

# 天康生物 (002100)

证券研究报告

2019年11月03日

## 养殖利润释放确定性强，疫苗板块拐点或将到来

### 天康生物：由新疆走向全国的养殖产业链区域龙头！

公司为农牧一体化企业，拥有饲料、动物疫苗、生猪养殖、屠宰加工全产业链架构。公司紧紧围绕畜牧养殖的关键环节，提升养殖效率，实现公司与客户的共赢发展，努力打造国内一流的“健康养殖服务商”。我们认为，公司未来看点和利润弹性主要来自生猪养殖和动物疫苗板块。

### 养殖板块：区位优势凸显，养殖利润释放确定性强！

我们预计，未来两年，公司出栏量将持续快速增长，叠加公司成本业内领先，公司生猪养殖业务有望迎来量利齐升的高盈利阶段：1) 出栏量确定性强。公司主要养殖区域位于新疆，养殖密度低、疫情较弱，本轮疫情公司受冲击较小，因此出栏确定性强。我们预计2019和2020年公司出栏量分别为90和180万头；2) 单头盈利业内领先。2019年单三季度，公司出栏量23万头，头均盈利达到826元/头，盈利能力业内领先，超过温氏股份、牧原股份等龙头企业养殖利润。预计2019和2020年公司头均净利润分别为600和2000元/头。以此计算，2019和2020年公司养殖板块净利润分别为5.4和36.0亿元。给予养殖板块2020年5倍PE，对应市值约180亿元。

### 动保板块：重磅单品在手，业绩拐点即将出现。

公司为口蹄疫疫苗定点生产企业，三大生产基地及研发中心奠定了公司动物疫苗业务长期发展基础。公司小反刍兽疫疫苗地位稳固，牛布病、禽流感、猪萎缩性鼻炎疫苗等均有一定增长。受非瘟疫情影响，猪用疫苗销量承压，预计2020年重回增长，其中猪OA市场苗和猪瘟E2苗将是高增长的动力源泉。我们预计2019和2020年公司动保板块收入分别为6.57和7.93亿元，贡献净利润分别为1.97和2.38亿元。从动保板块主要上市公司的估值来看，2019/2020年平均PE为44/34倍，参考平均估值水平，对应公司市值约80亿元。

### 盈利预测与投资建议

由于猪肉价格大幅上涨，我们上调公司盈利预测。我们预计2019-2021年公司营收64.60/108.68/135.47亿元（前值60.84/79.35/96.01亿元），同比增长22.51%/68.24%/24.65%，净利润8.02/38.97/52.87亿元（4.72/10.88/15.84亿元），同比增长155.76%/385.70%/35.67%，对应EPS分别为0.79/3.85/5.22元。暂不考虑公司其他业务，仅养殖板块和动保板块的合理市值约260亿元，给予目标价25元，维持“买入”评级。

### 风险提示：疫情风险；原料波动风险；产品价格波动风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,630.03	5,273.03	6,459.79	10,868.18	13,547.16
增长率(%)	4.18	13.89	22.51	68.24	24.65
EBITDA(百万元)	620.82	685.41	1,100.58	4,625.52	6,156.92
净利润(百万元)	407.15	313.73	802.38	3,897.14	5,287.29
增长率(%)	3.72	(22.95)	155.76	385.70	35.67
EPS(元/股)	0.40	0.31	0.79	3.85	5.22
市盈率(P/E)	34.59	44.89	17.55	3.61	2.66
市净率(P/B)	4.72	4.39	3.50	1.78	1.11
市销率(P/S)	3.04	2.67	2.18	1.30	1.04
EV/EBITDA	12.44	8.88	11.52	2.56	0.75

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.91元
目标价格	25元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,012.41
流通A股股本(百万股)	1,012.41
A股总市值(百万元)	14,082.60
流通A股市值(百万元)	14,082.60
每股净资产(元)	3.74
资产负债率(%)	51.51
一年内最高/最低(元)	14.65/4.12

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**魏振亚** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517080004  
weizhenya@tfzq.com

**王聪** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519080001  
wccong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《天康生物-年报点评报告:公司疫苗业务保持稳定，生猪出栏量持续高速增长!》2019-04-27
- 《天康生物-公司点评:猪口蹄疫获新批文，行业又增新成员》2019-01-31
- 《天康生物-公司点评:跟踪点评:兼具低估值与成长性的农牧一体化企业》2019-01-07



## 内容目录

1. 天康生物：由新疆走向全国的养殖产业链区域龙头！	3
2. 养殖板块：享地利优势，业绩兑现确定性强	5
2.1. 非瘟疫情致全国产能深度去化，公司新疆产能区位优势凸显	5
2.2. 产能仍在持续扩张，利润迎来快速释放	7
3. 动保板块：重磅单品在手，业绩有望迎来拐点	9
3.1. 受疫情影响业绩短期承压，2020 年或迎拐点	9
3.2. 或将受益于非瘟疫苗商业化	10
4. 盈利预测与投资建议	11
5. 风险提示	12

