

# 中国天楹 (000035)

证券研究报告

2018年10月23日

## 业绩增长平稳，看好公司固废全产业链发展

### 事件：

10月22日晚，公司发布2018三季度报告，公司前三季度实现营收13.67亿元，同比增长37.64%；实现归母净利1.67亿元，同比增长18.76%；实现扣非后净利润1.65亿元，同比增长20.26%。

### 点评：

**前三季度业绩平稳增长 18.76%，符合预期。**营业收入较上年同期增长37.64%的原因因为前三季度公司的八个垃圾焚烧发电项目运营良好，收入稳步增长；公司在建的和改造的垃圾焚烧发电项目加速推进，使得公司的环保工程建设和设备销售收入较上年同期有较大的增长。前三季度公司的毛利率为36.12%，较上年同期下滑4.34pct，公司毛利率下滑的原因：垃圾焚烧行业竞争加剧导致出现了低价竞争的问题，使得垃圾焚烧发电项目的中标价格出现下滑。我们认为公司在垃圾焚烧发电领域深耕十余年，国内已运营项目日处理垃圾能力达8400吨，大量运营项目提供了现金流保证；国内外在建和拟建项目日处理垃圾能力达15850吨，有力保障未来增长。同时全产业链布局促进公司环卫项目快速放量，看好公司未来成长性。

**经营活动现金流净额大幅改善，费用率得到有效控制。**公司前三季度的经营性现金流净额是3.13亿元，比去年同期增长138.59%，现金流大幅改善。公司的应收款从2017年前三季度的3.25亿元增加到2018年前三季度的4.70亿元，同比增加了44.50%，占收入的比重增加了1.64pct。总得来看，应收款增加的幅度是与公司报告期内的营收增加相匹配的。虽然公司经营规模、业务范围不断扩大，但是公司费用管控良好。公司前三季度期间费用为2.69亿元，期间费用率为19.68%，比去年同期下降了3.58个百分点。

**收购海外优质固废公司 Urbaser，着眼国内环卫+垃圾分类千亿级别市场。**现金(24.78亿元)+发行股份(64.04亿元)，88.82亿元收购 Urbaser 100% 股权，重组方案已过会。Urbaser 2017 年营收超过 120 亿。毛利率保持稳定，客户以各国政府为主，核心商业模式为获取长期特许经营权。Urbaser 智慧环卫技术先进，补齐公司垃圾处理前端布局。扩大业务版图，实现公司全球业务的跨越式发展。

**盈利预测与评级：**暂不考虑 Urbaser 并表，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.23、0.31、0.4 元/股，对应 PE 为 19 倍、14 倍、11 倍。考虑 2019 年 Urbaser 并表，不考虑配套融资增发股份情况，我们预计公司 2018-2020 年备考利润为 3.07、8.28、9.81 亿元，18-20 年 EPS 为 0.23、0.34、0.40 元/股，对应 PE 为 19、13、11 倍。给予“买入”评级。

**风险提示：**新项目工程进度不及预期、人民币兑欧元大幅升值、产能利用率和吨垃圾处理费下降

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	980.50	1,611.81	1,787.61	2,276.70	2,819.01
增长率(%)	18.79	64.39	10.91	27.36	23.82
EBITDA(百万元)	437.27	545.22	679.31	813.57	970.24
净利润(百万元)	211.72	222.27	307.06	423.24	540.83
增长率(%)	(7.22)	4.98	38.15	37.84	27.78
EPS(元/股)	0.16	0.16	0.23	0.31	0.40
市盈率(P/E)	27.96	26.63	19.28	13.99	10.95
市净率(P/B)	2.87	1.96	1.37	1.25	1.12
市销率(P/S)	6.04	3.67	3.31	2.60	2.10
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.39	7.86	7.06

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/环保工程及服务
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.38 元
目标价格	6.8 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,351.52
流通 A 股股本(百万股)	1,281.10
A 股总市值(百万元)	5,919.66
流通 A 股市值(百万元)	5,611.20
每股净资产(元)	2.36
资产负债率(%)	61.66
一年内最高/最低(元)	6.05/3.95

