

翠微股份 (603123.SH) 百货零售行业

评级：买入 首次评级

公司研究

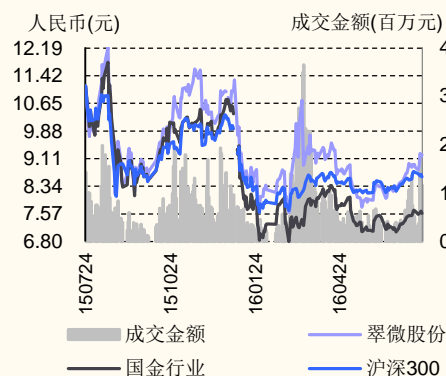
市场价格(人民币)：9.22元

北京百货龙头，国际教育投资业务华丽开启

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 368.39 |
| 总市值(百万元) | 4,832.61 |
| 年内股价最高最低(元) | 12.21/7.61 |
| 沪深300指数 | 3225.16 |
| 上证指数 | 3012.82 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.317 | 0.317 | 0.315 | 0.329 | 0.349 |
| 每股净资产(元) | 5.31 | 5.50 | 5.67 | 5.86 | 6.07 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.09 | 0.46 | 0.30 | 0.86 | 0.84 |
| 市盈率(倍) | 33.96 | 34.62 | 29.32 | 27.99 | 26.40 |
| 行业优化市盈率(倍) | 22.53 | 34.37 | 28.53 | 28.53 | 28.53 |
| 净利润增长率(%) | 24.50% | 0.00% | -0.75% | 4.75% | 6.01% |
| 净资产收益率(%) | 5.96% | 5.76% | 5.54% | 5.62% | 5.75% |
| 总股本(百万股) | 524.14 | 524.14 | 524.14 | 524.14 | 524.14 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **北京百货巨头，海淀区国资委旗下唯一商业上市平台。**公司经营翠微百货、当代商城、甘家口百货三大商业品牌、八家大型百货商场，2015年公司销售额位居北京百货零售市场第2位，约占15%的市场份额。公司是海淀区国资委旗下唯一商业上市平台，海淀区属国有及国有控股企业资产规模庞大、存在大量与公司业务关联性强的商业/服务业资产，随着国企改革的有序推进，未来或受益于海淀区国有资产证券化进程。
- **北京零售市场整体低迷，物业价值丰厚提供安全边际。**周边省市经济下行加速，严控三公消费支出等因素影响，北京零售市场整体低迷，50家重点百货已连续两年负增长。受此影响，公司近三年业绩出现下滑，但门店占据核心商圈，客户基础稳固，为业绩提供长期支撑。目前公司拥有自有物业建筑面积约19.4万平方米，保守测算重估值高达63亿元，当前市值较物业重估值折让严重，为公司价值提供安全边际。
- **与海淀国投合作建立国际教育投资平台，多元化投资拓展利润来源：**公司近日公告拟与海淀国投、北京道勤、乾元投资共同投资设立“北京海淀国际教育投资有限公司”，公司出资750万元，占比15%。民办教育产业受益于国家教育改革，将迎来重要发展机遇。同为海淀国资委控制下的中泰桥梁已与清华附中合作共建凯文国际学校。我们认为公司此次设立教育投资公司，依托海淀区丰富优质的高端、基础教育资源，有望向民办教育、国际教育等产业拓展，未来发展潜力巨大。
- **盈利预测与投资评级。**公司门店占据北京核心商圈，聚客能力较强，目前消费大环境处于底部，未来进一步大幅下滑概率不大。我们预计公司2016-18年收入增速分别为-1.1%、3.2%、5.2%，16-18年EPS分别为0.32、0.33、0.35元，对应PE分别为29.3X、27.9X、26.4X。公司自有物业资产价值充裕、安全边际高，作为海淀区唯一商业上市平台，随着国企改革政策释放进入高峰期，未来获受益于海淀区国企改革进程。参股海淀教投标志着多元投资业务启动，依托海淀区丰富的教育和社会服务业资源，未来投资业务拓展空间巨大。**首次覆盖给予买入评级！**

