面临行业边际变化，主要是精装修、全装修趋势影响。装修过程前移，执行主体变化，从购房者转变为地产公司，承做仍然是委托装修模式，但部分主体可能从装修队升级为家装公司。同时发生变化的还有地产集中度，“大并小”在行业景气下行阶段最为常见。结合以上两个趋势，与龙头合作是材料公司以利换量、提升市场份额最清晰路径。但转向 B 端，对于一家大量业务来自 C 端的公司，需要作出更多适应性调整，首当其冲是盈利水平。第二步是考虑未来盈利点，薄利多销不长久，提升利润的发力点是否可依赖二次装修市场，以及市占率提高到什么程度才能强化定价权。

相比之下，走地产端合作路线的友邦吊顶展现出典型的薄利多销，根据协议，恒大在 2017~2019 年期间，向友邦采购总额不少于 5 亿元；2017~2021 年意向采购总金额约 10 亿元。盈利能力下降明显，除了来自下游地产价格的压制，还要面临应收账款周转下降、垫资需求增长财务费用压力提升。

图 6：消费建材归母净利润累计增速与房屋新开工面积累计增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

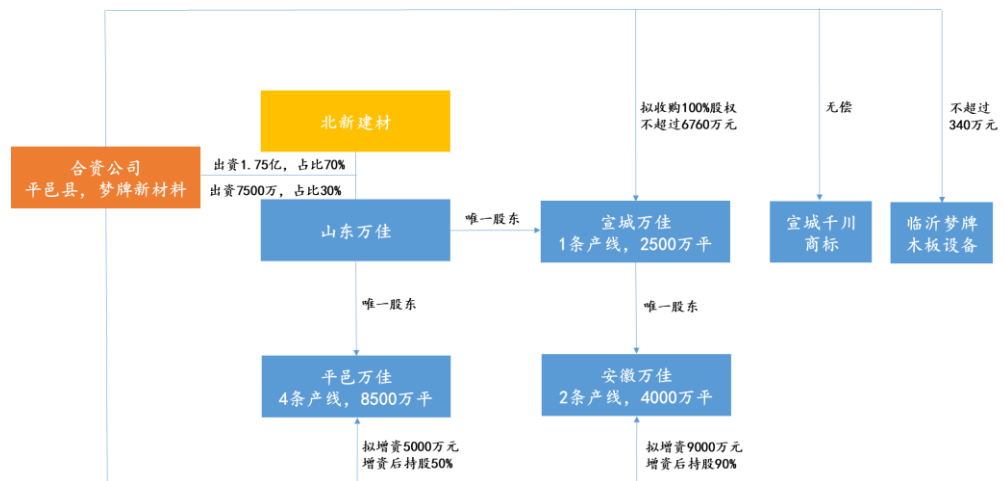
兔宝宝同样面临 TO B 还是 TO C 选择问题。2018 年以前公司几乎全为 TO C 市场，经销商开设门店方式加速渠道铺设，近年来传统板材业务受到精装修、成品定制两大趋势影响，公司推动“易装”模式发力成品业务，同时与家具厂、家装公司合作加密。

北新建材由于市占率绝对领先，行业格局存在显著差异。绝对规模优势决定成本优势、供应能力、议价能力。北新建材周期性相对更强，业绩围绕量价波动更为明显。今年以来需求景气下滑，根据统计局数据，2018 年 1-5 月，商业营业用房与办公楼的开发投资完成额分别同比下滑 9.3%、7.8%，两项指标出现负增长过往非常少见，仅在 1998、2008 年、2017 年部分时段出现过。虽然投资趋势向下，但此类地产更新频率快于住房。

行业周期下滑阶段扩产或收购提高市占率，符合成本收益原则。北新拟与山东万佳在山东平邑县设立合资公司，并拟由合资公司：1) 对安徽万佳增资 9000 万元，增资后公司持股

90%；2) 对平邑万佳增资 5000 万元，增资后公司持股 50%；3) 拟斥资不超过 6760 万元收购宣城万佳 100%股权等。涉及 7 条产线、1.9 亿平米，公司产能有望增至 23.72 亿平方米，全国占比提高约 4-5 个百分点。此外，托宾 Q 比率小于 1，低成本收购相比新建速度更快、流程更简单。我们对比今年 3 月安徽和县中美建材的投资方案，总投资 2.5 亿元建设 8000 万平米石膏板产线（来源和县政府网），简单推算单平米需要投资 3.125 元，而本次收购宣城万佳 2500 万平米产线成本不超 6760 万元，单平米价格收购价不超过 2.704 元。并且新建产线周期约 1.5 年，显然收购方式获取新产能时间更短。

图 7：北新建材收购、增资图示



资料来源：公司公告，天风证券研究所

B 端合作模式方面，大型地产合作项目一般由北新总部议定，小型本地地产商在经销商层面可以直接合作，北新基地分布广、产能大，可以保证批量供应，面对 B 端合作可以发挥成本优势。

