

一体化带来成本支撑、政策驱动助力公司腾飞

——新洋丰（000902）首次覆盖报告

投资要点：

- **兴农战略与政策刺激农化行业，公司作为行业龙头受益明显：**国家主要部门近期制定并印发了《国家质量兴农战略规划（2018—2022年）》五年规划，农化行业相关企业将获得持续利好，公司作为业内龙头，拥有将近 800 万吨磷复肥产能，未来将充分享受政策红利。
- **原材料高度自给，公司成本端竞争优势凸显：**公司的成本优势得益于其原材料的自给优势——磷酸一铵的完全自给以及钾肥的进口权。一方面，公司具有磷酸一铵产能 235 万吨，其中 40% 自用，60% 外销，成本端优势明显，加之由于磷酸一铵在产企业较少，业内同行通过兼并收购相应磷酸一铵企业难度较大；另一方面，公司拥有钾肥的进口权，进口钾肥的价格一般比国内价格要低 200-300 元/吨，降低了公司原材料的成本，公司成本端优势凸显。
- **科研投入稳中有升，助力公司产品的不断升级：**公司科研投入稳中有升，研究中心与中国农业大学、四川大学、华中农业大学、武汉工程大学等，建立密切的技术合作关系，成功开发出了多种新型复合肥。新型复合肥具有针对性强、功效好、施用量少的特点，且毛利率比传统磷复肥高 5%，未来市场竞争优势明显。
- **布局下游果业，实现下游产业链的拓展延伸：**2016 年，公司成立洛川果业公司。17 年果业营收 1304.99 万元，并且 2018 年上半年就达到了 1691 万元。公司布局下游果业市场，一方面实现了对下游产业链的拓展和延伸，另一方面，2017 年果业的毛利率为 33.47%，远远高于公司传统磷复肥 20.52% 的毛利率。公司也与京东等电商平台达成战略合作关系，未来公司这一块业务将会实现放量，给公司业绩提供稳定增长点。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019 年、2020 年公司分别实现归母净利润 9.33 亿、10.44 亿，对应 EPS（最新股本）为 0.72 元、0.80 元，对应当前股价 PE 分别为 12.53 倍、11.20 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**复合肥价格大幅下降，复合肥销量不达预期，下游农产品价格大幅下降等。

	2016 年	2017 年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	82.76	90.32	99.30	109.37
增长比率(%)	-13.96	9.14	9.94	10.14
净利润(亿元)	5.63	6.80	8.32	9.33
增长比率(%)	-24.68	20.79	22.32	12.17
每股净资产(元)	0.43	0.52	0.64	0.72
市盈率(倍)	26.19	18.76	14.05	12.53

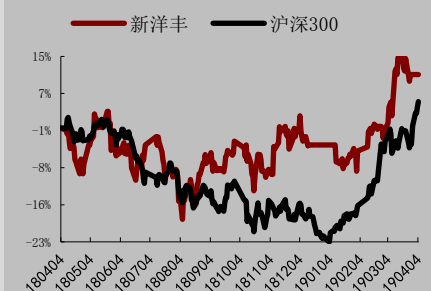
增持（首次）

日期：2019 年 04 月 10 日

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	湖北洋丰集团股份有 限公司/47.53%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,304.53
流通A股(百万股)	1,172.89
收盘价(元)	10.56
总市值(亿元)	137.76
流通A股市值(亿元)	123.86

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019 年 04 月 10 日

相关研究

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：黄侃

电话：02160883490

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

目录

1. 新洋丰肥业股份有限公司总部位于湖北荆门和北京	3
1.1 新洋丰肥业股份有限公司是全国磷复肥龙头企业	3
1.2 股东以民营资本为主	4
1.3 新洋丰往年产品业绩	5
2. 兴农战略与行业发展刺激农化行业，行业龙头迎来红利	6
2.1 政策驱动推进行业龙头转型	6
2.2 行业发展推进行业龙头提升产业集中度	8
3. 新洋丰产品价格优势凸显	10
4. 产学研助力产品升级	12
5. 新洋丰下游产业链一体化取得良好收益	15
6. 关键假设与盈利预测	15
7. 风险提示	16
图表 1：新洋丰的发展历程	3
图表 2：新洋丰的主营业务占比	3
图表 3：新洋丰的单季营收(万元)及其同比增长率	4
图表 4：新洋丰股东结构	4
图表 5：新洋丰股权结构	5
图表 6：磷复肥销量/万吨	6
图表 7：磷复肥产量/万吨	6
图表 8：环保政策一览表	6
图表 9：2014—2017 新洋丰化肥产量和销量	7
图表 10：2014—2017 新洋丰化肥产量和销量	8
图表 11：全球农化行业市场份额	8
图表 12：复合肥产业集中度%	9
图表 13：复合肥在产企业产能情况	9
图表 14：四大复合肥龙头企业生产成本	10
图表 15：行业龙头企业毛利率对比/%	11
图表 16：磷酸一铵在产企业产能/万吨	11
图表 17：国内氯化钾价格走势（元/吨）	12
图表 18：研发中心发展历程	12
图表 19：研发费用支出/百万元	13
图表 20：研发人员规模/人	13
图表 21：新洋丰专用肥类别	13
图表 22：2018 年新洋丰常规复合肥与新型复合肥毛利率对比	14
图表 23：2017 年磷复肥和果业毛利率对比	15
图表 24：主要财务摘要预测	15

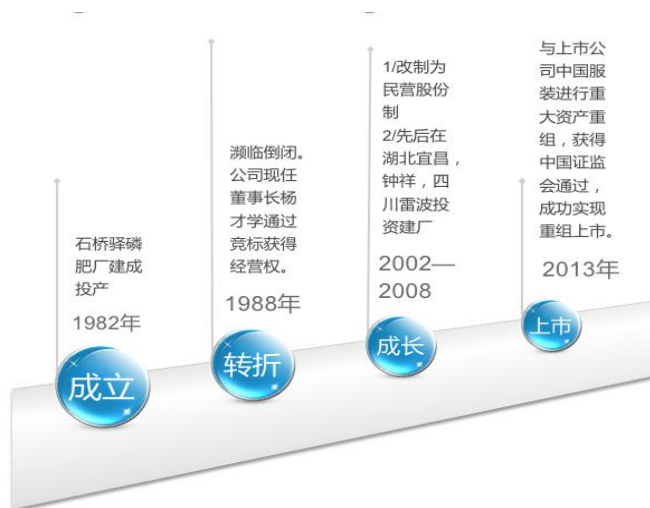
1. 新洋丰肥业股份有限公司总部位于湖北荆门和北京

1.1 新洋丰肥业股份有限公司是全国磷复肥龙头企业

湖北新洋丰肥业股份有限公司是深交所主板上市公司（股票代码：000902），后面简称新洋丰，从事磷复肥和新型肥料的研究、开发、生产与销售，以及现代农业相关技术、设施、装备、产品和服务的供应。公司现有资产80亿元，员工6000余人，是国家级高新技术企业，全国磷复肥龙头企业，中国化肥企业百强，中国民营企业500强，中国制造业500强。

