天风证券 TF SECURITIES

长久物流（603569）

证券研究报告
2018 年 05 月 15 日

供给侧改革在即，下半年或量价齐升，盈利拐点可期

17&18Q1 财报概览：前瞻布局多式联运，盈利质量环比改善

2017 年实现营业收入 49.61 亿元，同比增长 15.47%；实现归母净利 3.94 亿元，同比增长 8.67%。1Q2018 单季度实现营业收入 12.13 亿元，同比增长 3.12%；实现归母净利 0.65 亿元，同比 43.05%。17 年全国汽车产销量仅实现 3%左右的增长，但公司通过提前规划及布局多式联运业务模式，使得整车运输量实现 5.64%的增速，合计达到 314.74 万台，其中水运业务达到 52.76 万台，同比增长 80%。2017 年公司布局多式联运，提前购置车辆和江船，为 18 年中的运力紧缺做准备，单季度来看营业收入环比加速增长、毛利率企稳回升（二三季度为传统旺季）、盈利能力逐步改善。我们认为 2018 年公司的财务特征将表现为营业收入的大幅增加、毛利率的下降，带动整体利润的增长。

国内最大独立第三方汽车物流

长久物流是国内最大的独立第三方汽车物流服务商，运力主要采用外部承运商解决，公司 2015 年合作承运商 218 家，可控运力达到 20,000 辆，但自有运力较少。“921”公路治超政策后公司增加部分运力配置，1）自有车队：分别在 2017 年和 2018Q1 购置 900 台和 1000 台中置轴轿运车，同时 2）可控车队：通过公司政策引导体系内的承运商购买近 7000 台六位挂车和 2000 台中置轴轿运车；3）自有船舶：公司参股子公司中世国际已拥有海船 4 艘，18 年中世国际计划交付 3 艘江船，中江海计划交付 2 艘江船。

18 年看点：公路治超，旺季来临叠加运力紧缺

2016 年 8 月交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》严禁“双排车”进入高速公路。过渡期分为 3 个阶段，17 年 6 月 30 日、17 年 12 月 31 日及 18 年 6 月 30 日分别更新 20%、60%和 100%的不合规运力。2018 年 5 月 9 日再次发布《关于深入推进车辆运输车治理工作的通知》，对超出退出期限或未在申报系统申报的不合规车辆运输车通过罚款禁止上路等方式进行区别处理，7 月 1 日起全面禁止不合规车辆运输车通行。汽车物流行业的供给侧改革在即，2018H2 汽车物流运输市场或将面临可适配运力紧缺、运价上涨的局面。回顾 2016Q4“公路治超”的效果，超限治理使得商品车运输装载量下降、短期供求失衡。2016Q4 长久物流公司乘用车业务不同线路和品牌的运输收入/成本价格较此前上浮 9.9%至 59.07%不等。

盈利预测

我们预计公司 18/19/20 年净利润分别为 5.38、6.11 与 6.47 亿，EPS 分别为 1.34、1.53、1.62 元。估值方面，我们认为长久物流当前 PE 处于相对低估，公司作为国内最大且 A 股唯一上市的第三方整车物流企业，18 年下半年公司将有望迎来业绩拐点，量价有望齐升，给予公司“增持”评级，考虑到物流行业整体 PE21.8 倍，给予公司一定溢价，22.4 倍 PE 对应目标价 30 元。

风险提示：公路治超不及预期；整车物流运价提升不及预期；零部件物流业务开展缓慢。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,296.20	4,960.67	6,459.95	7,637.91	8,400.08
增长率(%)	26.55	15.47	30.22	18.23	9.98
EBITDA(百万元)	403.57	316.54	606.19	731.39	814.56
净利润(百万元)	362.42	393.84	537.59	610.58	647.41
增长率(%)	18.41	8.67	36.50	13.58	6.03
EPS(元/股)	0.91	0.98	1.34	1.53	1.62
市盈率(P/E)	28.11	25.87	18.95	16.69	15.74
市净率(P/B)	5.53	4.75	3.46	2.91	2.47
市销率(P/S)	2.37	2.05	1.58	1.33	1.21
EV/EBITDA	40.60	27.91	13.80	11.45	9.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	25.47 元
目标价格	30 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	40.01
A 股总市值(百万元)	10,188.25
流通 A 股市值(百万元)	1,019.05
每股净资产(元)	5.54
资产负债率(%)	48.85
一年内最高/最低(元)	40.88/20.11

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com
李轩 联系人
lixuan@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 17&18Q1 财报概览 3
1.1. 事件 3
1.2. 点评：前瞻布局多式联运，盈利质量环比改善 3
2. 公司简介：第三方整车物流 5
2.1. 历史沿革&股权结构 5
2.2. 国内最大独立第三方汽车物流 5
2.2.1. 汽车物流行业集中度较高 5
2.2.2. 商业模式：无车胜有车，蛰伏期加大运力投入 6
3. 18 年看点：公路治超，旺季来临叠加运力紧缺 7
3.1. 史上最严治超政策：921 公路治超 7
3.2. 《关于深入推进车辆运输车治理工作的通知》出台 8
3.3. 公司布局及未来展望：多式联运、网络布局 8
4. 盈利预测及估值 9
5. 风险 10

