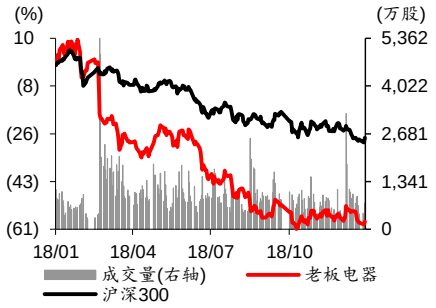
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元):	20.37
合理价格区间(元):	23.22~24.94

林寰宇 研究员 执业证书编号：S0570518110001 linhuanyu@htsc.com

王森泉 研究员 执业证书编号：S0570518120001 wangsenquan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源：Wind

逆境阵痛，关注龙头价值

老板电器(002508)

报行业短期阵痛，公司长期价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级

厨电产品渗透率及居民保有量均有较大提升空间，中长期来看厨电行业成长空间优于白电产品，尤其是以农村市场的潜力较大。虽然行业正经历大地产周期的短期扰动，但我们认为公司在手现金充裕，厨电龙头地位稳固，未来有望持续推动渠道下沉与厨电新品研发推广，发掘增量市场。同时成本端原材料压力有望缓解，我们认为公司未来盈利能力有望改善。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.66、1.72、2.05 元。

2018 年以来，受地产周期影响收入与净利润增速下行

公司 2018 年 Q1-Q3 实现营业收入 53.94 亿元，同比增长 8.14%，实现归母净利润 10.12 亿元，同比增长 5.33%；其中，Q3 公司实现营业收入 18.97 亿元，同比增长 5.98%，实现归母净利润 3.51 亿元，同比下滑 3.14%。公司产品定位高端，一二线城市收入占比较大，随着国内地产周期性下行，直接面临住宅装修下行带来的厨电需求减弱，同时随着线上渠道增速回归，整体上影响了公司收入增长。

发掘增量市场，有望实现份额提升

2018 年 1-10 月，油烟机行业出货规模稍有下滑。产业在线数据显示，2018 年 1-10 月，油烟机累计出货量为 2268.2 万台，同比-0.34%。同时根据中怡康零售监控数据，油烟机、燃气灶等厨电产品零售额、量自 2017Q4 以来持续下滑，2018 年 1-10 月，公司在油烟机、燃气灶上的零售额市场份额分别为 26.86%（同比+0.18PCT）、24.13%（同比+0.15PCT）均继续保持行业第一。目前市场对大厨电产品销量增速放缓已有预期，我们认为公司加大三四线城市渠道布局、积极推广新品类，发掘增量市场，有望在市场需求下行中实现市场零售份额提升，维持收入增速的相对稳定。

盈利能力有望改善

公司面临原材料成本上涨及需求下行中价格提升减缓的双重影响，毛利率短期承压。2018 年 Q1-Q3 公司毛利率为 53.30%，同比下降 2.77PCT，销售、管理及研发、财务费用率合计为 32.92%，同比下降 1.37PCT。综合考虑公司毛利率、各项费用率表现，2018H1 以来公司净利润率也面临一定的下行压力。目前原材料价格已开始呈现出下行，我们认为 2019H1 公司盈利能力有望改善。

行业地位领先，净利润增长稳健

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.66、1.72、2.05 元，截止 2019 年 1 月 4 日，参考厨电行业可比公司 2019 年 Wind 一致预期平均 PE 为 10.70x，虽然短期受到行业性的需求波动影响，收入与净利润增长有所放缓，但考虑到公司作为厨电龙头，在一二线有完善的渠道布局，同时积极推动新品发展和渠道下沉，具备厨电市场转暖后的增长弹性。认可给予公司 2019 年 13.5-14.5x PE，对应目标价格 23.22~24.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：厨电市场竞争加剧。原材料等价格不利波动。地产周期影响大于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	949.03
流通 A 股 (百万股)	934.54
52 周内股价区间 (元)	19.02-54.40
总市值 (百万元)	19,332
总资产 (百万元)	8,980
每股净资产 (元)	5.88

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

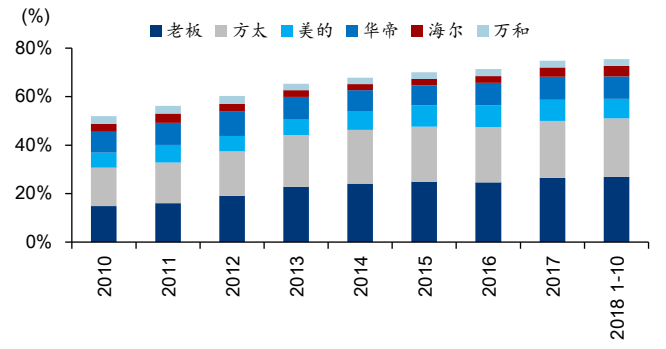
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,795	7,017	7,565	7,799	9,024
+/-%	27.56	21.10	7.80	3.10	15.70
归属母公司净利润 (百万元)	1,207	1,461	1,571	1,636	1,941
+/-%	45.32	21.08	7.51	4.14	18.63
EPS (元，最新摊薄)	1.27	1.54	1.66	1.72	2.05
PE (倍)	16.02	13.23	12.31	11.82	9.96