公司创建于1982年，总部位于湖北荆门和北京，依托5亿吨磷矿资源以及全国十大生产基地，形成了年产各类高浓度磷复肥800万吨的规模，销售网络覆盖全国2500个县。公司以“洋丰”和“澳特尔”两大品牌为主，始终坚持以质量为基础，生产中国最优质的肥料、最受老百姓欢迎的肥料和最具影响力的肥料，赢得了广大经销商和种植户的信任，奠定了行业龙头地位。

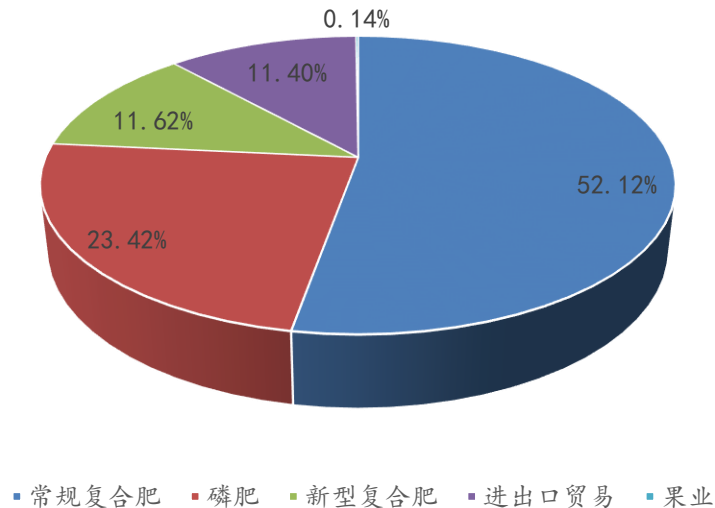
图表1：新洋丰的发展历程



资料来源：上市公司官网，万联证券研究所

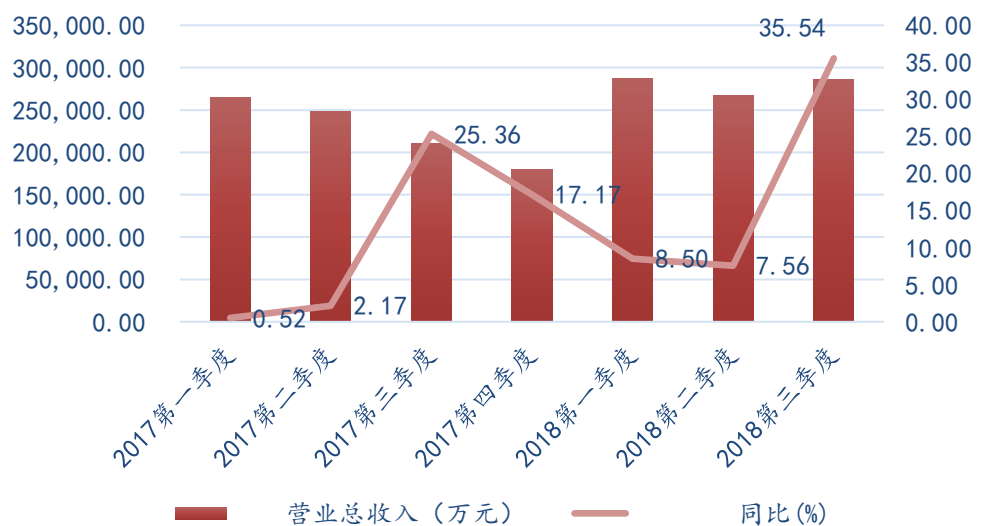
2017年底，公司的常规复合肥占主营业务的一半以上，其他产品为磷肥和新型复合肥。2018Q3公司实现营收28.58亿元，净利润为2.1亿元；同比2017年分别增长35.54%，21.42%。

图表 2：新洋丰的主营业务占比



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表 3: 新洋丰的单季营收(万元)及其同比增长率 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

1.2 股东以民营资本为主

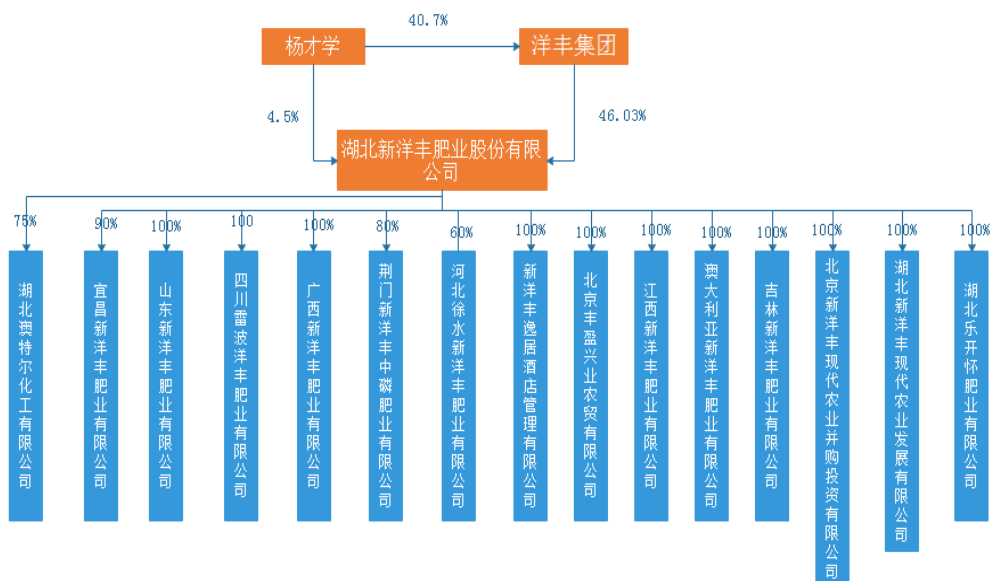
公司的股权结构以民营资本为主, 湖北洋丰集团股份有限公司控股高达 47.53%。湖北洋丰集团股份有限公司的主要股东有杨才学, 杨才斌, 杨华锋, 李兴龙, 李忠海和黄贻清等个人股东, 其主要控制人为杨才学, 公司股权结构稳定。目前新洋丰总股本 1,304,529,290 股, 流通 A 股 1,172,893,750 股, 限售 A 股有 131,635,540 股。