图表目录

图 1：长久物流收入及同比增速 3
图 2：长久物流归母净利及同比增速 3
图 3：长久物流历史整车运输量及 18 年经营计划（预测值） 3
图 4：2017 年业务收入结构 4
图 5：2016&2017 年业务毛利率比较 4
图 6：单季度公司营业收入及毛利率、净利率 4
图 7：长久物流整车物流商业模式 6
图 8：超标双排轿运车 7
图 9：合规轿运车（中置轴车，运载 8 辆） 7
图 10：921 公路治超之后物流运输成本提升 7
图 11：盈利预测 9
图 12：可比企业估值表 10

表 1：长久物流历史沿革 5
表 2：长久物流排名 5

1. 17&18Q1 财报概览

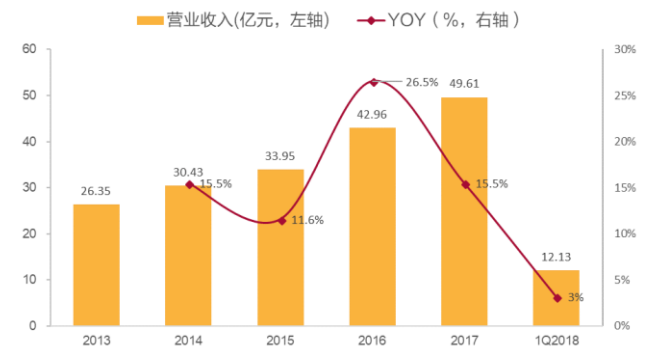
1.1. 事件

2018 年 4 月 18 日及 4 月 28 日，长久物流分别发布 2017 年度报告及 2018 年一季度报告：

2017 年实现营业收入 49.61 亿元，同比增长 15.47%；实现归母净利 3.94 亿元，同比增长 8.67%；实现扣非后归母净利 3.68 亿元，同比增长 15.68%；基本每股收益为 0.98 元。

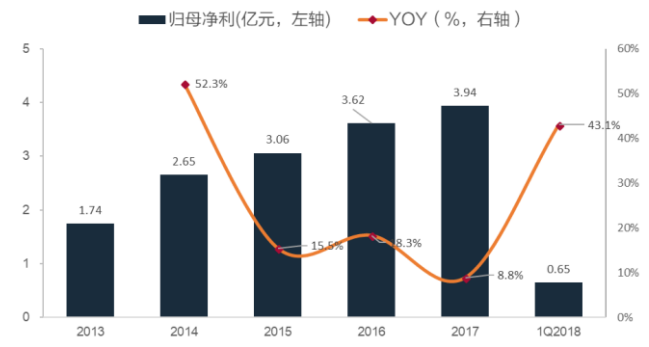
1Q2018 单季度实现营业收入 12.13 亿元，同比增长 3.12%；实现归母净利 0.65 亿元，同比 43.05%；实现扣非后归母净利 0.64 亿元，同比增长 56.22%；基本每股收益为 0.16 元。

图 1：长久物流收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：长久物流归母净利及同比增速

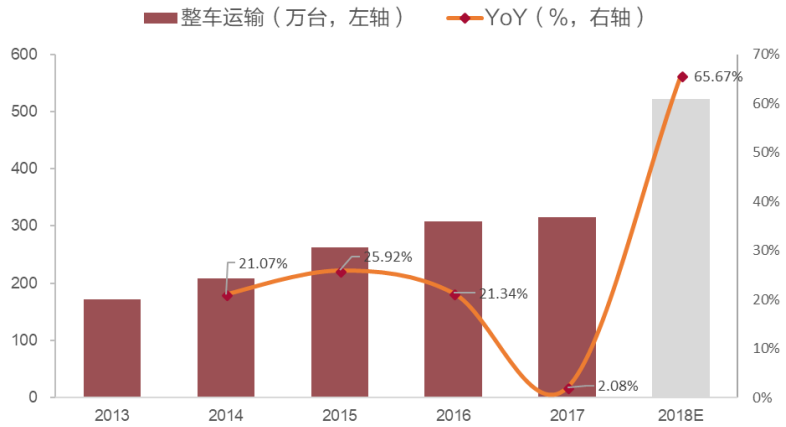


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 点评：前瞻布局多式联运，盈利质量环比改善

业务量及结构：17 年全国汽车产销量仅实现 3%左右的增长，但公司通过提前规划及布局多式联运业务模式，使得整车运输量实现 5.64%的增速，合计达到 314.74 万台，其中水运业务达到 52.76 万台，同比增长 80%。从客户结构来看，公司的核心客户北京现代全年销量下滑至 82 万台，同比降幅 30%，业务的增量来自于其他存量老客户：一汽、上汽、通用、五菱等的提升及新客户等的拓展。同时前置仓和中转基地的实践使得公司的仓储业务有所提升。