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

业绩稳步增长，龙头运营领先行业

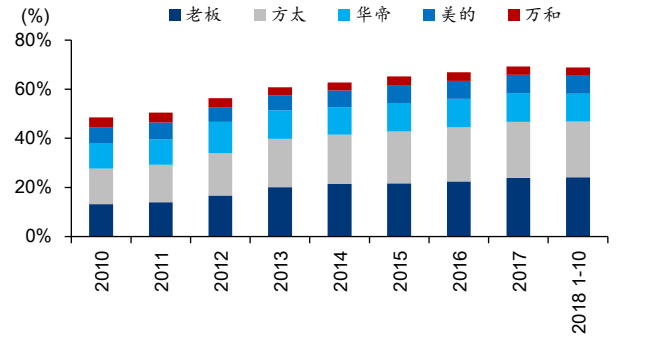
公司主要从事厨房电器产品的研发、生产和销售，是国内厨电行业上市公司中定位于高端品牌的企业。主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜三大主力产品，同时在微波炉、蒸汽炉、烤箱、洗碗机、净水器等配套厨房家电产品上逐步拓展，开拓蓝海生存空间。公司扎根厨电三十年，已建立品牌优势，中怡康数据显示，2018 年 1-10 月，主力产品吸油烟机、燃气灶零售额市场份额分别为 26.86%、24.13%，均居行业第一。

图表50： 吸油烟机零售额份额（单位：%）



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

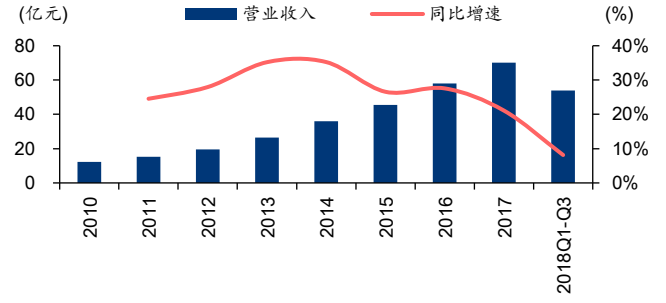
图表51： 燃气灶零售额份额（单位：%）



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

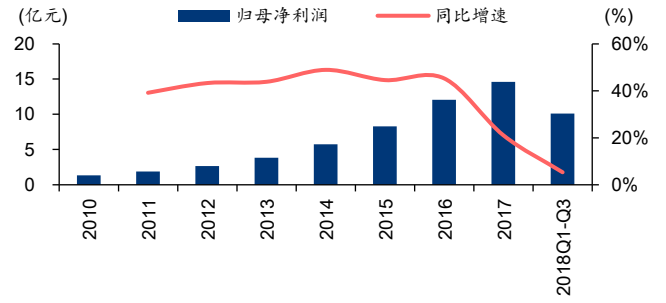
上市以来公司业绩持续稳步增长。受房地产调控影响，2018 年厨电行业整体低迷，烟、灶、消等主要厨电产品增速下行，在这样的市场背景下，公司营收及归母净利润增速有所下滑，但依然保持稳步增长的态势，2018Q1-Q3 营收同比+8.14%，归母净利润同比+5.33%。

图表52： 老板电器营业收入及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

图表53： 老板电器归母净利润及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

公司控股股东为杭州老板实业集团有限公司，截至 2018 年 9 月 30 日，持股比例为 49.68%。公司实际控制人为任建华先生，直接、间接持股比例合计 51.30%。杭州老板实业集团有限公司、杭州金创投资有限公司实际控制人为任建华，沈国英为任建华妻子。

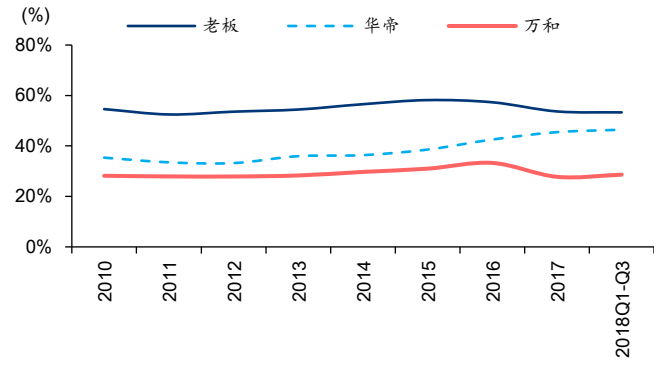
图表54： 2018 年三季度末前十大股东情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
杭州老板实业集团有限公司	471,510,000	49.68%
香港中央结算有限公司	91,671,573	9.66%
沈国英	12,240,000	1.29%
中国人寿保险股份有限公司—分红—个人分红-005L-FH002 深	10,390,307	1.09%
法国巴黎银行—自有资金	10,310,631	1.09%
杭州金创投资有限公司	9,451,985	1.00%
深圳果实资本管理有限公司—果实资本—老板电器代理商持股 2 期结构化私募投资基金	8,311,165	0.88%
杭州银创投资有限公司	7,020,000	0.74%
任建华	5,923,150	0.62%
杭州合创投资有限公司	5,793,900	0.61%