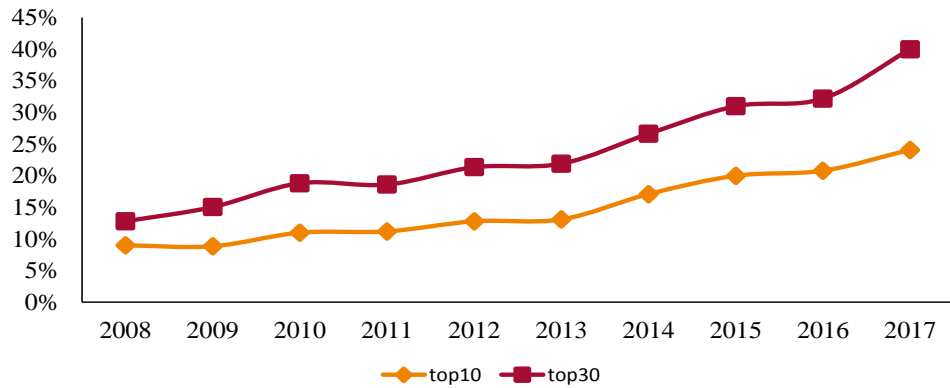
表 1：消费建材企业应收账款周转率一览

| | 伟星新材 | 北新建材 | 东方雨虹 | 友邦吊顶 | 兔宝宝 | 三棵树 |
|---------|-------|--------|------|--------|-------|-------|
| 2010-12 | 15.56 | 21.05 | 4.74 | 152.43 | 16.62 | - |
| 2011-12 | 13.03 | 35.09 | 3.93 | 102.14 | 19.66 | 11.48 |
| 2012-12 | 12.17 | 35.16 | 3.68 | 123.31 | 17.33 | 12.44 |
| 2013-12 | 15.21 | 32.13 | 3.69 | 201.21 | 19.53 | 14.05 |
| 2014-12 | 16.44 | 34.40 | 3.63 | 197.43 | 26.64 | 14.04 |
| 2015-12 | 16.91 | 35.86 | 2.93 | 76.58 | 28.71 | 11.00 |
| 2016-12 | 19.26 | 54.86 | 2.82 | 36.89 | 43.48 | 8.93 |
| 2017-12 | 20.39 | 108.33 | 2.87 | 21.48 | 61.27 | 6.91 |

资料来源：wind，天风证券研究所

面临类似问题的还包括雨虹、科顺、凯伦。下游地产行业集中度不断提升，防水等建材高端需求增多。虽然房地产业整体增量可能受阻，但在下行压力的淘汰中房地产行业也日趋规范化，一批有资金与品牌实力的房地产龙头逐渐成为行业主导。这种主导将传导到房地产上游企业——由于防水占建筑成本很小（1%左右），成本并不是房地产龙头企业考虑的主要因素，在品牌、技术、经验、质量、甚至是否在全国均有布点可建立长期合作关系和售后服务等方面拥有优势的建材公司将受益。而东方雨虹作为防水材料的龙头企业，将被这些房地产龙头赋予更多的市场机会，自身市占率也同时得以不断提高，品牌认知度和认同度也随之提升。在下游房地产淘汰率提升的背景下，防水行业将迎来洗牌，东方雨虹抓住机遇，大幅提升市占率较为可期。

图 8：房地产行业集中度不断提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：近年来恒大与多家建材、家居企业签订合作协议

| 名称 | 金额 | 合作时长 | 合作内容 |
|------|--|-------------------------------------|------------------------------|
| 曲美家居 | 曲美出资 6000 万元，恒大家居产业园出资 4000 万元 | 在河南省兰考县共同设立河南恒大曲美家居有限责任公司。 | 在河南省兰考县共同设立河南恒大曲美家居有限责任公司。 |
| 三棵树 | 在 2017-2019 年期间采购建筑涂料不少于 10 亿元，2017-2021 年意向采购总金额约 20 亿元。 | 2017 年 1 月 1 日起至 2021 年 12 月 31 日止。 | 三棵树向恒大材料供应建筑涂料产品 |
| 东方雨虹 | | | 东方雨虹与恒大集团正式签署战略合作协议。 |
| 索菲亚 | 2017-2019 承诺采购金额不少于 10 亿，2017-2021 意向采购金额约 20 亿 | | |
| 友邦吊顶 | 在 2017-2019 年期间，向友邦吊顶采购总额不少于 5 亿元；2017-2021 年意向采购总金额约 10 亿元。 | 2017 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止 | 公司向广州恒大材料设备有限公司供应“友邦”牌集成天花吊顶 |
| 顾家家居 | 2017 年至 2019 年约 10 亿，2017 年至 2021 年约 20 亿 | 2017 年 4 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止 | 参与恒大集团拎包入住项目合作 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