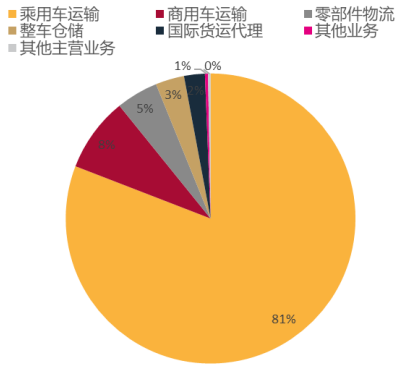
图 3：长久物流历史整车运输量及 18 年经营计划（预测值）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

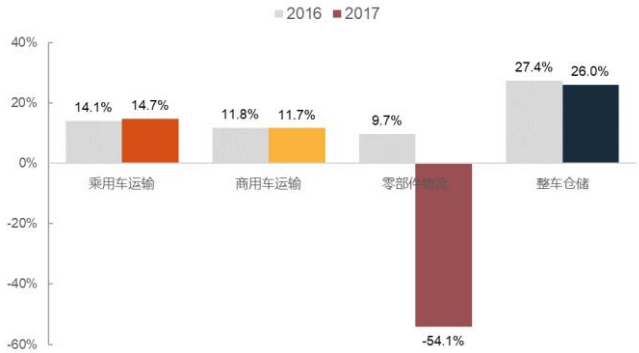
收入及结构：2017 年全年实现营业收入 49.61 亿元，同比增长 15.47%；其中，乘用车整车运输收入 40.12 亿，占比 80.9%，同比增长 5.3%；商用车运输收入 4.12 亿，占比 8.3%，同比增长 59.5%；零部件物流收入 2.3 亿，占比 4.7%，同比增长 133.4%；整车仓储收入 1.1 亿，占比 2.3%，同比增长 20.4%。乘用车、商用车、零部件及整车仓储毛利率分别为 14.7%/ 11.7% /-54.1% /26.0%。零部件物流业务利润率下滑的原因在于部分专项补贴未确认。

图 4：2017 年业务收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

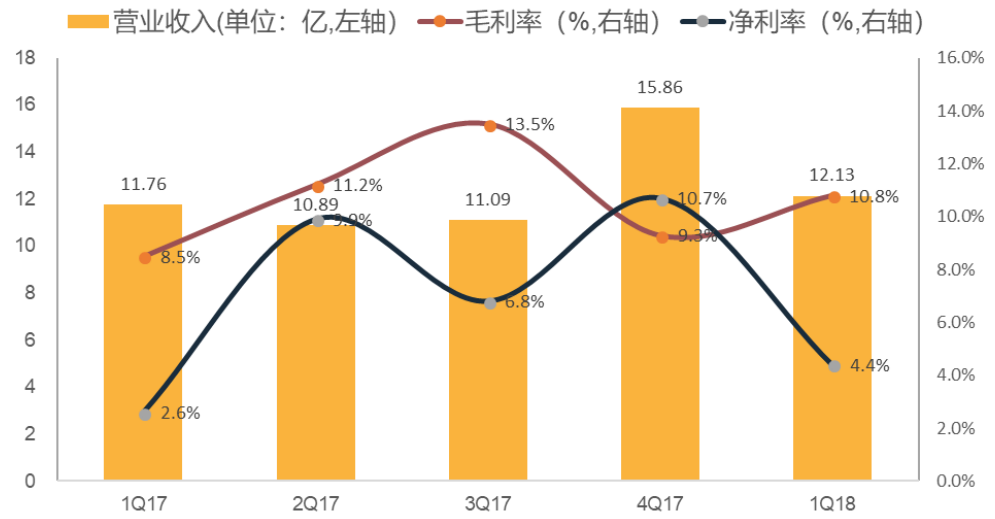
图 5：2016&2017 年业务毛利率比较



资料来源：wind，天风证券研究所

分季度来看：2017 单季度 Q1 至 Q4 及 2018Q1 分别实现营收 11.76/10.89/11.09/15.86/12.13 亿元，同比增长+27.6%/+28.2%/+33.0%/-6.2%/+3.1%；毛利率分别为 8.5%/ 11.2%/ 13.5%/ 9.3%/ 10.8%。归母净利 4,544、9,598、9,116、16,127、6,501 万元，净利率分别为 2.6%/ 9.9% / 6.8%/ 10.7%/ 4.4%。4Q2017 毛利率低于净利率的原因在于哈欧国际的政府补贴按照会计准则计入了其他收益。