图表 4: 新洋丰股东结构

股东名称	持股比例	股本性质	股东性质
湖北洋丰集团股份有限公司	47.53%	受限流通股, 流通A股	境内非国有法人
杨才学	4.55%	受限流通股, 流通A股	境内自然人
华澳国际信托有限公司-华澳·臻智49号-新洋丰员工持股计划集合资金信托计划	2.75%	流通A股	其他
泰康人寿保险有限责任公司-传统-普通保险产品-019L-CT001深	1.64%	流通A股	其他
全国社保基金一一一组合	1.38%	流通A股	其他
泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002深	1.31%	流通A股	其他
全国社保基金四一四组合	1.21%	流通A股	其他
中国信达资产管理股份有限公司	1.07%	流通A股	国有法人
全国社保基金一一四组合	0.82%	流通A股	其他
中信证券-中信银行-中信证券卓越成长股票集合资产管理计划	0.75%	流通A股	其他
合计	63.01%	--	--

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 5: 新洋丰股权结构

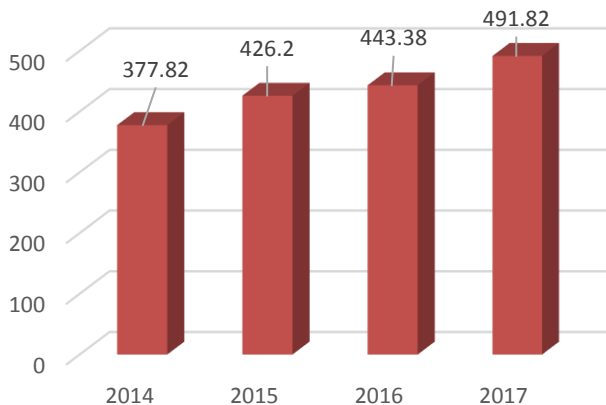


资料来源: wind, 万联证券研究所

1.3 新洋丰往年产品业绩

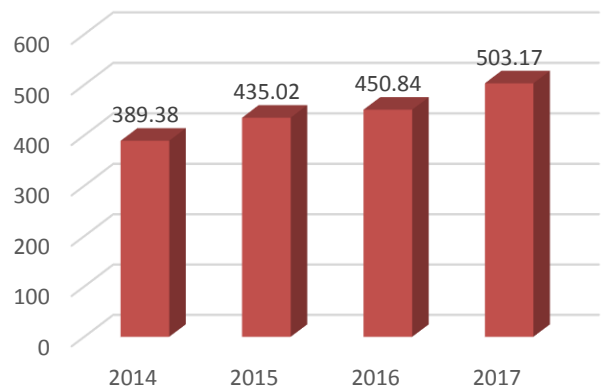
自公司上市以来, 主营业务磷复肥的销量和产量均呈现明显上升趋势。2017年底, 公司磷复肥产量、销量分别为503.17、491.82万吨, 较2014年增长为29.22%和30.17%, 其年产量、销量增长率自2014年以来分别为11.72%、3.64%、11.61%和12.81%、4.03%、10.93%。2016年增长率较低是由于供给侧改革的影响, 大部分工厂开工率下降, 剔除其特殊性, 公司每年产量以及销量的增长率均在10个百分点以上。

图表 6：2014—2017 年磷复肥销量/万吨



资料来源：wind, 万联证券研究所

图表 7：2014—2017 年磷复肥产量/万吨



资料来源：wind, 万联证券研究所

2. 兴农战略与行业发展刺激农化行业，行业龙头迎来红利

国家主要部门近期制定并印发了《国家质量兴农战略规划(2018—2022年)》五年规划，其中有农业农村部、国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、国家市场监督管理总局、国家粮食和物资储备局。兴农战略规划包含了以下计划：加快绿色农业发展、推进农业全程标准化、促进农业全产业链融合、培育提升农业品牌、提高农产品质量安全水平、强化农业科技创新、建设高素质农业人才队伍，要求到2022年质量兴农制度框架基本建立，初步实现产品质量高、产业效益高、生产效率高、经营者素质高、国际竞争力强等目标。由于国家对于农化行业的战略布局，农化行业相关企业将获得持续利好，推动农化行业继续深化发展。

2.1 政策驱动推进行业结构优化

国家战略兴农规划重点强调质量兴农，坚定实施乡村振兴战略，拓展农业增值空间，推进农业现代化建设和转型。2017年，我国打赢蓝天保卫战、山水林田湖草“命运共同体”初具规模，到划定并严守生态保护红线、46城市实施生活垃圾强制分类等，是中国环保产业取得丰硕成果的一年。随着文化改革发展的不断推进，绿水青山就是金山银山的理念不断深入人心，绿色、低碳、可持续发展不断成为社会共识，环保政策和计划也将全面推进，与环保政策紧密相关的农化行业也会受到深远的影响，产业结构将发生重大改变。2017—2018年，我国发布或者修订多部环保方面法律法规，从《环境保护税法》、《水污染防治法》到《生态环境损害赔偿制度改革方案》，方方面面推动着我国农化行业的结构升级。