### 作者

**于夕蒙** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518050001  
yuximeng@tfzq.com

**何文雯** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516120002  
hewenwen@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

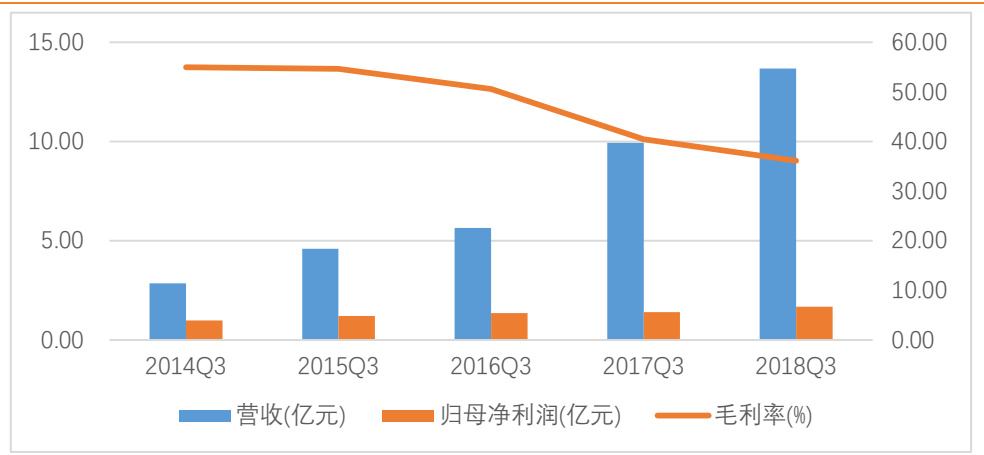
- 《中国天楹-公司点评:收购 Urbaser 成功过会，固废行业新龙头扬帆起航》2018-09-25
- 《中国天楹-首次覆盖报告:收购海外优质资产 Urbaser，固废行业新龙头已现》2018-08-29

## 1. 前三季度业绩平稳增长 18.76%，符合预期

公司在 2018 年前三季度营业收入为 13.67 亿元，同比去年增长 37.64%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 18.76%。扣非后归母净利为 1.65 亿元，同比增长 20.26%。

**营业收入持续增长，业绩符合预期。**营业收入较上年同期增长 37.64% 的原因在于报告期内公司的八个垃圾焚烧发电项目运营良好，收入稳步增长；公司在建的和改造的垃圾焚烧发电项目加速推进，使得公司的环保工程建设和设备销售收入较上年同期有较大的增长。营业成本较上年同期增长 38.19%，前三季度公司的毛利率为 36.12%，较上年同期下滑 4.34pct。公司毛利率下滑的原因：垃圾焚烧行业竞争加剧导致出现了低价竞争的问题，使得垃圾焚烧发电项目的中标价格出现下滑。前三季度公司净利润增速不及营收的原因在于垃圾焚烧行业竞争加剧导致毛利率下滑；我们认为公司在垃圾焚烧发电领域深耕十余年，国内已运营项目日处理垃圾能力达 8400 吨，大量运营项目提供了现金流保证；国内外在建和拟建项目日处理垃圾能力达 15850 吨，有力保障未来增长。同时全产业链布局促进公司环卫项目快速放量，看好公司未来成长性。

图 1：2014Q3-2018Q3 年公司营业收入、净利润及毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

**期间费用率下降 3.58 个百分点，销售费用大幅增加。**虽然公司经营规模、业务范围不断扩大，但是公司费用管控良好。公司前三季度期间费用为 2.69 亿元，比上年同期提高了 0.38 亿元。期间费用率为 19.68%，比去年同期下降了 3.58 个百分点。另外，前三季度的公司销售费用出现了大幅增长，从 2017 年前三季度的 0.03 亿元增加到 2018 年前三季度的 0.46 亿元，同比增加了 1235.43%。主要系公司的 EPC 业务的拓展，造成业务销售费用的增加。