图 6：单季度公司营业收入及毛利率、净利率



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

期间费用：17 年销售费用为 8,021 万，同比增长 10.4%、管理费用 1.38 亿，同比增长 19.4%、财务费用 433 万，三费稳定合计 2.22 亿，同比增长 18.1%。18Q1 三费 6,585 万，同比增长 10.2%。

公司整体财务表现：2017 年公司通过布局多式联运，提前购置车辆和江船，为 18 年中的运力紧缺做准备，单季度来看营业收入环比加速增长、毛利率企稳回升（二三季度为传统旺季、16Q4 因公路治超施行单季度运价上涨）、盈利能力逐步改善。**我们认为 2018 年公司的财务特征将表现为营业收入的大幅增加、毛利率的下降，带动整体利润的增长。**

2. 公司简介：第三方整车物流

北京长久物流有限公司成立于 2003 年 9 月 10 日，公司从事汽车物流行业二十余年，是国内规模最大的第三方汽车物流企业，主要以整车运输业务为核心，为客户提供包括乘用车运输、商用车运输、整车仓储、零部件采购物流、售后备品物流等在内的全方面的汽车物流服务。

2.1. 历史沿革&股权结构

公司自 2003 年成立以来，发生过 13 次的股权变更情况，其中包括 6 次股权转让以及 5 次增资的情况。当前长久集团为公司控股股东。公司实际控制人薄世久、李桂屏夫妇合计持有长久集团 100%的股权，另外，薄世久持有新长汇 55.85%的股权，薄世久、李桂屏夫妇通过长久集团及新长汇合计间接持有公司 77%的股份，为公司实际控制人。前五大股东分别为长久实业（76.6%）、明智合信（4.3%）、李延春（4.2%）、李万君（4.2%）、新疆新长汇股权（1.1%）。

表 1：长久物流历史沿革

时间	公司重大事件
1992 年	实际控制人从事汽车运输，以长春为主营阵地
2003 年 9 月	长久物流有限公司设立，注册资本 200 万元。引入承运商补充运力
2005 年 6 月	长久有限注册资本增值 1200 万元
2008 年 7 月	长久有限变更为一人有限责任公司，长久集团持有公司全部股份。
2011 年 3 月	长久集团分别将 4.90%的股权无偿转让给自然人李延春、李万君
2011 年 6 月	公司整体变更为股份有限公司
2011 年 8 月	公司引入明智合信广富（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）
2012 年 9 月	长久集团转让总股本的 1.25%给新疆新长汇股权投资管理有限责任公司
2016 年 7 月	长久物流 A 股 IPO

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 国内最大独立第三方汽车物流

2.2.1. 汽车物流行业集中度较高

长久物流从事汽车物流较早，依靠其第三方角色的优势，成为国内规模最大的独立于汽车制造企业的第三方汽车物流企业。2017 年中国物流企业 50 强名单中参加评选单位的主营业务收入排名，长久物流位于安吉汽车物流有限公司、一汽物流有限公司、重庆长安民生物流股份有限公司之后，位居汽车物流行业第 4 位，位于物流 50 强第 36 位。

表 2：长久物流排名

汽车物流排名	物流 50 强排名	公司名称	集团名称	上市地	营业收入（亿元）
1	10	安吉汽车物流	上汽集团	-	185.71
2	27	一汽物流	一汽集团	-	73.68
3	29	长安民生物流	长安集团	H 股	68.38
4	36	长久物流	长久实业	A 股	42.96

资料来源：招股说明书，中国物流业协会，天风证券研究所

国内汽车物流商前三名均为汽车集团（上汽、一汽、长安集团）下属企业，长久物流是国内最大的独立第三方汽车物流服务商。实际上，整车物流领域的行业集中度较高，安吉物流、一汽物流、长安民生物流、长久物流、中铁特货等十余家大型企业超过 80%市场份额。

