

旗滨集团 (601636)

证券研究报告

2018年08月29日

旺季减产助力玻璃龙头腾飞

旺季停产，玻璃价格有望超预期。近期沙河当地因环保问题再度限产、停产，北方玻璃产能继续收缩。邢台市出台了《关于主城区进一步严控SO₂、NO₂、CO排放的强化措施》，要求未取得排污许可证的玻璃生产线不得生产，自8月15日起取得排污许可证的玻璃生产线全年限产15%以上。根据玻璃期货网显示，关停前邢台市沙河地区共有生产线44条，在产生产线30条，在产日熔量共计2.03万吨，占全国总在产产能的12.71%。目前已经确认停产的有四条，合计产能2500T/D，后续鑫利2条生产线因排污许可证不到位，仍有停产的可能，假如实施停产，有望实现产能减少4100T/D，占当地在产产能的20.2%，占全国在产产能约2.61%，产能收缩力度大。

需求启动，旺季已至。8月天气转好，9-10月需求相对较好，下游订单数量开始环比改善，贸易商开始主动补充库存，企业库存开始下降。根据玻璃期货网的数据显示，自5月起全国玻璃厂家库存持续下降，8月末现有库存3055万重箱，同比下降6.7%，相对5月中旬高点下降19.65%，随着下游需求继续复苏，库存有望进一步下降。价格方面今年全国玻璃价格高开低走，随着库存逐步降低，三季度以来玻璃价格稳定在1620-1630元/吨的范围。随着近期各地会议召开，下游需求启动，玻璃价格开始反弹达到1655元/吨，叠加华北地区产能收缩，价格反弹力度有望超预期。

产能恢复，旺季弹性最大。旗滨集团去年冷修的三条线都已经实现复产，现阶段产能全开，正值旺季来临，公司日熔量1.52万吨排名行业前列，短期内业绩弹性有望大幅增加。长期看公司优势明显，在产线的全国性布局方面、核心产区的区域市场方面都有明显的优势，布局我国华东、华南地区，经济发展水平领先其他地区。上海地区玻璃价格基本每吨高于全国均价80-90元，广州地区玻璃价格每吨则高出约200元，区域价格优势明显；在业务开展方面，积极向下游延伸，拓展深加工提升品牌力，节能玻璃项目稳步推进中；在生产经营方面，公司作为玻璃原片生产企业中规模效应显著的龙头企业，多项经营指标也处于行业前列，毛利率领先的同时，应收账款少，经营质量高。旗滨集团转型升级的道路非常坚定，开始由做大向做强转变。

投资建议：短期看当前旺季已经来临，玻璃有望迎来涨价潮，公司产能全开，量价齐升带动下半年业绩向好。中长期来看，供给侧改革叠加继续深化，玻璃行业新增产能减少；环保继续发力，旺季供给收缩。长期看，公司由量变向质变发展，规模、治理优势不断显现。预计2018-19年归母净利为17.17亿元、19.68亿元，EPS为0.64、0.73元，对应PE分别为7X、6X。我们认为给予公司2018年市盈率10倍较为合理，目标价维持6.4元，维持“买入”评级。

风险提示：下游房地产需求大幅下滑；环保力度削弱，新增产能增加；纯碱价格大幅波动，吞噬利润。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,960.96	7,585.00	9,777.07	10,968.90	12,296.13
增长率(%)	34.66	8.96	28.90	12.19	12.10
EBITDA(百万元)	2,009.30	2,182.21	2,622.19	2,995.61	3,418.41
净利润(百万元)	835.06	1,142.65	1,716.95	1,968.39	2,268.01
增长率(%)	387.39	36.83	50.26	14.64	15.22
EPS(元/股)	0.31	0.42	0.64	0.73	0.84
市盈率(P/E)	14.30	10.45	6.95	6.07	5.26
市净率(P/B)	1.98	1.69	1.40	1.21	1.04
市销率(P/S)	1.72	1.57	1.22	1.09	0.97
EV/EBITDA	6.29	8.08	4.61	3.57	2.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃制造
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.44元
目标价格	6.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,688.97
流通A股股本(百万股)	2,577.15
A股总市值(百万元)	11,939.05
流通A股市值(百万元)	11,442.53
每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	45.49
一年内最高/最低(元)	8.49/3.97

