



中炬高新（600872）调研纪要

2018.09.26

	王亮（分析师）	王永健（研究助理）	卢周伟（研究助理）
电话：	020-37392941	020-37392937	020-37392937
邮箱：	wangle_a@gzgzhs.com.cn	wang.yongjian@gzgzhs.com.cn	lu.zhouwei@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310514080002	A1310117080002	A1310118080005

核心观点：

控制权变更预期逐步明朗，有望为公司发展带来新动力：8月22日公司原第一大股东前海人寿提出修订《公司章程》，9月7日股东大会审议通过，同时9月7日前海人寿将持有的24.92%的公司股权全额转让给中山润田，9月18日完成过户登记，公司第一大股东正式变更为中山润田。中山润田相较于前海人寿，虽同属宝能集团旗下公司，但宝能集团对于中山润田的持股比例和控制能力高于其对前海人寿的控制能力；并且此次章程修改和股权转让上，中山市政府均给予了足够的自由度，公司未来实际控制人变更的障碍正逐步消除。后续公司在股权激励、生产效率提升等方面也有望继续优化。

丰富产品矩阵，提升客单价：公司在酱油生产领域历史悠久，将古法工艺与现代生产相结合，产品也多为氨基酸态氮含量在1.0g/100ml的高质高端产品，已经形成自身的品牌形象和产品知名度。公司在继续深耕酱油产品（占公司收入的70%）的基础上，也在不断研发和拓展鸡精鸡粉（占公司收入的10-15%）以及植物油（8%）等其他品类的产品。通过丰富产品品类一方面优化公司的收入结构，降低公司收入对酱油品类的过度依赖；另一方面可以借助之前的品牌、经销商等渠道建设，增加消费者的消费频次，提升客单价，进而提升公司销售额。

逐步实现渠道下沉，餐饮渠道收入比重增加：公司将渠道端划分为五级市场，目前已经覆盖了全国70%的地级市，其中在广东、海南和浙江等一级市场已经下沉至县级单位，公司经销商队伍近千家，以具备竞争力的激励机制推动一级经销商开发分销商，共同做大市场。餐饮渠道端占公司的收入比重从5%提升至24%，公司通过针对性的产品开发+专业性的经销团队建设+开办顶级厨师俱乐部等措施提升在餐饮端的销售，餐饮端高壁垒，高粘性，高用量等特点也确保了公司后续餐饮端收入增长的持续性。

阳西基地二期建成完成，三期预计年底开工：公司在中山基地拥有23万吨酱油和10万吨其他调味品合计33万吨的产能，目前产能利用率达到100%。为了解决中山基地产能瓶颈问题，公司分别于2012年和2017年开工新建46.88万吨和65万吨的调味品产能，其中阳西厨邦基地已完成二期项目建设，新增15万吨以上的酱油产能，目前正在做三期的项目规划设计，三期项目预计年底前动工，公司产能投产是随着产能建设同时进行的，明年预计增加10万吨酱油产能，2020年仍有10万吨的酱油产能可以释放。阳西美味鲜基地2017年底开工建设，今年年内会有5%-8%的产能释放，预计2022年建设完成，2023年达产，达产后公司将新增各类调味品及相关食品65万吨的生产能力，其中新增30万吨食用油、20万吨蚝油、10万吨醋及5万吨料酒的产能；届时公司总产能也将突破百万吨。

房地产开发停滞主要系《岐江新城片区规划》未落地，地产价值想象空间较大：公司在中山市城轨中山站北侧有约1906亩商住地，目前仍有660亩的商业住宅地未开发，主要系政府层面《岐江新城片区规划》尚未落地，一旦规划落地，公司会在一年内拿到施工许可证，制定开发计划，尽快开工建设。该土地区域隶属中山市岐江新城，毗邻深中通道，位于粤港澳大湾区，地理位置优越；附近的土地流转价格已超过600万/亩，我们以1.5倍的容积率和1万/平方米的楼面价格计算，此块660亩商住用地按土地价值重估计算价值约为42亿。