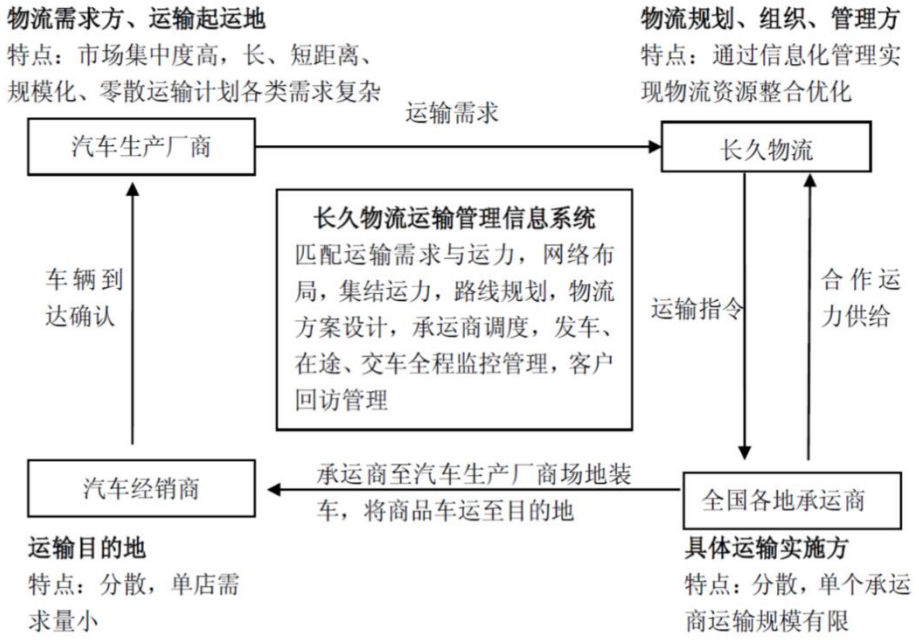
2.2.2. 商业模式：无车胜有车，蛰伏期加大运力投入

物流外包成趋势：长久物流从事汽车物流较早，依靠其第三方角色的优势，成为国内规模最大的独立于汽车制造企业的第三方汽车物流企业，当前物流外包已经成为汽车物流发展的趋势之一。

大网络、小车队：汽车物流行业的承运商集中度非常低，且小运输公司数量占国内汽车物流公司的 90%以上，因此长久物流的运力主要采用外部承运商解决，而公司主要聚焦于物流网络建设、物流方案优化及提升车辆调度管理能力以及与整车厂的拿单谈判上，形成了“大网络、小车队”的运营特点。公司通过对客户资源、运力网络、信息平台的整合，实现了物流资源平衡，帮助各汽车生产厂商实现物流资源互通，使得汽车生产厂商相对集中、规模较大的物流需求能与相对分散、单个规模较小但调度灵活的社会运力有效对接。

以无车胜有车：长久物流在整车物流中的角色以无车承运人为主，招股书中公告公司 2015 年合作承运商 218 家，可控运力达到 20,000 辆，但自有运力较少。

图 7：长久物流整车物流商业模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

“921”后增加运力配置：“921”公路治超政策后公司转变思路进行部分固定资产投资，公告 1）**自有车队：**分别在 2017 年和 2018Q1 购置 900 台和 1000 台中置轴轿运车，同时 2）**可控车队：**通过公司政策引导体系内的承运商购买近 7000 台六位挂车和 2000 台中置轴轿运车；3）**自有船舶：**公司参股子公司中世国际已拥有海船 4 艘，18 年中世国际计划交付 3 艘江船，中江海计划交付 2 艘江船。

3. 18 年看点：公路治超，旺季来临叠加运力紧缺

3.1. 史上最严治超政策：921 公路治超

■ **GB1589——史上最严治超政策正式实施**

2016 年 8 月 18 日，国家相关部门发布了《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等文件，于同年 9 月 21 日正式执行，该文件被业界称为“史上最严限载令”。

《超限运输车辆行驶公路管理规定》严禁“双排车”进入高速公路。目前全国共有车辆运输车约 4 万辆，其中“双排车”占比约 80%，是公路治超的重点查处和整治对象，大量的“双排车”提前淘汰或改造为“单排车”、标准车辆运输车，以及随着“单排车”逐步限期整改，“单排车”装载车辆数也将明显减少，**公路运力资源在短时间将大幅下降**。

图 8：超标双排轿运车

资料来源：公司官网，天风证券研究所

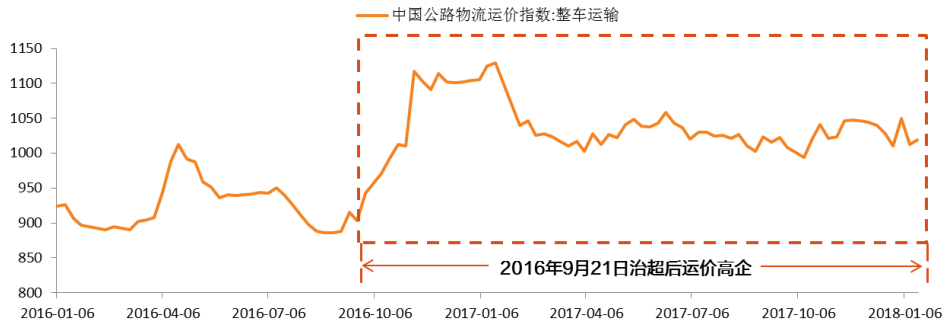
图 9：合规轿运车（中置轴车，运载 8 辆）

资料来源：公司官网，天风证券研究所

■ **整车运输成本提升**

从长期来看，公路治超将**倒逼物流企业提高运输效率**，来弥补单次运力造成的运力损失；**同时治超也会使行业更加规范化**，由于原有的车辆运输车采取超限运输方式，成本混乱，治超之后会使行业运输价格上涨，恢复到合理价位。