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

- 《旗滨集团-半年报点评:价格中枢同比上升，盈利平稳符合预期》 2018-08-15
- 《旗滨集团-季报点评:价格总体稳定，业绩稳步增长》 2018-04-18
- 《旗滨集团-年报点评报告:量稳价涨业绩优异，玻璃龙头稳步前行》 2018-03-30

1. 旺季停产，玻璃价格有望超预期

8 月份一般是玻璃行业旺季的起点，随着下游的回暖今年没有出现例外，根据中国玻璃网等资讯显示，自 8 月 12 日淄博会议之后，华南、西北、华中分别召开会议，拉开了玻璃价格普涨的序幕。与此同时，作为玻璃行业产能最为集中的邢台市出台了玻璃限产、停产政策，去年 11 月玻璃产线大面积停产有望再现。当前玻璃旺季时点，供给仍在收缩，下半年玻璃价格有望重新抬头，涨幅有超预期的可能。

1.1. 环保力度不减，玻璃产线再停产

短期看，沙河当地因环保问题再度限产、停产，北方玻璃产能继续收缩。邢台市出台了《关于主城区进一步严控 SO₂、NO₂、CO 排放的强化措施》，要求未取得排污许可证的玻璃生产线不得生产，自 8 月 15 日起取得排污许可证的玻璃生产线全年限产 15% 以上。根据玻璃期货网显示，关停前邢台市沙河地区共有生产线 44 条，在产生产线 30 条，在产日熔量共计 2.03 万吨，占全国总在产产能的 12.71%。目前已经确认停产的有四条，合计产能 2500T/D，后续鑫利 2 条生产线因排污许可证不到位，仍有停产的可能，假如实施停产，有望实现产能减少 4100T/D，占当地在产产能的 20.2%，占全国在产产能约 2.61%，产能收缩力度大。

表 1: 沙河玻璃产线停产情况

	具体产线	日熔量 T/D	停产原因
1	鑫利玻璃二线	550	无排污许可证
2	元华二线	1000	环保限产
3	迎新二线	450	园区搬迁
4	迎新三线	500	园区搬迁
	合计	2500	
5	鑫利三线 (可能停产)	600	
6	鑫利四线 (可能停产)	600	
	合计	4100	

资料来源：沙河玻璃网，天风证券研究所

除了沙河当地玻璃产能收缩，华北地区的整体产能也有可能下降。近期，环保部联合多部委及 6 个省级单位，发布了《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》征求意见稿，其中要求建材行业实施全面错峰生产，玻璃企业在黄色及以上重污染天气预警期间，要采取停产保炉等方式限产；提高区域产业淘汰标准，加快淘汰 500T/D 以下普通浮法玻璃生产线(不含超薄、超白等)。根据玻璃期货网数据显示，符合以上条件的产线达 17 条，合计产能 7830T/D，占在产产能的 4.99%，如果严格实施，产能收缩力度不亚于去年 11 月沙河集中停产 9 条玻璃生产线。

表 2: 玻璃行业相关政策

日期	部门	政策	主要内容
2017.3	工信部	《2017 年工业节能监察重点工作计划》	一是全面核查 2016 年平板玻璃企业单位产品能耗水平和能耗限额标准执行情况。
2017.5	四川省政府	《促进建材工业稳增长调结构增效益的实施方案》	到 2020 年，压减平板玻璃产能 500 万重量箱，产能控制在 4500 万重量箱左右。平板玻璃产量排名前 5 家企业的生产集中度超过 80%。
2017.9	江苏省徐州市政府	《徐州市 2017-2018 年秋冬季大气污染防治强化管控方案》	采暖季，全市所有玻璃企业限产 30% 以上。
2017.9	河北省邢台市工信局	《关于做好邢台市 2017—2018 采暖季错峰生产攻坚行动的紧急通知》	玻璃生产线采暖季限产 15% 以上，鼓励玻璃企业在采暖季进行冷修。
2017.12	工信部	《水泥和平板玻璃行业产能置换实施办法》	严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃项目（150 吨/天产线除外）。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案

2018.6	中国建材材料联合会、水泥协会、玻璃协会	《2018 年的节能减排达标计划、名单和落实的措施》	2020 年，平板玻璃行业节能减排全面达标，其中达到国际领先水平的生产线比例达到 60%以上； 2018 年，“2+26”区域内的生产线、以及新建投产生产线、冷修复产生产线应按照国家更高标准全面达标；全部正常生产的生产线达标比例达到 96%。
2018.8	工信部、发改委	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	严禁备案新增产能项目；从严审核产能置换方案
2018.8	邢台市政府	《关于主城区进一步严控 SO ₂ 、NO ₂ 、CO 排放的强化措施》	未取得排污许可证的玻璃产线不得生产，自 8 月 15 日起取得排污许可证玻璃产线全年限产 15%以上