盈利预测与估值：根据公司现有业务情况，我们测算公司18-20年EPS分别为0.77、0.96、1.18元，



对应 42.5、34、27.8 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	3609.37	4215.52	4957.52	5777.02	
同比(%)	14.29%	16.79%	17.60%	16.53%	
归属母公司净利润	453.26	616.19	768.62	941.54	
同比(%)	25.08%	35.94%	24.74%	22.50%	
毛利率(%)	39.27%	40.16%	41.47%	42.24%	
ROE(%)	13.86%	16.57%	17.61%	18.07%	
每股收益(元)	0.57	0.77	0.96	1.18	
P/E	57.79	42.51	34.08	27.82	
P/B	8.38	7.28	6.16	5.16	
EV/EBITDA	5.40	27.92	21.94	18.11	

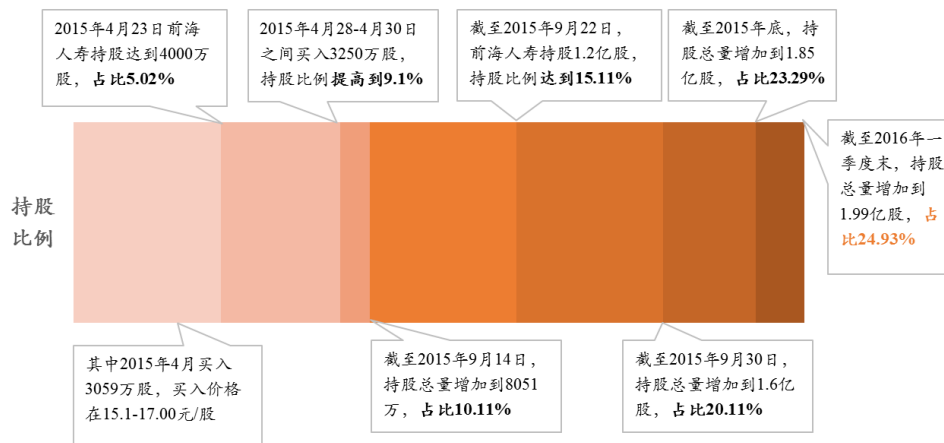
风险提示： 实际控制人变更、 管理层变动、 产能扩张不达预期。

调研内容

股权转让：

章程修改由前海人寿提出，经开发区政府同意后提交大会审议通过：公司此次修订《公司章程》是经股东前海人寿保险有限公司提议，实际控制人中山火炬高技术开发区管委会同意，结合实际情况对部分条款进行修改的。这是前海人寿自 2015 年成为第一大股东后首次提议章程修改；并且修改稿中删减了对第一大股东和实际控制人变更等的限制，放宽了股东大会召开的限制和董事会改选的要求，进一步减轻了前海人寿未来增强对上市公司的控制力和进入董事会的障碍。

图表1. 股权转让前前海人寿持股比例达到 24.92%



资料来源：公司公告、广证恒生

注册地永久固定在中山，满足政府对产值、税收等的要求：此次章程修改中修改的第一条是“公司注册地址将永久保留在中山市火炬高技术产业开发区”，并且后续如需变更需经全体董事一致同意审议通过

后提交股东大会审议，大大限制了后续注册地变更的条件，公司的注册地未来大概率将永久保留在中山市。注册地永久保留一方面确保了中山市火炬开发区政府对公司的监管，另一方面即使公司后续控制权发生较大的变动，也能确保公司未来的税收、产值等收入归属中山。

