

# 徐工机械 (000425)

证券研究报告

2019年03月27日

## 起重机销量超预期，龙头业绩弹性加速释放！

### 起重机接力挖机高增长，行业景气度有望持续至 2020 年

2019 年 1-2 月起重机接力挖机高增长，整体销量增速超预期。考虑到春节因素，我们认为 1-2 月合计销量更能代表行业情况。1-2 月行业汽车起重机销量 5784 台，同比增加 58.38%，随车起重机销量 3561 台，同比增加 66.95%，履带起重机销量 418 台，同比增加 99.05%，进一步延续 18 年高增长趋势。销量结构上，随车起重机占比有所增加，考虑到随车吊兼具运输功能和汽车起重机的吊装功能，性价比优势更加明显，或将对汽车起重机形成一定替代作用。

与挖掘机类似，本轮起重机行业的复苏动力也包括环保因素（国标切换）、更新需求以及基建放量等因素，但在施工顺序和更新节奏上，起重机略滞后于挖掘机，预计 2019-2020 年为密集更新期，叠加 2020H2 国标切换以及 2018H2 密集推出的基建项目进入集中施工期，预计此轮起重机景气周期有望超预期。

### 行业集中度不断提升，竞争较为充分，进入壁垒提升

16 年至 19 年前两个月，汽车起重机 CR3（徐工+三一+中联）由 85.29%提高至 93.48%，CR5 由 94.13%提高至 99.19%，行业竞争充分，进入壁垒提升。公司层面，徐工持续保持龙头地位，汽车起重机市占率 40%以上，随车起重机市占率更高；其次，19 年前两个月，三一汽车起重机市占率 26.30%，较 18 年提升 3.97pct，居行业第二，中联市占率 25.86%，居行业第三。

### 徐工机械：2018 年业绩略超预期，2019 年盈利仍有较大弹性

1) **起重机市占率多年居行业首位，新品研发助力优势再巩固。**截至 18 年，公司起重机综合市占率为 40%，居行业第一。2017 年公司在百吨级以上大吨位移动式起重机市场占有率达 55.6%，千吨级以上全地面起重机全面替代进口形成市场主导优势。伴随产品更新升级为 G 系列，效率、精度和安全性都得到了大大的提升。

2) **原材料降价+资产负债表修复，2019 年盈利弹性有望提升。**公司历年毛利率与原材料成本占比呈现明显的负相关关系，2018Q3 以来，钢材价格持续回落，有望带动公司毛利率提升。同时，公司资本结构与营运能力实现较大提升，前期提高销售政策带来的积极影响逐步显现，应收账款账龄逐渐优化，预计资产负债表修复接近尾声，19 年盈利弹性有望进一步提升。

3) **布局 AWP+泵阀，收入结构不断优化，核心部件自制带动盈利提升。**18 年公司非公开发行募集资金净额 24.9 亿，高空作业平台和液压阀为重点布局方向，二者投资额占比约 50%。目前国内高空作业平台渗透率低，处于快速成长期，高端液压阀处于国产替代阶段，市场空间广阔。两项业务有望平滑工程机械周期波动，公司收入结构和盈利能力有望得到提升。

4) **混改提升企业活力，集团优质资产有望证券化。**2018 年 8 月，公司控股股东被纳入“双百企业”名单，未来国企改革有望取得新进展。此外挖机事业部是集团核心企业之一，市占率从 16 年的 5%~6%水平提升至 18 年的 11.5%，19 年前两个月进一步升至 12%以上，居行业第三。未来伴随混改持续推进，优质资产有望证券化，公司综合竞争力有望进一步提升。

**盈利预测与投资评级：**综合考虑起重机行业增速超预期，公司受益于行业高成长红利与原材料降价等多重利好因素，上调公司盈利预测，预计 2018-2020 年公司净利润分别为 20.5 亿（前值 20.5 亿）、30.5 亿（前值 25.3 亿）和 40.4 亿（前值 30.3 亿），调整后 EPS 分别为 0.26 元、0.39 元和 0.52 元，对应 PE 分别为 16 倍、11 倍和 10 倍，持续重点推荐，维持“买入”评级！

**风险提示：**基建项目落地速度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,891.23	29,131.10	43,202.80	54,273.40	60,045.25
增长率(%)	1.40	72.46	48.30	25.62	10.63
EBITDA(百万元)	825.31	2,274.49	3,344.59	4,755.90	5,775.76
净利润(百万元)	208.58	1,020.62	2,051.01	3,051.28	4,042.80
增长率(%)	312.23	389.31	100.96	48.77	32.50
EPS(元/股)	0.03	0.13	0.26	0.39	0.52
市盈率(P/E)	159.24	32.54	16.19	10.89	8.22
市净率(P/B)	1.62	1.38	1.38	1.23	1.08
市销率(P/S)	1.97	1.14	0.77	0.61	0.55
EV/EBITDA	33.21	13.73	16.25	12.49	9.54

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.24 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	7,833.67
流通 A 股股本(百万股)	6,993.56
A 股总市值(百万元)	33,214.75
流通 A 股市值(百万元)	29,652.71
每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	52.51
一年内最高/最低(元)	4.67/3.16

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070006  
zengshuai@tfzq.com

马慧芹 联系人  
mahuiqin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《徐工机械-公司点评:18 年业绩预告略超预期，期待 19 年业绩弹性进一步释放》2019-01-28
- 《徐工机械-季报点评:季报业绩符合预期，起重龙头业绩弹性稳步释放》2018-10-31
- 《徐工机械-公司点评:季报业绩符合预期，持续看好起重机械龙头》2018-10-15

## 内容目录

1. 行业概览：起重机接力挖机高增长，工程机械延续高景气	4
1.1. 开年起重机销量超预期，小吨位汽车起重机占比有所提升	4
1.2. 环保+更新+基建齐发力，行业景气度有望持续至 2020 年	5
2. 竞争格局：行业集中度不断提升，龙头优势愈发明显	7
3. 徐工机械：18 年业绩超预期，19 年盈利仍有较大弹性	8
3.1. 起重机械：市占率多年居行业首位，新品研发助力优势再巩固	8
3.2. 盈利弹性：原材料降价+资产负债表修复，2019 年盈利弹性有望提升	9
3.3. 布局 AWP+泵阀：收入结构不断优化，核心部件自制带动盈利提升	11
3.4. 国企改革：混改提升企业活力，集团优质资产有望证券化	11
4. 盈利预测与风险提示	12