**经营活动现金流净额大幅改善，公司回款情况较好。**公司前三季度的经营性现金流净额是 3.13 亿元，比去年同期增长 138.59%。公司经营性现金流情况持续向好。

公司前三季度投资活动产生的现金流量净额为 -5.18 亿，较去年同期下降 37.75%，主要原因为去年同期完成收购上海盈联电信科技有限公司部分股权并对其进行增资。

公司前三季度筹资活动产生的现金流量净额为 -6.89 亿，主要原因是偿还了部分借款。

图 2：前三季报现金流量表项目(单位：亿元)

项目	2018Q3	2017Q3	变动比例(%)
经营性现金流净额	3.12	1.31	138.59%
投资活动产生的现金流量净额	-5.18	-8.33	-37.75%
筹资活动产生的现金流量净额	-6.89	8.80	-

资料来源：wind、天风证券研究所

前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.72 亿元，同比增长 14.45%。占营收比重的 63.79%，同比下降 12.91pct。公司的应收款从 2017 年前三季度的 3.25 亿元增加到 2018 年前三季度的 4.70 亿元，同比增加了 44.50%，占收入的比重增加了 1.64pct。总得来看，应收款增加的幅度是与公司报告期内的营收增加相匹配的。同时公司的预付款增加较快，前三季度的预付款为 2.85 亿元，较上年同期增加了 620.26%。前三季度公司的存货与上年同期基本持平。但存货周转天数出现下降，从 2017 年前三季度的 56.58 天下降到 2018 年前三季度的 42.16 天。

图 3：前三季度现金流状况(单位：亿元)

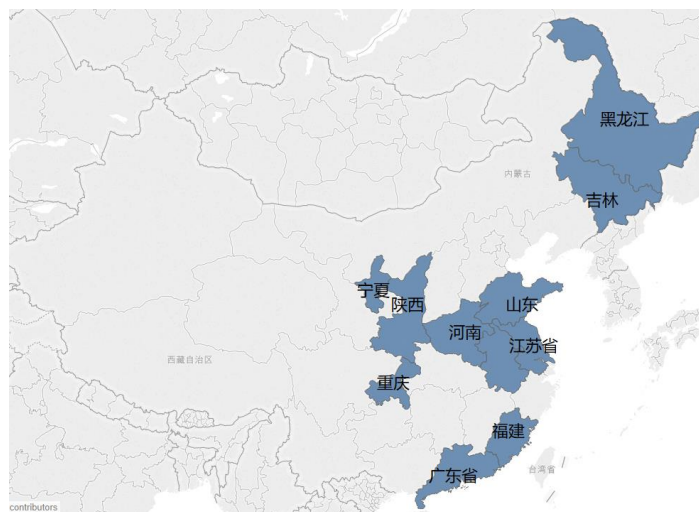
	经营性现金流净额	销售商品、提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	应收账款周转率	预付款	存货	存货周转天数
2018Q1-Q3	3.13	8.72	63.79%	4.70	34.38%	3.44	2.85	1.44	42.16
2017Q1-Q3	1.31	7.62	76.70%	3.25	32.74%	4.03	0.40	1.44	56.58
YOY	138.93%	14.45%	-12.91pct	44.50%	1.64pct	-14.50%	620.26%	0.46%	-25.49%

资料来源：wind、天风证券研究所

## 2. 垃圾焚烧发电规模稳步增长，拟建项目比例高于行业平均水平

中国天楹位于江苏，自成立以来深耕江苏及周边市场多年，上市初期，主要焚烧发电运营项目主要分布在江苏的二线城市。目前公司在手和筹建项目分部在全国十多个省市，有从东部向西部推进，逐渐扩建版图的趋势。江苏（9 个）、重庆（4 个）和山东（3 个）三个省市集中了公司较多项目，客户资源协同性显著。未来随着公司业务版图的进一步扩张，多地客户资源有望助推更多项目落地。