图表2. 《公司章程》变更分析

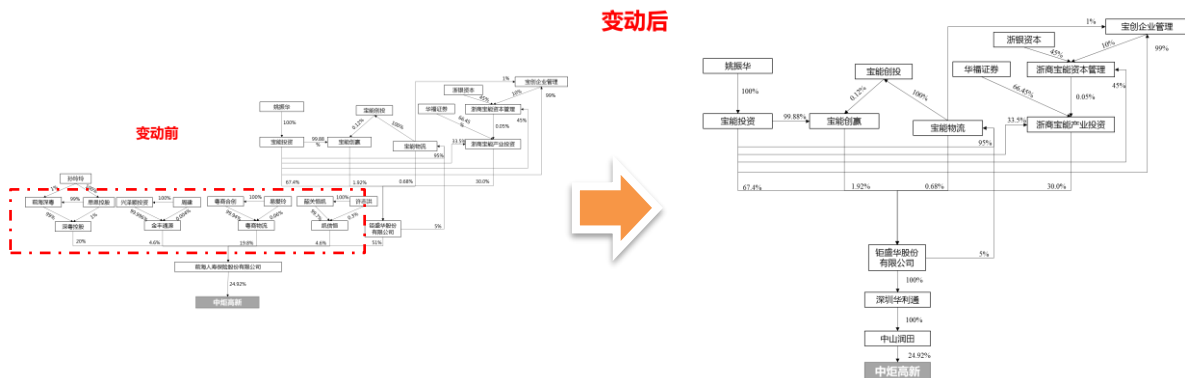
序号	修订后条款	点评
第五条	公司注册地址将永久保留在中山市火炬高技术产业开发区，如需变更，需经董事会全体董事一致同意审议通过后提交股东大会审议。	注册地永久保留，确保公司税收、产值永久归属中山市
第二十一条	此部分删除	删掉“第一大股东变更时，董事会有权通过非公开发行向第一大股东定向增发”的规定，取消了第一大股东变更后的诸多限制。
第五十三条	<p>公司召开股东大会，董事会、监事会以及单独或者合并持有公司 3%以上股份的股东，有权向公司提出提案。单独或者合计持有公司 3%以上股份的股东可以在股东大会召开 10 日前提出临时提案并书面提交召集人。召集人应当在收到提案后 2 日内发出股东大会补充通知，公告临时提案的内容。</p> <p>除前款规定的情形外，召集人在发出股东大会通知公告后，不得修改股东大会通知中已列明的提案或增加新的提案。</p> <p>股东大会通知中未列明或不符合本章程第五十二条规定的提案，股东大会不得进行表决并作出决议。</p>	取消了提案需连续持股 180 天以上的要求，为后续变更后的股东争取提案权；并且取消了股东提名高管的人数限制，放宽了提名名额。
第九十六条	<p>董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不得无故解除其职务。除董事自行辞职情况以外，股东大会任免董事需经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过。</p> <p>董事任期从股东大会决议通过之日起计算，至本届董事会任期届满时为止。</p> <p>董事任期届满未及时改选，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规、部门规章和本章程的规定，履行董事职务。董事可以由经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的 1/2。</p>	取消了每届改选更换董事的人数限制，取消实际控制权的赔偿条款，给予后续董事会改选和实际控制人变更保留空间。
第一百七十四条	公司应当至少在中国证监会指定进行上市公司信息披露的一份报纸和一个网站上刊登公司公告和其他需要披露的信息。	无

资料来源：公司公告、广证恒生 注：对“修订后条款”中未变更内容进行了删减

从修改章程到股权转让，宝能话语权进一步增强：9 月 7 日前海人寿公告将所持有的全部上市公司

24.92%的股权转让给中山润田，转让前公司第一大股东前海人寿是钜盛华集团（宝能集团控股子公司）持股 51%的控股子公司，前海人寿仍有 4 家一般法人持股的股东；转让后的第一大股东中山润田为钜盛华集团的全资孙公司，减少了非宝能系成员对中炬高新的持股，此次转让增强了宝能集团对公司的实际持股比例和收益比例，并降低了险资投资风险，在后续投资决策等层面的自主性将明显提升。此次股权变更，再叠加修订后《公司章程》中对实际控制人变更和第一大股东变更限制的削弱，公司未来实际控制人变更的障碍正逐步消除，预期也在不断增强。