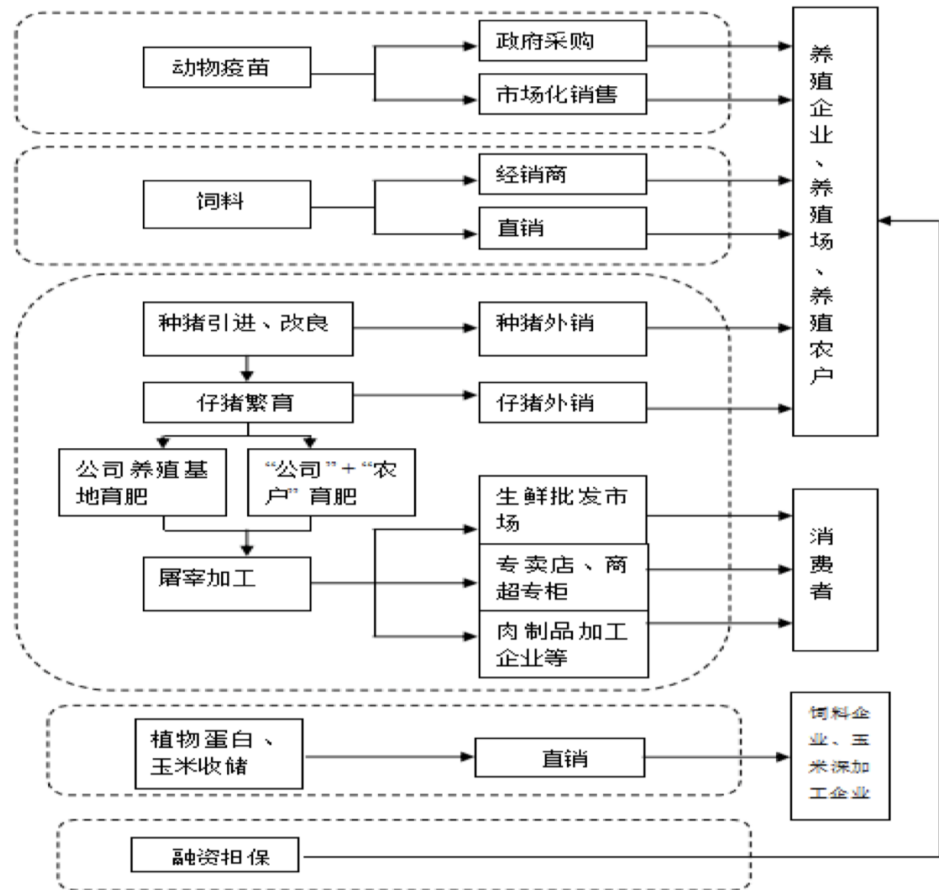
## 图表目录

图 1：公司业务及经营模式	3
图 2：公司股权结构	3
图 3：公司营收增长情况（亿元）	4
图 4：公司净利润增长情况（亿元）	4
图 5：2018 年公司营收结构	4
图 6：2018 年公司毛利结构	4
图 7：我国生猪养殖产业产能环比大幅去化	5
图 8：我国生猪养殖产业产能同比大幅去化	5
图 9：我国猪价持续快速上涨（元/公斤）	5
图 10：截止到 2019 年 7 月 3 日，我国各省份非洲猪瘟疫情	6
图 11：天康生物月度出栏量受疫情影响较小（万头）	6
图 12：2019Q3 天康生物头均盈利超过 800 元，盈利能力业内领先（元/头）	6
图 13：公司生猪出栏量情况（万头）	7
图 14：公司固定资产在 2019 年快速扩张（亿）	8
图 15：2019 年二季度之后，公司生产性生物资产快速增长（亿）	8
图 16：预计未来公司出栏量仍将持续快速增长	8
图 17：公司研发支出情况	9
图 18：公司研发人员	9
图 19：兽用生物制品收入及毛利率情况	9
图 20：非洲猪瘟疫苗研发进展	10
图 21：全招采下非瘟疫苗市场空间测算	10
图 22：全市场下非瘟疫苗市场空间测算	10
图 23：养殖板块盈利预测	11
图 24：公司动保板块盈利预测	11
图 25：动保上市公司估值情况	11
表 1：主要募投项目进度（2019 年半年报）	7

## 1. 天康生物：由新疆走向全国的养殖产业链区域龙头！

1993年，公司前身新疆天康技术发展公司成立。2006年12月26日，天康生物在深交所成功上市。目前，公司已经拥有农产品加工、饲料、动物疫苗、生猪养殖屠宰加工及金融服务的全产业链架构。公司坚定地依据自身的专业能力和核心竞争力，紧紧围绕畜牧养殖的关键环节，为养殖户提供全面解决方案，提升养殖效率，实现公司与客户的共赢发展，努力打造国内一流的“健康养殖服务商”。

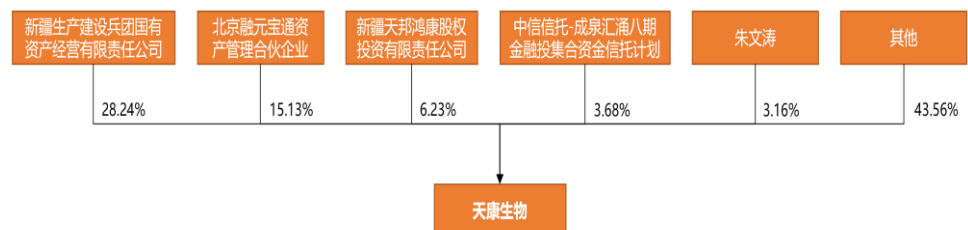
图 1：公司业务及经营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

股权结构稳定，新疆建设兵团是公司第一大股东。截至2019年11月1日，新疆生产建设兵团国有资产经营有限公司持股28.24%，是公司第一大股东，公司第三大股东新疆天邦投资有限公司持股6.23%，为公司管理层持股平台。2017年11月，北京融元宝通资管签署协议从中新建招商受让15.79%公司股份，截止2019年11月1日继续持股15.13%，为公司第二大股东。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

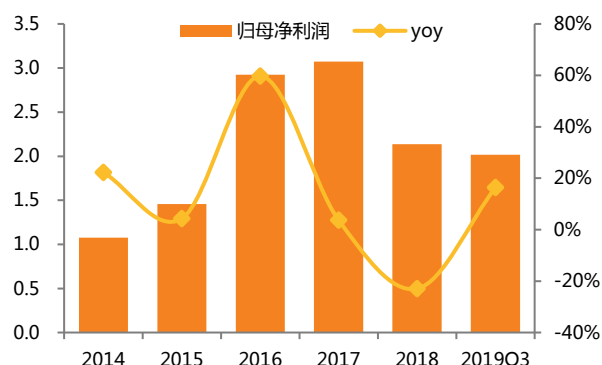
**公司稳步成长。**2018年，公司收入 52.73 亿元，同比+13.89%，归母净利润受猪价影响有所下降，实现 2.14 亿元，同比-22.95%。2019 年前三季度公司收入 51.80 亿元，同比+39.59%，归母净利润 2.02 亿元，同比+16.35%。

图 3：公司营收增长情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

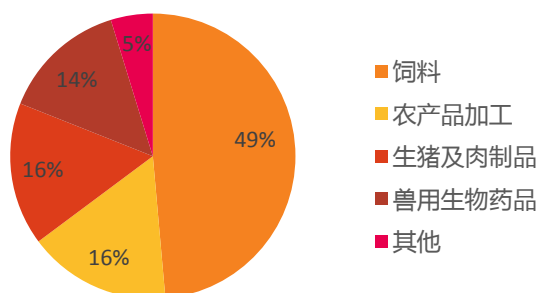
图 4：公司净利润增长情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