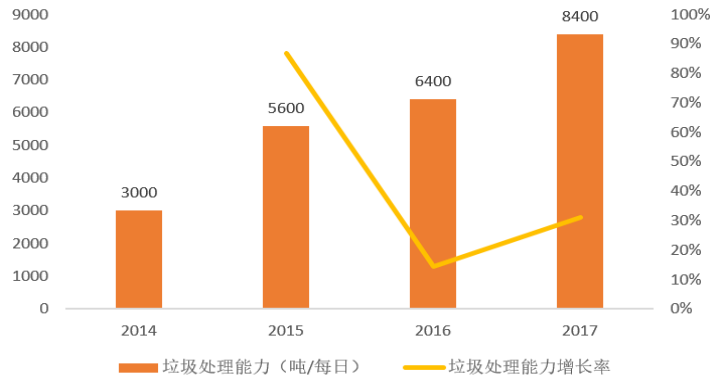
图 4：公司垃圾焚烧业务版图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2017 年底，公司拥有垃圾处理能力 8400 吨/日，较 2016 年新增 2000 吨/日，同比增加 31.25%。2017 年，公司有江苏如东、江苏启东、江苏海安、福建连江、山东滨州、深圳天楹、吉林辽源、吉林延吉八个垃圾焚烧发电运营项目，全年共处理垃圾量 295 万吨，比去年同期增长了 1.7%；实现上网发电量 6.5 亿千瓦时，比去年同期增长了 4.8%。公司目前运营项目已处于满负荷状态。

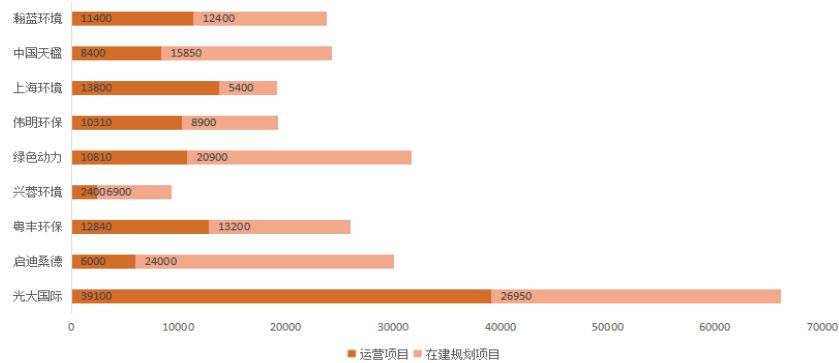
图 5：2014-2017 年公司垃圾处理能力变化



资料来源：wind、天风证券研究所

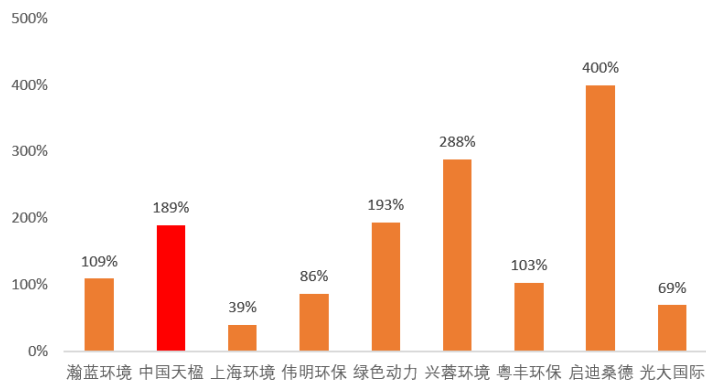
截止 2017 年底，公司国内在建和拟建项目日处理垃圾能力达 9850 吨；签约国外垃圾焚烧发电项目 4 个，日处理垃圾能力达 6000 吨。我们统计了 2017 年上市公司垃圾焚烧发电的运营和拟建产能，公司**拟建/运营产能比例为 189%，位列第四，仍处于扩大规模第一梯队**。假设公司拟建产能分 5 年建完，每年平均新增产能 3170 吨/天，40 万吨/天的单位投资，需 12.68 亿资金投入，按照 35%的资本金投入来计算，需要 4.44 亿元资本金。截止 2018 年一季度，公司在手现金 5.74 亿元，且尚有加杠杆空间，加上垃圾焚烧发电项目的现金造血功能，拟建项目落地不受融资辖制。

图 6：2017 年上市公司垃圾焚烧发电运营/拟建产能（吨/天）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：2017 年上市公司垃圾焚烧发电拟建产能/运营产能比例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