## 图表目录

图 1：2019 年前两个月汽车起重机销量累计同比增加 58.38%	4
图 2：2019 年前两个月随车起重机销量累计同比增加 66.95%	4
图 3：2019 年前两个月履带起重机销量累计同比增加 99.05%	4
图 4：随车起重机销量占比提升	5
图 5：汽车起重机销量结构	5
图 6：预计 2019-2020 年汽车起重机进入密集更新期	6
图 7：道路机械排放标准	6
图 8：2019 年 1-2 月基建投资增速持续反弹	7
图 9：2019 年 1-2 月交通运输、仓储和邮政业基建投资增速明显回升	7
图 10：汽车起重机领域行业集中度不断提升	8
图 11：汽车起重机领域 CR3 市占率情况	8
图 12：随车起重机行业集中度不断提升	8
图 13：履带起重机行业集中度不断提升	8
图 14：徐工机械汽车起重机销量结构	9
图 15：徐工机械起重机市占率居行业第一	9
图 16：规模效应下公司费用率逐年下降	10
图 17：公司毛利率逐季改善明显	10
图 18：公司毛利率与原材料成本占收入的比例呈现明显的负相关	10
图 19：2018Q3 以来钢材价格综合指数持续回落	10
图 20：公司资本结构逐渐优化	10
图 21：公司周转率逐步提升（单位：次）	10
图 22：公司销售商品提供劳务收到的现金与收入呈现良好的一致性	11
图 23：公司应收账款结构变化	11
图 24：徐工挖掘机市占率稳步提升	12

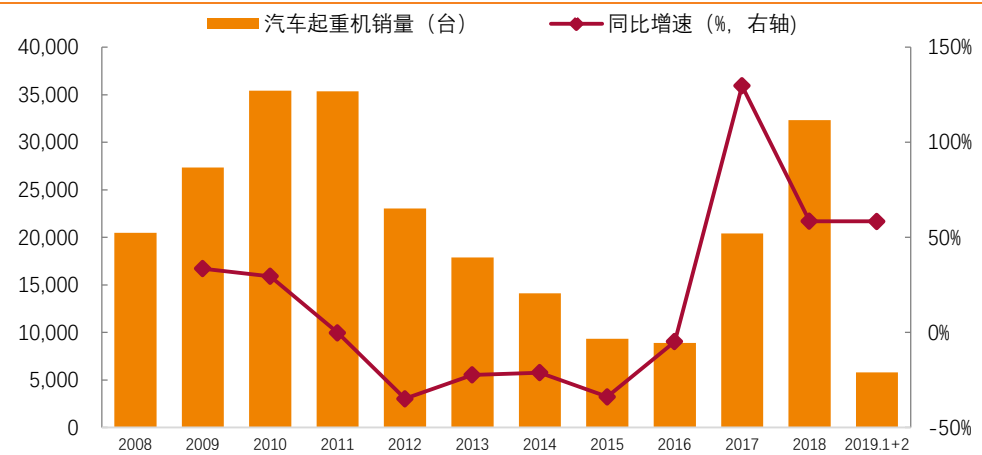
表 1: 公司非公开发行募集资金用途 (调整后) .....	11
表 2: 江苏省共有六家企业被纳入 “双百名单” .....	12

## 1. 行业概览：起重机接力挖机高增长，工程机械延续高景气

### 1.1. 开年起重机销量超预期，小吨位汽车起重机占比有所提升

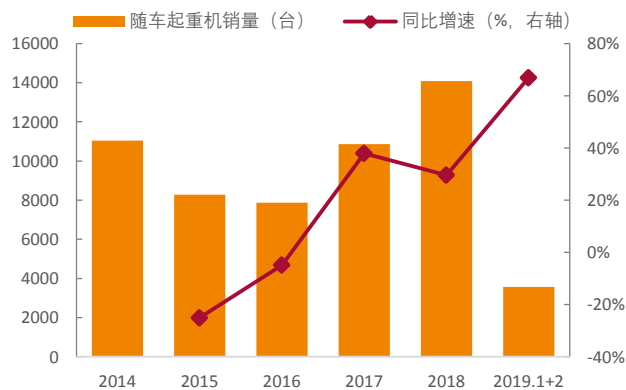
2018 年汽车起重机行业销量 32318 台，同比增加 58.48%，创造近七年新高。2019 年 1-2 月起重机接力挖机高增长，整体销量增速超出市场预期。考虑到春节因素，我们认为 1-2 月合计销量更能代表行业真实情况。1-2 月行业汽车起重机销量合计 5784 台，同比增加 58.38%，随车起重机销量合计 3561 台，同比增加 66.95%，履带起重机销量合计 418 台，同比增加 99.05%，在延续 2018 年高速增长的基础上进一步加速。

图 1：2019 年前两个月汽车起重机销量累计同比增加 58.38%



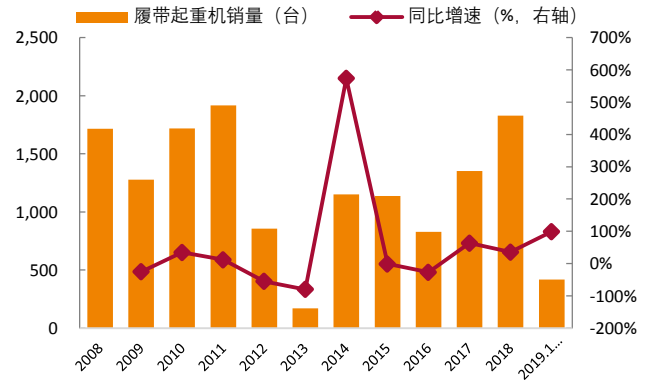
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 年前两个月随车起重机销量累计同比增加 66.95%



资料来源：Wind，天风证券研究所

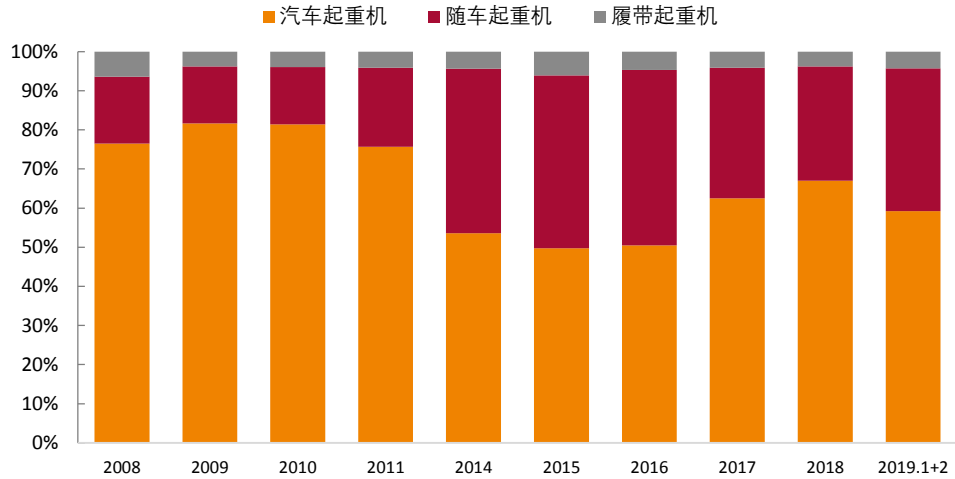
图 3：2019 年前两个月履带起重机销量累计同比增加 99.05%



资料来源：Wind，天风证券研究所

销量结构来看，随车起重机占比有所增加，或将对汽车起重机形成一定替代作用。2019 年前两个月，汽车起重机、随车起重机和履带起重机销量占比分别为 59.24%、36.47%和 4.28%，较 2018 年分别下降 7.76pct、增加 7.27pct 增加 0.49pct，考虑到随车起重机兼具运输功能和汽车起重机的吊装功能，性价比优势更加明显，或许将对汽车起重机形成一定替代作用。