风险提示

- 北京社零持续低迷，中高端消费进一步下滑；人工、租金费用快速上涨；参股的国际教育投资平台推进低于预期。

徐问

联系人
xuwen@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、北京零售市场增速放缓，商场分化严重 | 4 |
| 1.1 北京商业总量位于国内城市第一位，市场竞争激烈 | 4 |
| 1.2 周边省市经济增长乏力，北京零售业整体陷入低迷 | 5 |
| 1.3 商场表现分化严重，传统百货竞争力下滑 | 6 |
| 二、翠微股份：北京百货零售巨头，物业价值丰厚 | 7 |
| 2.1 北京第二大百货企业，市场份额高达 15% | 7 |
| 2.2 消费低迷拖累业绩，整体情况好于行业水平 | 7 |
| 2.3 门店占据核心商圈，自有物业价值丰厚 | 8 |
| 三、国企改革加速资源整合，多元化投资探索新利润增长点 | 9 |
| 3.1 海淀国资委商业/服务业资产丰富 | 9 |
| 3.2 投资海淀教授，迈出业务多元化步伐 | 10 |
| 四、盈利预测与投资建议 | 11 |
| 五、风险提示 | 12 |
| 1、北京社零持续低迷，中高端消费进一步下滑； | 12 |
| 2、人工、租金费用快速上涨； | 12 |
| 3、参股的国际教育投资平台推进低于预期。 | 12 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1：北京社会消费品零售总额位居全国城市第一 | 4 |
| 图表 2：北京 GDP 总量位居全国城市第二 | 4 |
| 图表 3：北京聚集大量人口 | 4 |
| 图表 4：2015 年 TOP200 商场城市分布情况 | 5 |
| 图表 5：北京市内优质商圈众多 | 5 |
| 图表 6：北京周边省市 GDP 增速趋于放缓 | 6 |
| 图表 7：北京社零增速远低于全国(单位：%) | 6 |
| 图表 8：北京 50 家重点百货销售增速持续两年为负 | 6 |
| 图表 12：北京核心商场经营情况分化严重 | 6 |
| 图表 13：公司主力门店翠微大厦 | 7 |
| 图表 14：公司占据北京百货市场 15% 的份额 | 7 |
| 图表 15：公司营收下滑趋势明显 | 8 |
| 图表 16：公司利润增长乏力 | 8 |
| 图表 17：百货业态是主要营收来源 | 8 |
| 图表 18：联营仍是公司主要经营模式 | 8 |
| 图表 19：公司 8 家门店具体分布 | 9 |
| 图表 17：公司自持物业价值丰厚 | 9 |

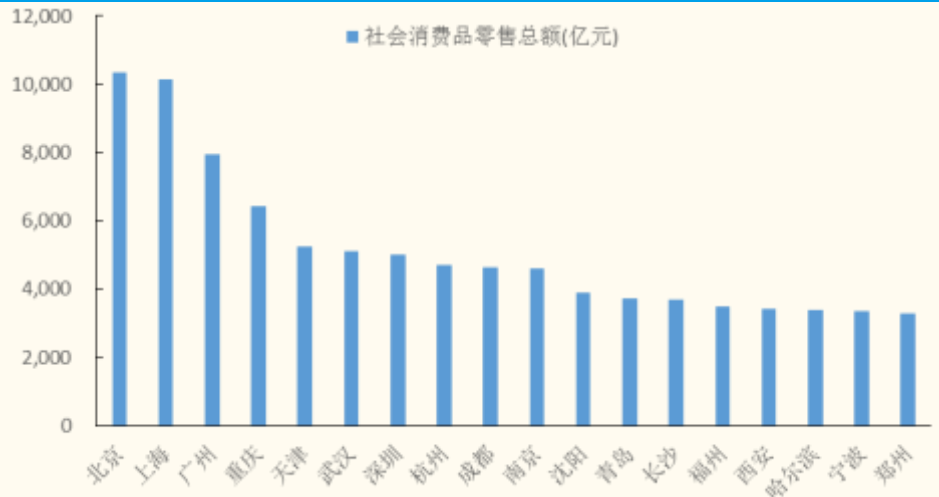
| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 21: 公司股权结构..... | 10 |
| 图表 22: 海淀国资下属金融/商业/服务业资源丰富..... | 10 |
| 图表 23: 海淀区教育资源丰富..... | 11 |
| 图表 21: 公司业务分部预测..... | 11 |