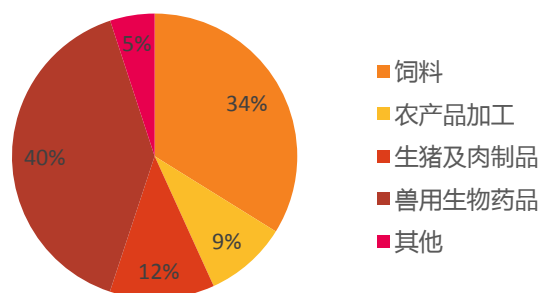
**动物疫苗、饲料、生猪及肉制品构成公司的主要利润来源。**从公司业务收入结构来看，2018年，公司收入 52.73 亿元中，饲料 25.62 亿元，农产品加工 8.55 亿元，兽用生物制品 7.50 亿元，生猪及肉制品 8.55 亿元。毛利润 11.10 亿元，其中饲料 3.75 亿元，农产品加工 1.04 亿元，兽用生物制品 4.42 亿元，生猪及肉制品 1.32 亿元。

图 5：2018 年公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018 年公司毛利结构



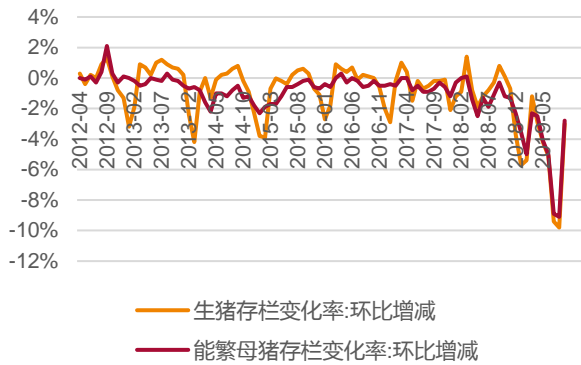
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 养殖板块：享地利优势，业绩兑现确定性强

### 2.1. 非瘟疫情致全国产能深度去化，公司新疆产能区位优势凸显

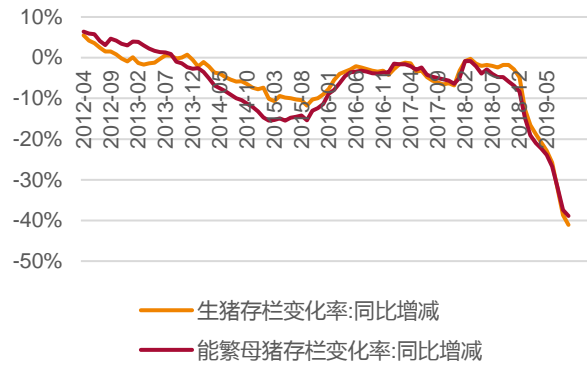
自 2018 年 8 月我国爆发非洲猪瘟疫情以来，我国生猪养殖产业产能大幅去化，截止 2019 年 9 月底，我国能繁母猪存栏同比下滑 38.9%，生猪存栏同比下滑 41.1%，目前我国能繁母猪还在去化之中。

图 7：我国生猪养殖产业产能环比大幅去化



资料来源：wind，天风证券研究所

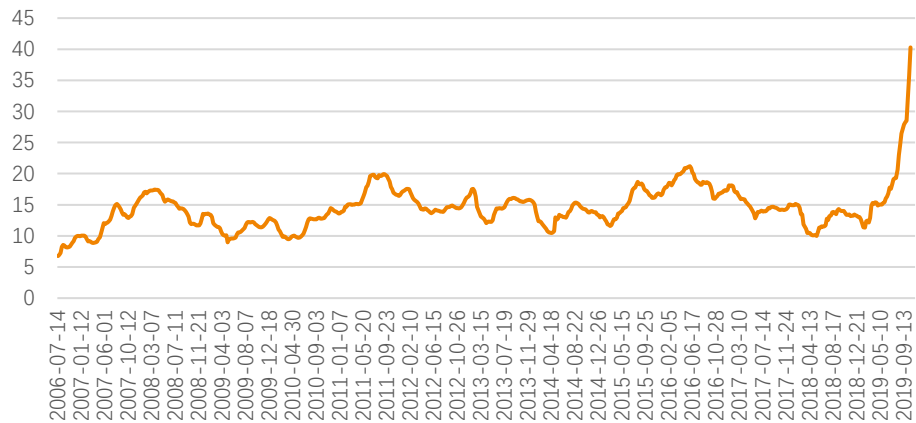
图 8：我国生猪养殖产业产能同比大幅去化



资料来源：wind，天风证券研究所

受产能大幅减少影响，我国生猪出栏价格持续快速上涨，截止 10 月 25 日，我国外三元生猪出栏均价达到 40.29 元/公斤，较年初的 13.01 元/公斤大涨 210%。根据我们的判断，受产能大幅下降影响，预计我国生猪价格还将继续走高，生猪养殖产业有望迎来 2-3 年的高盈利阶段。