总结：我们从企业经营目的出发——业绩增长，其中，量、价增长与成本控制可以代表不同路径。“量”代表市场份额，“价”代表议价能力，“成本降低”代表规模与技术优势。精装修趋势改变原先商业模式的基础，地产景气下滑决定边际增量由自然增长转为竞争成长。

(1) 市占率已经处于绝对优势的公司，例如北新建材，行业内无论是 B 端还是 C 端，模式已经相对成熟，受到装修方式变化的挑战与冲击相对较小，在两种模式下都能保持成本优势与议价能力，需要关注的是市占率持续增长以及行业催化剂对价格的影响，短期价格弹性高于量弹性。

(2) 对于市占率偏低的公司，“量”依然是首要目标。同时要区分与地产端合作的稳定性，一味牺牲价格保量，不利议价能力，盈利能力受损，如果公司通过股权方式绑定，例如雨虹，至少收入端可以看中长期。

(3) 对于 C 端渠道为主的企业，由单轮驱动转向双轮驱动是趋势，精装修并非一蹴而就，C 端和 B 端渠道并举，既是应对趋势之变，也是继续保持品牌力的方式。

4. 未来业绩弹性可聚焦区域开拓、新品推广、市占率提升、工程发力

(1) “伟星”虽然是全国性品牌，但从 2017 年营收占比看，华东地区收入占比超过 50%，占比仅个位数的华南、华中、东北，包括占比刚超过 10%的西北均为潜在高增市场。