一、北京零售市场增速放缓，商场分化严重

1.1 北京商业总量位于国内城市第一位，市场竞争激烈

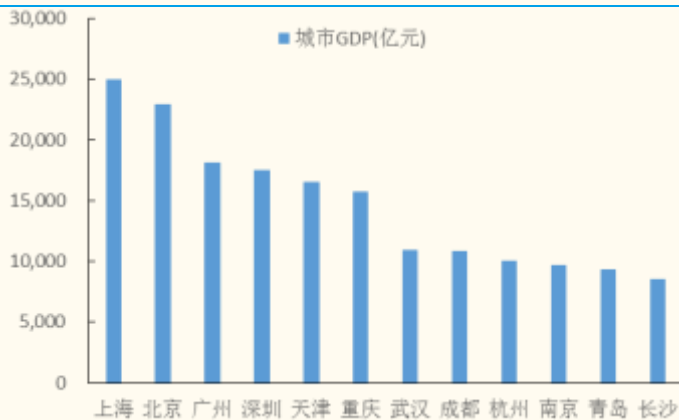
北京作为全国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心，聚集了大量优质企业和高素质人才，整体收入水平较高，商业十分发达，是中国最大的城市零售消费市场。2015年北京总人口高达2170万人，市社会消费品零售总额达到10,338亿元，连续8年保持全国最大消费城市地位。

图表1：北京社会消费品零售总额位居全国城市第一



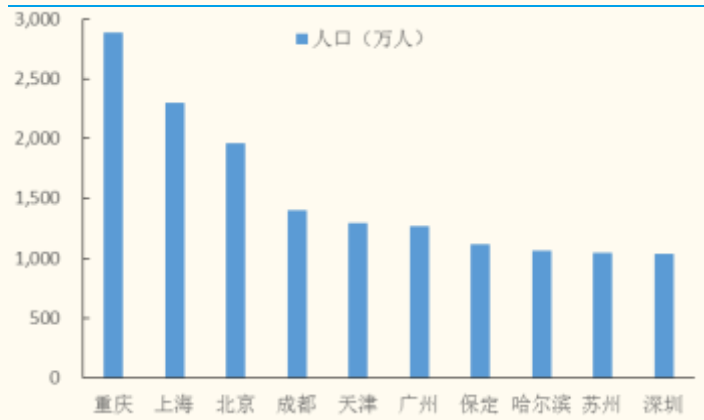
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：北京GDP总量位居全国城市第二



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：北京聚集大量人口



来源：Wind，国金证券研究所

北京商圈众多，优质商场十分密集。得益于北京强劲的经济动力以及对周边地区的高端消费吸引力，北京形成了非常庞大的零售消费市场，足以支撑十多个核心/次级商圈。在巨大的市场面前，北京成为零售商的必争之地，纷纷争夺核心地段，建设优质商场。根据 iziRetail 对 2015 年销售额最高的 200 家商场的统计，北京在其中占有 20 家，占到总量的 10%，远高于第二名上海的 12 家。