资料来源：公司财报、华泰证券研究所

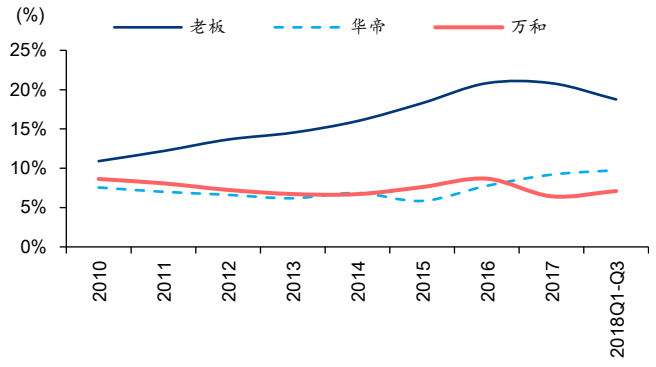
老板电器毛利率及净利率位于厨电行业领先水平。2016 年下半年以来的原材料价格上涨在短期内对公司毛利、净利产生了一定的负面影响，公司整体盈利能力虽有所下降，但依托公司高端的产品定价、较强的品牌力和充足的渠道返点补贴，公司依旧维持在较高毛利率的水平，2018Q1-Q3 毛利率为 53.3%，净利率为 18.8%，持续保持行业领先水平。

图表55： 老板电器毛利率领先（单位： %）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

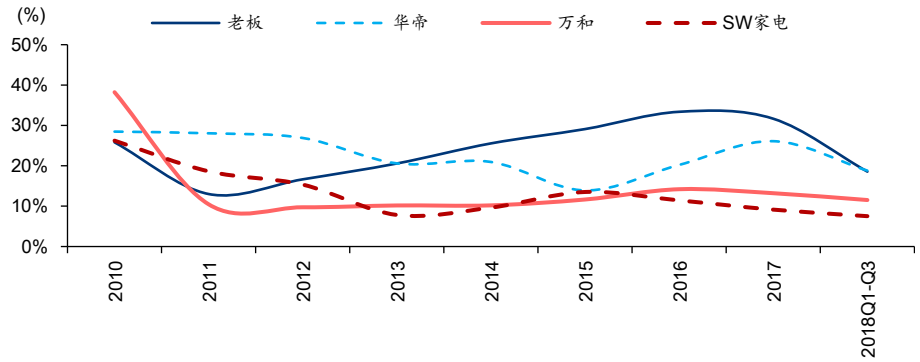
图表56： 老板电器净利率领先（单位： %）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2010 年至今，公司 ROE 经历了先增后降的过程，2018Q1-Q3 下降较为明显。2011-2016 年，公司坚持产品高端定位，把握行业价格天花板，根据中怡康数据，公司油烟机产品均价从 2010 年的 2735 元（同年行业均价 1852 元），提升至 2017 年的 4452 元（同期行业均价 3193 元），在 2010-2017 年期间公司价量齐升领先行业，实现了净利润的快速增长，净利率提升明显，在此拉动下 ROE 也呈现较快的增长水平，在行业中领跑。2017 年开始，公司受净利率承压、资产周转速度放缓等因素影响，ROE 有所下降。2017 年，公司 ROE 为 31.7%；截止 2018Q3，ROE 为 18.6%。