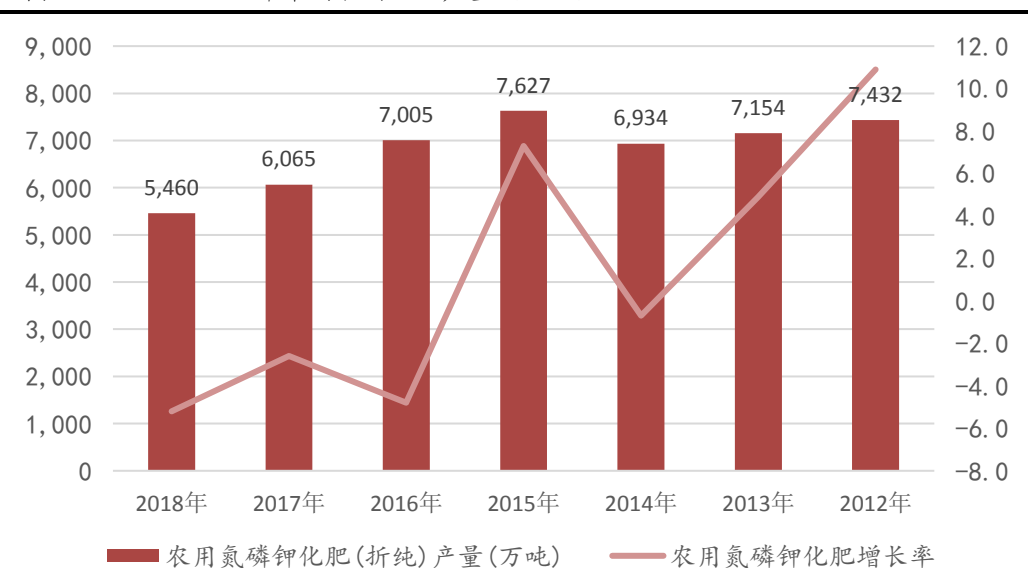
图表 8：环保政策一览表

执行时间	政策条文	核心内容
2018年1月1日	《环境保护税法》	直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，应依法缴纳环境保护税。
2018年1月1日	《水污染防治法》	增加了“河长制”的内容，要求省、市、县、乡建立河长制，分级分段组织领导本行政区域内江河、湖泊的水资源保护、水域岸线管理、水污染防治、水环境治理等工作。
2018年1月1日	《生态环境损害赔偿制度改革方案》	2020年，力争在全国范围内初步构建责任明确、途径畅通、技术规范、保障有力、赔偿到位、修复有效的生态环境损害赔偿制度

资料来源：wind，万联证券研究所

纵观目前我国的化肥行业情况，企业众多，分布也较为广泛，行业龙头企业较少，大多数为中小企业，低端产品竞争激烈，2016年受到环保高压政策的影响，中小企业工厂频繁整顿，开工率得不到保证，落后产能逐步退出市场，2016年全国氮磷钾化肥产量为7005万吨，2017年为6065万吨，2018年为5460万吨。

图表 9：2012—2018 年中国农用化肥产量（万吨）



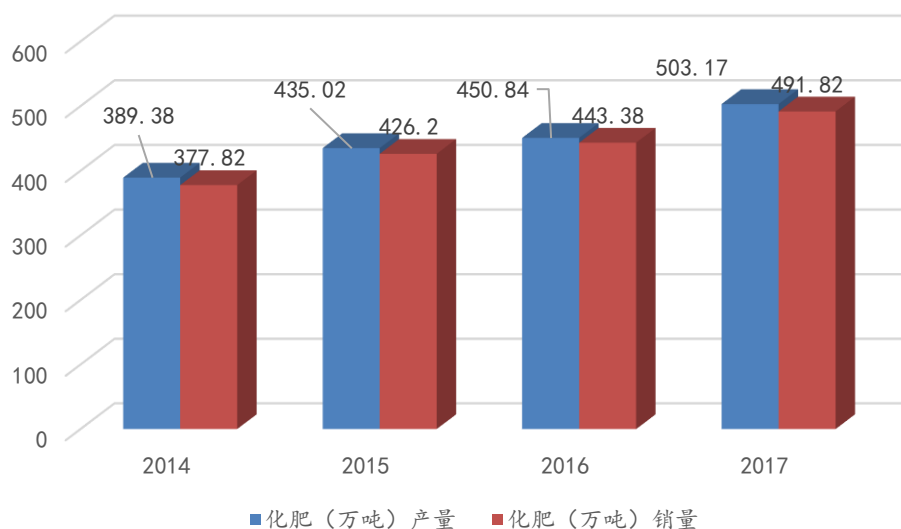
资料来源：wind，万联证券研究所

十三届全国人大二次会议3月5日上午9时在人民大会堂开幕，国务院总理李克强作政

府工作报告。在今年的政府工作报告中，给环保“划了重点”。2019年政府工作报告指出，“今年要巩固扩大蓝天保卫战成果，二氧化硫、氮氧化物排放量要下降3%，重点地区细颗粒物(PM2.5)浓度继续下降。后期工作主要方向在于加强污染防治和生态建设，大力推动绿色发展。绿色发展是构建现代化经济体系的必然要求，是解决污染问题的根本之策。要改革完善相关制度，协同推动高质量发展与生态环境保护。

2014—2017年，公司化肥产量分别为389万吨、435万吨、450万吨和503万吨，销量分别为377万吨、426万吨、443万吨和491万吨，连续3年产量和销量的复合增长率分别为8.9%和9.3%。全国化肥产量连年下降的趋势下，公司产销量节节攀升，主要原因是环保高压政策淘汰了环保不达标的“老、破、小”企业，优化了行业结构，加速了落后产能的退出，公司作为业内龙头积极抢占市场，加速行业布局，未来市占率将进一步提高。

图表 10：2014—2017 年公司化肥产量和销量（万吨）

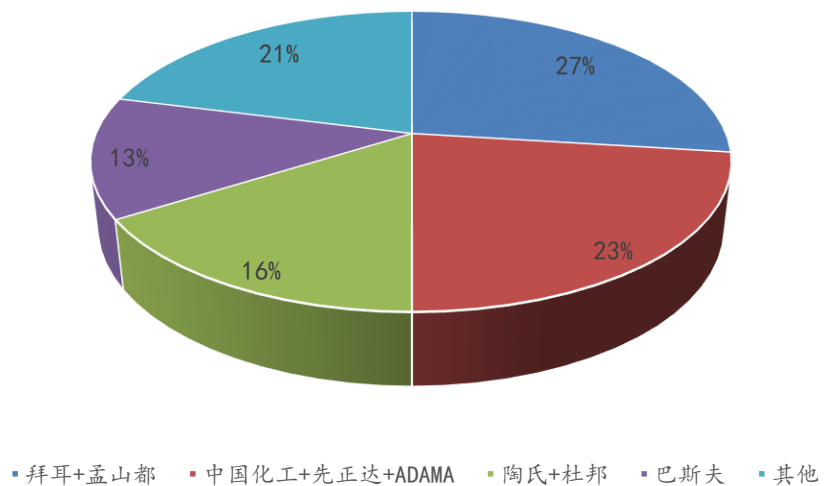


资料来源：wind，万联证券研究所

2.2 行业发展加速产业集中化进程，公司作为业内龙头将明显受益

2015年初，全球农化巨头之间的并购重组愈加强烈，国际巨头兼并收购的大戏不断上演，主要包括孟山都，杜邦，陶氏化学，先正达，巴斯夫，拜耳以及中国化工集团等农化巨头。2015年，陶氏化学和杜邦正式宣布合并，命名为陶氏杜邦公司，双方各持50%的股份。2016年，孟山都和拜耳公司启动收购谈判，并最终达成收购协议。2016年，先正达接受中国化工集团430亿美元的收购要约，中国化工旗下的沙隆达同样于2016年收购ADAMA100%的股权，国际巨头的兼并收购就此告一段落。全球农化市场份额占比数据显示，中化集团系占比23%，陶氏杜邦占比16%，拜耳孟山都系占比27%，巴斯夫占比13%，其他企业市场份额仅为21%。国际巨头市场份额高达79%，全球农化市场产业集中度高，寡头垄断加剧。