图表3. 前海人寿持股比例达到 24.92%

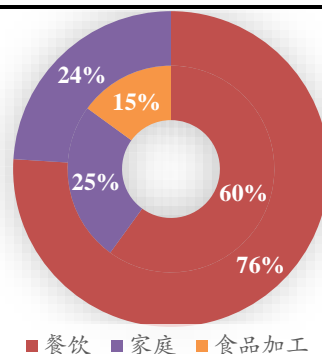


资料来源：wind、企查查、广证恒生

渠道销售：

餐饮端占比接近 24%，全国推广+高端餐饮为主：受公司差异化战略和高端产品的定位影响，公司主攻消费者市场，近几年也开始深耕餐饮市场，餐饮占收入的比重逐年上涨，从 2013 年的 5%提升至 2017 年的接近 24%，餐饮渠道建设卓有成效。公司虽然在餐饮端开发了中低端、大包装的产品，但在餐饮渠道的调味品中仍属于偏高端的产品，氨基酸态氮的含量较高。公司在餐饮端的推广以珠三角为主阵地，积极进行全国推广；一方面以珠三角主要代表的东南沿海区域对菜品的出品要求较高，有些餐厅会主动选择一些高端的调味品，另一方面在全国其他地方的一些高档餐厅，会对调味品有所要求，也是厨邦在餐饮端的目标受众。

图表4. 公司与海天渠道分布对比



资料来源：公司公告、广证恒生

独立运营顶级厨师大赛和顶级厨师俱乐部，共同成长打开餐饮渠道：公司在餐饮端推广的另一大重要举措是通过厨邦顶级厨师俱乐部，举办超级凉菜完全大奖赛和免费开办厨师训练营等增强与厨师的粘性，从厨师端增强对厨邦产品的认可，进行产品推广。举办厨师俱乐部是公司厨师共同成长的过程，既帮助

公司推广厨邦的产品，又使得厨师提升自身的专业实力。

图表5. 公司已经成功举办三届超级凉菜大赛



资料来源：公司公告、广证恒生

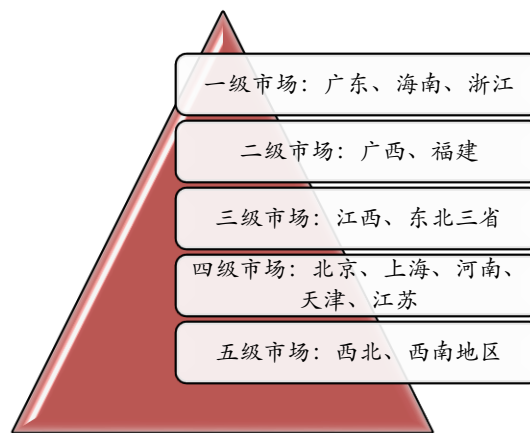
图表6. 借助顶级厨师训练营增强厨师粘性



资料来源：公司公告、广证恒生

家庭端持续发力，渠道下沉完善市场布局：公司也在不断进行家庭端渠道的拓展，以“稳步发展东南沿海、重点提升中北东北、加速开拓西南区域、逐步发展西北市场”的渠道规划战略为指导，将全国区域重点划分为五级市场，不同市场根据开发程度、竞争格局和地方特征进行针对性的战略开发，目前已经覆盖了全国 70% 的地级市，预计未来三年实现全覆盖。公司通过不断扩大经销商队伍，增加经销商激励机制，推动经销商积极将渠道下沉至县、区等区域，像安徽、江西等一些渠道下沉效果比较好的二、三级市场正逐步向一级市场过渡，增长也接近 30%。

图表7. 公司的五级市场渠道

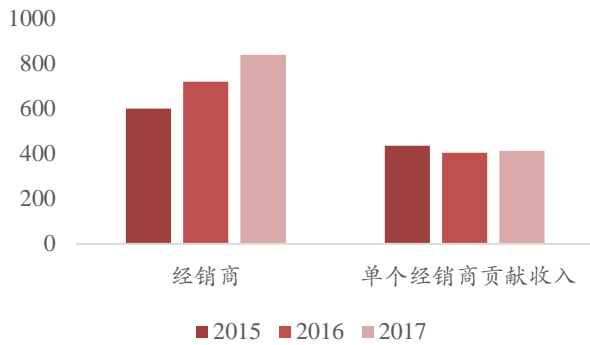


资料来源：公司官网、广证恒生

地推为主，直面终端消费者，冠名《鲜厨当道》主攻华东区域销售：公司的销售推广模式以地推为主，辅以空中广告投放。地推层面，一方面直面消费者进行超市等终端推广，另一方面通过冠名当地代表性活动拉近厨邦与消费者距离，将产品和促销实实在在的给到终端消费者。空中广告层面，之前冠名江苏卫视的综艺节目《鲜厨当道》主要是针对华东市场，特别是江苏市场的消费者，公司目前在江苏省主要城市的 KA 店、流通渠道等都已经进驻，未来通过精耕细作有望进一步提升市场规模。