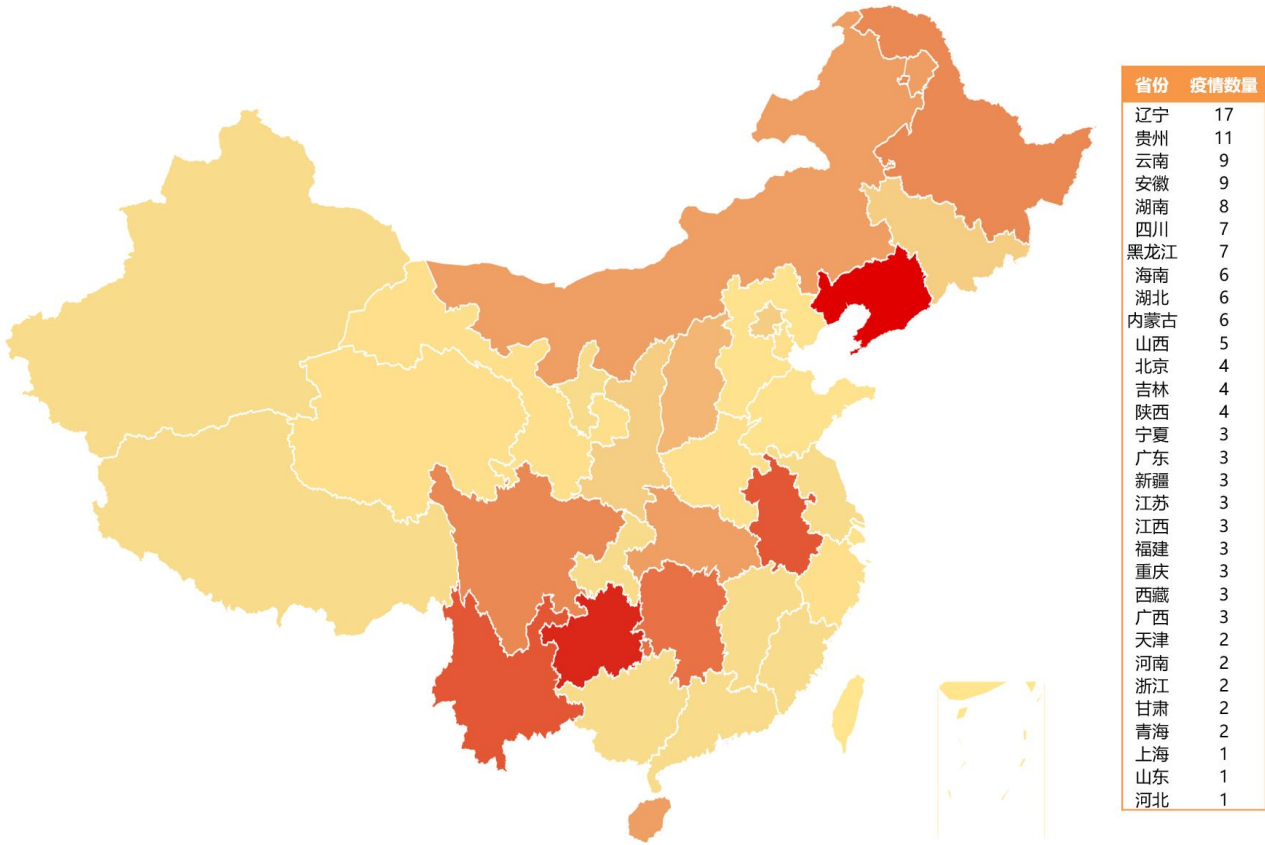
图 9：我国猪价持续快速上涨（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

新疆地区非瘟疫情影响相对较小。自 2018 年 8 月爆发首例非瘟疫情后，全国各地相继爆发，但是西北地区面积广袤，养殖分散度高，疫情较少，非瘟疫情整体集中在东北和西南地区。新疆 4 月份爆发过 3 起疫情，自 5 月底解封之后，至今仍未有疫情发生。

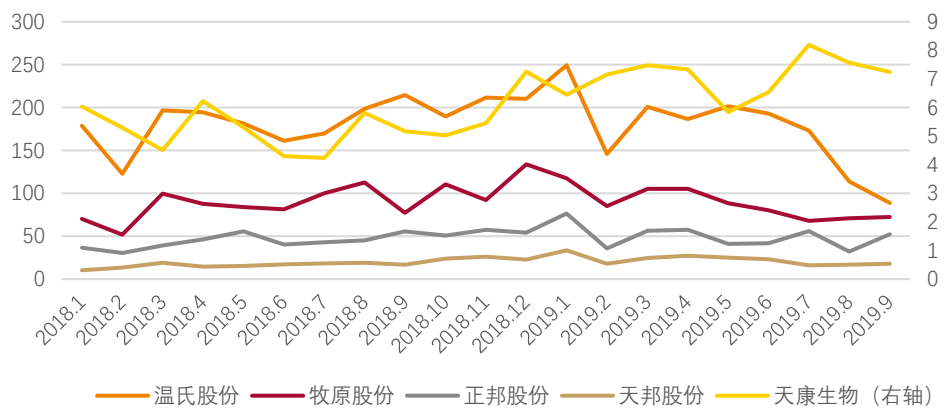
图 10: 截止到 2019 年 7 月 3 日, 我国各省份非洲猪瘟疫情



资料来源: 农业农村部, 天风证券研究所

天康生物月度出栏量增长趋势优于同行。天康生物现有产能主要集中在新疆, 因而本轮疫情收到冲击较小。从公司月度出栏量来看, 在其他主要生猪养殖企业均呈现下行趋势之时, 天康生物仍呈现出震荡上行之势。

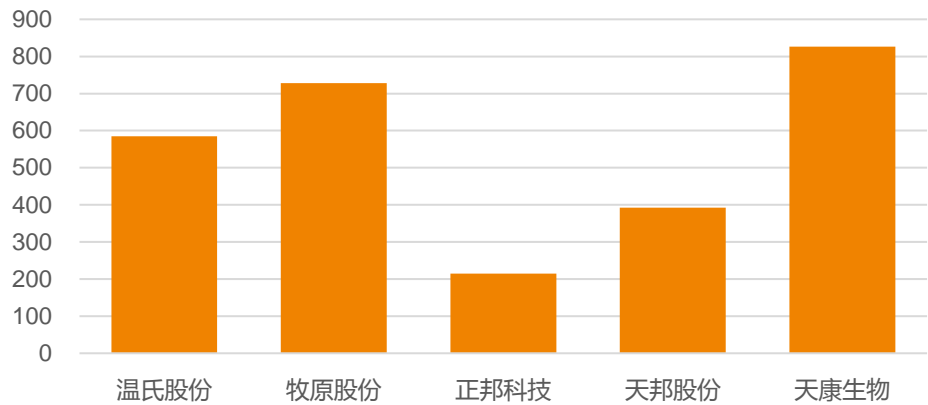
图 11: 天康生物月度出栏量受疫情影响较小 (万头)



资料来源: wind, 天风证券研究所

天康生物盈利能力业内领先。此外, 从盈利能力来看, 2019 年单三季度, 天康生物出栏量 23 万头, 头均盈利达到 826 元/头, 盈利能力业内领先。

图 12: 2019Q3 天康生物头均盈利超过 800 元, 盈利能力业内领先 (元/头)



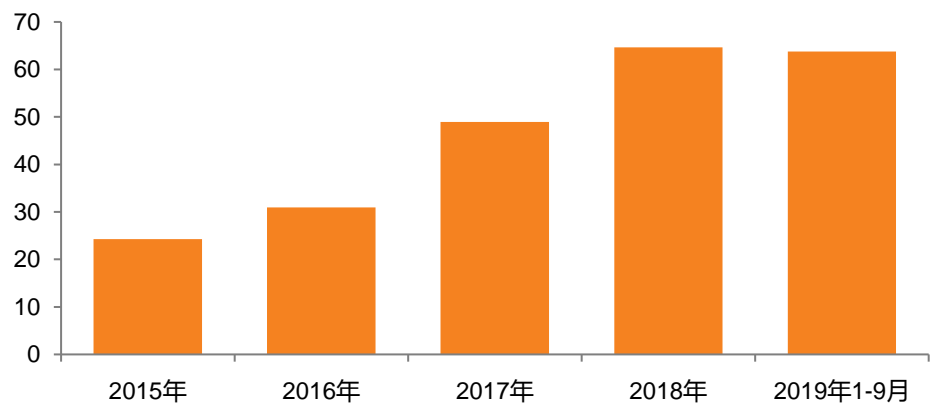
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2.2. 产能仍在持续扩张，利润迎来快速释放