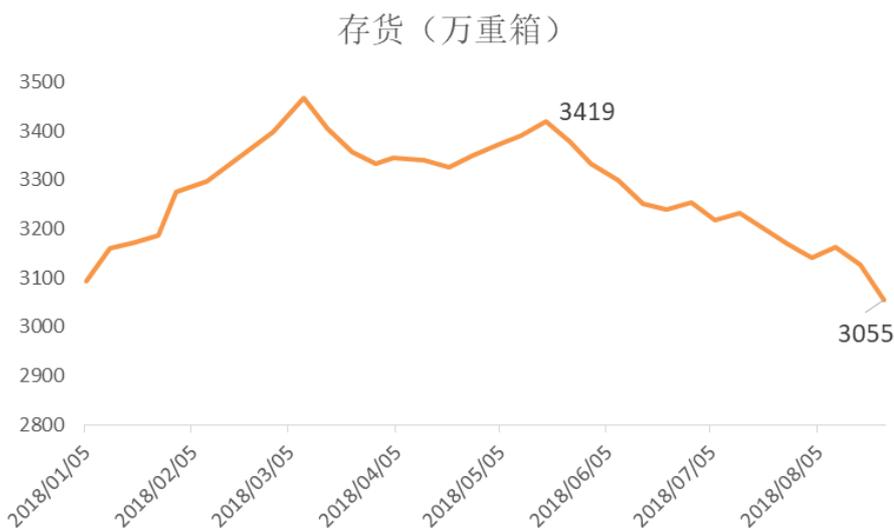
资料来源：中央及地方政府部门，建材相关协会，天风证券研究所

长期来看，玻璃行业供给侧改革持续推进。自 2017 年以来，玻璃行业供给侧改革政策频出，无论中央还是地方都在大力推行玻璃行业去产能行动。尤其本月，工信部、发改委联合发布《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，坚决杜绝了异地产能置换等不利于行业供给侧改的行为。截至 8 月末，今年新增产线 3 条，其中 2 条用于汽车玻璃而非房地产市场，冷修 9 条生产线，冷修复产 13 条，净增加 5 条，合计日熔量 4360T/D，相对年初在产产能增加 2.88%。由于今年玻璃价格中枢高于去年，玻璃企业复产意愿强、冷修意愿弱，导致企业加快复产进度，尽可能拖延冷修时间，供给小幅增加。不过随着短期内环保政策加强，污染较为严重的华北地区有望迎来供给收缩；并且我们在年初预计近两年是玻璃行业的冷修大年，玻璃生产线使用寿命在 6-8 年，延长玻璃产线的使用寿命会加大安全风险，因此计划冷修的生产线有望在下半年增加，供给端有望进一步收缩。

1.2. 需求启动，旺季已至

玻璃行业的旺季一般在 8 月份启动，需求集中在传统的“金九银十”释放。6-7 月是玻璃行业的传统淡季，受梅雨季节影响，玻璃运输和储存容易受潮霉变，因此下游贸易商以减少储存量加速库存流出为主。8 月天气转好，9-10 月需求相对较好，下游订单数量开始环比改善，贸易商开始主动补充库存，企业库存开始下降。根据玻璃期货网的数据显示，自 5 月起全国玻璃厂家库存持续下降，8 月末现有库存 3055 万重箱，同比下降 6.7%，相对 5 月中旬高点下降 19.65%，随着下游需求继续复苏，库存有望进一步下降。