截止 2017 年，山东莒南项目、安徽太和项目正处于调试阶段。公司正在建设和筹备建设的垃圾焚烧发电项目达到 10 个，分别位于陕西蒲城、河南民权、重庆铜梁、长春九台、山东平邑、长春双阳、宁夏固原、扬州江都、越南富寿、新加坡大士。另有已运营项目的扩建工程以及提标改造项目 5 个，分别为滨州二期、连江二期、启东三期、太和二期、深圳天楹提标改造。

图 8：2018-2020 年垃圾焚烧发电收入盈利预测

项目	状态	投运时间	规模吨/天	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
如东一期	投运	2011	500	500	500	500	500	500	500	500
如东二期	投运	2013	500	500	500	500	500	500	500	500
启东一期	投运	2009	500	500	500	500	500	500	500	500
启东二期	投运	2010	250	250	250	250	250	250	250	250
江苏海安	投运	2014	750	750	750	750	750	750	750	750
深圳平湖	投运	2015	1000		1000	1000	1000	1000	1000	1000
福建连江	投运	2012	500	500	500	500	500	500	500	500
如东三期	投运	2015	800		800	800	800	800	800	800
滨州一期	投运	2015	800		800	800	800	800	800	800
吉林辽源	投运	2016	800			800	800	800	800	800
吉林延吉	投运	2017	800				800	800	800	800
山东莒南	调试	2017	600				600	600	600	600
太和一期	调试	2017	600				600	600	600	600
陕西蒲城	筹建		1000							
河南民权	筹建		1000							
滨州二期	改造		400					400	400	400
连江二期	改造		500					500	500	500
启东三期	改造		600					600	600	600
太和二期	改造		300					300	300	300
越南富寿	筹建		1000						1000	1000
越南河内	筹建		4000						1000	4000
越南清化	筹建		1000						1000	1000
新加坡大士	筹建		300							
重庆铜梁	筹建		1200						1200	1200
长春九台	筹建		1200							1200
扬州江都	筹建		700							700
通州湾	筹建		1000							
牡丹江	筹建		1200							
长春双阳	筹建		1050							1050
平邑项目	筹建		600					600	600	600
固原环卫一体化	筹建		1050							
<b>合计</b>				<b>3000</b>	<b>5600</b>	<b>6400</b>	<b>8400</b>	<b>10800</b>	<b>15000</b>	<b>20950</b>
<b>增速</b>					<b>86.67%</b>	<b>14.29%</b>	<b>31.25%</b>	<b>28.57%</b>	<b>38.89%</b>	<b>39.67%</b>
垃圾处理量 (万吨)				136	241	290	295	350	471	601
垃圾处理收入 (亿)				1.01	1.23	1.25	1.43	1.75	2.35	3.01
上网发电量 (亿千瓦时)				2.65	5.20	6.20	6.50	9.81	13.18	16.84
发电收入 (亿)				1.72	3.38	4.03	4.23	6.38	8.57	10.94
<b>合计收入 (亿)</b>				<b>2.73</b>	<b>4.61</b>	<b>5.28</b>	<b>5.65</b>	<b>8.13</b>	<b>10.92</b>	<b>13.95</b>
<b>增速</b>					<b>68.86%</b>	<b>14.53%</b>	<b>7.01%</b>	<b>43.88%</b>	<b>34.38%</b>	<b>27.71%</b>
<b>毛利率</b>				<b>65.10%</b>	<b>56.48%</b>	<b>49.19%</b>	<b>45.60%</b>	<b>45.60%</b>	<b>45.60%</b>	<b>45.60%</b>
<b>毛利 (亿)</b>				<b>1.78</b>	<b>2.60</b>	<b>2.60</b>	<b>2.58</b>	<b>3.71</b>	<b>4.98</b>	<b>6.36</b>