经销商数量近千人，利润空间处行业领先水平，销售动力强劲：公司目前一级经销商数量近千家，经销商队伍不断扩大，公司选择经销商除原有成熟调味品渠道的经销商外，还会选择一些饮料、粮油、酒类等与公司产品渠道重合性高的经销商来进行渠道共建。公司给予一级经销商的利润空间大概在 5%-10% 之前，也会辅以返点等支持政策；在公司良性的经销商政策下，经销商每年库存大概周转 6 次，经销商也有

动力积极寻找二级经销商、分销商等进行渠道下沉铺设，增加自身的销售额，提升盈利水平。

图表8. 公司单个经销商年贡献收入超 400 万


资料来源：公司公告、广证恒生

图表9. 海天和厨邦经销模式对比

	海天味业	中炬高新
经销商数量	2600 多家	927 家
渠道模式	经销为主	经销为主
渠道利润	渠道利润较小	渠道毛利率比海天略高
渠道库存	2-3 个月	1-2 个月
渠道管控力	很强	强

资料来源：公司公告、广证恒生

产品推广：

坚持高端定位，产品品质具备竞争力：公司酱油产品主打中高端，产品的氨基酸态氮的含量基本在 1.0-1.3 g/100ml 之间，均属特级产品；基础系列的厨邦酱油、特级老抽和草菇老抽属于 8-12 元/500ml 的中等水平，而另一主打的纯酿系列以纯酿无添加为特色，定位在 12 元/500ml 的高端水平，平均售价超过 15 元，功能系列酱油也处于高端价位。目前基础的生抽系列是公司的重点产品，占酱油收入的 90% 以上。公司凭借“晒足 180 天”的产品定位在消费者心中打造产品高端优质形象，将酱油生产周期增加到 6 个月以上，出品质量受消费者认可和信赖。

图表10. 公司酱油品类齐全


资料来源：公司官网、广证恒生

开发功能性酱油，“淡盐”为主攻方向：在酱油功能化需求不断增强，满足各类需求的功能化酱油纷纷出现。功能化酱油市场中，公司重点看好淡盐类酱油市场，目前心脑血管患者数量不断增加，这与其平时摄盐量高过有一定的关系，淡盐产品正好解决了这一问题，这也是中西医普遍认可的观点，未来也是公司重点发展的领域。但淡盐酱油生产工艺偏日式，成本较高，所以售价也会相对较高。

调味品系列化开发，增加客单价：除酱油产品外，公司不断研发上市更多的调味品品类，目前已有鸡精鸡粉、蚝油、食用油和酱类等十种非酱油类调味品。公司其他种类的调味中鸡精鸡粉占收入比重为的 10-15%，销量达到 2.27 万吨，借助厨邦的品牌优势快速打开市场，成为公司收入占比第二的调味品类；其他品类调味品占比 10-15%，是收入的重要组成部分。公司也借助多品类布局，不断完善调味品矩阵，逐步

从调味食品向健康食品方向发展。并且通过对调味品进行系列化开发，可以进行品牌共用，经销商和渠道也可以共用，通过增加品类提升客单价，进而提升公司销售额。

图表11. 公司旗下的十种非酱油类调味品



鸡精粉类 蚝油类 料酒类 醋类 酱类 腐乳类 汁类 味精类 食用油类 罐头类

资料来源：公司官网、广证恒生

鸡精鸡粉增长趋缓，开发新品类、新包装激活市场：鸡精鸡粉作为公司的第二大品类产品，占据公司10%-15%的销售比例。近两年鸡精鸡粉销售增速趋缓，公司也在通过推出新的细分品类，新包装的方式激活销售市场，增加销售收入。