图 1: 2018 年全国玻璃厂家库存变化

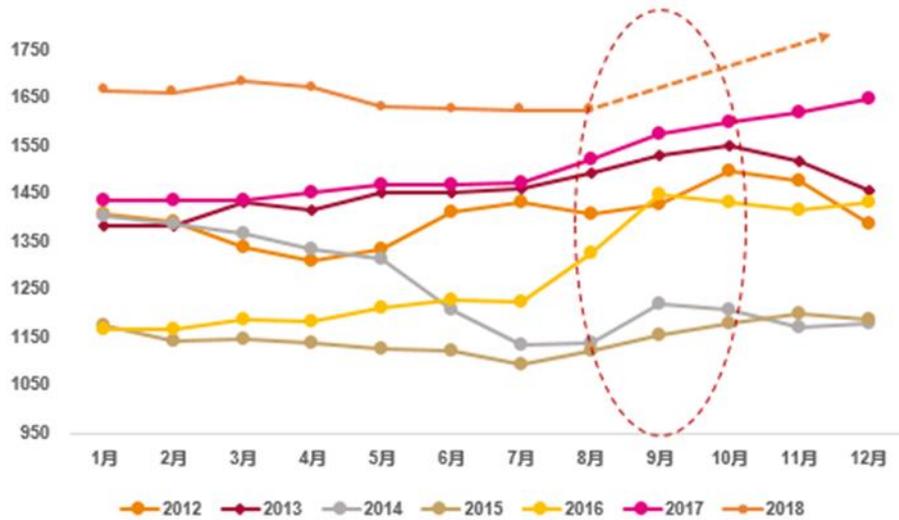


资料来源：玻璃期货网，天风证券研究所

回顾历史，无论行业是处于景气向上或是向下的阶段，8-9 月份涨价都是大概率事件，不同年份受当时宏观或行业影响，涨价幅度和持续时间不同。近 6 年，玻璃价格普遍从 7 或 8 月份开始进入上涨通道，平均下来经历 3-4 个月的时间。全国均价来看，2016 年是供给

侧改革的第一年，玻璃价格在旺季涨价幅度较大，单箱涨幅超过 11 元，平均来看单箱涨幅超过 6 元。

图 2: 玻璃旺季涨价时点 (元/吨)



资料来源: 玻璃期货网, 天风证券研究所

表 3: 近 6 年旺季涨价幅度及旺季时长

年份	持续月份	持续月数	涨价幅度 (元/吨)
2012	8-10	3	92
2013	7-10	4	77
2014	8-9	2	99
2015	7-11	5	107
2016	7-9	3	224
2017	7-12	6	173
平均		3.83	128.67

资料来源: 玻璃期货网, 天风证券研究所

1.3. 价格高位向上，纯碱企稳打开盈利空间

今年全国玻璃价格高开低走，年初厂商看好供给端收缩后市涨价空间大，在一季度淡季提前涨价，并在 3 月末达到高点 1696 元/吨；但是春节后开工不理想，加上环保限制运输及施工导致需求不及预期，厂家库存居高不下，被迫开始降价；加上今年价格中枢高，企业加快复产，导致在产产能增加，价格继续松动，不过随着库存逐步降低，三季度以来玻璃价格稳定在 1620-1630 元/吨的范围。随着近期各地会议召开，下游需求启动，玻璃价格开始反弹达到 1655 元/吨，叠加华北地区产能收缩，价格反弹力度有望超预期。

图 3: 2018 年全国玻璃均价

图 4: 2018 年全国重质纯碱均价



资料来源：玻璃期货网，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

玻璃的主要原材料纯碱和硅砂在二季度价格有所上涨，其中硅砂是因为环保和各地整治矿山，导致众多违法产能退出，价格走高；纯碱上涨是因为一季度纯碱价格偏低，企业开始轮番检修，产能收缩推动价格走高，不过六月之后纯碱企业基本检修完毕，价格也从高位的 2129 元/吨下跌至 1829 元/吨，每重箱增加了约 3 块钱的盈利空间。8 月以来纯碱价格保持稳定，虽然玻璃需求启动可能会带动纯碱价格走高，但是大企业一般经验丰富，会在价格低点囤货，因此旺季涨价潮开启后，玻璃企业的盈利空间会逐步放大。

2. 浮法龙头再启航

旗滨集团是我国浮法玻璃龙头，今年上半年实现营业收入 37.69 亿元，同比增长 7.77%；实现归母净利 6.55 亿元，同比增长 22.33%，基本符合预期。去年同期生产各类玻璃产品 5,218 万重箱，销售各类玻璃产品 4,958 万重箱，今年上半年产量下降 36 万重箱，销量下降 144 万重箱，主要原因是公司去年冷修了三条线，产能有所下降。不过公司公告显示冷修的三条线都完成了冷修改造实现复产，现阶段产能全开，正值旺季来临，短期内业绩弹性有望大幅增加。