图表 4：2015 年 TOP200 商场城市分布情况



来源：iziRetail，国金证券研究所

图表 5：北京市内优质商圈众多



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 周边省市经济增长乏力，北京零售业整体陷入低迷

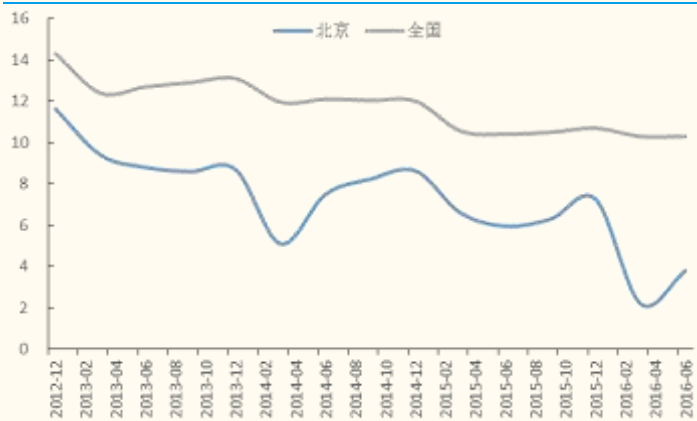
北京作为首都，其辐射范围遍及全国，购物消费人群除本地外，也多来源于山东、河北、天津、山西、内蒙古等省市。自 2014 年开始，河北、山西、辽宁经济下行加速，2015 年进一步恶化，河北、山西、内蒙古 GDP 增速仅有 1.31%、0.32%、1.48%，远低于全国 6.9% 的平均增速，山东、北京也出现明显回落。经济增速下滑自然导致区域内购买力萎缩，自 2012 年开始，北京社零增速与全国增速之间的差距逐渐拉大，北京 50 家重点百货增速更是滑坡严重，已连续两年负增长。

图表 6：北京周边省市 GDP 增速趋于放缓

| | 山东 | 北京 | 天津 | 河北 | 山西 | 辽宁 | 内蒙古 |
|------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 2012 | 10.25% | 10.01% | 14.03% | 8.40% | 7.79% | 11.79% | 10.59% |
| 2013 | 10.43% | 10.75% | 12.01% | 7.03% | 4.56% | 9.53% | 6.52% |
| 2014 | 7.60% | 7.73% | 8.90% | 3.44% | 0.76% | 5.19% | 5.05% |
| 2015 | 6.02% | 7.68% | 5.16% | 1.31% | 0.32% | 0.41% | 1.48% |

来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：北京社零增速远低于全国(单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：北京 50 家重点百货销售增速持续两年为负



来源：北京商业信息咨询中心，国金证券研究所

1.3 商场表现分化严重，传统百货竞争力下滑

在消费低迷的宏观大背景下，整个北京零售业经营惨淡，但细分来看，仍然有不少购物中心和奥特莱斯表现优异，传统百货竞争力下滑，并受到新业态和电商分流，市场份额下降较多。

从北京 20 家核心商场数据来看，虽然绝大多数商场 2015 年销售额均出现不同程度的下滑，但奥特莱斯、购物中心的增速多数仍能维持正增长，远高于百货的同期增速，其中以大悦城为代表的面向年轻中产的现代购物中心保持了较强的市场竞争力。此外，占据核心商圈的商场经营情况普遍好于次级商圈，位于西单商圈的汉光百货、君太百货销售额降幅远小于同业。