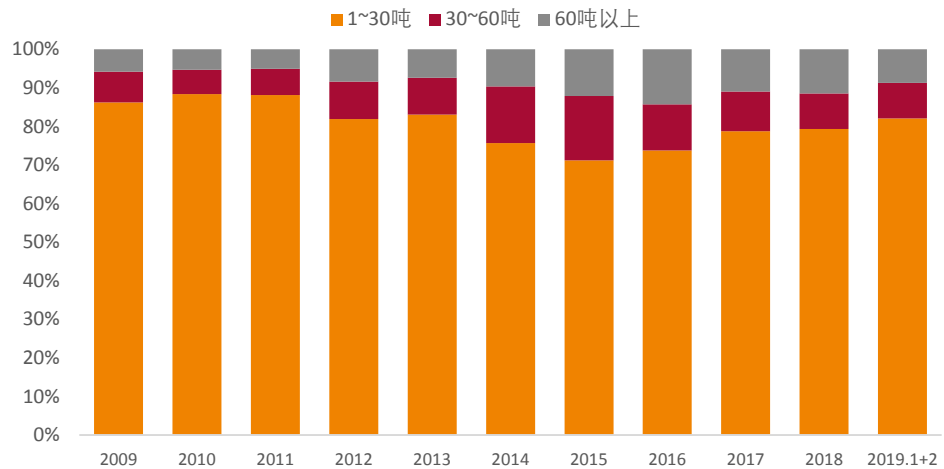
图 4：随车起重机销量占比提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2015 年至今，30 吨以下及 60 吨以上汽车起重机占比提升。我们统计了徐工、三一、中联、柳工以及等几家企业的销量，由于其合计销量占总销量的比例长期稳定在 90%以上，因此我们认为可近似反应行业整体的销量结构。2015 年以来，1-30 吨以及 60 吨以上起重机占比不断提升，而 30~60 吨占比有所降低。可能的原因是近几年风电、核电、城轨（吊盾构）等施工较多，对应大吨位起重机需求增加。

图 5：汽车起重机销量结构



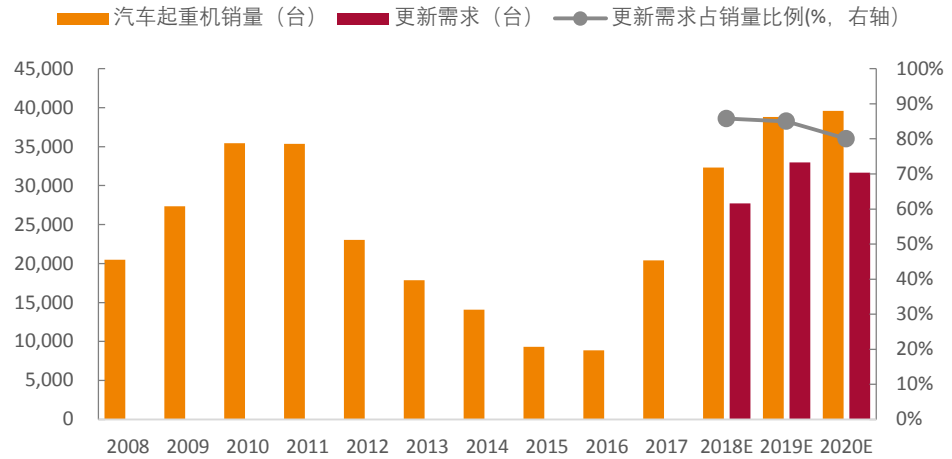
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 环保+更新+基建齐发力，行业景气度有望持续至 2020 年

与挖掘机类似，本轮起重机行业的复苏动力也包括环保因素、更新需求以及基建项目放量等因素，但考虑到在施工顺序和更新节奏上，起重机略滞后于挖掘机，叠加 2018H2 密集推出的基建项目进入集中施工期，预计此轮起重机景气周期有望超预期。

首先，预计 2019-2020 年汽车起重机将进入密集更新期，直接带动新机销售。上一轮汽车起重机销量高峰为 2010-2011 年，考虑平均 8 年寿命后，预计 2018-2020 年将为起重机更新高峰，假设第 T 年销售的起重机分别于第 T+8、T+9、T+10 年分别更新 30%、40% 和 30%，则 2018-2020 年更新需求分别为 2.8 万台、3.3 万台和 3.2 万台，对应 2018 年更新需求占销量的比例为 85.74%，考虑到国标切换有望带动提前更新以及起重机的后周期属性，预计 2019-2020 年更新需求占比分别为 85%和 80%，则对应 2019-2020 年汽车起重机总销量分别为 3.88 万台和 3.96 万台，在 2018 年高基数的基础商延续增长态势。

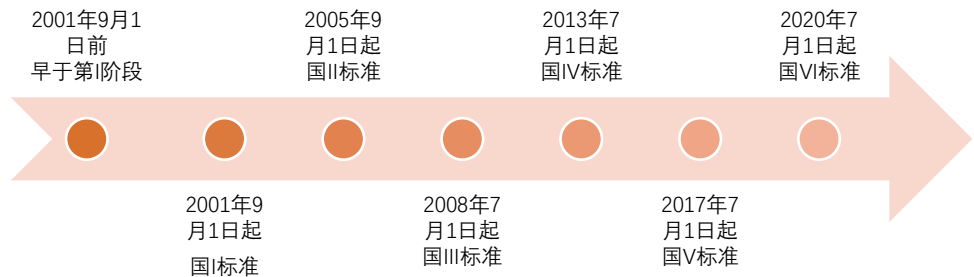
图 6：预计 2019-2020 年汽车起重机进入密集更新期



资料来源：Wind，天风证券研究所

其次，环保趋严，国标切换带动成本上涨，或将加快更新节奏。2001 年 9 月 1 日，国一标准在全国范围内全面实施，过去的近 20 年中，我国道路机械排放标准逐渐提升，预计 2020 年 7 月 1 日起将开始实施国六标准。而上一轮行业高点（2010-2011）期间销售的车型多为国 III 车型，目前逐渐进入更新周期，升级潜力巨大；叠加国六标准实施初期，其成本将比国五产品增加，进而有望引发价格上涨，受此影响，预计 2019-2020H1 汽车起重机更新节奏有望加快。