表 4：旗滨集团 2017-2018 年产线冷修及复产情况

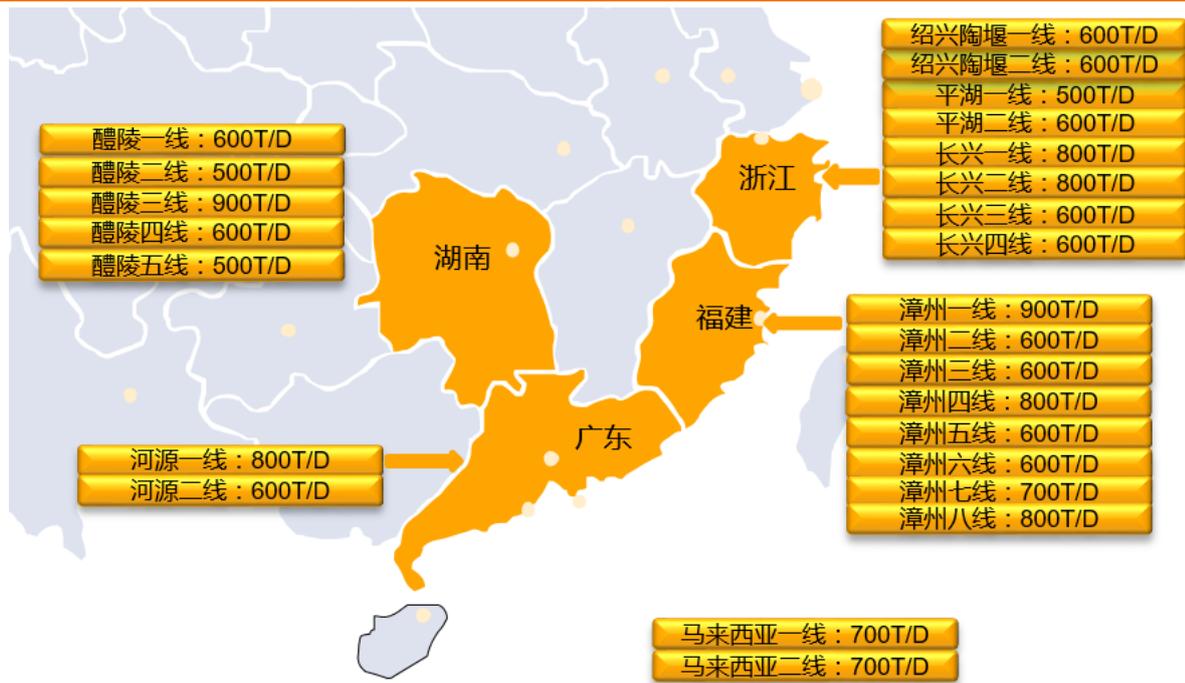
	生产线	日容量 T/D	冷修时间	复产时间
1	漳州一线	900	2017.3	2018.1
2	长兴一线	800	2017.4	2017.12
3	醴陵五线	500	2017.8	2018.3
合计		2200		

资料来源：玻璃期货网，公司公告，天风证券研究所

长期来看公司具有以下优势：旗滨集团在产线的全国性布局方面、核心产区的区域市场方面都有明显的优势；在业务开展方面，积极向下游延伸，拓展深加工提升品牌力；在生产经营方面，公司作为玻璃原片生产企业中规模效应较为显著的龙头企业，多项经营指标也处于行业前列。

公司拥有湖南醴陵、福建漳州、广东河源、浙江绍兴、长兴、平湖、马来西亚七个玻璃生产基地，国内玻璃生产线 23 条，日融化量 15200 吨，海外玻璃生产线 2 条，日容量 1400 吨，产能规模与信义并驾齐驱，规模优势不言而喻。