**生猪全产业链覆盖，具有多重优势。**天康生物是西北的养殖产业链龙头企业，在新疆建设了原种猪基地及覆盖祖代、父母代、商品代的养殖基地，拥有较高的种猪繁育优势、市场占有率和声誉，公司在 2016 年通过收购河南天康宏展开始在河南开展生猪养殖业务。目前，公司生猪养殖业务更多采取自繁自养的模式，从生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养，屠宰工均由公司完成。

2018 年度，全年共出栏生猪 64.63 万头，同比增长 32.06%，2018 年末公司控股子公司母猪存栏 4.14 万头，商品猪存栏 49.14 万头。2019 年 1-9 月，公司累计销售生猪 63.79 万头，较去年同期增长 35.93%；累计销售收入 8.54 亿元，较去年同期增长 75.81%。

图 13: 公司生猪出栏量情况 (万头)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**发行可转债，加快生猪养殖产能扩张。**公司发行可转债募集资金中约 6.5 亿元用于公司在河南和新疆生猪产能扩张项目的建设，每万头产能投资额不足 900 万元，与同行业上市公司基本一致。本次募集资金产能扩张，有助于公司巩固规模优势，继续在新疆与河南的当地市场保持领先。

表 1: 主要募投项目进度 (2019 年半年报)

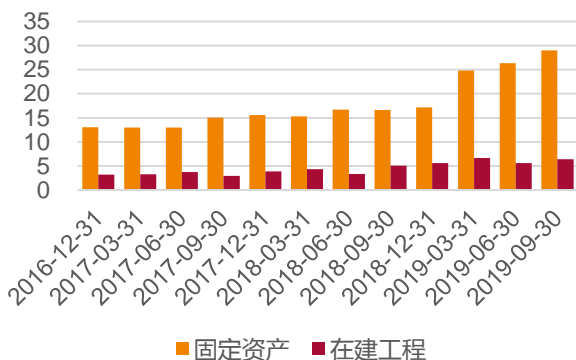
项目名称	项目具体建设	规划产能	投资总额 (万元)	投资进度
生猪养殖产业化项目 (新疆基地)	天康原种猪猪场项目	年产种猪 (20 公斤) 3 万头，商品仔猪 9 万头	32000	46.04%
	中盛天康猪场项目	年产商品仔猪 (7 公斤) 14.4 万头，商品仔		

		猪 (20 公斤) 9.6 万头		
生猪养殖产业化项目 (河南基地)	龟山分场项目 (河南)	年产纯种猪 1.2 万头, 年产商品仔猪 4.8 万头, 袋装鲜精 10 万袋		
	查山分场项目 (河南)	年产种猪 (60 公斤) 3.5 万头, 年产商品猪 3.5 万头	33000	34.96%
	五里镇分场项目 (河南)	年产商品仔猪 13.16 万头		
	龙井分场项目 (河南)	年产商品仔猪 13.72 万头		
总额	75 万头种猪、仔猪		65000	

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

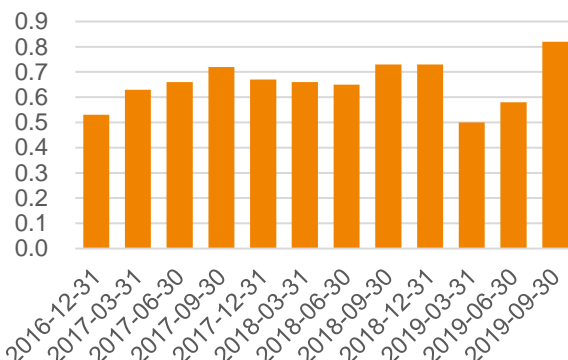
从公司资产端来看, 2019 年以来, 公司固定资产快速增长, 截止 2019 年三季报, 公司固定资产达到 28.97 亿元, 较 2018 年底增长 68.92%。从生产性生物资产来看, 受疫情影响短期下滑之后, 2019 年二季度以来公司生产性生物资产重回扩张之路, 截止 2019 年三季度末, 公司生产性生物资产达到 0.82 亿, 环比增长 41.38%。

图 14: 公司固定资产在 2019 年快速扩张 (亿)



资料来源: wind, 天风证券研究所

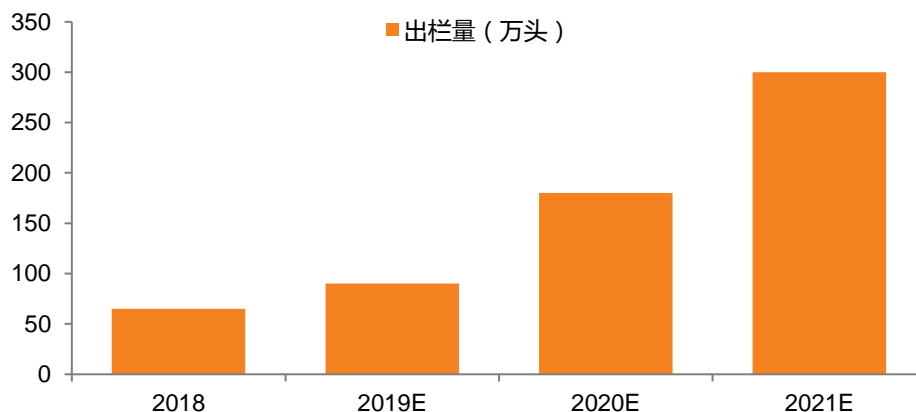
图 15: 2019 年二季度之后, 公司生产性生物资产快速增长 (亿)



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们预计, 未来两年, 公司出栏量仍将持续快速增长, 预计 2019-2021 年的出栏量分别达到 90 万头、180 万头和 300 万头, 叠加猪价持续高位, 公司生猪养殖业务有望迎来量利齐升的高盈利阶段。