图 7：道路机械排放标准



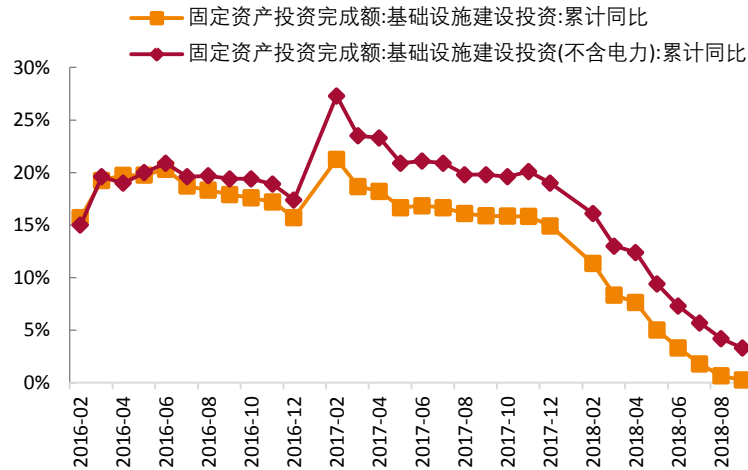
资料来源：生态环境部，天风证券研究所

最后，伴随 2018H2 密集推出的基建项目进入集中施工周期，下游施工需求量大幅提升，带动起重机需求增加。今年前两个月，基建投资增速继续上行，逆周期调节持续发力。根据国家统计局数据，2019 年 1-2 月基建投资累计增速 2.5%，环比 2018 全年提升 0.71pct，1-2 月基建投资（不含电力）累计增速 4.3%，环比 2018 全年提升 0.5pct，均延续 18 年 10 月以来的修复态势。

分结构看，1-2 月交通运输、仓储和邮政业投资累计增速为 7.5%，较 2018 全年提升 3.6pct，回升幅度最大；电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速为 -1.40%，较 2018 全年提升 5.3pct，降幅进一步收窄；同期的水利、环境和公共设施管理业投资增速则由负转正。

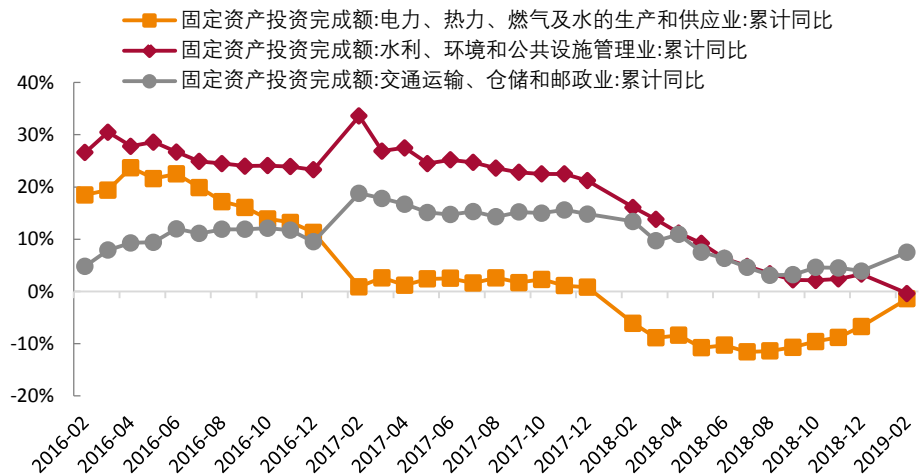
考虑到前两个月规模以上工业增加值增速和发电量累计增速持续回落，经济下行压力仍在，预计基建逆周期调控将持续发力，未来基建投资增速有望继续回升。预计铁路建设、航空、城市轨道交通、市政工程、新农村建设等领域有望成为基建投资的重要发力点，有望对挖掘机、起重机、混凝土机械等工程机械产生直接拉动作用。

图 8：2019 年 1-2 月基建投资增速持续反弹



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 9：2019 年 1-2 月交通运输、仓储和邮政业基建投资增速明显回升



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

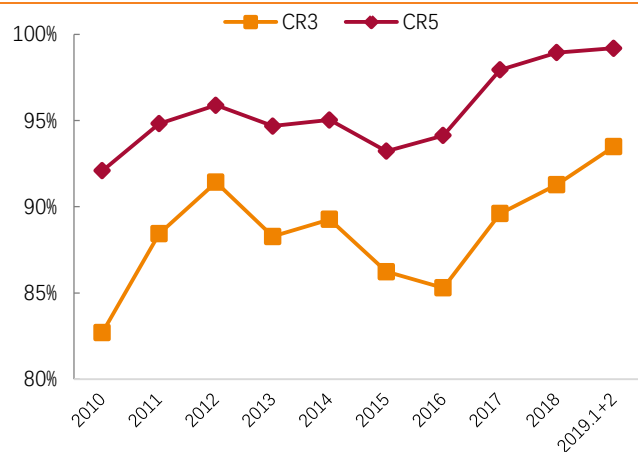
## 2. 竞争格局：行业集中度不断提升，龙头优势愈发明显

与挖掘机行业类似，起重机行业也存在集中度不断提升的现象。本轮工程机械复苏以来，汽车起重机行业 CR3 占比由 2016 年的 85.29%提高至 2019 年前两个月的 93.48%，CR5 由 94.13%提高至 99.19%，行业竞争充分，进入壁垒逐渐提升。

公司层面，徐工连续多年保持行业龙头地位，汽车起重机市占率 40%以上，随车起重机市占率更高，其次三一与中联市占率相当，两者齐头并进，2019 年前两个月，三一汽车起重机市占率为 26.30%，较 2018 年提升 3.97pct，位列行业第二，中联市占率 25.86%，居行业第三，徐工、三一和中联合计占据汽车起重机行业 90%以上市场份额。

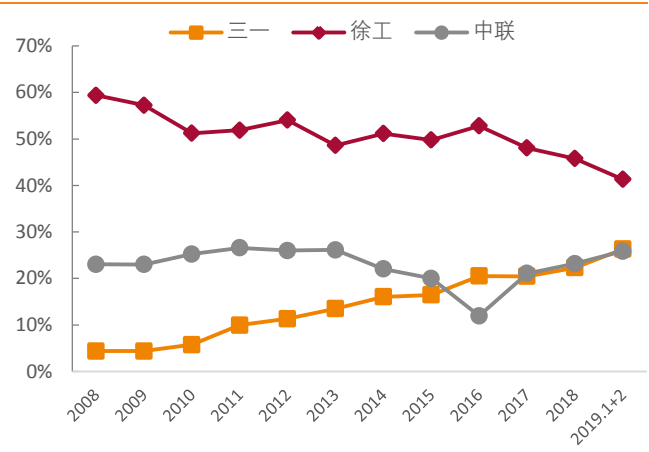


图 10：汽车起重机领域行业集中度不断提升



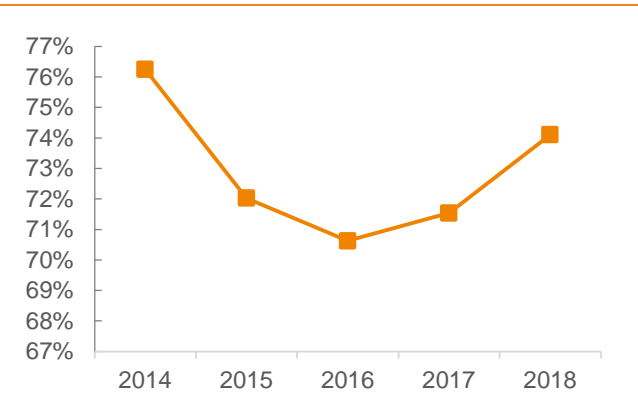
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：汽车起重机领域 CR3 市占率情况