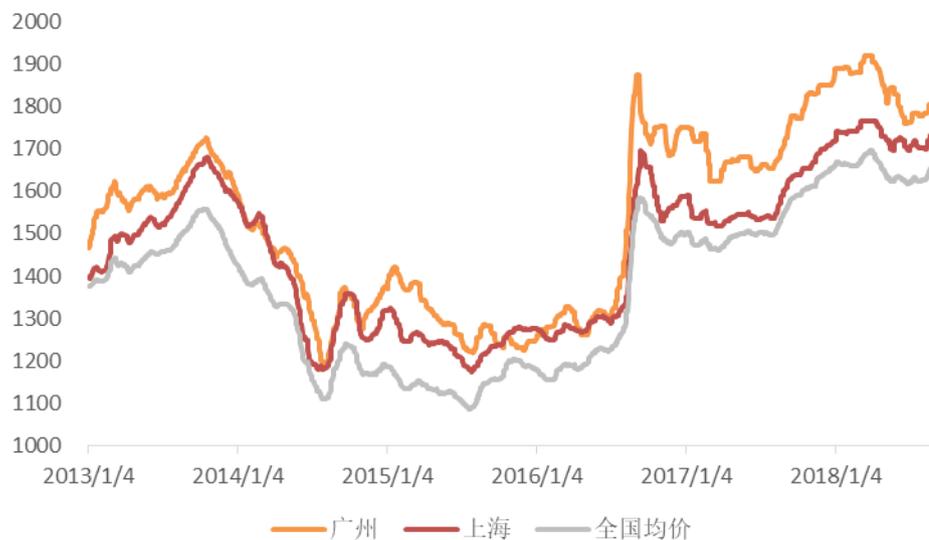
图 5：旗滨集团产能布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要布局我国华东、华南地区。华东和华南地区有长三角和珠三角经济带为支撑，经济发展水平领先其他地区，需求较好为当地玻璃价格支撑提供了一定保障。我们将广州和上海的玻璃价格作为华南和华东地区的参考，可以看到长期以来广州和上海的玻璃价格常年高于全国均价，上海地区玻璃价格基本每吨高于全国均价 80-90 元，广州地区玻璃价格每吨则高出约 200 元，区域优势明显。

图 6：2013 至今广州、上海与全国玻璃均价对比 (元/吨)



资料来源：玻璃期货网，天风证券研究所

深加工玻璃方面，公司在 2016 年年末开始进军节能玻璃产业。公司国内的节能玻璃项目于 2017 年相继建成，浙江节能、广东节能已经部分投入商业化运营。公司不满足只做浮法玻璃龙头，积极向下游深加工延伸，旗滨集团着力打造的镀膜玻璃与中空玻璃用途广泛，都可用作建筑门窗玻璃，镀膜玻璃还可用作幕墙玻璃。住建部在 2017 年 3 月发布《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》，规划对节能建筑的新建和旧有建筑的节能改造提

出了较高的要求。建筑通过门窗传热能源消耗约占建筑能耗的 30%，节能门窗技术的开发和使用越来越受到重视，所以节能玻璃幕墙市场空间不容小觑，未来公司的节能玻璃项目有望增厚公司业绩。

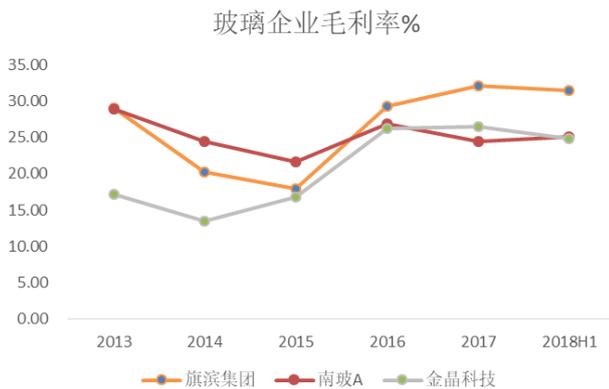
表 5：公司节能玻璃生产线预期收益情况

项目地点	项目概况	投资额 (亿元)	预计年收入 (亿元)	预计年净利 (亿元)	ROI (%)
广东河源	1 条镀膜线、3 条中空线等，预计中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米	2.56	2.04	0.22	8.75
浙江绍兴	1 条镀膜线、3 条中空线等，预计中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米	2.36	2.00	0.21	8.97
马来西亚	1 条镀膜线、3 条中空线等，预计中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米	2.67	-	0.3	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

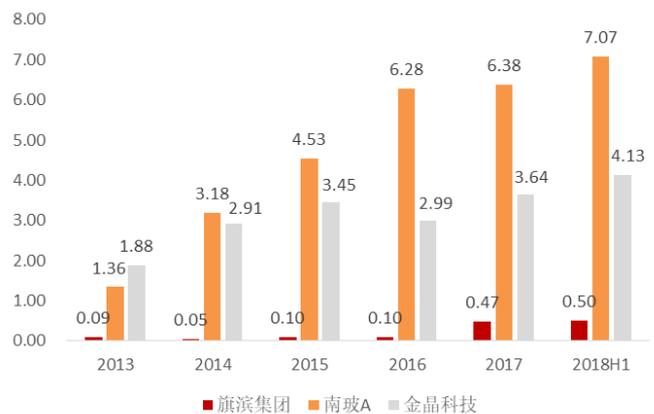
公司作为玻璃龙头，规模效应显著，毛利率水平自 15 年之后在行业保持领先。同时，旗滨集团应收账款的绝对值在可比公司中远低于其他两家上市公司，再考虑到旗滨集团更大的营收规模，显示出公司收入质量居于同业前列。