图 16: 预计未来公司出栏量仍将持续快速增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

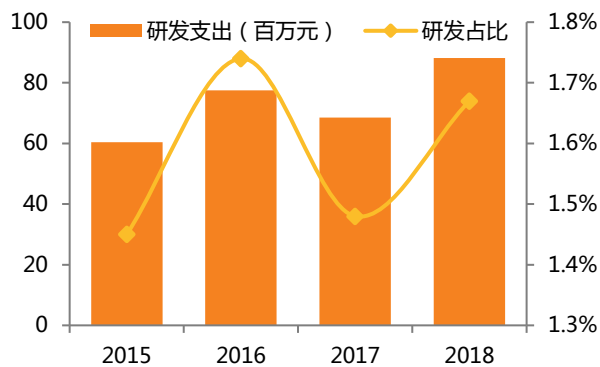


### 3. 动保板块：重磅单品在手，业绩有望迎来拐点

#### 3.1. 受疫情影响业绩短期承压，2020 年或迎拐点

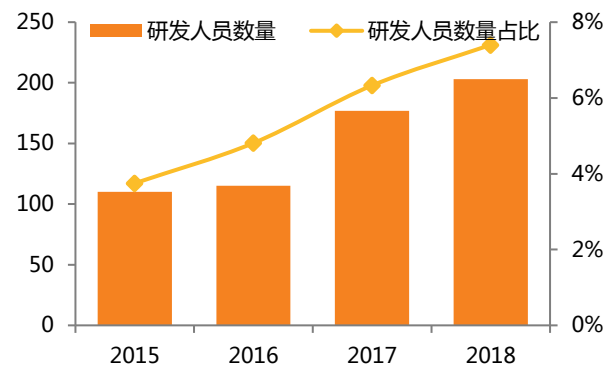
公司是农业部中监所指定口蹄疫疫苗监督检验和研发试验基地，三大生产基地及研发中心打下长期发展基础。公司是国家农业部在新疆唯一定点的兽用生物制品生产企业，也是全国口蹄疫疫苗定点生产企业之一，公司制药事业部前身是原新疆生物药品厂，逐步构建并基本形成了乌鲁木齐经济技术开发区口蹄疫疫苗、乌鲁木齐高新区北区猪系列疫苗、吉林梅河口市冠界生物禽流感悬浮培养疫苗的三大生产基地。2018 年上海研发分中心已投入运营使用，与乌鲁木齐研发中心协力，按分工开展不同价值的研究与探索，共同为公司桥头堡作用，进一步打下公司生物制品业务长期发展的基础。

图 17：公司研发支出情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

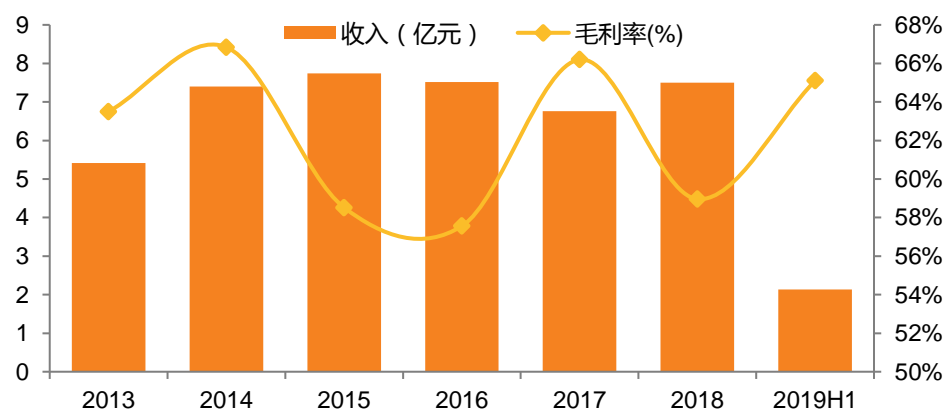
图 18：公司研发人员（人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

陆续推出的猪瘟 E2 疫苗和 OA 二价疫苗等新产品受到市场一致好评。公司的小反刍兽疫活疫苗、口蹄疫灭活疫苗、口蹄疫合成肽疫苗、蓝耳病活疫苗在全国均有销售，2018 年销售额逾 7.5 亿元，毛利率 58.96%。公司小反刍兽疫疫苗地位稳固，蓝耳病疫苗收入占比较少，牛布病、禽流感、猪萎缩性鼻炎苗等均有一定增长，未来两年，收入占比最大的口蹄疫猪 OA 苗和猪瘟 E2 苗将是高增长的动力源泉。

图 19：兽用生物制品收入及毛利率情况



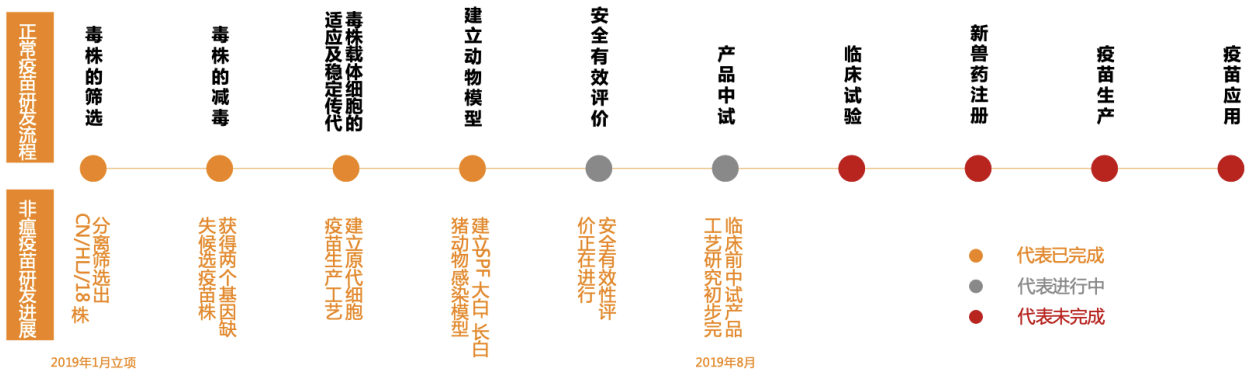
资料来源：Wind，天风证券研究所

受非瘟疫情影响，业绩短期承压，2020 年或迎拐点。公司动保业务保持稳健发展，陆续推出的猪瘟 E2 疫苗和 OA 二价疫苗等新产品受到市场一致好评；受非洲猪瘟的影响，公司猪用疫苗销量有所下降，但反刍疫苗（市场苗）有所提升；制药技术中心上半年通过技术转让、技术服务的方式，实现研发创造收入、效益。2019 年上半年，动保相关业务实现营收 2.58 亿元，同比增长 1.81%，其中兽药收入 2.13 亿元，同比下滑 15.82%。预计随着疫情趋于稳定，以及规模厂率先补栏，动保业务有望于 2020 年迎来拐点。