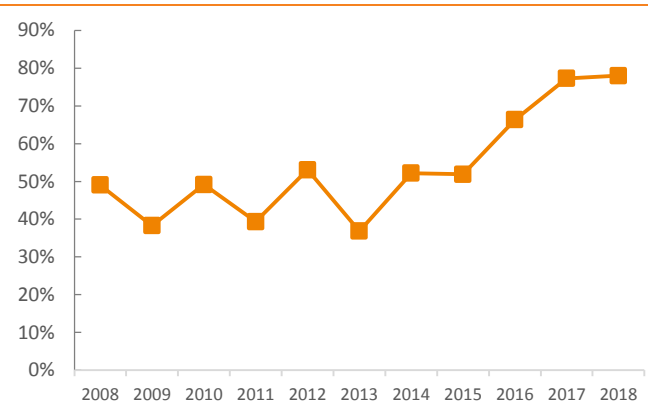
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：随车起重机行业集中度不断提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：履带起重机行业集中度不断提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 徐工机械：18 年业绩超预期，19 年盈利仍有较大弹性

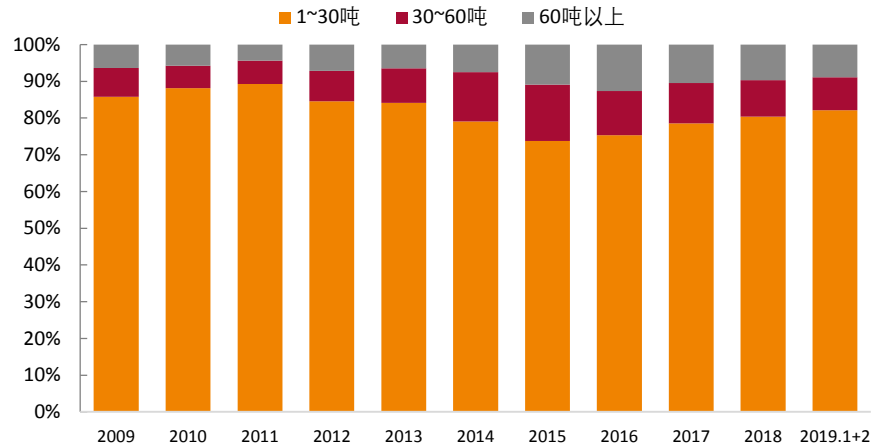
#### 3.1. 起重机械：市占率多年居行业首位，新品研发助力优势再巩固

公司起重机械产品基本覆盖全系列起重机械产品，新升级的 G 系列产品效率提升明显。公司产品覆盖 8 吨-220 吨汽车起重机、100 吨到 2000 吨级全地面起重机、25 吨到 150 吨越野轮胎起重机等，能为全球客户提供全套吊装解决方案，下游施工领域包含石油化工、风电、核电、建筑房地产、钢铁、化工能源、交通运输等。目前销售结构中，25 吨起重机销量占 50%左右，伴随产品更新升级为 G 系列，效率、精度和安全性都得到了大大的提升。

公司在起重机领域连续多年保持行业第一，大吨位起重机优势突出，充分受益于行业高增长红利。截至 2018 年，公司汽车起重机、随车起重机和履带起重机市占率分别为 45.78%、60.47%和 42.18%，居行业第一位。2017 年，公司产品在百吨级以上大吨位移动式起重机市场占有率达 55.6%，以绝对领先优势稳居行业第一位置；千吨级以上全地面起重机全面替代进口形成市场主导优势。

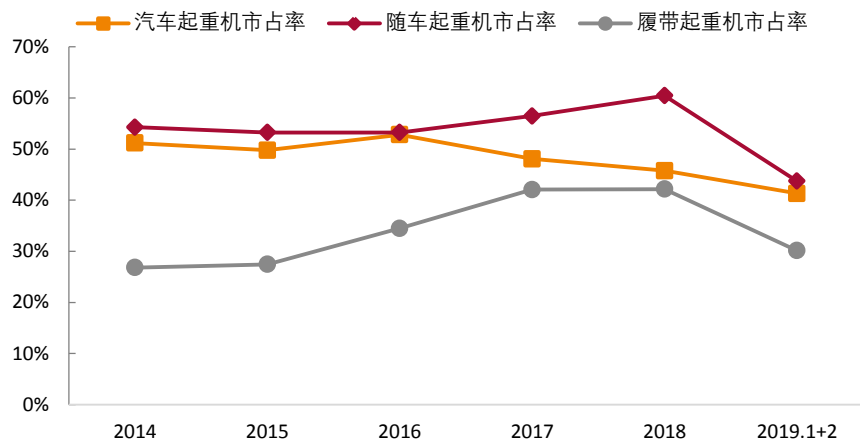


图 14：徐工机械汽车起重机销量结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：徐工机械起重机市占率居行业第一



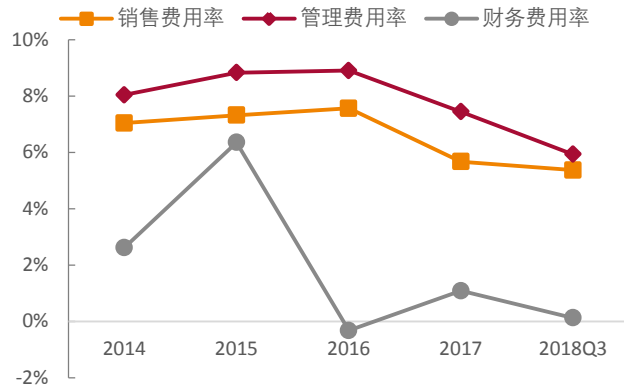
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 盈利弹性：原材料降价+资产负债表修复，2019 年盈利弹性有望提升

**18 年归母净利润预增 91%-111%，整体略超预期。**根据公司 2018 年业绩预告，预计实现归母净利润 19.5 亿到 21.5 亿，同比增加 91%到 111%，对应 18Q4 单季归母净利润 4.42 亿到 6.42 亿，同比增加 82%到 164%。公司业绩略超预期，主要原因包括国内起重机需求旺盛、出口高增长等。