图表 9：北京核心商场经营情况分化严重

| 商场名称 | 业态 | 2015 销售额 (亿) | 2014 销售额 (亿) | 增幅 |
|------------|------|--------------|--------------|---------|
| SKP (新光天地) | 购物中心 | 78 | 75 | 4.00% |
| 国贸商城 | 购物中心 | 52 | 54 | -3.70% |
| 燕莎奥特莱斯 | 奥特莱斯 | 41.1 | 38 | 8.16% |
| 西单大悦城 | 购物中心 | 40.4 | 36 | 12.22% |
| 朝阳大悦城 | 购物中心 | 27.3 | 25.5 | 7.06% |
| 新世界百货 | 百货 | 25 | 26.4 | -5.30% |
| 东方新天地 | 购物中心 | 24 | 23 | 4.35% |
| 翠微大厦 | 百货 | 23.9 | 25.6 | -6.64% |
| 汉光百货 | 百货 | 22.8 | 22.7 | 0.44% |
| 三里屯太古里 | 购物中心 | 22 | 21.3 | 3.29% |
| 赛特奥特莱斯 | 奥特莱斯 | 20.5 | 20 | 2.50% |
| 燕莎友谊商城 | 百货 | 18.7 | 21 | -10.95% |
| 王府井百货大楼 | 百货 | 16.8 | 18.6 | -9.68% |
| 君太百货 | 百货 | 15.8 | 15.9 | -0.63% |

| | | | | |
|---------|------|------|------|---------|
| 百盛复兴门店 | 百货 | 15 | 20 | -25.00% |
| 双安商场 | 百货 | 15 | 16.7 | -10.18% |
| 金融街购物中心 | 百货 | 14.3 | 14 | 2.14% |
| 当代商城 | 百货 | 13 | 14.3 | -9.09% |
| 燕莎(金源) | 购物中心 | 10 | 11 | -9.09% |
| 赛特购物中心 | 购物中心 | 9.4 | 10.9 | -13.76% |

来源: iziRetail, 国金证券研究所

二、翠微股份：北京百货零售巨头，物业价值丰厚

2.1 北京第二大百货企业，市场份额高达 15%

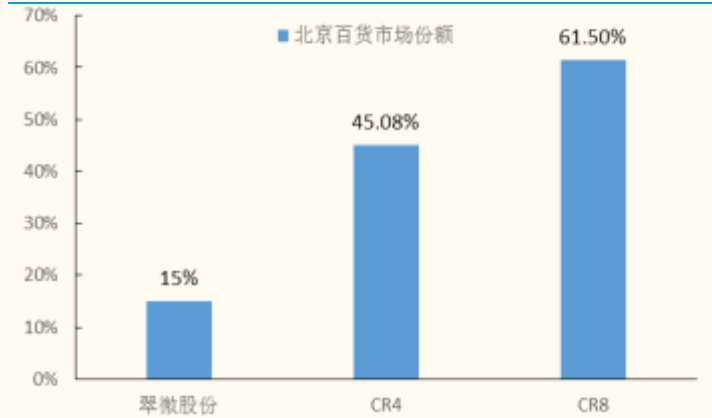
公司成立于 2003 年 1 月，前身系成立于 1997 年原北京翠微集团翠微大厦。2012 年 5 月，公司于上交所挂牌上市。2014 年，公司成功收购当代商城和甘家口大厦，整体经营规模、市场份额和辐射范围迅速扩大。目前，公司拥有翠微百货、当代商城、甘家口百货三大商业品牌、八家大型百货商场，集百货、超市、餐饮、休闲娱乐等都市品质生活服务于一体，以零售服务为主业，致力于发展规模化、多元化、集约化的现代零售企业集团。根据北京商业信息咨询中心的统计，2015 年公司销售额位居北京百货零售市场第 2 位，占有约 15% 的市场份额。

图表 10：公司主力门店翠微大厦



来源：互联网，国金证券研究所

图表 11：公司占据北京百货市场 15% 的份额



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 消费低迷拖累业绩，整体情况好于行业水平

受北京消费市场持续低迷影响，公司近三年业绩出现较大滑坡。排除 14 年并购影响，近三年公司营业收入增速分别为-5.3%、-10.55%、-6.2%，归母净利润增速分别为-9.91%、-13.56%、0.01%。2016 年一季度公司经营仍在恶化，实现营业收入 14.47 亿元，同比下降 10.21%，实现净利润 0.35 亿元，同比下滑 29.35%。我们认为公司虽然经营情况有所恶化，但相比之下还是好于北京百货 15 年整体水平(-8.16%)，公司主力门店均位于区域核心商圈，客户基础稳固，业绩存在较强支撑。