### 3.2. 或将受益于非瘟疫苗商业化

非瘟疫苗取得阶段性进展，但商业化仍需时间。2019年5月24日，哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗取得阶段性成果，创制出非洲猪瘟候选疫苗，其中两个候选疫苗株具有良好的生物安全性和免疫保护效果。10月18日，中国农业科学院哈尔滨兽医研究所所长步志高透露中国研制的非洲猪瘟疫苗已经完成实验室研究阶段，主要的实验数据和结论已经得到，正在接受同行专家评估。

图 20：非洲猪瘟疫苗研发进展



资料来源：哈兽研，天风证券研究所

若成功实现商业化，非瘟疫苗有望成为又一大单品。我们在 6.5 亿头猪的基数下，对不同采购方式下的市场规模进行测算。在全部使用招采苗的情况下，假设疫苗单价为每头份 2/3/4 元，则中性情况下潜在市场规模达到 49 亿元；而在全部使用市场苗的情况下，假设疫苗单价为每头份 4/6/8 元，则中性情况下潜在市场规模达到 98 亿元。公司是农业农村部在新疆唯一定点的兽用生物制品生产企业，口蹄疫招采份额领先、产业化能力出色，未来有望获得非瘟疫苗生产资质。

图 21：全招采下非瘟疫苗市场空间测算

招采苗：潜在市场规模 (亿元)		疫苗单价 (元/头份)		
		2	3	4
免疫频率 (次/年)	2	26	39	52
	2.5	33	49	65
	3	39	59	78

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：全市场下非瘟疫苗市场空间测算

市场苗：潜在市场规模 (亿元)		疫苗单价 (元/头份)		
		4	6	8
免疫频率 (次/年)	2	52	78	104
	2.5	65	98	130
	3	78	117	156

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

由于猪肉价格大幅上涨，我们上调公司盈利预测。我们预计 2019-2021 年公司营收 64.60/108.68/135.47 亿元(前值 60.84/79.35/96.01 亿元)，同比增长 22.51%/68.24%/24.65%，净利润 8.02/38.97/52.87 亿元(4.72/10.88/15.84 亿元)，同比增长 155.76%/385.70%/35.67%，对应 EPS 分别为 0.79/3.85/5.22 元。

我们认为，公司未来看点和利润弹性主要来自生猪养殖和动物疫苗板块。

### 1) 养殖板块：保守估值 180 亿元

公司主要养殖区域位于新疆，养殖密度低、疫情较弱，公司出栏确定性强。我们预计 2019 和 2020 年公司出栏量分别为 90 和 180 万头，头均净利润分别为 600 和 2000 元/头。以此计算，2019 和 2020 年公司养殖板块净利润分别为 5.4 和 36.0 亿元。按照保守估值，给予养殖板块 2020 年 5 倍 PE，对应市值至少为 180 亿元。

图 23：养殖板块盈利预测

	2019E	2020E
出栏量 (万头)	90	180
头均净利润 (元/头)	600	2000
养殖板块净利润 (亿元)	5.4	36.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2) 动保板块：合理估值 80 亿元

公司小反刍兽疫疫苗地位稳固，牛布病、禽流感、猪萎缩性鼻炎苗等均有一定增长。受非瘟疫情影响，猪用疫苗销量承压，预计 2020 年重回增长，其中猪 OA 市场苗和猪瘟 E2 苗将是高增长的动力源泉。我们预计 2019 和 2020 年公司动保板块收入分别为 6.57 和 7.93 亿元，贡献净利润分别为 1.97 和 2.38 亿元。

图 24：公司动保板块盈利预测

	2018	2019E	2020E
收入 (亿元)	7.50	6.57	7.93
yoy	10.90%	-12.45%	20.82%
毛利率	58.96%	60%	60%
净利率	30%	30%	30%
净利润 (亿元)	2.25	1.97	2.38

资料来源：Wind，天风证券研究所

从动保板块主要上市公司的估值来看，19/20 年平均估值水平为 44/34 倍。参考可比公司估值水平，我们给与公司动保业务 2020 年 34 倍估值，对应合理市值约为 80 亿元。