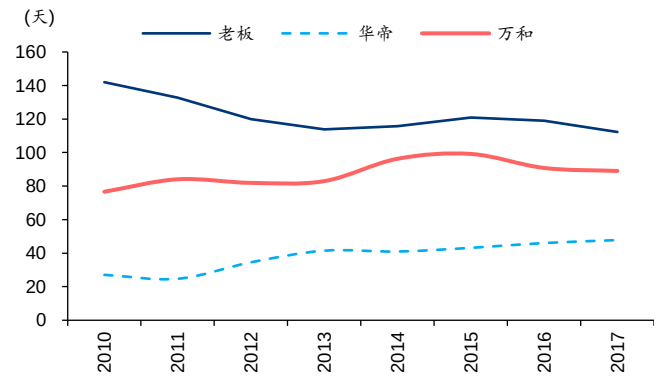
图表57： 2013 年以来，老板电器 ROE 持续领先行业



资料来源：Wind、华泰证券研究所

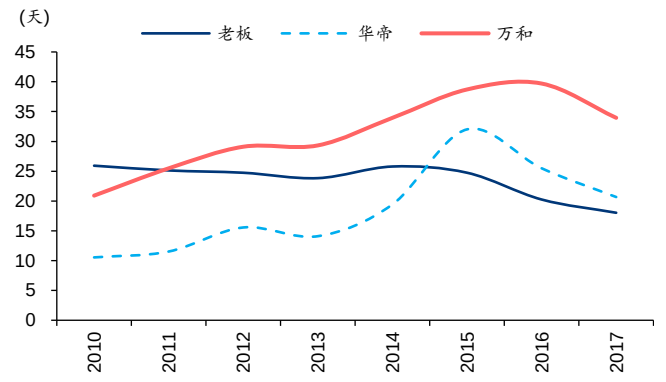
销售模式差异使得老板存货周转天数略高于可比公司；应收账款周转天数则明显领先行业，且逐年下降。公司与可比公司销售模式存在差异，公司采用代理制，代理商将商品销售给消费者后才确认收入。可比公司采用经销制，将商品销售给经销商后即确认收入。因而，导致公司的存货周转天数要高于行业可比公司。老板在产业链中处于较为强势地位，对下游代理商的管控能力强，应收账款回款速度快，应收账款周转天数处于较低水平。

图表58： 老板存货周转天数较高



资料来源：Wind、华泰证券研究所

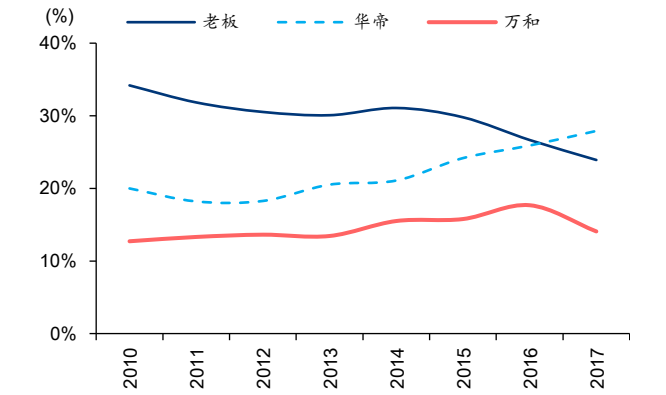
图表59： 老板应收账款周转天数较低，资金利用效率较高



资料来源：Wind、华泰证券研究所

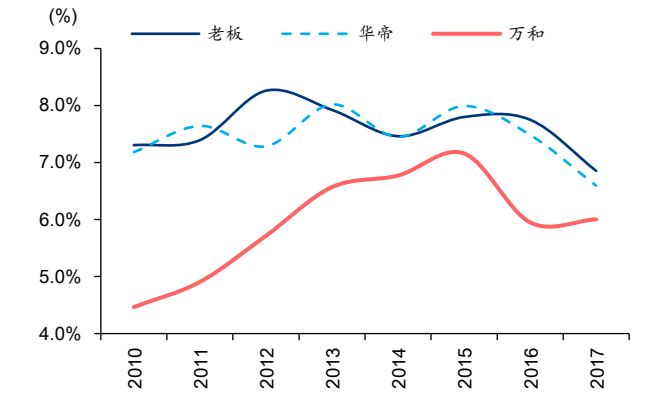
公司费用管控能力逐步优化，期间费用率趋势下行。在销售规模持续扩张的情况下，老板销售费用率、管理及研发费用率基本保持下降态势。其中，2018 年 Q1-Q3 销售费用率为 27.72%（同比下降 1.15PCT），公司一般为上半年预计提销售费用，Q4 将多计提费用冲回，因此公司在过去 5 年中，均表现为 Q4 销售费用率较低。因此我们预计 2018 年全年销售费用率下行。公司资金较为充沛，将多余资金投资于理财产品，财务费用率始终处于负数水平。2010 年以来，公司整体费用管控能力不断加强，三费合计占比下降明显，从 2010 年的 41.2%下降至 2017 年的 29.5%。

图表60： 老板销售费用率自 2010 年以来在波动中下降



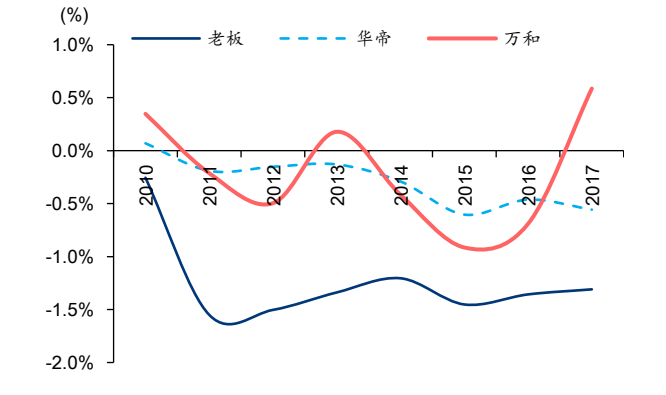
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表61： 老板管理费用+研发费用率自 2010 年以来在波动中下降