(2) 持续看好家装防水涂料业务借助已有管材渠道推广，两种产品装修先后的天然属性支持销售逻辑。

(3) 公司市占率仍然较低，提升空间很大。新增市场缩量，存量市场巨大，C 端品牌力继续发挥营销作用。

(4) 零售与工程并举，进入“G5+”品质受认证，关注“煤改气”等市政订单为 PE、PVC 业务创造增长机会。

我们预计 2018-20 年归母净利分别为 9.7、11.7、13.8 亿元，转增股本后 EPS 分别为 0.74、0.89、1.06 元，对应 PE 分别为 23.9X、19.8X、16.7X。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,014.17 | 1,429.51 | 2,032.30 | 2,205.43 | 2,474.74 |
| 应收账款 | 189.72 | 228.26 | 234.24 | 254.98 | 322.30 |
| 预付账款 | 81.37 | 69.33 | 80.61 | 81.44 | 110.51 |
| 存货 | 469.11 | 536.48 | 553.99 | 645.21 | 698.41 |
| 其他 | 459.14 | 506.93 | 534.68 | 572.91 | 612.23 |
| 流动资产合计 | 2,213.52 | 2,770.50 | 3,435.83 | 3,759.98 | 4,218.19 |
| 长期股权投资 | 247.50 | 77.51 | 77.51 | 77.51 | 77.51 |
| 固定资产 | 843.57 | 859.15 | 927.34 | 979.66 | 1,031.18 |
| 在建工程 | 21.60 | 132.36 | 101.18 | 90.59 | 95.30 |
| 无形资产 | 274.68 | 279.04 | 276.66 | 277.07 | 277.28 |
| 其他 | 70.30 | 79.35 | 74.39 | 74.68 | 78.68 |
| 非流动资产合计 | 1,457.65 | 1,427.40 | 1,457.08 | 1,499.51 | 1,559.94 |
| 资产总计 | 3,671.17 | 4,197.90 | 4,892.91 | 5,259.49 | 5,778.13 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 414.16 | 345.35 | 404.35 | 422.13 | 499.22 |
| 其他 | 487.64 | 617.97 | 586.10 | 582.52 | 607.33 |
| 流动负债合计 | 901.80 | 963.31 | 990.46 | 1,004.64 | 1,106.55 |
| 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 | 22.31 | 24.09 | 24.00 | 25.00 | 26.00 |
| 非流动负债合计 | 22.31 | 24.09 | 24.00 | 25.00 | 26.00 |
| 负债合计 | 924.11 | 987.40 | 1,014.46 | 1,029.64 | 1,132.55 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 12.20 | 12.20 | 12.20 | 12.20 |
| 股本 | 775.70 | 1,008.41 | 1,310.93 | 1,310.93 | 1,310.93 |
| 资本公积 | 877.57 | 694.60 | 694.60 | 694.60 | 694.60 |
| 留存收益 | 2,090.70 | 2,263.60 | 2,555.32 | 2,906.72 | 3,322.46 |
| 其他 | (996.91) | (768.31) | (694.60) | (694.60) | (694.60) |
| 股东权益合计 | 2,747.05 | 3,210.50 | 3,878.45 | 4,229.85 | 4,645.59 |
| 负债和股东权益总 | 3,671.17 | 4,197.90 | 4,892.91 | 5,259.49 | 5,778.13 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 670.70 | 820.99 | 972.40 | 1,171.33 | 1,385.79 |
| 折旧摊销 | 86.72 | 95.26 | 55.37 | 60.85 | 66.58 |
| 财务费用 | 0.00 | 0.00 | (11.43) | (13.11) | (15.21) |
| 投资损失 | (5.50) | (18.94) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | 83.49 | 23.88 | (30.52) | (136.12) | (90.00) |
| 其它 | 133.84 | 20.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 969.25 | 941.95 | 975.81 | 1,072.95 | 1,337.15 |
| 资本支出 | 407.84 | 45.12 | 90.09 | 102.00 | 122.00 |
| 长期投资 | 247.50 | (169.99) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,104.30) | 63.27 | (170.09) | (195.00) | (235.00) |
| 投资活动现金流 | (448.96) | (61.59) | (80.00) | (93.00) | (113.00) |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 60.67 | 103.53 | 387.66 | 13.11 | 15.21 |
| 其他 | (277.75) | (567.25) | (680.68) | (819.93) | (970.05) |
| 筹资活动现金流 | (217.07) | (463.72) | (293.01) | (806.82) | (954.84) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 303.22 | 416.64 | 602.79 | 173.13 | 269.32 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 3,321.49 | 3,902.96 | 4,625.01 | 5,503.76 | 6,494.43 |
| 营业成本 | 1,775.41 | 2,079.39 | 2,453.57 | 2,916.99 | 3,455.04 |
| 营业税金及附加 | 38.04 | 43.48 | 50.88 | 60.54 | 71.44 |
| 营业费用 | 501.65 | 586.16 | 647.50 | 754.01 | 870.25 |
| 管理费用 | 237.55 | 300.47 | 351.50 | 418.29 | 493.58 |
| 财务费用 | (8.82) | (8.16) | (11.43) | (13.11) | (15.21) |
| 资产减值损失 | 9.47 | 5.71 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 5.50 | 18.94 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | (11.01) | (84.95) | (20.00) | (20.00) | (20.00) |
| 营业利润 | 773.69 | 961.92 | 1,137.99 | 1,372.04 | 1,624.34 |
| 营业外收入 | 29.19 | 3.86 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 营业外支出 | 7.38 | 2.47 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 利润总额 | 795.50 | 963.31 | 1,143.99 | 1,378.04 | 1,630.34 |
| 所得税 | 124.80 | 142.32 | 171.60 | 206.71 | 244.55 |
| 净利润 | 670.70 | 820.99 | 972.40 | 1,171.33 | 1,385.79 |
| 少数股东损益 | 0.00 | (0.30) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 670.70 | 821.29 | 972.40 | 1,171.33 | 1,385.79 |
| 每股收益(元) | 0.51 | 0.63 | 0.74 | 0.89 | 1.06 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 20.94% | 17.51% | 18.50% | 19.00% | 18.00% |
| 营业利润 | 36.02% | 24.33% | 18.30% | 20.57% | 18.39% |
| 归属于母公司净利润 | 38.46% | 22.45% | 18.40% | 20.46% | 18.31% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 46.55% | 46.72% | 46.95% | 47.00% | 46.80% |
| 净利率 | 20.19% | 21.04% | 21.02% | 21.28% | 21.34% |
| ROE | 24.42% | 25.68% | 25.15% | 27.77% | 29.91% |
| ROIC | 40.49% | 48.89% | 56.27% | 65.19% | 70.15% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 25.17% | 23.52% | 20.73% | 19.58% | 19.60% |
| 净负债率 | -8.50% | -2.81% | -11.40% | -24.06% | -25.31% |
| 流动比率 | 2.45 | 2.88 | 3.47 | 3.74 | 3.81 |
| 速动比率 | 1.93 | 2.32 | 2.91 | 3.10 | 3.18 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 17.35 | 18.68 | 20.00 | 22.50 | 22.50 |
| 存货周转率 | 7.61 | 7.76 | 8.48 | 9.18 | 9.67 |
| 总资产周转率 | 1.01 | 0.99 | 1.02 | 1.08 | 1.18 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.51 | 0.63 | 0.74 | 0.89 | 1.06 |
| 每股经营现金流 | 0.74 | 0.72 | 0.74 | 0.82 | 1.02 |
| 每股净资产 | 2.10 | 2.44 | 2.95 | 3.22 | 3.53 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 34.63 | 28.28 | 23.89 | 19.83 | 16.76 |
| 市净率 | 8.46 | 7.26 | 6.01 | 5.51 | 5.01 |
| EV/EBITDA | 12.91 | 16.75 | 17.88 | 14.76 | 12.35 |
| EV/EBIT | 14.23 | 18.35 | 18.76 | 15.43 | 12.86 |

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 |