图 25：动保上市公司估值情况

代码	证券简称	市盈率PE		
		TTM	19E	20E
600201.SH	生物股份	71	54	38
600195.SH	中牧股份	36	32	28
603566.SH	普莱柯	68	57	46
300119.SZ	瑞普生物	40	33	26
<b>平均值</b>		<b>54</b>	<b>44</b>	<b>34</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上，暂不考虑公司其他业务，仅养殖板块和动保板块的合理市值约 260 亿元，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1、 畜禽疫病风险：公司生猪养殖规模不断扩大，目前已经成为公司重要的业务板块，同时饲料业务对畜禽养殖业的依赖度较大，未来如果出现大规模不可控的畜禽疫病，将在短期内引起公司经营业绩的波动。
- 2、 原材料价格波动的风险：公司的主要原材料包括玉米、豆粕等，大宗农产品的价格波动，将对公司饲料业务的业绩产生不利影响。
- 3、 畜禽产品价格波动的风险：近年来国内畜禽产品价格呈现周期性的波动，养殖效益的下滑将对公司生猪养殖和饲料业务的业绩产生不利的影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,814.08	2,148.18	2,583.91	4,347.27	10,900.59	营业收入	4,630.03	5,273.03	6,459.79	10,868.18	13,547.16
应收票据及应收账款	197.99	285.95	223.09	674.20	468.90	营业成本	3,546.75	4,163.43	4,664.51	5,361.26	6,435.99
预付账款	472.04	427.52	629.39	627.84	824.87	营业税金及附加	18.21	20.86	22.59	41.25	50.80
存货	901.05	2,501.76	327.47	3,121.23	829.76	营业费用	273.82	312.94	355.29	434.73	474.15
其他	190.24	494.25	285.54	413.43	446.88	管理费用	339.70	302.18	322.99	380.39	406.41
<b>流动资产合计</b>	<b>3,575.39</b>	<b>5,857.66</b>	<b>4,049.41</b>	<b>9,183.97</b>	<b>13,470.99</b>	研发费用	68.59	78.65	96.90	130.42	135.47
长期股权投资	44.49	50.61	50.61	50.61	50.61	财务费用	21.78	73.90	157.75	199.46	183.35
固定资产	1,556.59	1,714.91	1,872.17	1,953.43	1,987.47	资产减值损失	7.30	12.83	0.00	6.71	6.52
在建工程	386.28	558.66	371.20	270.72	210.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	188.95	191.49	180.47	169.45	158.43	投资净收益	(5.32)	11.36	1.84	1.84	1.84
其他	121.14	135.41	118.42	105.65	93.63	其他	(66.56)	(36.36)	(3.69)	(3.69)	(3.69)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,297.46</b>	<b>2,651.08</b>	<b>2,592.88</b>	<b>2,549.86</b>	<b>2,500.58</b>	<b>营业利润</b>	<b>425.75</b>	<b>333.23</b>	<b>841.61</b>	<b>4,315.81</b>	<b>5,856.31</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,872.85</b>	<b>8,508.74</b>	<b>6,642.29</b>	<b>11,733.83</b>	<b>15,971.57</b>	营业外收入	3.58	2.43	5.00	3.67	3.70
短期借款	832.00	2,675.20	252.89	873.38	0.00	营业外支出	0.72	1.24	2.00	1.32	1.52
应付票据及应付账款	185.82	202.03	231.82	271.04	329.56	<b>利润总额</b>	<b>428.61</b>	<b>334.41</b>	<b>844.61</b>	<b>4,318.16</b>	<b>5,858.49</b>
其他	745.11	669.37	974.45	1,219.17	1,361.65	所得税	24.83	33.36	42.23	215.91	292.92
<b>流动负债合计</b>	<b>1,762.93</b>	<b>3,546.60</b>	<b>1,459.15</b>	<b>2,363.58</b>	<b>1,691.22</b>	<b>净利润</b>	<b>403.78</b>	<b>301.06</b>	<b>802.38</b>	<b>4,102.25</b>	<b>5,565.57</b>
长期借款	0.00	600.00	0.00	101.94	0.00	少数股东损益	(3.37)	(12.67)	0.00	205.11	278.28
应付债券	936.38	976.19	976.19	962.92	971.77	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>407.15</b>	<b>313.73</b>	<b>802.38</b>	<b>3,897.14</b>	<b>5,287.29</b>
其他	118.37	107.14	118.45	114.65	113.41	每股收益(元)	0.40	0.31	0.79	3.85	5.22
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,054.75</b>	<b>1,683.33</b>	<b>1,094.65</b>	<b>1,179.51</b>	<b>1,085.18</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,817.67</b>	<b>5,229.93</b>	<b>2,553.80</b>	<b>3,543.10</b>	<b>2,776.40</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	69.25	69.21	69.21	274.32	552.60	<b>成长能力</b>					
股本	963.38	963.41	1,012.42	1,012.42	1,012.42	营业收入	4.18%	13.89%	22.51%	68.24%	24.65%
资本公积	566.07	577.24	577.24	577.24	577.24	营业利润	9.93%	-21.73%	152.56%	412.80%	35.69%
留存收益	1,976.13	2,204.48	3,006.87	6,904.00	11,630.16	归属于母公司净利润	3.72%	-22.95%	155.76%	385.70%	35.67%
其他	(519.66)	(535.52)	(577.24)	(577.24)	(577.24)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,055.18</b>	<b>3,278.81</b>	<b>4,088.49</b>	<b>8,190.74</b>	<b>13,195.17</b>	毛利率	23.40%	21.04%	27.79%	50.67%	52.49%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,872.85</b>	<b>8,508.74</b>	<b>6,642.29</b>	<b>11,733.83</b>	<b>15,971.57</b>	净利率	8.79%	5.95%	12.42%	35.86%	39.03%
						ROE	13.64%	9.77%	19.96%	49.23%	41.82%
						ROIC	16.23%	12.69%	18.10%	164.02%	101.09%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	47.98%	61.47%	38.45%	30.20%	17.38%
净利润	403.78	301.06	802.38	3,897.14	5,287.29	净负债率	-1.50%	64.15%	-33.14%	-29.41%	-75.25%
折旧摊销	188.87	225.47	101.22	110.25	117.26	流动比率	2.03	1.65	2.78	3.89	7.97
财务费用	30.49	86.06	157.75	199.46	183.35	速动比率	1.52	0.95	2.55	2.57	7.47
投资损失	5.32	(11.36)	(1.84)	(1.84)	(1.84)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	13.87	(1,995.75)	2,607.15	(3,078.29)	2,478.09	应收账款周转率	25.94	21.79	25.38	24.22	23.70
其它	7.00	216.08	0.00	205.11	278.28	存货周转率	5.16	3.10	4.57	6.30	6.86
<b>经营活动现金流</b>	<b>649.33</b>	<b>(1,178.44)</b>	<b>3,666.65</b>	<b>1,331.82</b>	<b>8,342.42</b>	总资产周转率	0.89	0.73	0.85	1.18	0.98
资本支出	518.30	563.86	48.68	83.80	81.24	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(7.72)	6.12	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.40	0.31	0.79	3.85	5.22
其他	(1,056.71)	(1,359.08)	(106.84)	(161.96)	(159.39)	每股经营现金流	0.64	-1.16	3.62	1.32	8.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(546.14)</b>	<b>(789.10)</b>	<b>(58.16)</b>	<b>(78.16)</b>	<b>(78.16)</b>	每股净资产	2.95	3.17	3.97	7.82	12.49
债权融资	1,768.38	4,251.40	1,229.09	1,938.24	971.77	<b>估值比率</b>					
股权融资	24.55	(67.42)	(150.45)	(199.46)	(183.35)	市盈率	34.59	44.89	17.55	3.61	2.66
其他	(946.50)	(1,933.21)	(4,251.40)	(1,229.09)	(2,499.37)	市净率	4.72	4.39	3.50	1.78	1.11
<b>筹资活动现金流</b>	<b>846.44</b>	<b>2,250.77</b>	<b>(3,172.76)</b>	<b>509.69</b>	<b>(1,710.95)</b>	EV/EBITDA	12.44	8.88	11.52	2.56	0.75
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.60	12.88	12.69	2.62	0.76
<b>现金净增加额</b>	<b>949.63</b>	<b>283.22</b>	<b>435.73</b>	<b>1,763.36</b>	<b>6,553.32</b>						

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 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