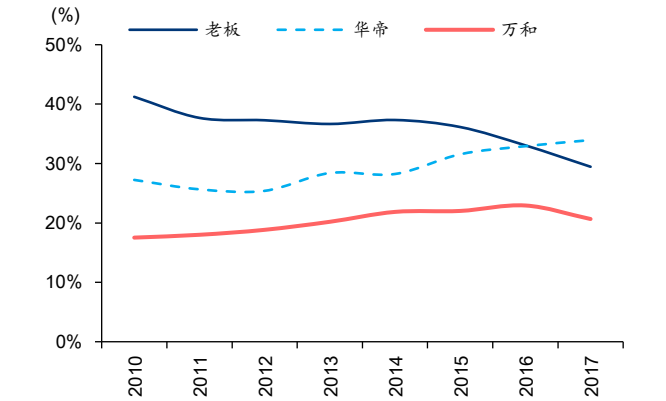
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表62： 老板多余资金用于理财产品，财务费用处于负数水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表63： 老板三费占比持续下降，费用管控能力不断提升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测有以下判断：

厨电行业由于具有装修前装属性，在短期内受到地产后周期的需求抑制。短期来看，2018 年 1-10 月，国家统计局数据显示全国商品房销售面积 13.31 亿平方米，同比+2.2%，增速较 1-9 月份回落 0.7PCT。厨电需求或受到影响，增速趋势下行。而从中长期来看，以油烟机行业为例，保有量上农村乡镇市场（国家统计局数据，2016 年，农村保有量 18.4 台/百户，城镇保有量 71.5 台/百户）成长空间依然较明显，且正在经历城市生活方式向农村渗透的过程，支撑中长期保有量提升。

1、**油烟机业务**：2018H1，公司油烟机业务收入同比+8.24%（同期，产业在线数据显示油烟机行业销量同比+2.6%）。而 2018 年 1-10 月，产业在线数据显示，油烟机行业销量为 2268.2 万台，受到地产后周期影响，同比-0.34%。虽然行业需求出现一定程度下滑，但公司作为行业龙头，高端品牌需求较为刚性，我们预计 2018 年全年公司油烟机销量增速优于行业，有望实现油烟机销量同比+5.1%。

2019 年，华泰证券房地产团队中性假设下预计一二线城市商品房销售面积同比持平，公司重点布局一二线城市，地产销售影响的外延性影响下，公司油烟机销量增速可能放缓至+0.3%。随着房地产政策调整预期增强，地产销售增速趋势或逐步变化，2020 年厨电需求或出现好转，抑制的厨电消费需求在 2020 年集中释放，预计 2020 年公司油烟机销量增速大幅领先于行业长期复合增速，预计油烟机销量同比+11.5%（产业在线数据显示，2012-2017 年油烟机销量复合增速为 6.2%）。

油烟机均价：公司定位高端厨电，根据中怡康数据，公司油烟机产品均价从 2010 年的 2735 元（同年行业均价 1852 元），提升至 2017 年的 4452 元（同期行业均价 3193 元），期间公司油烟机产品价格提升一定程度上带动了行业产品价格上行。2018 年虽然需求下行，但 1-10 月公司油烟机均价依然同比提升 0.8%。且 2010-2017 年的历史数据显示，厨电行业内高端品牌把控行业价格天花板，进行价格战的概率较低，有望维持均价的相对稳定，因此预计 2018-2019 年，油烟机均价分别同比+0.8%、+0.8%。且我们预计 2020 年厨电需求转暖，新品推出加速，带动价格提升提速，预计 2020 年油烟机均价同比+3.5%。整体上，2018-2020 年油烟机收入实现同比+6.0%、+1.1%、+14.9%。

图表64：老板电器烟灶消主营业务收入预测

	2017 年	2018E	2019E	2020E
油烟机收入	**382,184.38**	405,183.01	409,770.34	470,810.81
YOY	17.92%	6.02%	1.13%	14.90%
销量（万台）推算	258.43	271.70	272.57	304.01
YOY	13.46%	5.13%	0.32%	11.53%
均价推算	1,478.86	1,491.3	1,503.3	1,555.9
YOY	3.93%	0.8%	0.8%	3.5%
燃气灶收入	**182,212.30**	188,350.08	190,694.48	217,176.62
YOY	11.81%	3.37%	1.24%	13.89%
销量（万台）推算	245.67	253.50	254.20	280.77
YOY	7.07%	3.19%	0.28%	10.45%
均价推算	741.69	743.00	750.17	775.68
YOY	4.43%	0.2%	1.0%	3.4%
消毒柜收入	**48,873.07**	50,459.56	51,107.84	58,482.34
YOY	15.34%	3.25%	1.28%	14.43%
销量（万台）推算	39.15	40.18	40.21	45.65
YOY	15.19%	2.64%	0.07%	13.53%
均价推算	1,248.46	1,255.84	1,271.02	1,310.42
YOY	0.13%	0.6%	1.2%	3.1%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2、**燃气灶业务及消毒柜业务**：公司旗下燃气灶与消毒柜业务与油烟机产品搭配销售占比较大，且与油烟机呈现较为一致的品牌定位和产品属性，但在 2018 与 2019 年市场需求弱化的情况下，公司或集中更多销售资源在油烟机业务上，因此我们预计燃气灶和消毒柜销量增长弱于油烟机业务。而预计 2020 年在需求转暖后，较低的销量基数或带来燃气灶与消毒柜业务较高的增长弹性。
因此我们预计 2018-2020 年燃气灶销量分别同比+3.2%、+0.3%、+10.5%，同期消毒柜销量同比+2.6%、+0.1%、+13.5%。