图 10：921 公路治超之后物流运输成本提升



资料来源：wind，天风证券研究所

■ **过渡期时间节点明确**

921 新政的过渡期分为 3 个阶段，17 年 6 月 30 日、17 年 12 月 31 日及 18 年 6 月 30 日分别更新 20%、60%和 100%的不合规运力，每个阶段分别淘汰部分不合规运力。

3.2.《关于深入推进车辆运输车治理工作的通知》出台

2018 年 5 月 9 日交通运输部发布《关于深入推进车辆运输车治理工作的通知》,通读细则：

1）**时间点明确：**2018 年 5 月 21 日起对超出退出期限或未在申报系统申报的不合规车辆运输车将通过罚款禁止上路等方式进行区别处理，2018 年 6 月 30 日前要完成所有不合规车辆运输车的更新退出，2018 年 7 月 1 日起全面禁止不合规车辆运输车通行。

2）**源头处管控：**强化对乘用车集中装车点、物流场站、乘用车制造企业生产厂区的监督检查，通过在高速公路收费站入口（两端管控）对车辆运输车挂车进行核查比对。

3）**提高多式联运比重：**提高乘用车长途运输中的铁路、水路运输比例。

4）**鼓励车型：**平头铰接列车装载 6 辆及以下，长头铰接列车装载 7 辆及以下，中置轴车辆运输车装载 8 辆及以下等。

我们认为上述《通知》标志着 921 公路治超政策过渡期行将结束，7 月 1 日起将全面禁止不合规运输车辆通行，对交通运输行业的影响来自于两个方面：

1）**物流行业：**汽车物流行业的供给侧改革在即，2018H2 汽车物流运输市场或将面临可适配运力紧缺、运价上涨的局面。

2）**公路行业：**本次通知仅涉及车辆运输车，占整体货运车的比例较小，我们认为超载治理总体对高速公路上市公路影响有限。

回顾 2016Q4“公路治超”的效果，第四季度是传统发运旺季，超限治理对汽车物流行业的规范产生重要影响，直接导致商品车运输装载量下降、短期供求失衡，进一步加剧了供求失衡的局面，导致汽车物流企业运输成本短期波动较大。2016Q4，长久物流公司乘用车业务不同线路和品牌的运输成本价格较前三季度上浮 9.9%至 59.07%不等，单季度毛利率 11.3%，同比下降 4.1pcts。

3.3. 公司布局及未来展望：多式联运、网络布局

多式联运中铁水占比提升：铁路水路运量或将进一步提升。整车物流市场运力结构将调整优化，公路运输量占比将会减少，铁路和水路运输量将继续上升，以公路运输为主的长途干线运输逐步转变为以铁、水干线运输为主，运输结构的调整将推动物流行业降本增效。

公路以中短驳为主，周转成关键：公路将会以中短途和短驳业务为主。在铁路、水路运输量增长的同时，公路运输市场中长距离运输将会减少，短途运距增加。对于中途、短途运输领域，公路运输方式仍是主力，同时铁路、水路两端短驳、分拨配送业务需求量将会加大，中短途运输中的汽车周转成为关键。

网络布局将成核心竞争力：2018 年公司将建成覆盖六大区域的多式联运基地，通过完善的运输网络，降低运输成本，同时通过前置仓和中转基地的网络布局配合以公-铁-水多式联运的换装方式优化运输路径。

汽车电商、二手车、新零售、新能源车将成未来盈利看点：我国汽车产业正处于变革期，未来汽车电商对传统汽车物流路径的改变、二手车对逆向物流的需求以及新零售/新能源车带来的新增长点都将对汽车物流行业带来革新，从而深远改变汽车物流产业链条。

4. 盈利预测及估值

汽车物流行业的供给侧改革在即，从 6 月起汽车物流运输市场或将面临可适配运力紧缺、运价上涨的局面。整体利好长久物流，公司提前布局适合自有车队运力 1900 辆、可控社会运力 9000 台，发展多式联运未来有望在旺季中扩大市场份额。

盈利假设：

1）**乘用车板块：**我们假设公司乘用车运输发运量增速 18-20 年分别为 40%、20%、10%；平均运距增速分别为-20%、-5%、-5%；基本运价增速分别为 20%、5%、5%；毛利率分别为 12%、12%、12%。

2）**商用车板块：**我们假设公司商用车运输发运量增速 18-20 年分别为 20%、10%、10%；平均运距增速分别为-20%、-5%、-5%；基本运价增速分别为 20%、5%、5%；毛利率分别为 11%、11%、11%。