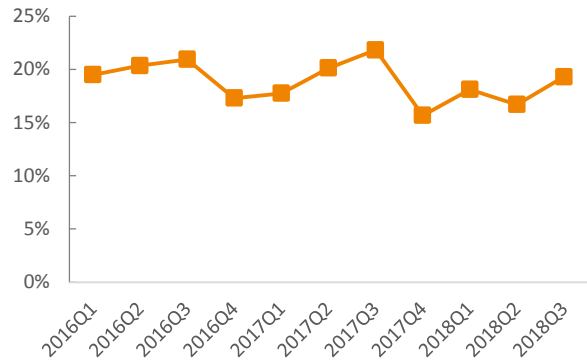
**Q3 单季盈利能力环比提升，规模效应带动费用率下降。**公司前三季度和 Q3 单季毛利率分别为 17.92%和 19.30%，分别环比分别上升 0.58pct 和 2.6pct，我们判断主要原因是前期提高销售政策以及产品销量结构变化带来的盈利提升。公司前三季度销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率分别为 5.37%、5.94%和 0.13%，同比分别下降 0.62pct、1.03pct 和 1.64pct，合计 11.44pct，同比下降 3.29pct，主要原因是规模效应、利息收入增加以及有息负债减少。

图 16：规模效应下公司费用率逐年下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

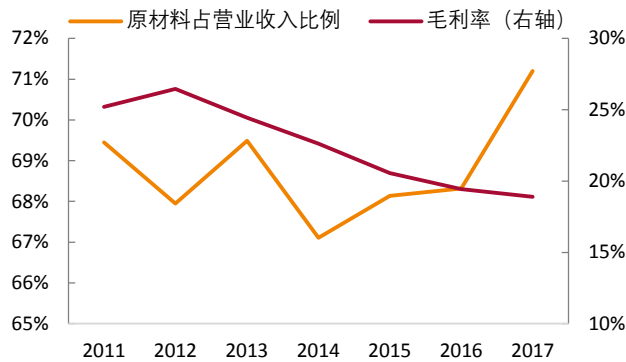
图 17：公司毛利率逐季改善明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

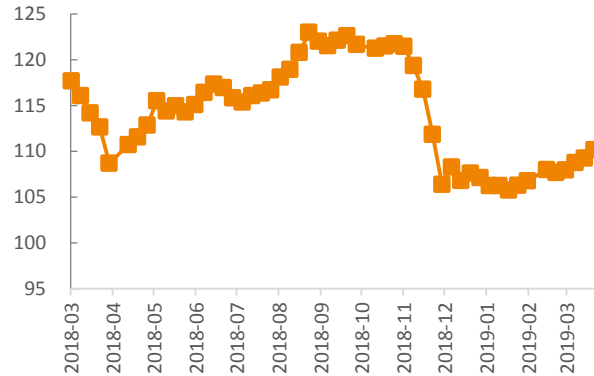
原材料降价带动毛利率上行，预计资产负债表修复接近尾声，盈利弹性有望进一步提升。拆分公司成本结构可以发现，公司历年毛利率与原材料成本占比呈现明显的负相关关系，而 2018Q3 以来，钢材价格持续回落，有望带动公司毛利率提升。与此同时，公司剔除预收账款后的资产负债率以及长期资本负债率稳步降低，存货周转和应收账款周转速度明显加快，整体资本结构与营运能力实现较大提升；销售商品收到的现金与当期销售收入呈现良好的一致性，前期提高销售政策带来的积极影响逐步显现，应收账款账龄逐渐优化，预计公司资产负债表修复接近尾声，2019 年盈利弹性有望进一步释放。

图 18：公司毛利率与原材料成本占收入的比例呈现明显的负相关



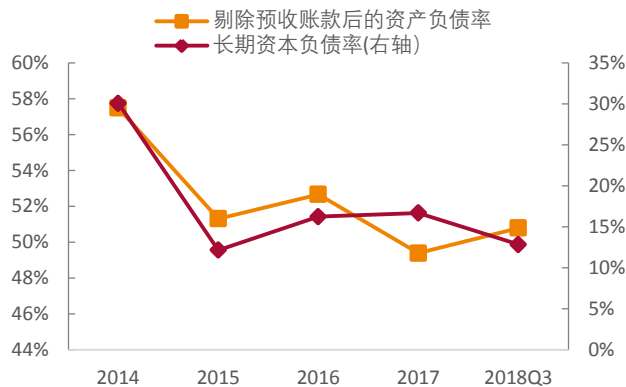
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2018Q3 以来钢材价格综合指数持续回落



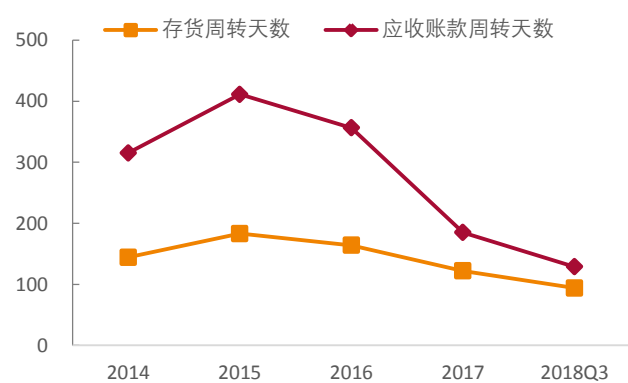
资料来源：中国钢铁工业协会，Wind，天风证券研究所

图 20：公司资本结构逐渐优化



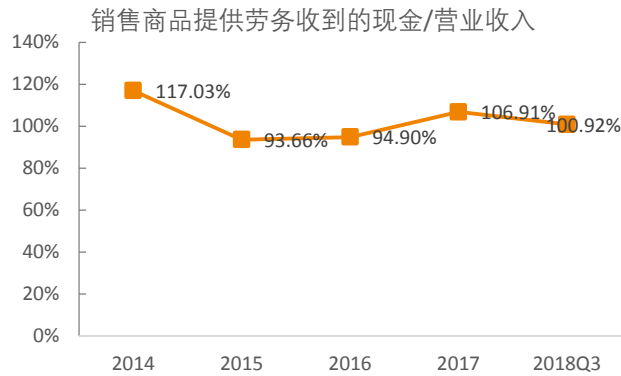
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：公司周转率逐步提升（单位：次）