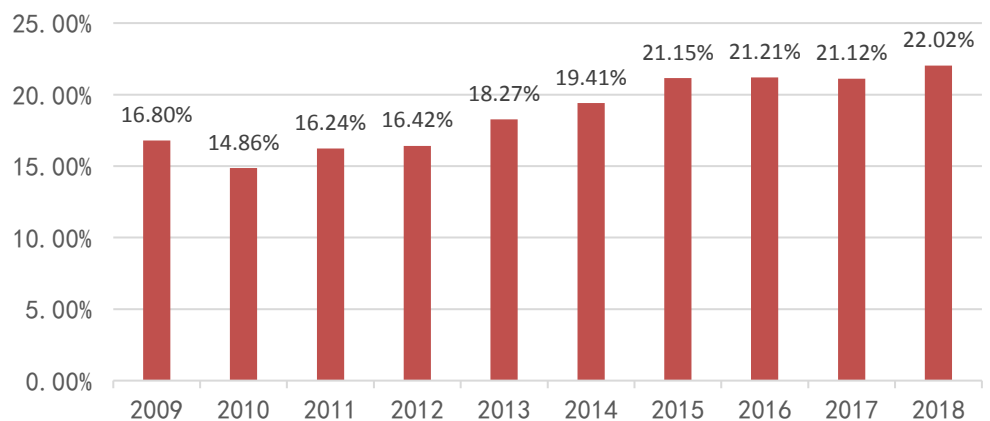
图表 11：全球农化行业市场份额



资料来源：世界农化网，万联证券研究所

2010-2018年，中国复合肥企业产业集中度上行趋势明显，由2010年的16.8%上升至2018年22.02%，八年之间增长近50%，年复合增长率为3.05%。相对于全球市场来看，中国复合肥产业四大巨头市场占有率仅为22.02%，龙头新洋丰复合肥产量不到整个行业的10%。复合肥产能方面，金正大，史丹利，新洋丰和四川新都产能分别为900万吨，870万吨，630万吨和520万吨。中国大部分在产企业产能都在200万吨以下，甚至有部分在产企业产能在10万吨以下，目前中国复合肥产业集中度相较于全球市场来看处于一个较低的水平，未来中国复合肥行业的产业集中度发展空间较为广阔，公司作为业内具有规模优势的龙头将占据优势。

图表 12：复合肥产业集中度/%



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

图表 13：复合肥在产企业产能情况

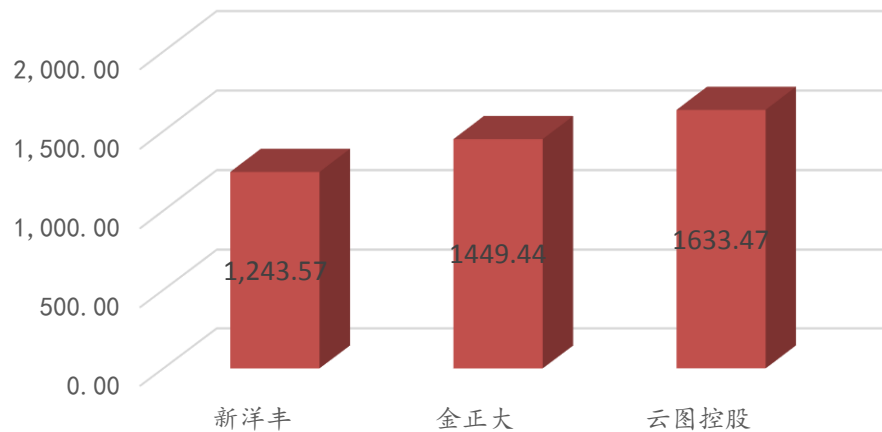
企业	上市代码	产能（千吨）	所在省份
金正大	002470	9000	山东
史丹利	002588	8700	山东
新洋丰	000902	6300	湖北
四川新都	002539	5200	四川
河南心连心		3100	河南
施可丰		3030	山东
湖北祥云		2600	湖北
安徽辉隆		2550	安徽
合肥四方		2450	安徽
湖北鄂中		2400	湖北
江苏中东		2000	江苏
江西开门子		1950	江西
迪斯科		1900	湖北
云天化	600096	1900	云南
宁国司尔特	002538	1900	安徽
安徽红四方		1850	安徽
江苏华昌	002274	1800	江苏
三宁化工		1700	湖北
拉多美		1600	广东
深圳芭田	002170	1550	广东
中化山东		1500	山东
山东天山风耘		1450	山东
华强化工		1300	湖北
阿波罗		1300	江苏