燃气灶及消毒柜均价：中怡康数据显示，2018 年 1-10 月，公司燃气灶均价为 2187 元，同比+0.2%，公司消毒柜均价为 3628 元，同比+0.6%，因此我们预计 2018 年燃气灶、消毒柜均价分别同比+0.2%、+0.6%。同时，我们认为 2018 年公司均价提升较弱的情况下，前期积累的成本压力凸显，2019-2020 年均价提升或有逐步回升，预计 2019/2020 年，燃气灶、消毒柜均价分别同比+1.0%/+3.4%、+1.2%/+3.1%。

因此，整体来看 2018-2020 年燃气灶收入实现同比+3.4%、+1.2%、+13.9%增长，消毒柜消毒柜收入实现同比+3.3%、+1.3%、+14.4%增长。

3、**其他业务**：我们认为公司凭借高端品牌定位和重点覆盖一二线城市的渠道布局，积极加速蒸汽炉、烤箱产品推广，并开发洗碗机、净水器等新产品领域，有望拓展厨房家电业务的蓝海增长空间。

新产品受到地产销售的影响较小，消费者在现在住房中进行新产品添置与新产品补充的需求占比较大，穿越地产周期的可能性更强。2018H1，公司蒸汽炉、烤箱、洗碗机、净水器收入同比+53.5%、+33.4%、+83.8%、+197.7%，而小家电、微波炉收入同比-19.3%、-12.9%，新品成长以销量规模提升为主，我们预计 2018 年在以蒸汽炉、烤箱、洗碗机、净水器等在前期较低销售基数的情况下，保持较高速增长，抵消微波炉和小家电的下滑影响，有望实现其他业务合计收入同比+30.9%。

2019 年，地产销售的预期偏弱，或持续影响整体厨电消费需求，其中，蒸汽炉、烤箱、洗碗机、净水器业务收入增速预期分别下降至同比+12.0%、+8.0%、+17.0%、+26.0%，结合小家电与微波炉业务的下滑有所缓和，预计 2019 年其他业务收入同比+10.8%。2020 年，整体地产政策调整的预期正向影响增强，预计 2020 年其他业务收入同比+21.5%。

图表65：其他业务收入预测

	2017 年	2018E	2019E	2020E
蒸汽炉	18,757.31	25,322.37	28,361.05	34,600.48
YOY	68.7%	35.0%	12.0%	22.0%
烤箱	17,301.75	21,731.00	23,469.48	29,665.42
YOY	52.8%	25.6%	8.0%	26.4%
小家电	11,341.49	9,640.27	9,158.25	9,890.91
YOY	12.6%	-15.0%	-5.0%	8.0%
洗碗机	6,772.22	9,210.22	10,775.96	14,224.26
YOY		36.0%	17.0%	32.0%
净水器	3,631.62	10,894.86	13,727.52	17,296.68
YOY		200.0%	26.0%	26.0%
微波炉	2,847.23	2,667.85	2,587.82	2,743.09
YOY	31.5%	-6.3%	-3.0%	6.0%
其他	27,818.34	36,330.75	40,254.47	47,500.28
YOY	81.0%	30.6%	10.8%	18.0%
其他业务合计	**88,469.96**	**115,797.30**	**128,334.54**	**155,921.10**
YOY	76.8%	30.9%	10.8%	21.5%

资料来源：华泰证券研究所

一方面，公司产品均价提升较慢。中怡康数据显示，1-10 月公司油烟机、燃气灶均价分别同比+0.8%、+0.2%。在市场需求减弱的情况下，公司主要厨电产品均价提升难以抵消成本提升。

另一方面，公司成本结构中原材料占比达 88.5%（公司 2017 年年报数据），其中公司主要原材料为冷轧板、不锈钢等。根据 Wind 数据，其中 2018 年全年，冷轧板薄板均价同比+5.3%，其中 1-6 月，冷轧板薄板均价同比+9.4%；2018 年 7 月至今，冷轧板均价同比+2.5%。展望 2019-2020 年，我们关注到冷轧板价格已经自 2018 年 9 月 21 日 4812 元/吨的价格高点回落，根据 Mysteel 预计，2019 年冷轧板价格承压，中间价或维持在 4000-4300 元/吨，成本同比或有所下降。