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 收购 Urbaser，海外优质固废公司形成良好协同

7月4日晚，公司公告重大资产重组预案：公司拟向华禹并购基金、中平投资等 26 名交易对手购买其持有的江苏德展 100%股权，交易对价 88.82 亿元人民币，其中股份支付方式对价 64.04 亿元（发行股份购买资产的股票发行价格 5.89 元/股，发行 10.872 亿股），现金支付方式对价 24.78 亿元。同时拟募集配套资金不超过 26.08 亿元。本次重大资产重组拟以发行股份及支付现金的方式购买江苏德展 100%股权，从而间接收购 Urbaser 100%股权。天楹实际控制人承诺 2018-2020 年业绩不低于 4975/5127/5368 万欧元。本次交易的 EV/EBITDA 指标为 8.03，低于同行业国际及国内并购 EV/EBITDA 指标的平均值 9.7 与中位数 8.75。

Urbaser 为欧洲质地优良的老牌固废处理综合服务商。Urbaser 位于西班牙，深耕城市固废处理 27 载，世界排名第六。2017 年 Urbaser 实现营收 135.84 亿元，同比增长 5.96%；实现归母净利润 3.95 亿元。2018 年以来，Urbaser 与公司协同效应显著，1-4 月实现归母净利 1.79 亿元，已超 2016 年全年水平。智慧环卫贡献营收毛利过半，毛利率保持稳定。客户以各国政府为主，西班牙地区贡献营收超 58%，阿根廷、智利、法国贡献营收比例也较为稳定。

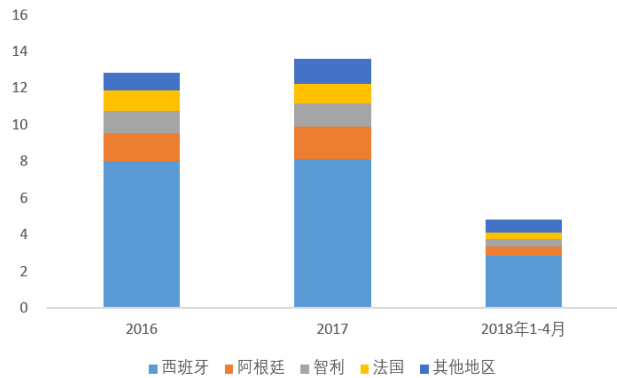


图 9：2016-2018 年前四月营收数据（亿元）

	2015	2016	2017	2018年1-4月
营业总收入	131.08	128.21	135.84	48.02
资产减值损失	-0.05	4.52	0.03	0.06
营业利润	5.35	2.29	6.65	2.6
净利润	4.50	1.15	4.45	1.95
归母净利润	3.80	1.58	3.95	1.79

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：2016-2018 年前 4 月分地区营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**特许经营为主，现金造血能力强。** Urbaser 核心商业模式为获取长期特许经营权，智慧环卫相关业务合同期限主要为 8-12 年，城市固废综合处理服务和水务综合管理服务业务合同期限主要为 15-30 年，主营业务具有稳定、持续的盈利能力和现金流入。Urbaser 2016-2017 年经营现金流量净额/净利润比例为 327%和 434%，远高于 A 股同行业上市公司的 30%和 -29%，现金流良好。且 Urbaser 位于欧洲，融资优势明显。

图 11：城市固废综合处理服务代表客户

国家	客户（市议会/市政府/公共机构）
西班牙	AMB Zaragoza, Consorcio Valenciano Interior, GOBIERNO DE CANTABRIA, Consell de Mallorca
阿根廷	Buenos Aires Ciudad, VIVAMOS VICENTE LÓPEZ, TIJERE MUNICIPIO
法国	MARSEILLE PROVENCE MÉTROPOLITAIN, Ville de Gorbil
智利	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：2016-2017 财务指标