图 7：玻璃上市公司毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：玻璃上市公司应收账款对比 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

现阶段，旗滨集团的产能在全国已经排在前列，单纯扩大规模容易在行业不景气的阶段复制华尔润的危机，因此公司积极转型，不仅向下游发展提高产品附加值，而且对收购的产线实行冷修技改，提高玻璃品质。旗滨集团在去年玻璃行业盈利向好的一年主动停窑冷修了三条产线，将产线的改造升级放到了最重要的位置。其中，冷修的醴陵旗滨五线 2016 年 3 月点火，生产时间不足一年半，因为设计、窑炉、产品质量都达不到原来设想，成本又高，集团最终决定，与其未来八年都将就着用，生产低品质玻璃还不如停下来实施技改。可见，旗滨集团转型升级的道路非常坚定，开始由做大向做强转变。

3. 投资建议

短期看当前旺季已经来临，玻璃有望迎来涨价潮，公司产能全开，量价齐升带动下半年业绩向好。中长期来看，供给侧改革叠加继续深化，玻璃行业新增产能减少；环保继续发力，旺季供给收缩。长期看，公司由量变向质变发展，规模、治理优势不断显现。预计 2018-19 年归母净利为 17.17 亿元、19.68 亿元，EPS 为 0.64、0.73 元，对应 PE 分别为 7X、6X。

估值方面，上市的玻璃公司多以深加工业务为主，平均 PE 水平较高，基本都超过 20 倍以上；而旗滨集团的业务以平板玻璃原片为主，平板玻璃是典型的周期品，难以给予较高的估值，可参考同为周期品的水泥行业，其龙头海螺水泥的 PE 近几年保持在 10 左右。考虑到 A 股中优质玻璃公司较少，而旗滨又是行业龙头，我们认为给予公司 2018 年市盈率 10 倍较为合理，目标价维持 6.4 元，维持“买入”评级。

表 6：可比上市公司估值情况

上市公司	EPS (元)			PE		
	2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
南玻 A	0.38	0.33	0.31	24.89	25.43	15.78
福耀玻璃	1.25	1.26	1.54	14.86	23.10	16.85
海螺水泥	1.61	2.99	3.15	12.17	9.8	7.47

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：下游房地产需求大幅下滑；环保力度削弱，新增产能增加；纯碱价格大幅波动，吞噬利润。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	824.06	681.20	1,478.92	2,910.14	3,457.49
应收账款	41.16	61.83	70.71	77.98	88.70
预付账款	48.77	17.87	67.56	27.57	79.07
存货	1,135.55	593.85	1,606.00	843.72	1,902.41
其他	361.32	744.35	773.73	809.09	795.85
流动资产合计	2,410.87	2,099.09	3,996.91	4,668.51	6,323.51
长期股权投资	40.73	39.54	39.54	39.54	39.54
固定资产	8,109.90	7,870.44	8,380.95	8,860.24	9,393.93
在建工程	436.87	1,080.27	940.13	970.07	1,085.03
无形资产	818.57	845.75	852.22	857.88	862.73
其他	548.68	781.05	728.63	678.42	659.58
非流动资产合计	9,954.75	10,617.05	10,941.47	11,406.15	12,040.83
资产总计	12,365.62	12,716.13	14,938.38	16,074.66	18,364.34
短期借款	2,310.62	280.32	280.32	280.32	280.32
应付账款	1,061.09	1,212.19	1,684.26	1,541.20	2,074.54
其他	971.85	498.94	659.33	560.80	729.53
流动负债合计	4,343.56	1,991.45	2,623.92	2,382.32	3,084.39
长期借款	1,023.20	1,915.57	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	974.47	1,731.55	1,800.00	1,800.00	1,800.00
非流动负债合计	1,997.67	3,647.12	3,800.00	3,800.00	3,800.00
负债合计	6,341.23	5,638.58	6,423.92	6,182.32	6,884.39
少数股东权益	(0.47)	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,608.34	2,692.51	2,688.97	2,688.97	2,688.97
资本公积	1,465.62	1,787.40	1,767.40	1,767.40	1,767.40
留存收益	3,581.87	4,643.63	5,825.49	7,203.37	8,790.97
其他	(1,630.96)	(2,045.98)	(1,767.40)	(1,767.40)	(1,767.40)
股东权益合计	6,024.39	7,077.56	8,514.47	9,892.34	11,479.94
负债和股东权益总	12,365.62	12,716.13	14,938.38	16,074.66	18,364.34