植物油占据生产资源较少，浮动价格平滑上游价格波动：植物油占据公司8%左右的收入份额，是公司的第三大调味品类，后续公司也规划了30万吨的食用油产业线。在生产端，公司植物油生产使用的是经过初步处理的初压榨的原油进行分装调配，不需要去收购上游农产品等原材料，占用的资源较少，不需要投入很多的固定资产，只需要投入包装生产线。在价格端，公司的产品只有植物油的售价会上下波动，主要是因为上游收购原油的价格会有所变动，这样可以对上游价格波动进行平滑，降低对公司收入的影响。目前公司的食用油销售主要集中在东南沿海等主营销区。

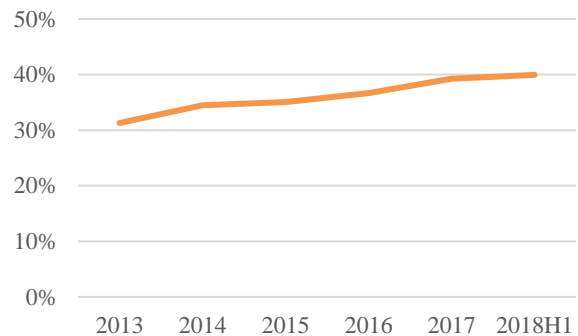
三年为一个涨价周期，公司17年率先跟随行业龙头涨价：公司产品价格较为稳定，但受原材料价格上涨和行业整体产品价格上行的影响，公司产品也在稳步提价，提价周期约为三年一次，每次提价比例在5%左右，2011年和2013年分别有两次大规模的提价；最新一次提价是在2017年3月初，此轮提价公司也是继行业龙头涨价后第二家涨价的调味品企业，表明了公司应对市场价格变化的敏感度和积极性，公司也有足够的实力理顺提价后的价格传导，应对市场波动。随着产品价格的稳步提升和产品品类体系的完善，公司的毛利率水平也逐步提升，从2013年的31.1%提升至2018年上半年的39.95%。

图表12. 公司提价周期约为三年

公司	提价时间	提价范围	提价幅度
中炬高新	2011年	部分产品提价	约为5%
	2013年7月	厨邦及美味鲜全线产品	
	2017年3月初	部分产品	

资料来源：公司公告、广证恒生

图表13. 价格提升带动毛利率上行



资料来源：公司公告、广证恒生

产能建设：

公司从2004年开始开展了三轮产能扩张。

第一轮产能扩张：2004 年公司股东大会通过美味鲜公司扩产技改投资方案，公司拟在中山火炬开发区投资建设 20 万吨调味品生产基地。第一轮产能扩产历时八年，从 2004 年建设至 2012 年完工，总投资 7.24 亿，建成后中山基地的年设计产能达到 33 万吨。

第二轮产能扩张：2012 年公司开始投资美味鲜厨邦食品阳西生产基地。2012 年起由子公司美味鲜公司为投资主体在中山火炬（阳西）产业转移园设立厨邦公司，建设美味鲜厨邦食品阳西生产基地，实施异地低成本扩张战略，项目达产后可达到年新增各类调味品及相关食品 46.88 万吨的生产能力，其中新增酱油产能 33.37 万吨。截止 2017 年底，项目已累计投入 9.73 亿，截止 2018 年 3 月末，阳西基地年设计产能为 25.3 万吨，已建成 7 条酱油生产线。

第三轮产能扩张：2017 年 4 月公司股东大会通过阳西美味鲜食品有限公司食品生产项目，通过下属全资孙公司阳西美味鲜食品有限公司实施阳西美味鲜食品生产项目的投资计划，达产后公司将新增各类调味品及相关食品 65 万吨的生产能力，其中新增 30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋及 5 万吨料酒的产能。

图表14. 公司三轮项目资金扩产投入持续增加



资料来源：公司公告、广证恒生

中山厂区满产，合计产能 33 万吨：公司目前主要的生产基地位于中山市火炬开发区，中山产能基地从 2004 年开工建设至 2012 年建成投产。目前整个中山产能基地处于满产状态，拥有 18 条酱油生产线，酱油产能约为 22-23 万吨，另有 10 万吨鸡精鸡粉、料酒等其他品类调味品产能，总产能约为 33 万吨，产能利用率达到 100%。