因此，在 2018 年公司产品均价提升弱于成本提升的情况下，我们预计 2018 年公司油烟机和燃气灶毛利率下滑至 56.4%、55.3%。

在 2019-2020 年，我们判断公司产品均价提升有所加速（预计公司油烟机、燃机灶产品出厂价在 2019/2020 年分别同比+0.8%/+3.5%、+1.0%/+3.4%），且冷轧板均价或有一定程度的同比下降，成本压力有望逐步缓解。因此我们预计公司油烟机、燃气灶业务 2019/2020 年毛利率或恢复至 57.3%/58.0%、56.3%/57.4%。

图表66： 核心产品毛利率假设

毛利率	2017 年	2018E	2019E	2020E
油烟机	57.8%	56.4%	57.3%	58.0%
燃气灶	56.0%	55.3%	56.3%	57.4%
各项业务合计	53.7%	52.0%	53.1%	53.8%

资料来源：华泰证券研究所

在厨电行业需求减弱的背景下，渠道销售补贴减少，同时电商销售占比提升，节省销售费用，2018 年 Q1-Q3 销售费用率为 27.72%（同比下降 1.15PCT），预计 2018 年全年销售费用率同比下降至 22.7%。2019 年在行业需求不足的情况下，销售费用率或维持较稳定水平。同时，我们预计公司或在行业需求转暖后，加大销售费用投入，2020 年销售费用率有望提升。同时公司有望保持在洗碗机、净水器等新产品的研发投入比例，2018-2020 年管理及研发费用率或维持 6.9%水平。公司现金状况较好，或继续维持较大比例的银行理财投资，2018-2020 年财务费用或维持较稳定水平。

图表67： 费用率预测

	2017 年	2018E	2019E	2020E
销售费用率	23.9%	22.7%	22.8%	23.3%
管理及研发费用率	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
财务费用率	-1.3%	-1.1%	-1.1%	-1.1%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.66、1.72、2.05 元，截止 2019 年 1 月 4 日，参考厨电行业可比公司 2019 年 Wind 一致预期平均 PE 为 10.70x，虽然短期受到行业性的需求波动影响，收入与净利润增长有所放缓，但考虑到公司作为厨电龙头，在一二线有完善的渠道布局，同时积极推动新品发展和渠道下沉，具备厨电市场转暖后的增长弹性。认可给予公司 2019 年 13.5-14.5x PE，对应目标价格 23.22~24.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表68： 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券简称	2017	2018E	2019E	2020E
华帝股份	35.43	11.26	8.73	7.03
万和电气	22.68	13.49	11.24	9.15
浙江美大	37.10	15.53	12.13	9.29
全部平均	31.73	13.43	10.70	8.49

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2019/1/4

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

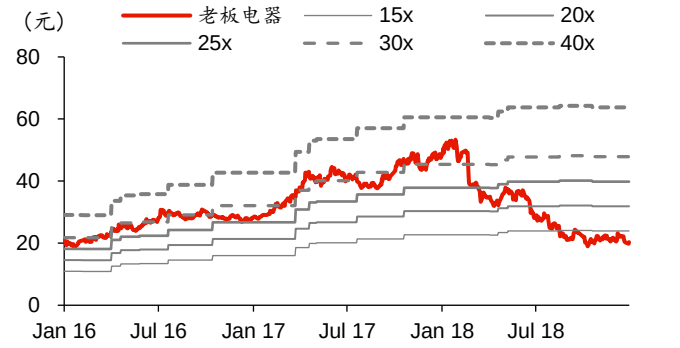
（1）厨电市场竞争加剧。如果厨电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