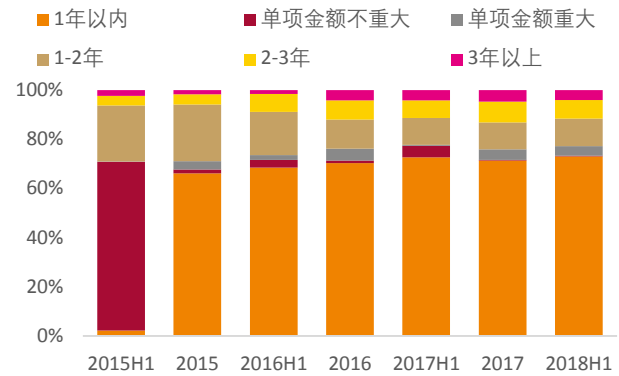
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22: 公司销售商品提供劳务收到的现金与收入呈现良好的一致性



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 公司应收账款结构变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.3. 布局 AWP+泵阀: 收入结构不断优化, 核心部件自制带动盈利提升

2018 年公司非公开发行募集资金 (扣除发行费用后) 净额 24.9 亿用于高空作业平台智能改造项目、高端液压阀智能制造及产业化投资项目、智能化压缩站等 5 个项目, 其中高空作业平台和高端液压阀为重点布局方向, 二者投资金额占总投资金额的 50%左右。

- 高空作业平台项目建设周期 24 个月, 项目税后内部收益率为 13.82%, 经济效益良好。目前臂式收入占比 40%、剪叉式占比 60%, 在国内采用直销方式, 国外采用代理方式, 目前进展顺利。
- 高端液压阀项目建设周期 18 个月, 设计产能为高端液压阀 3 万台/年, 预计第 2 年达产 20%、第 3 年达产 80%、第 4 年全部达产, 完全达产后预计实现年收入 38.1 亿元、年净利润 6156.75 万元。

目前高空作业平台行业渗透度低, 仍处于快速成长期, 高端液压泵阀仍处于国产替代阶段, 市场空间广阔。上述两项业务有望平滑工程机械的周期波动, 公司收入结构和盈利能力有望得到提升。

表 1: 公司非公开发行募集资金用途 (调整后)

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	智能化地下空间施工装备制造项目	42,481.00	28,015.00
2	高空作业平台智能制造项目	123,460.00	95,870.00
3	高端液压阀智能制造及产业化投资项目	50,000.00	40,621.18
4	智能化压缩站项目	51,474.00	30,275.00
5	大型桩工机械产业化升级技改工程项目	48,280.00	17,250.00
6	徐工机械工业互联网化提升项目	43,383.00	37,015.00
合计		359,078.00	249,046.18

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

### 3.4. 国企改革: 混改提升企业活力, 集团优质资产有望证券化

2018 年 8 月, 国务院国有资产监督管理委员会下发了《关于印发〈国企改革“双百行动”工作方案〉的通知》(国资发研究[2018]70 号), 将更深层次、更广范围、更大力度推动国有企业深化改革, 在 2018-2020 年期间实施国企改革“双百行动”。公司控股股东被纳入“双百企业”名单, 国企改革有望取得新进展, 为企业发展注入活力。

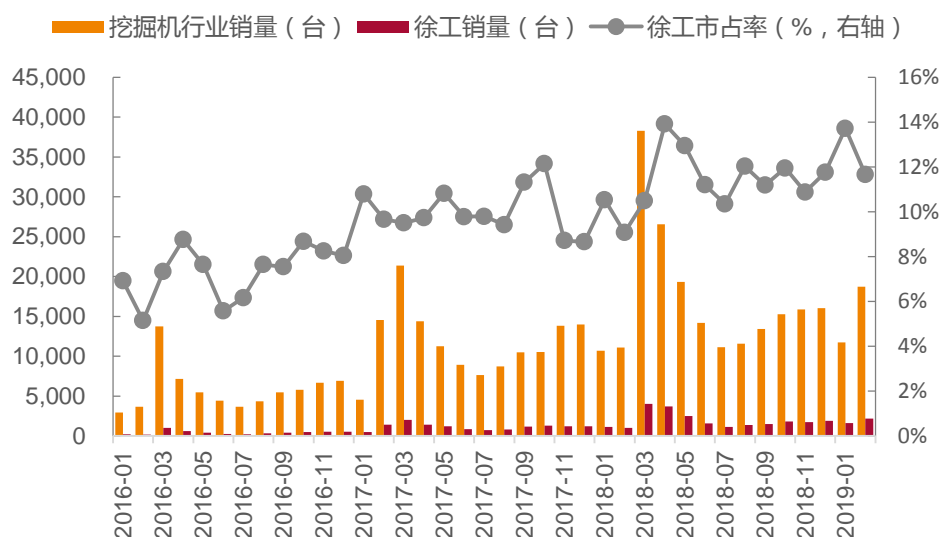
表 2: 江苏省共有六家企业被纳入“双百名单”

序号	公司名称
1	江苏省国信资产管理集团有限公司
2	华泰证券股份有限公司
3	江苏省盐业集团有限责任公司
4	南京金陵饭店集团有限公司
5	南京旅游集团有限责任公司
6	徐工集团工程机械有限公司

资料来源: 扬子晚报, 天风证券研究所

徐工挖掘机机械事业部是徐工集团核心企业之一, 主要包括挖掘机、矿业机械两大主机产业和履带底盘零部件产业。本轮挖掘机复苏以来, 徐工积极把握机遇, 充分利用产品和服务优势, 市占率从 2016 年的 5%~6% 水平提升至 2018 年的 11.5%, 2019 年前两个月延续高速增长, 市占率进一步提升至 12% 以上, 居行业第三。未来伴随混改持续推进, 优质资产有望证券化, 实现产品布局 and 综合竞争力的进一步提升。

图 24: 徐工挖掘机市占率稳步提升



资料来源: Wind, 中国工程机械协会, 天风证券研究所

#### 4. 盈利预测与风险提示

综合考虑起重机行业增速超预期, 公司受益于行业高成长红利与原材料降价等多重利好因素, 上调公司盈利预测, 预计 2018-2020 年公司净利润分别为 20.5 亿 (前值 20.5 亿)、30.5 亿 (前值 25.3 亿) 和 40.4 亿 (前值 30.3 亿), 调整后 EPS 分别为 0.26 元、0.39 元和 0.52 元, 对应 PE 分别为 16 倍、11 倍和 10 倍, 持续重点推荐, 维持“买入”评级!