图 11：盈利预测

	2018E	2019E	2020E
收入：乘用车运输（百万）	5,391.63	6453.78	7081.41
YOY	34%	20%	10%
发运量：乘用车（万辆）	420.92	505.11	555.62
YOY	40%	20%	10%
平均里程（公里）	970.38	921.86	875.77
YOY	-20%	-5%	-5%
基本运价（元/公里/辆）	1.32	1.39	1.46
YOY	20%	5%	5%
毛利率	12%	12%	12%
收入：商用车运输（百万）	475.17	521.38	572.08
YOY	15%	10%	10%
发运量：商用车（万辆）	16.91	18.60	20.46
YOY	20%	10%	10%
平均里程（公里）	975.80	927.01	880.66
YOY	-20%	-5%	-5%
基本运价（元/公里/辆）	2.88	3.02	3.18
YOY	20%	5%	5%
毛利率	11%	11%	11%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 18/19/20 年净利润分别为 5.38、6.11 与 6.47 亿，业绩增速分别为+36.5%、+13.6%、+6.0%。EPS 分别为 1.34、1.53、1.62 元。估值方面，我们认为长久物流当前 PE 处于相对低估状态，公司作为国内最大且 A 股唯一上市的第三方整车物流企业，18 年下半年公司将有望迎来业绩拐点，量价有望齐升，给予公司“增持”评级，考虑到物流行业整体 PE 为 21.8 倍，给予公司一定溢价，22.4 倍 PE 对应目标价 30 元。

图 12：可比企业估值表

公司名称	代码	股价(元)	总股本（百万股）	流通股本（百万股）	总市值（十亿）	每股收益（EPS） 2016	2017	2018E	P/E(x) 2016	2017	2018E
A股物流上市公司											
中储股份	600787.SH	8.65	2200	1860	19.0	0.35	0.61	0.47	24.8	14.2	18.4
外运发展	600270.SH	19.96	905	905	18.1	1.10	1.49	1.41	18.2	13.4	14.2
怡亚通	002183.SZ	7.17	2123	2120	15.2	0.24	0.28	0.34	29.3	25.6	21.3
澳洋顺昌	002245.SZ	8.66	987	914	8.5	0.21	0.36	0.56	41.6	24.1	15.6
飞力达	300240.SZ	7.63	366	365	2.8	0.18	0.20	0.00	42.2	–	–
华贸物流	603128.SH	7.29	1005	948	7.3	0.22	0.28	0.34	32.8	26.3	21.6
象屿股份	600057.SH	9.04	1458	1444	13.2	0.29	0.49	0.68	30.9	18.4	13.3
瑞茂通	600180.SH	11.11	1016	882	11.3	0.52	0.70	0.82	21.3	15.8	13.6
音飞储存	603066.SH	11.17	302	138	3.4	0.27	0.28	0.35	41.3	40.5	31.6
长久物流	603569.SH	25.47	400	57	10.2	0.91	0.98	1.31	28.1	25.9	19.5
韵达股份	002120.SZ	50.81	1316	180	66.9	0.89	1.21	1.63	56.8	42.1	31.1
申通快递	002468.SZ	23.44	1531	332	35.9	0.82	0.97	1.23	28.4	24.1	19.0
顺丰控股	002352.SZ	48.95	4414	971	216.0	0.95	1.08	1.19	51.7	45.3	41.2
圆通速递	600233.SH	15.02	2825	783	42.4	0.49	0.51	0.65	30.9	29.4	23.1
平均值		18.17	1,489	850	33.59	0.53	0.67	**0.78**	34.16	26.55	21.79

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险

公路治超不及预期；整车物流运价提升不及预期；零部件物流业务开展缓慢

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,318.95	1,295.24	1,980.80	1,964.11	2,816.46
应收账款	1,576.60	1,860.71	2,156.07	2,755.80	2,726.10
预付账款	6.55	5.82	11.70	8.66	13.25
存货	0.89	4.72	3.84	1.35	5.32
其他	359.91	151.36	211.05	284.43	230.74
流动资产合计	**3,262.89**	**3,317.85**	**4,363.46**	**5,014.35**	**5,791.86**
长期股权投资	153.08	170.13	172.13	175.63	180.13
固定资产	120.40	451.21	569.58	637.37	672.66
在建工程	0.76	192.60	102.43	56.38	35.85
无形资产	148.23	143.20	204.33	269.25	338.35
其他	15.23	121.42	44.32	53.52	66.45
非流动资产合计	**437.70**	**1,078.56**	**1,092.77**	**1,192.14**	**1,293.44**
资产总计	**3,700.60**	**4,396.41**	**5,456.23**	**6,206.50**	**7,085.29**
短期借款	128.27	419.51	20.10	20.10	20.10
应付账款	1,560.07	1,558.08	2,194.70	2,388.69	2,643.26
其他	95.97	89.21	104.26	94.34	95.94
流动负债合计	**1,784.30**	**2,066.79**	**2,319.06**	**2,503.13**	**2,759.30**
长期借款	0.00	19.00	51.30	51.30	51.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.48	30.17	13.53	16.06	19.92
非流动负债合计	**4.48**	**49.17**	**64.83**	**67.36**	**71.22**
负债合计	**1,788.78**	**2,115.97**	**2,383.89**	**2,570.50**	**2,830.52**
少数股东权益	68.28	133.65	128.65	129.65	130.65
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	547.16	547.16	904.19	904.19	904.19
留存收益	803.70	1,133.54	1,639.49	2,202.15	2,819.92
其他	92.67	66.09	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	**1,911.82**	**2,280.45**	**3,072.34**	**3,636.00**	**4,254.77**
负债和股东权益总	**3,700.60**	**4,396.41**	**5,456.23**	**6,206.50**	**7,085.29**