图表 12: 公司营收下滑趋势明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 公司利润增长乏力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

百货业态是公司主要营收来源, 占据营收的 85%以上, 其余超市、租赁业态则分别占 10%、2%左右, 为公司的业务辅助。从经营模式看, 公司以联营模式为主, 利润主要来源于商品销售分成; 部分知名品牌化妆品、家用电器、部分超市商品等商品已经尝试自营; 同时, 仍配有部分物业出租。从占比来看, 三者分别占有 86%、8%、5%左右的收入份额。

图表 14: 百货业态是主要营收来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 联营仍是公司主要经营模式

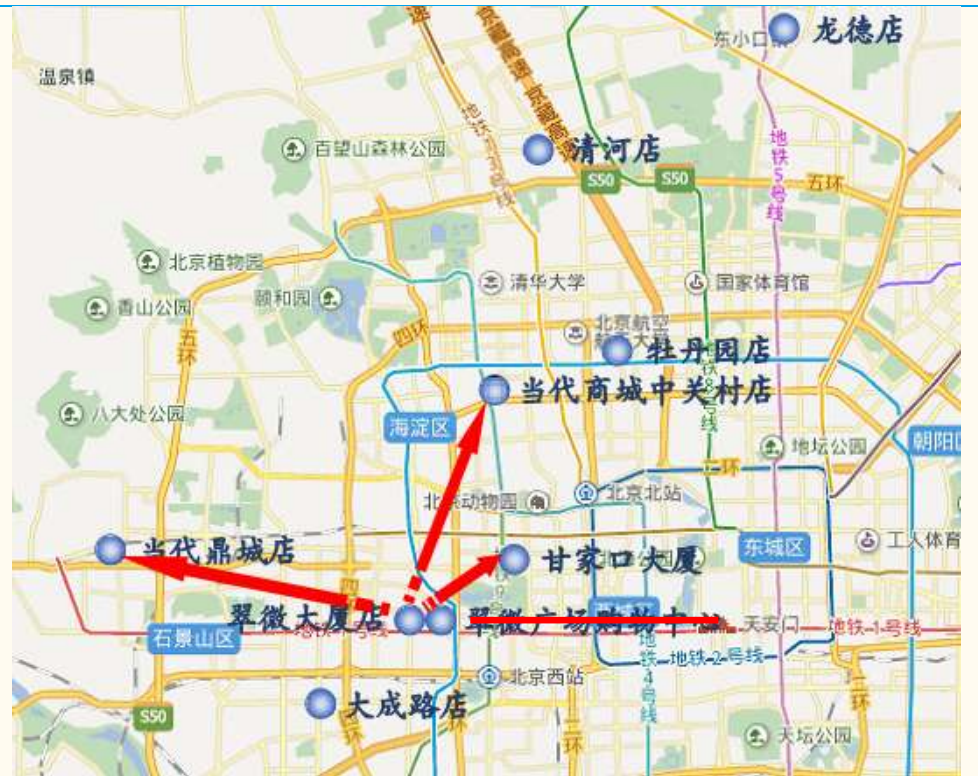


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 门店占据核心商圈, 自有物业价值丰厚

公司布局市场较早, 门店多处于核心商圈。目前, 公司拥有翠微店 (A、B 座)、牡丹园店、龙德店、清河店、大成路店和 2014 年重组收购的当代商城 (中关村店、鼎城店)、甘家口大厦共 8 家经营门店。门店基本位于北京市核心商圈和各自区域的核心社区地带, 具有较强的区位优势, 如: 翠微大厦位于公主坟商圈; 甘家口大厦位于公主坟商圈与金融街商圈、紫竹桥商圈的交汇处; 当地商城位于中关村商圈核心地带。核心商圈附近高端人才汇聚, 整体消费水平较高, 具有稳定、成熟的消费需求和消费能力。