资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

3. 原材料高度自给保证公司成本端竞争优势明显

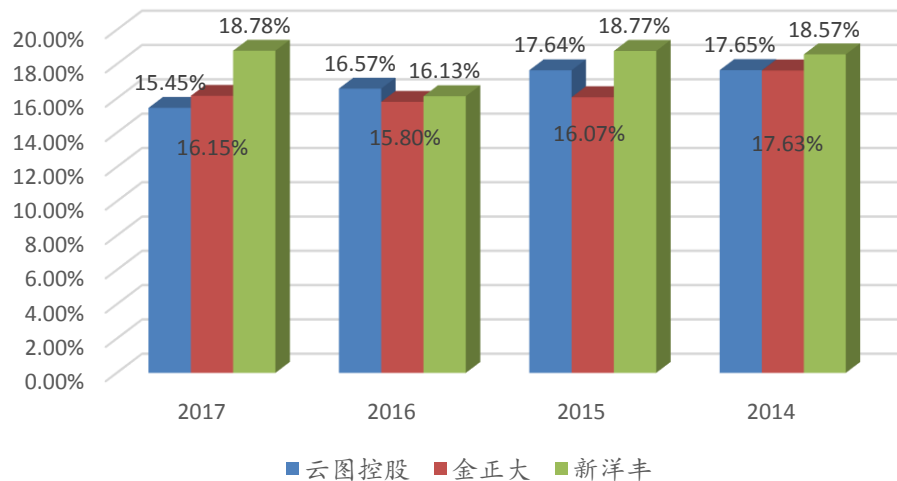
2017年底，在复合肥方面，尽管包括公司在内的这几家龙头企业的产品不完全相同，金正大和云天化控股的复合肥单位生产成本分别为1449.44元/吨和1633.47元/吨。公司的生产成本明显低于其他复合肥龙头企业，每吨生产成本仅为1243.57元。毛利率方面，公司2014年—2017年之间处于一个大体相近的水平，其复合肥产品的毛利率在18.7%浮动，对标金正大和云天化控股，云天化控股、金正大毛利率分别为17%、16%左右，新洋丰毛利率水平高于其他两家龙头企业，成本优势凸显。

图表 14：云天化控股、金正大、新洋丰生产成本（元/吨）



资料来源: wind, 万联证券研究所

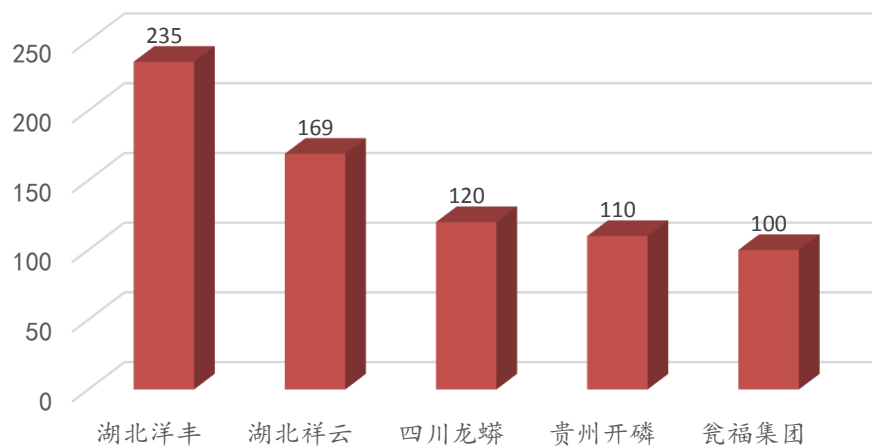
图表 15: 云图控股、金正大、新洋丰毛利率/%



资料来源: wind, 万联证券研究所

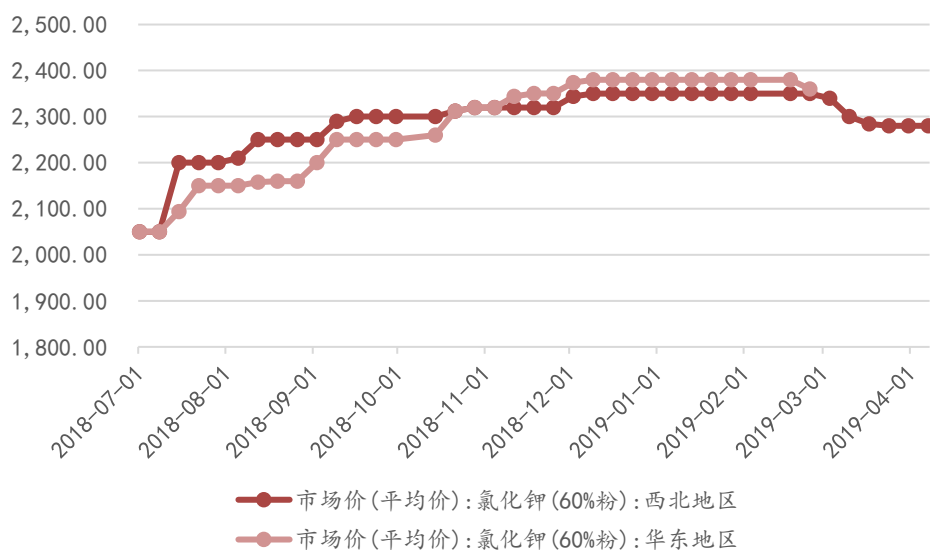
公司的成本优势主要有两方面: 1. 原材料的高度自给, 公司是国内磷酸一铵产能最大的在产企业, 年产能235万吨, 其他磷酸一铵在产企业为湖北祥云, 四川龙蟒, 贵州开磷和瓮福集团, 产能分别为169万吨, 120万吨, 110万吨和100万吨, 产能远低于新洋丰。公司将近40%的磷酸一铵用于自给, 剩余的外销给其他企业, 成本端优势明显。此外, 磷酸一铵在产企业不多, 产业集中度较高, 其他企业难以通过兼并收购等方式获得公司的成本优势; 2. 公司获得国家商务部授予的进口钾肥权利, 2004年至今, 商务部授予包括公司在内的5家企业钾肥非国营贸易进口经营权。国内钾肥价格通常高于国外进口价格200-300元/吨, 这使得公司在钾肥原材料方面取得了成本优势, 且金正大和云图控股均没有钾肥进口权。2018年7月到2019年4月以来, 国内钾肥的价格企稳上涨, 这也将进一步激发其原材料成本优势。综合来看, 公司的原材料成本优势以及钾肥进口政策优势将助力其复合肥业务的发展。

图表 16: 磷酸一铵在产企业产能/万吨



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

图表 17：国内氯化钾 60%粉价格走势（元/吨）

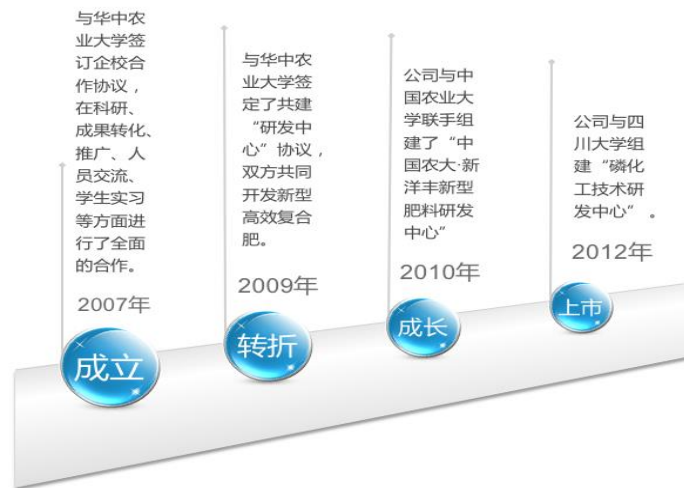


资料来源：wind，万联证券研究所

4. 科研投入稳中有升，助力公司产品不断升级

新洋丰肥业研发中心组建于 2006 年，与多家科研单位，如中国农业大学、四川大学、华中农业大学、武汉工程大学等，建立了密切的技术合作关系，并于 2007 年 12 月被湖北省发改委和财政厅认定为省级企业技术中心。