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	367.21	383.09	537.59	610.58	647.41
折旧摊销	22.97	27.86	42.93	60.67	76.16
财务费用	6.35	14.75	6.46	7.64	8.40
投资损失	(16.61)	(29.12)	(35.00)	(35.00)	(35.00)
营运资金变动	(215.43)	(300.48)	354.18	(491.21)	320.77
其它	280.60	(142.79)	(5.00)	1.00	1.00
经营活动现金流	**445.09**	**(46.68)**	**901.17**	**153.68**	**1,018.74**
资本支出	38.43	532.01	150.89	148.30	160.67
长期投资	(13.05)	17.05	2.00	3.50	4.50
其他	(285.75)	(838.11)	(251.56)	(267.05)	(294.12)
投资活动现金流	**(260.38)**	**(289.06)**	**(98.67)**	**(115.25)**	**(128.95)**
债权融资	128.27	442.51	72.73	73.18	73.77
股权融资	585.97	(30.91)	284.48	(7.64)	(8.40)
其他	(196.81)	(103.30)	(474.15)	(120.66)	(102.82)
筹资活动现金流	**517.42**	**308.30**	**(116.93)**	**(55.12)**	**(37.45)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**702.14**	**(27.44)**	**685.56**	**(16.69)**	**852.34**

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
营业收入	**4,296.2**	**4,960.7**	**6,460.0**	**7,637.9**	**8,400.1**
营业成本	3,712.1	4,442.6	5,685.9	6,718.4	7,385.1
营业税金及附加	22.51	22.36	22.61	26.73	29.40
营业费用	72.62	80.21	83.98	99.29	109.20
管理费用	115.25	137.62	129.20	152.76	168.00
财务费用	0.17	4.33	6.46	7.64	8.40
资产减值损失	7.20	16.55	10.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.61	29.12	35.00	35.00	35.00
其他	(33.21)	(233.17)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
营业利润	**383.00**	**461.07**	**556.79**	**663.08**	**730.00**
营业外收入	91.89	25.67	125.67	120.00	100.00
营业外支出	3.58	3.97	4.00	4.00	4.00
利润总额	**471.31**	**482.76**	**678.46**	**779.08**	**826.00**
所得税	104.10	99.66	145.87	167.50	177.59
净利润	**367.21**	**383.09**	**532.59**	**611.58**	**648.41**
少数股东损益	4.78	(10.75)	(5.00)	1.00	1.00
归属于母公司净利润	**362.42**	**393.84**	**537.59**	**610.58**	**647.41**
每股收益（元）	0.91	0.98	1.34	1.53	1.62

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	26.55%	15.47%	30.22%	18.23%	9.98%
营业利润	7.20%	20.38%	20.76%	19.09%	10.09%
归属于母公司净利润	18.41%	8.67%	36.50%	13.58%	6.03%
获利能力					
毛利率	13.60%	10.44%	11.98%	12.04%	12.08%
净利率	8.44%	7.94%	8.32%	7.99%	7.71%
ROE	19.66%	18.35%	18.26%	17.41%	15.70%
ROIC	62.54%	52.09%	33.85%	47.01%	34.27%
偿债能力					
资产负债率	48.34%	48.13%	43.69%	41.42%	39.95%
净负债率	23.18%	14.98%	12.31%	9.09%	12.53%
流动比率	1.83	1.61	1.88	2.00	2.10
速动比率	1.83	1.60	1.88	2.00	2.10
营运能力					
应收账款周转率	3.25	2.89	3.22	3.11	3.06
存货周转率	6,055.35	1,770.32	1,509.73	2,941.28	2,518.42
总资产周转率	1.46	1.23	1.31	1.31	1.26
每股指标（元）					
每股收益	0.91	0.98	1.34	1.53	1.62
每股经营现金流	1.11	-0.12	2.25	0.38	2.55
每股净资产	4.61	5.37	7.36	8.77	10.31
估值比率					
市盈率	28.11	25.87	18.95	16.69	15.74
市净率	5.53	4.75	3.46	2.91	2.47
EV/EBITDA	40.60	27.91	13.80	11.45	9.22
EV/EBIT	42.76	30.42	14.85	12.48	10.17

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