（2）原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

（3）地产周期影响大于预期。公司所处厨电行业与地产周期相关性较大，如果地产周期持续下行，可能继续减弱厨电需求，进而可能影响公司未来收入及净利润增长。

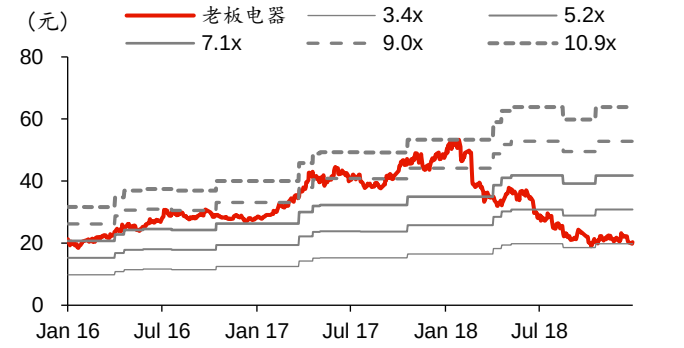
PE/PB - Bands

图表69： 老板电器历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表70： 老板电器历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,397	6,695	8,012	8,400	9,471
现金	3,448	2,582	4,713	4,855	5,294
应收账款	331.60	371.17	455.44	442.78	510.94
其他应收账款	14.32	51.30	30.44	35.55	47.60
预付账款	32.83	58.39	50.79	55.13	65.36
存货	914.49	1,113	1,293	1,277	1,471
其他流动资产	654.96	2,520	1,469	1,734	2,083
非流动资产	1,019	1,231	1,238	1,357	1,620
长期投资	0.82	3.82	1.54	2.06	2.47
固定投资	852.19	828.42	870.13	946.21	1,128
无形资产	97.06	167.65	186.01	210.71	245.70
其他非流动资产	68.52	231.52	180.00	197.75	243.99
资产总计	6,415	7,927	9,249	9,757	11,091
流动负债	2,231	2,597	2,962	2,860	3,312
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	910.85	1,045	1,450	1,328	1,506
其他流动负债	1,320	1,552	1,512	1,532	1,805
非流动负债	59.27	71.72	146.46	259.15	339.11
长期借款	0.00	0.00	100.00	200.00	280.00
其他非流动负债	59.27	71.72	46.46	59.15	59.11
负债合计	2,290	2,669	3,108	3,119	3,651
少数股东权益	(3.31)	(3.33)	(3.33)	(3.33)	(3.33)
股本	730.06	949.03	949.03	949.03	949.03
资本公积	610.51	399.60	399.60	399.60	399.60
留存公积	2,840	3,936	4,796	5,293	6,095
归属母公司股东权益	4,129	5,261	6,144	6,641	7,443
负债和股东权益	6,415	7,927	9,249	9,757	11,091

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,545	1,256	2,641	1,206	1,673
净利润	1,207	1,461	1,571	1,636	1,941
折旧摊销	80.31	89.78	76.92	87.94	105.34
财务费用	(78.64)	(91.88)	(85.08)	(85.01)	(95.00)
投资损失	1.86	(1.45)	(86.00)	(88.00)	(92.00)
营运资金变动	244.27	(296.04)	1,172	(351.79)	(191.17)
其他经营现金	90.83	94.52	(7.25)	6.82	4.45
投资活动现金	(198.32)	(1,782)	(8.17)	(109.30)	(270.46)
资本支出	199.33	146.35	150.00	150.00	300.00
长期投资	2.68	1,623	(82.26)	13.85	18.19
其他投资现金	3.68	(13.44)	59.57	54.55	47.73
筹资活动现金	(226.38)	(348.85)	(502.54)	(953.83)	(963.84)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	80.00
普通股增加	243.98	218.98	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(209.08)	(210.91)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(261.28)	(356.92)	(602.54)	(1,054)	(1,044)
现金净增加额	1,121	(876.05)	2,131	142.93	438.19

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,795	7,017	7,565	7,799	9,024
营业成本	2,474	3,251	3,633	3,658	4,171
营业税金及附加	67.52	66.64	78.00	105.00	116.20
营业费用	1,545	1,678	1,713	1,778	2,103
管理费用	449.16	480.96	518.94	538.93	624.44
财务费用	(78.64)	(91.88)	(85.08)	(85.01)	(95.00)
资产减值损失	1.79	5.04	2.10	1.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.86)	1.45	86.00	88.00	92.00
营业利润	1,335	1,690	1,791	1,891	2,191
营业外收入	70.96	4.10	32.60	8.00	62.00
营业外支出	1.33	1.46	0.90	1.24	1.20
利润总额	1,404	1,693	1,822	1,898	2,252
所得税	197.44	231.48	251.50	261.93	310.72
净利润	1,207	1,461	1,571	1,636	1,941
少数股东损益	(0.02)	(0.02)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,207	1,461	1,571	1,636	1,941
EBITDA	1,336	1,688	1,783	1,894	2,201
EPS (元，基本)	1.65	1.54	1.66	1.72	2.05

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	27.56	21.10	7.80	3.10	15.70
营业利润	40.04	26.63	5.96	5.61	15.84
归属母公司净利润	45.32	21.08	7.51	4.14	18.63
获利能力 (%)					
毛利率	57.31	53.68	51.98	53.10	53.78
净利率	20.83	20.82	20.77	20.98	21.51
ROE	29.23	27.78	25.57	24.63	26.07
ROIC	161.85	53.97	99.18	80.51	76.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.70	33.67	33.61	31.97	32.92
净负债比率 (%)	0	0	3.22	6.41	7.67
流动比率	2.42	2.58	2.70	2.94	2.86
速动比率	2.01	2.15	2.27	2.49	2.42
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.98	0.88	0.82	0.87
应收账款周转率	16.75	18.79	17.23	16.35	17.81
应付账款周转率	2.64	3.32	2.91	2.63	2.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.54	1.66	1.72	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	1.32	2.78	1.27	1.76
每股净资产(最新摊薄)	4.35	5.54	6.47	7.00	7.84
估值比率					
PE (倍)	16.02	13.23	12.31	11.82	9.96
PB (倍)	4.68	3.67	3.15	2.91	2.60
EV_EBITDA (倍)	12.40	9.82	9.29	8.75	7.53

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测