图表 18：研发中心发展历程



资料来源：公司官网，万联证券研究所

2015年至2017年，公司研发费用较为稳定，分别为1亿元、1亿元和1.1亿元，占营业收入比重的1.1%左右，研发人员方面，由2015年的346人新增至2017年400人，研发人员复合增长率为7.5%，公司稳中有升的研发投入将保证公司的持续创新、创造力，为公司产品的不断升级打下坚实基础。

图表 19：研发费用支出/百万元



资料来源：iFinD, 万联证券研究所

图表 20：研发人员规模/人



资料来源：iFinD, 万联证券研究所

2014年以来，公司通过不断的自主研发以及与外部机构的科研合作，实现了产品的不断升级。公司根据全国测土配方试验和作物需肥规律，研发出适合于玉米，土豆，小麦，苹果，柑橘，甘蔗和香蕉等专用肥，并于2018年获得农业部专用肥重点实验室建设单位。目前公司是国内专用肥开发，应用最广以及市场份额最大的一个企业，截止2018H1，公司的新型复合肥营业收入已经接近2017年整年的新型复合肥收入。

图表 21：新洋丰专用肥类别

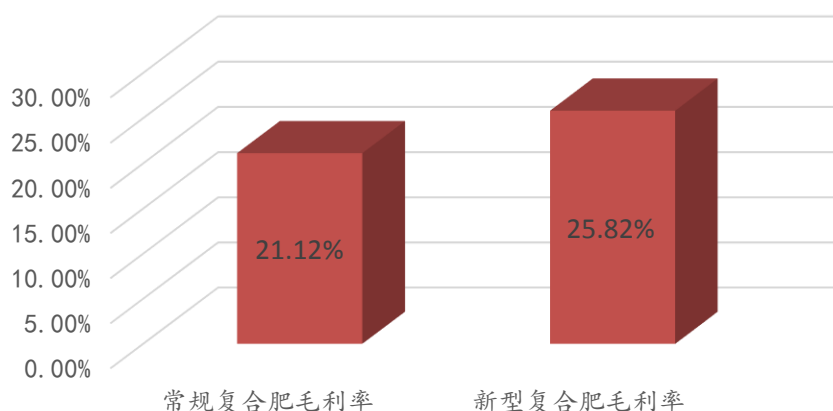


资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司新型复合肥竞争优势明显。以马铃薯专用肥为例，一方面马铃薯专用肥针对性较常规复合肥强，含有氮磷钾等微量元素，可以起到平衡肥作用。另一方面马铃薯专用肥元素比例合适，可以避免元素过量对作物造成危害，提高复合肥的利用率。盈利方面，新型复合肥的成本较常规复合肥低 5% 左右，成本优势明显。

2019 年 2 月 16 日，公司与宁波君合启赋企业管理咨询合伙企业共同成立的合资公司——新洋丰力赛诺农业科技有限公司。力赛诺注册资本 5,000 万元，其中公司出资 3,250 万元（占股 65%），另一出资方为宁波君合启赋企业管理咨询合伙企业，由罗文胜担任执行事务合伙人，宁波君合出资 1,750 万元（占股 35%）。罗文胜此前曾在百事可乐、雀巢、嘉士伯、伊利等销售岗位以及管理岗位任职，并于 2010 年—2017 年、2018 年分别于金正大、中化农业任职，负责农资销售推广相关工作。罗文胜在品牌运作、产品营销方面深耕多年，在农资行业有 8 年工作经验，有着丰富的客户资源以及渠道，增强了公司销售端的竞争力。

图表 22：2018 年新洋丰常规复合肥与新型复合肥毛利率对比



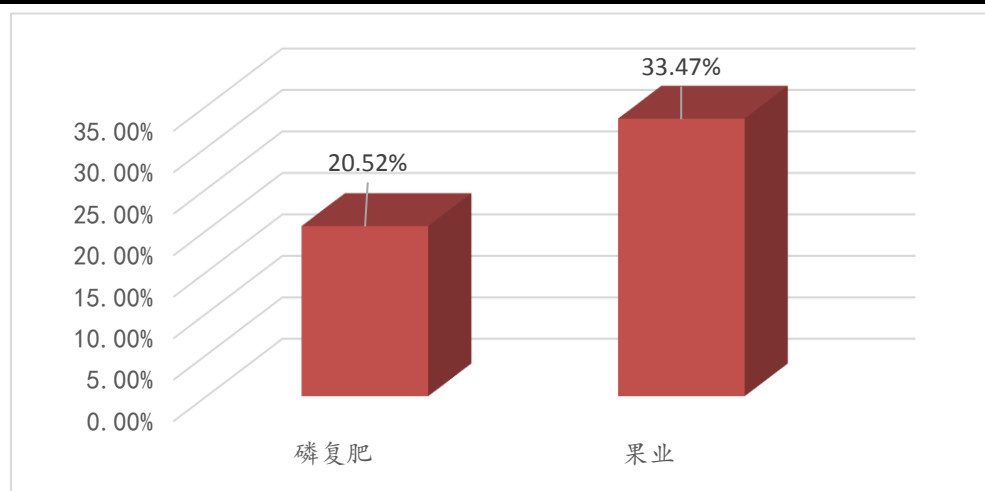
资料来源：wind，万联证券研究所

5. 公司布局下游果业，实现了产业链的拓展延伸

2016 年，公司成立洛川果业公司，意味着公司向下游产业链一体化迈出了重要的一步。公司 2017 年设立新洋丰沛瑞（北京）生态农业科技有限公司，公司借助其强大的农化行业成本优势，以及种植技术，2017 年果业实现营业收入 1304.99 万元，2018 年 H1 营收达到了 1691 万元，发展迅速。