项目名称 \ 年份	2016	2017
<b>利润表指标</b>		
主营业务毛利率	13.68%	13.66%
营业税金比率	1.59%	1.85%
管理费用比率	4.50%	4.47%
财务费用比率	3.37%	3.83%
<b>营运能力</b>		
存货周转率	47.21	44.79
应收账款周转率	3.23	3.24
流动资产周转率	1.81	1.79
资产周转率	0.74	0.75
<b>短期偿债能力</b>		
流动比率	1.51	1.33
速动比率	1.45	1.27
<b>获利能力</b>		
销售净利率	3.67%	2.72%
资产净利率	2.70%	1.96%
成本费用利润率	4.25%	3.14%
净资产收益率	9.89%	7.74%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**引入先进技术夯实前端布局，叠加公司自造设备优势，协同效应显著。** Urbaser 作为欧洲领先的综合固废管理平台，在智慧环卫领域积累了丰富的行业经验和客户资源。上市公司目前已经获取郸城、固原、海安等地环卫项目，2017 年签订环卫项目订单额为 16.8 亿元，垃圾分类项目 94 个，覆盖 100 多万人口。本次交易完成后，上市公司前端分类+智慧环卫+设备自造+后端垃圾焚烧处理全产业链打造完毕，通过借鉴 Urbaser 海外项目拓展和运营经验，持续获取优质的海外项目的同时，有望凭借品牌及后端处理优势迅速抢占国内环卫市场。

#### 4. 盈利预测

暂不考虑 Urbaser 并表，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.23、0.31、0.4 元/股，对应 PE 为 19 倍、14 倍、11 倍。考虑 2019 年 Urbaser 并表，不考虑配套融资增发股份情况，我们预计公司 2018-2020 年备考利润为 3.07、8.28、9.81 亿元，18-20 年 EPS 为 0.23、0.34、0.40 元/股，对应 PE 为 19、13、11 倍。给予“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	259.26	1,262.63	1,416.74	1,552.30	1,699.74
应收账款	184.21	355.78	528.09	236.26	703.42
预付账款	61.13	81.89	91.87	234.65	83.29
存货	104.33	128.53	159.09	58.08	308.04
其他	180.16	354.24	507.99	365.70	432.91
<b>流动资产合计</b>	<b>789.09</b>	<b>2,183.08</b>	<b>2,703.78</b>	<b>2,446.99</b>	<b>3,227.40</b>
长期股权投资	5.13	4.98	4.98	4.98	4.98
固定资产	1,035.07	1,074.81	1,877.70	2,324.15	2,563.11
在建工程	1,105.96	2,189.06	1,349.44	2,757.06	3,142.60
无形资产	1,777.72	2,218.33	2,115.25	2,012.18	2,002.99
其他	1,285.52	460.00	493.85	460.02	446.95
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,209.40</b>	<b>5,947.19</b>	<b>5,841.23</b>	<b>7,558.39</b>	<b>8,160.63</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,998.49</b>	<b>8,130.26</b>	<b>8,545.01</b>	<b>10,005.38</b>	<b>11,388.03</b>
短期借款	698.00	580.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	511.42	1,088.17	1,086.45	1,427.26	1,585.53
其他	943.87	1,211.15	1,027.46	1,018.00	1,089.06
<b>流动负债合计</b>	<b>2,153.28</b>	<b>2,879.32</b>	<b>2,113.92</b>	<b>2,445.26</b>	<b>2,674.59</b>
长期借款	1,042.20	1,184.79	1,199.37	1,899.37	2,459.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	740.55	1,017.78	878.00	878.77	924.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,782.75</b>	<b>2,202.56</b>	<b>2,077.37</b>	<b>2,778.14</b>	<b>3,384.22</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,936.03</b>	<b>5,081.88</b>	<b>4,191.28</b>	<b>5,223.40</b>	<b>6,058.81</b>
少数股东权益	0.00	28.21	31.85	36.86	43.26
股本	356.18	356.18	1,351.52	1,351.52	1,351.52
资本公积	944.13	1,678.96	1,678.96	1,678.96	1,678.96
留存收益	1,706.19	2,663.30	2,970.36	3,393.61	3,934.44
其他	(944.04)	(1,678.27)	(1,678.96)	(1,678.96)	(1,678.96)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,062.46</b>	<b>3,048.38</b>	<b>4,353.73</b>	<b>4,781.98</b>	<b>5,329.22</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,998.49</b>	<b>8,130.26</b>	<b>8,545.01</b>	<b>10,005.38</b>	<b>11,388.03</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	211.72	224.89	307.06	423.24	540.83
折旧摊销	130.32	153.99	199.81	228.40	246.55
财务费用	123.81	166.26	84.00	37.00	21.00
投资损失	(0.00)	(0.09)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	490.41	(326.94)	(466.19)	672.55	(373.80)
其它	(730.79)	(182.97)	3.64	5.01	6.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>225.48</b>	<b>35.15</b>	<b>128.31</b>	<b>1,366.20</b>	<b>440.98</b>
资本支出	252.32	1,461.24	199.78	1,978.63	815.77
长期投资	0.03	(0.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,680.84)	(1,458.11)	(259.78)	(2,058.63)	(865.77)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,428.49)</b>	<b>2.98</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	2,169.29	2,455.48	1,630.63	2,416.38	3,005.69
股权融资	(116.40)	580.22	910.65	(37.00)	(21.00)
其他	(855.76)	(2,076.60)	(2,455.48)	(3,530.00)	(3,228.29)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,197.13</b>	<b>959.10</b>	<b>85.80</b>	<b>(1,150.61)</b>	<b>(243.60)</b>
汇率变动影响	0.00	0.06	0.02	0.03	0.04
<b>现金净增加额</b>	<b>(5.89)</b>	<b>997.29</b>	<b>154.13</b>	<b>135.62</b>	<b>147.42</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>980.50</b>	<b>1,611.81</b>	<b>1,787.61</b>	<b>2,276.70</b>	<b>2,819.01</b>
营业成本	540.81	992.66	1,078.55	1,396.07	1,734.26
营业税金及附加	16.02	28.33	33.61	40.98	50.74
营业费用	1.31	4.42	5.36	6.83	8.46
管理费用	110.99	174.77	176.62	227.67	281.90
财务费用	116.76	155.22	84.00	37.00	21.00
资产减值损失	3.59	13.88	14.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	3.71	2.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.15	0.02	0.03	0.04
其他	(7.42)	(49.84)	(0.04)	(0.06)	(0.07)
<b>营业利润</b>	<b>194.73</b>	<b>289.57</b>	<b>395.50</b>	<b>548.18</b>	<b>702.69</b>
营业外收入	55.86	3.14	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.23	1.84	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>250.36</b>	<b>290.87</b>	<b>403.50</b>	<b>556.18</b>	<b>710.69</b>
所得税	38.64	65.98	92.80	127.92	163.46
<b>净利润</b>	<b>211.72</b>	<b>224.89</b>	<b>310.69</b>	<b>428.26</b>	<b>547.23</b>
少数股东损益	0.00	2.63	3.64	5.01	6.40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>211.72</b>	<b>222.27</b>	<b>307.06</b>	<b>423.24</b>	<b>540.83</b>
每股收益(元)	0.16	0.16	0.23	0.31	0.40