图表 16：公司 8 家门店具体分布



来源：公司公告，国金证券研究所

公司自持物业价值丰厚，重估值超 60 亿。公司作为北京老牌百货国企，在诸多核心地段拥有物业。2015 年，公司拥有自有物业建筑面积约 19.4 万平方米，自有物业占比约 45%，在公司所属全部 8 家门店中，翠微店 A 座、当代商城中关村店、甘家口大厦及大成路店四家主要门店均为自有物业。保守测算，公司自有物业重估值高达 63.2 亿元。

图表 17：公司自持物业价值丰厚

| 门店 | 自有物业建筑面积 (万平方米) | 单价(万/平方米) | 物业重估值(亿元) |
|----------|--------------------|-----------|-----------|
| 翠微店A座 | 6.02 | 3 | 18.06 |
| 大成路店 | 4.3 | 3 | 12.9 |
| 当代商城中关村店 | 5 | 4 | 20 |
| 甘家口大厦 | 4.08 | 3 | 12.24 |
| 总计 | | | 63.2 |

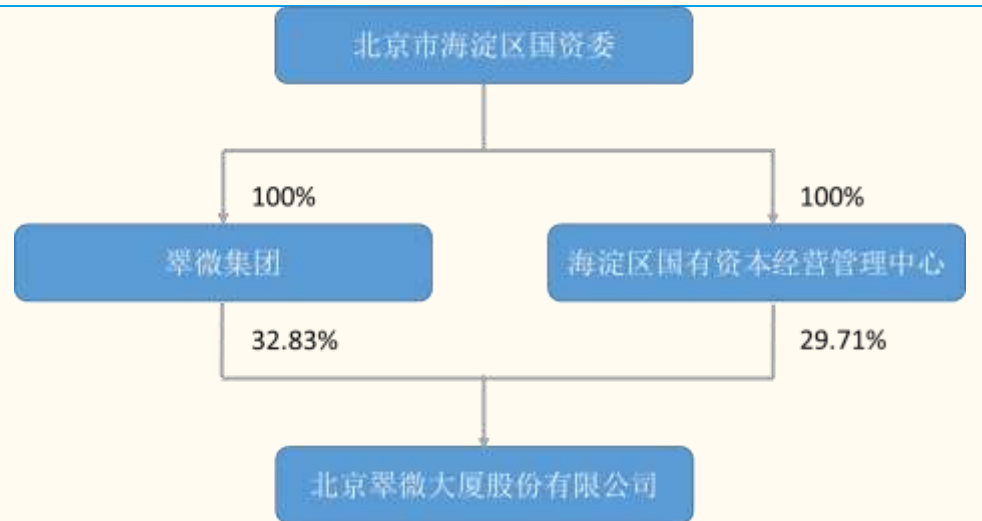
来源：互联网，公司公告，国金证券研究所

三、国企改革加速资源整合，多元化投资探索新利润增长点

3.1 海淀国资委商业/服务业资产丰富

公司控股股东为翠微集团，实际控制人海淀区国资委。截至 16 年一季度，翠微集团持有公司 32.83% 的股权，是公司控股股东；北京市海淀区国有资本经营管理中心持有 29.71% 的股权，是公司第二大股东。海淀区国资委同时控制翠微集团和北京市海淀区国有资本经营管理中心，为公司实际控制人。

图表 18：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

海淀国资委旗下商业资产和资源丰富，公司作为唯一商业上市平台有望受益。截至 2015 年底，海淀区属国有及国有控股企业总资产达 1321.9 亿元，投资遍布公共基础建设、房地产开发、金融服务、科技投资等多个领域。经过我们简单梳理，发现 14 家区直属国企中存在大量与公司业务关联性强的商业/服务业资产。未来，随着国企改革的有序推进，国企资产证券化率有提高的内在要求，公司作为唯一商业上市平台有望受益。