图表15. 公司的中山沿江大晒场



资料来源：公司公告、广证恒生

阳西基地二期产能建设完成，三期预计年底开工：公司在阳西新建产能基地核心是为了解决中山基地产能瓶颈问题，而阳西的用工成本和能源成本等均低于中山基地，并且阳西产能建设也是经由中山和阳江两地政府同意后开建的，实现了公司低成本异地扩张的战略布局。阳西产能基地自2012年起开始建设，截止2017年底，项目已累计投入9.73亿，建成7条酱油生产线，增加酱油产能15万吨以上。目前项目二期已建设完成，正在做三期的项目规划设计，三期项目预计年底前动工，公司产能投产是随着产能建设同比进行的，明年预计增加10万吨酱油产能，2020年仍有10万吨的酱油产能可以释放。

图表16. 阳西生产基地产品项目预期达产规模

年份 规模 产品	酱油	鸡精、 鸡粉	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油类	合计
2014年	5.10	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14
2016年	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.3
2018年	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020年	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

资料来源：公司公告、广证恒生

阳西美味鲜基地2018年预计有5%-8%的产能释放，未来5-6年实现满产：公司阳西美味鲜基地2017年开始投资建设，达产后公司将新增各类调味品及相关食品65万吨的生产能力，其中新增30万吨食用油、20万吨蚝油、10万吨醋及5万吨料酒的产能。项目2017年9月正式启动，截止2018年中累计投入资金1.54亿，年内预计会有5%-8%的产能释放，预计2022年建设完成，2023年达产，达产后公司总产能将突破百万吨。

房地产业务：

房地产开发停滞主要系《岐江新城片区规划》尚未落地：公司在中山市城轨中山站北侧有约 1906 亩商住地，其中属于子公司中汇合创的约为 1353 亩，属于上市公司的约为 553 亩。该土地区域隶属中山市岐江新城，毗邻深中通道，位于粤港澳大湾区，地理位置优越。目前处于待开发状态，主要系政府层面《岐江新城片区规划》尚未落地，一旦规划落地，公司会在一年内拿到施工许可证，制定开发计划。公司已有相关的土地开发经验，也与地产商有过合作，未来一旦规划落地，公司将迅速响应，推进土地开发建设。

图表17. 公司旗下土地情况

区域	土地	中汇合创	中炬高新
中山城轨站片区规划范围内	商业住宅地	660	
	商住配套地	453	468
	已开发商住地	240	
中山城轨站片区规划范围外	商业住宅地		85 (2017年9月正式的工)

资料来源：公司公告、广证恒生

图表18. 深中通道将缩短两城通车时间


资料来源：公司公告、广证恒生

“已售房产转自持物业再二手销售”主要受中山市房价控制影响：公司前期开发的“汇景东方”别墅项目仍有部分楼盘售出，但由于中山市房屋出售政策规定有变，制定了一系列的限价政策，公司为了促进销售，通过“已售房产转自持物业再二手销售”的方式进行房屋销售，2018年上半年完成了部分已售房产的备案和交付工作，实现售楼收入 3,921 万元。

岐江新城地块拿地价格较低，未来开发收益率可观：虽然目前规划尚未落地，但公司拿地成本较低，目前中山市的商业住宅用地最新的拍卖价格都在 600 万/亩以上，公司拿地成本远低于市场土地流转价格，未来开发收益可观。我们以土地价值重估的方法对公司 660 亩未开发土地进行估值，按照 1.5 倍的容积率和 1 万/平方米的楼面价格计算，但目前由于中山市《岐江新城片区规划》尚未最终落实，所以开发进度未知，保守估计将总价值打八折，我们认为公司未开发的 660 亩商住用地按土地价值重估，价值约为 42 亿。