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	834.58	1,141.78	1,716.95	1,968.39	2,268.01
折旧摊销	843.22	836.60	477.24	527.15	582.51
财务费用	274.52	124.28	122.10	142.90	155.60
投资损失	3.90	(0.05)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	130.33	38.15	(390.85)	556.19	(392.77)
其它	(427.63)	211.09	40.00	40.00	40.00
经营活动现金流	1,658.93	2,351.84	1,965.44	3,234.63	2,653.35
资本支出	645.51	519.55	761.55	1,030.00	1,230.00
长期投资	22.38	(1.18)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,440.21)	(1,849.22)	(1,571.55)	(2,060.00)	(2,460.00)
投资活动现金流	(772.32)	(1,330.85)	(810.00)	(1,030.00)	(1,230.00)
债权融资	3,884.32	2,235.89	2,320.32	2,320.32	2,320.32
股权融资	(197.78)	208.75	112.95	(142.90)	(155.60)
其他	(4,401.87)	(3,639.33)	(1,131.28)	(2,310.83)	(2,500.72)
筹资活动现金流	(715.34)	(1,194.70)	1,301.99	(133.41)	(336.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	171.28	(173.71)	2,457.43	2,071.22	1,087.34

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	6,960.96	7,585.00	9,777.07	10,968.90	12,296.13
营业成本	4,918.69	5,153.43	6,599.52	7,349.16	8,238.41
营业税金及附加	95.33	143.88	97.77	109.69	122.96
营业费用	47.34	46.03	53.77	59.23	65.17
管理费用	683.26	790.41	831.05	932.36	983.69
财务费用	264.12	103.96	122.10	142.90	155.60
资产减值损失	7.36	67.75	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.90)	0.05	0.00	0.00	0.00
其他	7.80	(69.77)	0.00	0.00	0.00
营业利润	940.97	1,349.26	2,022.85	2,325.56	2,680.30
营业外收入	116.74	18.82	20.00	20.00	20.00
营业外支出	38.33	16.18	10.00	15.00	15.00
利润总额	1,019.38	1,351.89	2,032.85	2,330.56	2,685.30
所得税	184.80	210.12	315.91	362.17	417.30
净利润	834.58	1,141.78	1,716.95	1,968.39	2,268.01
少数股东损益	(0.47)	(0.87)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	835.06	1,142.65	1,716.95	1,968.39	2,268.01
每股收益 (元)	0.31	0.42	0.64	0.73	0.84

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	34.66%	8.96%	28.90%	12.19%	12.10%
营业利润	593.82%	43.39%	49.92%	14.96%	15.25%
归属于母公司净利润	387.39%	36.83%	50.26%	14.64%	15.22%
获利能力					
毛利率	29.34%	32.06%	32.50%	33.00%	33.00%
净利率	12.00%	15.06%	17.56%	17.95%	18.44%
ROE	13.86%	16.14%	20.17%	19.90%	19.76%
ROIC	11.83%	14.38%	22.93%	24.10%	27.73%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	51.28%	44.34%	43.00%	38.46%	37.49%
净负债率	32.13%	23.07%	31.96%	26.53%	8.29%
流动比率	0.56	1.05	1.52	1.96	2.05
速动比率	0.29	0.76	0.91	1.61	1.43

营运能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
应收账款周转率	200.15	147.29	147.54	147.54	147.54
存货周转率	5.75	8.77	8.89	8.96	8.96
总资产周转率	0.56	0.60	0.71	0.71	0.71

每股指标 (元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.31	0.42	0.64	0.73	0.84
每股经营现金流	0.62	0.87	0.73	1.20	0.99
每股净资产	2.24	2.63	3.17	3.68	4.27

估值比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率	14.30	10.45	6.95	6.07	5.26
市净率	1.98	1.69	1.40	1.21	1.04
EV/EBITDA	6.29	8.08	4.61	3.57	2.97
EV/EBIT	10.48	12.74	5.63	4.33	3.58

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