风险提示: 基建项目落地速度不及预期, 行业竞争加剧, 原材料价格波动等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,936.48	6,940.46	3,456.22	4,341.87	4,803.62
应收账款	15,895.45	15,070.09	44,933.79	42,506.68	50,897.04
预付账款	308.07	907.88	1,624.82	928.03	1,989.96
存货	6,643.73	9,371.12	17,937.83	18,516.10	21,577.02
其他	2,708.32	3,889.88	8,031.58	7,269.25	9,750.73
<b>流动资产合计</b>	<b>30,492.05</b>	<b>36,179.43</b>	<b>75,984.24</b>	<b>73,561.92</b>	<b>89,018.38</b>
长期股权投资	846.12	959.96	959.96	959.96	959.96
固定资产	7,546.98	7,192.17	6,948.54	6,758.39	6,670.32
在建工程	108.93	343.90	211.14	306.68	484.01
无形资产	1,860.90	2,040.63	1,946.02	1,851.42	1,756.81
其他	3,122.08	3,053.94	3,000.70	3,014.52	3,011.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,485.01</b>	<b>13,590.60</b>	<b>13,066.36</b>	<b>12,890.97</b>	<b>12,882.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>43,977.05</b>	<b>49,770.03</b>	<b>89,050.61</b>	<b>86,452.89</b>	<b>101,900.55</b>
短期借款	4,417.46	2,583.09	16,811.43	21,777.35	22,913.64
应付账款	6,892.37	8,130.87	24,907.77	12,093.28	26,758.51
其他	8,219.43	10,190.77	15,499.32	16,368.90	16,920.02
<b>流动负债合计</b>	<b>19,529.25</b>	<b>20,904.73</b>	<b>57,218.52</b>	<b>50,239.54</b>	<b>66,592.17</b>
长期借款	969.92	1,805.56	5,063.42	6,037.34	1,113.74
应付债券	2,987.16	2,990.08	2,491.48	2,822.91	2,768.15
其他	9.14	13.87	8.62	10.54	11.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,966.22</b>	<b>4,809.51</b>	<b>7,563.53</b>	<b>8,870.79</b>	<b>3,892.91</b>
<b>负债合计</b>	<b>23,495.47</b>	<b>25,714.24</b>	<b>64,782.05</b>	<b>59,110.33</b>	<b>70,485.09</b>
少数股东权益	23.74	37.70	134.86	310.14	542.39
股本	7,007.73	7,007.73	7,833.67	7,833.67	7,833.67
资本公积	3,344.10	3,344.10	3,344.10	3,344.10	3,344.10
留存收益	13,474.49	14,351.57	16,300.03	19,198.75	23,039.41
其他	(3,368.48)	(685.33)	(3,344.10)	(3,344.10)	(3,344.10)
<b>股东权益合计</b>	<b>20,481.58</b>	<b>24,055.78</b>	<b>24,268.56</b>	<b>27,342.56</b>	<b>31,415.46</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>43,977.05</b>	<b>49,770.03</b>	<b>89,050.61</b>	<b>86,452.89</b>	<b>101,900.55</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	216.59	1,028.76	2,051.01	3,051.28	4,042.80
折旧摊销	765.74	870.65	478.99	489.21	505.35
财务费用	469.99	382.24	469.76	749.97	600.81
投资损失	(199.06)	(283.97)	(50.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	499.84	708.79	(22,873.25)	(8,169.19)	478.34
其它	492.24	446.95	107.95	194.76	258.05
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,245.34</b>	<b>3,153.41</b>	<b>(19,815.54)</b>	<b>(3,783.96)</b>	<b>5,785.35</b>
资本支出	2,579.21	1,033.07	13.25	298.08	499.53
长期投资	18.34	113.85	0.00	0.00	0.00
其他	(3,937.58)	(2,449.32)	28.75	(498.08)	(899.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,340.03)</b>	<b>(1,302.41)</b>	<b>42.00</b>	<b>(200.00)</b>	<b>(400.00)</b>
债权融资	11,759.93	8,730.41	27,460.51	33,248.02	29,147.63
股权融资	(279.78)	2,409.46	(2,282.67)	(725.93)	(571.23)
其他	(12,181.43)	(11,940.26)	(8,888.53)	(27,652.48)	(33,500.01)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(701.28)</b>	<b>(800.39)</b>	<b>16,289.31</b>	<b>4,869.61</b>	<b>(4,923.60)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>204.02</b>	<b>1,050.62</b>	<b>(3,484.24)</b>	<b>885.65</b>	<b>461.75</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>16,891.23</b>	<b>29,131.10</b>	<b>43,202.80</b>	<b>54,273.40</b>	<b>60,045.25</b>
营业成本	13,607.17	23,629.14	35,111.50	43,744.71	48,111.75
营业税金及附加	87.92	184.00	293.78	341.92	378.29
营业费用	1,277.48	1,651.53	2,289.75	2,822.22	3,002.26
管理费用	1,502.50	2,166.32	2,592.17	3,147.86	3,362.53
财务费用	(54.83)	318.47	469.76	749.97	600.81
资产减值损失	550.90	373.66	100.00	50.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	199.06	283.97	50.00	100.00	100.00
其他	(398.12)	(616.06)	(100.00)	(200.00)	(200.00)
<b>营业利润</b>	<b>119.16</b>	<b>1,140.07</b>	<b>2,395.84</b>	<b>3,516.72</b>	<b>4,669.61</b>
营业外收入	136.00	26.76	13.00	100.00	120.00
营业外支出	15.27	12.66	10.00	10.00	10.89
<b>利润总额</b>	<b>239.89</b>	<b>1,154.17</b>	<b>2,398.84</b>	<b>3,606.72</b>	<b>4,778.72</b>
所得税	23.30	125.41	239.88	360.67	477.87
<b>净利润</b>	<b>216.59</b>	<b>1,028.76</b>	<b>2,158.95</b>	<b>3,246.05</b>	<b>4,300.85</b>
少数股东损益	8.01	8.14	107.95	194.76	258.05
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>208.58</b>	<b>1,020.62</b>	<b>2,051.01</b>	<b>3,051.28</b>	<b>4,042.80</b>
每股收益(元)	0.03	0.13	0.26	0.39	0.52

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.40%	72.46%	48.30%	25.62%	10.63%
营业利润	-183.76%	856.78%	110.15%	46.78%	32.78%
归属于母公司净利润	312.23%	389.31%	100.96%	48.77%	32.50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.44%	18.89%	18.73%	19.40%	19.87%
净利率	1.23%	3.50%	4.75%	5.62%	6.73%
ROE	1.02%	4.25%	8.50%	11.29%	13.09%
ROIC	0.22%	5.38%	11.32%	8.48%	8.91%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.43%	51.67%	72.75%	68.37%	69.17%
净负债率	25.29%	28.26%	41.38%	123.86%	68.50%
流动比率	1.56	1.73	1.33	1.46	1.34
速动比率	1.22	1.28	1.01	1.10	1.01
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	0.95	1.88	1.44	1.24	1.29
存货周转率	2.73	3.64	3.16	2.98	3.00
总资产周转率	0.39	0.62	0.62	0.62	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.03	0.13	0.26	0.39	0.52
每股经营现金流	0.29	0.40	-2.53	-0.48	0.74
每股净资产	2.61	3.07	3.08	3.45	3.94
<b>估值比率</b>					
市盈率	159.24	32.54	16.19	10.89	8.22
市净率	1.62	1.38	1.38	1.23	1.08
EV/EBITDA	33.21	13.73	16.25	12.49	9.54
EV/EBIT	426.14	22.13	18.97	13.93	10.45

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com