盈利预测：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3116.08	3651.39	3525.89	4505.01	营业收入	3609.37	4215.52	4957.52	5777.02
现金	240.76	0.12	14.89	581.21	营业成本	2191.89	2522.52	2901.64	3336.94
应收账款	67.00	68.21	86.12	96.92	营业税金及附加	48.20	52.32	64.39	74.63
其它应收款	45.47	44.56	57.43	64.00	营业费用	426.34	426.23	506.37	576.55
预付账款	10.56	42.93	52.99	44.61	管理费用	348.08	436.17	495.52	587.58
存货	1412.96	1754.63	1994.40	2251.50	财务费用	60.45	26.30	23.47	-2.75
其他	1339.32	1740.93	1320.06	1466.77	资产减值损失	22.78	13.76	19.68	26.08
非流动资产	2188.68	2278.70	2414.38	2519.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	30.56	44.15	41.20	38.64	投资净收益	71.24	88.12	79.68	83.90
固定资产	1213.95	1437.53	1605.34	1726.02	营业利润	611.03	826.35	1026.13	1261.89
无形资产	211.92	236.28	270.04	306.57	营业外收入	5.60	5.77	12.11	7.83
其他	732.25	560.74	497.80	447.84	营业外支出	7.46	6.05	6.53	6.68
资产总计	5304.76	5930.08	5940.27	7024.07	利润总额	609.18	826.07	1031.71	1263.04
流动负债	908.33	1904.86	1157.83	1298.95	所得税	97.77	130.85	164.50	200.73
短期借款	15.00	889.55	15.00	15.00	净利润	511.40	695.23	867.21	1062.32
应付账款	251.19	274.62	300.10	327.86	少数股东损益	58.14	79.04	98.59	120.77
其他	642.15	740.68	842.73	956.09	归属母公司净利润	453.26	616.19	768.62	941.54
非流动负债	946.27	39.52	41.06	43.56	EBITDA	735.95	985.20	1217.48	1450.02
长期借款	19.83	19.84	19.85	19.86	EPS (摊薄)	0.57	0.77	0.96	1.18
其他	926.45	19.69	21.21	23.70					
负债合计	1854.61	1944.38	1198.89	1342.52					
少数股东权益	309.34	388.38	486.98	607.75					
股本	796.64	796.64	796.64	796.64					
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05					
留存收益	2045.84	2518.63	3175.72	3995.11					
归属母公司股东权益	3124.53	3597.32	4254.41	5073.80					
负债和股东权益	5304.76	5930.08	5940.27	7024.07					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	650.58	94.79	1247.31	888.31
净利润	511.40	616.19	768.62	941.54
折旧摊销	128.51	132.83	162.29	189.72
财务费用	60.45	26.30	23.47	-2.75
投资损失	-71.24	-88.12	-79.68	-83.90
营运资金变动	2.32	-667.32	276.98	-273.78
其它	19.13	74.92	95.63	117.47
投资活动现金流	-570.98	-159.15	-215.47	-206.33
资本支出	-206.83	-229.58	-280.38	-268.38
长期投资	434.34	17.84	30.50	26.55
其他	-798.49	52.59	34.40	35.49
筹资活动现金流	-280.18	-176.29	-1017.07	-115.65
短期借款	-5.00	874.55	-874.55	0.00
长期借款	-38.74	0.01	0.01	0.01
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-236.44	-1050.85	-142.52	-115.67
现金净增加额	-200.59	-240.65	14.77	566.32

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	14.29%	16.79%	17.60%	16.53%
营业利润增长率	30.73%	35.24%	24.18%	22.98%
归属于母公司净利润增长	25.08%	35.94%	24.74%	22.50%
获利能力				
毛利率	39.27%	40.16%	41.47%	42.24%
净利率	14.17%	16.49%	17.49%	18.39%
ROE	13.86%	16.57%	17.61%	18.07%
ROIC	16.14%	15.86%	20.64%	20.70%
偿债能力				
资产负债率	34.96%	32.79%	20.18%	19.11%
净负债比率	1.88%	47.54%	3.53%	3.43%
流动比率	3.43	1.92	3.05	3.47
速动比率	1.87	1.00	1.32	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.75	0.84	0.89
应收账款周转率	65.28	62.35	64.24	63.12
应付账款周转率	8.99	9.59	10.10	10.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.77	0.96	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.12	1.57	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.92	4.52	5.34	6.37
估值比率				
P/E	57.79	42.51	34.08	27.82
P/B	8.38	7.28	6.16	5.16
EV/EBITDA	5.40	27.92	21.94	18.11

资料来源：港澳资讯、广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。