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.79%	64.39%	10.91%	27.36%	23.82%
营业利润	-19.33%	48.71%	36.58%	38.60%	28.19%
归属于母公司净利润	-7.22%	4.98%	38.15%	37.84%	27.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.84%	38.41%	39.67%	38.68%	38.48%
净利率	21.59%	13.79%	17.18%	18.59%	19.19%
ROE	10.27%	7.36%	7.10%	8.92%	10.23%
ROIC	9.04%	12.80%	9.69%	10.98%	10.68%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.62%	62.51%	49.05%	52.21%	53.20%
净负债率	25.98%	49.45%	31.32%	23.92%	23.54%
流动比率	0.37	0.76	1.28	1.00	1.21
速动比率	0.32	0.71	1.20	0.98	1.09
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.81	5.97	4.04	5.96	6.00
存货周转率	11.25	13.84	12.43	20.97	15.40
总资产周转率	0.19	0.23	0.21	0.25	0.26
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.16	0.23	0.31	0.40
每股经营现金流	0.17	0.03	0.09	1.01	0.33
每股净资产	1.53	2.23	3.20	3.51	3.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.96	26.63	19.28	13.99	10.95
市净率	2.87	1.96	1.37	1.25	1.12
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.39	7.86	7.06
EV/EBIT	10.42	7.95	11.89	10.92	9.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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