盈利方面，2017 公司果业业务毛利率为 33.47%，远远高于传统的磷复肥业务。此外，在第 12 届亚洲果蔬展览会上，公司与京东达成战略合作伙伴关系，签署了战略合作协议，未来将在生鲜电商板块共同发展，合作共赢。

图表 23：2017 年磷复肥和果业毛利率/%



资料来源：wind，万联证券研究所

6. 关键假设与盈利预测

公司磷复肥行业较为成熟，近几年产能保持在11%左右，我们预计：1. 公司磷复肥未来的营业增长为11%，10%，10%，毛利率将继续保持在21%。2. 进出口贸易的营业收入和毛利率将保持稳定状态。3. 果业未来将保持一个爆发式增长，预计18年将达到150%，接下来分为100%，80%的增长率。4. 其他收入保持每年10%的增长，毛利率保持不变。

图表 24：主要财务摘要预测

		2017A	2018E	2019E	2020E
磷复肥	销量(万吨)	491.82	545.92	605.97	672.63
	营收(百万元)	7872.54	8738.52	9699.76	10766.73
	毛利率	20.52%	21.00%	21.00%	21.00%
	毛利(百万元)	1615.45	1835.09	2036.95	2261.01
进出口贸易	营收(百万元)	1029.61	1030	1030	1030
	毛利率	1.85%	1.87%	1.91%	1.94%
	毛利(百万元)	19.05	19.25	19.63	20.02
	毛利(百万元)	19.05	19.25	19.63	20.02
果业	营收(百万元)	13.04	32.6	65.2	110.84
	毛利率	33.47%	43%	40%	40%
	毛利(百万元)	4.36	14.02	26.08	44.34
	毛利(百万元)	4.36	14.02	26.08	44.34
其他业务	营收(百万元)	117.21	128.93	141.82	156.01
	毛利率	49.06%	50%	50%	50%
	毛利(百万元)	57.50	64.47	70.91	78.00
	毛利(百万元)	57.50	64.47	70.91	78.00
总营收		9032.40	9930.05	10936.78	12063.58
毛利		1696.36	1932.82	2153.57	2403.38

资料来源: wind, 万联证券研究所

7. 风险提示

复合肥价格大幅下降, 复合肥销量不达预期, 下游农产品价格大幅下降。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5213.33	5976.67	7333.75	8710.46
货币资金	1278.03	2568.23	3442.66	4467.47
应收及预付	1430.08	1145.94	1330.98	1481.69
存货	2061.00	1818.27	2115.88	2317.07
其他流动资产	444.23	444.23	444.23	444.23
非流动资产	3531.89	3530.20	3530.20	3530.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2716.97	2716.97	2716.97	2716.97
在建工程	112.45	112.45	112.45	112.45
无形资产	514.27	514.27	514.27	514.27
其他长期资产	188.21	186.51	186.51	186.51
资产总计	8745.22	9506.87	10863.95	12240.66
流动负债	2791.32	2700.22	3102.70	3411.93
短期借款	9.80	0.00	0.00	0.00
应付及预收	2348.14	2293.88	2641.84	2899.38
其他流动负债	433.38	406.34	460.85	512.55
非流动负债	117.40	117.40	117.40	117.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	117.40	117.40	117.40	117.40
负债合计	2908.72	2817.62	3220.10	3529.33
股本	1332.90	1332.90	1332.90	1332.90
资本公积	600.22	600.22	600.22	600.22
留存收益	3749.76	4581.82	5515.02	6558.91
归属母公司股东权益	5682.88	6514.93	7448.13	8492.02
少数股东权益	153.62	174.31	195.72	219.31
负债和股东权益	8745.22	9506.87	10863.95	12240.66

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	915.20	1298.25	874.42	1024.82
净利润	691.75	831.99	933.20	1043.89
折旧摊销	274.72	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(65.47)	445.57	(80.18)	(42.66)
其它	14.19	20.69	21.41	23.59
投资活动现金流	118.39	1.70	0.00	0.00
资本支出	(21.00)	0.00	0.00	0.00
投资变动	(373.38)	1.70	0.00	0.00
其他	512.77	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(272.03)	(9.74)	0.00	0.00
银行借款	(198.53)	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.14	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.50	0.00	0.00	0.00
其他	(75.15)	(9.74)	0.00	0.00
现金净增加额	761.55	1290.21	874.42	1024.82
期初现金余额	508.87	1278.03	2568.23	3442.66
期末现金余额	1278.03	2568.23	3442.66	4467.47

资料来源：wind，万联证券研究所

利润表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9032.40	9930.05	10936.78	12063.58
营业成本	7336.24	7997.23	8783.21	9660.20
营业税金及附加	35.35	45.03	51.35	54.42
销售费用	507.67	505.57	556.59	624.70
管理费用	308.27	316.36	352.35	391.06
财务费用	0.01	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	10.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	865.24	1065.86	1193.29	1333.19
营业外收入	2.17	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	860.14	1065.86	1193.29	1333.19
所得税	168.39	213.18	238.68	265.72
净利润	691.75	852.68	954.61	1067.48
少数股东损益	11.60	20.69	21.41	23.59
归属母公司净利润	680.15	831.99	933.20	1043.89
EBITDA	1135.18	1065.86	1193.29	1333.19
EPS（元）	0.52	0.64	0.72	0.80

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	9.14%	9.94%	10.14%	10.30%
营业利润	19.91%	23.19%	11.96%	11.72%
归属于母公司净利润	20.79%	22.32%	12.17%	11.86%
获利能力				
毛利率	18.78%	19.46%	19.69%	19.92%
净利率	7.66%	8.59%	8.73%	8.85%
ROE	11.97%	12.77%	12.53%	12.29%
ROIC	15.08%	21.01%	23.06%	25.53%
偿债能力				
资产负债率	33.26%	29.64%	29.64%	28.83%
净负债比率	49.84%	42.12%	42.13%	40.51%
流动比率	1.87	2.21	2.36	2.55
速动比率	0.93	1.34	1.49	1.68
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.09	1.07	1.04
应收账款周转率	14.44	18.08	16.76	16.72
存货周转率	3.77	4.34	4.09	4.11
每股指标（元）				
每股收益	0.52	0.64	0.72	0.80
每股经营现金流	0.69	0.97	0.66	0.77
每股净资产	4.26	4.89	5.59	6.37
估值比率				
P/E	18.76	14.05	12.53	11.20
P/B	2.25	1.79	1.57	1.38
EV/EBITDA	10.37	8.80	7.12	5.61

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场