图表 19：海淀国资下属金融/商业/服务业资源丰富

| 行业 | 资产情况 |
|--------|---|
| 金融 | 北京市海淀区国有资产投资经营有限公司；北京海贷金融信息服务有限公司；中海投资管理公司；北京中技商业保理；北京中技知识产权融资担保；参股北京银行、北京证券、北京众信金融信息服务、北京天润典当；发起设立北京科技风险投资公司、海淀科技企业风险担保中心；北京海淀科技金融资本控股集团；北京中海投资管理有限公司。 |
| 旅游/服务业 | 皇苑大酒店；北京稻香、湖景酒店；海淀公园；海淀展览馆；彩和坊休闲会馆、北京海淀剧院；北京西农投资公司；北京常兴海广会展公司；海阔咨询公司。 |
| 超市/百货 | 翠微股份(603123)；华光商厦；超市发连锁公司。 |
| 教育 | 北京中关村互联网教育科技服务公司；北京海淀鑫泰世纪文化发展公司；中泰桥梁(002659)；海淀区学校后勤管理中心。 |
| 房地产/建筑 | 北京海淀置业集团；北京海开房地产集团；北京昊海建设 |
| 公共基础设施 | 北京实创高科技发展公司；北京实创科技园开发建设公司；北京海融达投资建设；北京绿海能环保。 |
| 工业 | 海淀区工业公司 |

来源：海淀区国资委官网，国金证券研究所

3.2 投资海淀教授，迈出业务多元化步伐

7 月 22 日，公司公告拟与北京市海淀区国有资产投资经营有限公司、北京道勤投资管理有限公司、乾元联合投资有限公司签署《合作办学协议》，拟共同投资设立“北京海淀国际教育投资有限公司”。海淀教授注册资本为 5,000 万元，其中公司拟出资 750 万元，占股权比例的 15%。

根据《合作办学协议》，海淀国投负责海淀区教育品牌和教育资源的投入，道勤投资利用现有的办学经验，对各项教育资源进行整合，并负责运营管理，以形成独具特色的教育产业体系。

民办教育产业受益于国家教育改革，将迎来重要发展机遇。同为海淀国资委控制下的中泰桥梁已与清华附中合作共建凯文国际学校。我们认为公司此次设立教育投资公司，将迈出对外投资的步伐，依托海淀区丰富优质的高端、基础教育资源，有望向民办教育、教育培训等方面拓展，未来发展潜力巨大。

图表 203：海淀区教育资源丰富

| 高端教育资源 | 名校资源 |
|--------|---|
| 211 院校 | 北京大学、清华大学、北京林业大学、中国农业大学、中国矿业大学、北京科技大学、中国地质大学、北京航空航天大学、北京理工大学、北京外国语大学、中国人民大学、北京邮电大学、北京交通大学、中央财经大学、中国政法大学、北京师范大学、中央财经大学、中央民族大学。 |
| 基础教育资源 | |
| 优质高中 | 人大附中、清华附中、北大附中、十一学校、101 中学、首师附中、八一中学、北理工附中、建华实验学校、人大附中分校、中关村中学 |
| 优质初中 | 人大附中、十一学校、清华附中、101 中学、北大附中、首师附中、双安人分、北达资源、清华实验 |
| 优质小学 | 中关村一小、北师大附小、中关村三小、中关村二小、人大附小、北大附小、翠微小学、二里沟中心小学、石油附小、育新小学、七一小学、上地实验小学、清华附小 |

来源：互联网，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

今年以来，社零仍处于低位，但底部特征也很明显，未来继续大幅走低的可能性较低。重资产百货的业绩表现和区域消费态势高度相关，未来随着消费底部企稳，零售商盈利能力或缓慢回升。我们预计 2016-18 年收入增速分别为-1.1%、3.2%、5.2%，净利润增速-0.75%、4.75%、6.01%，16-18 年 EPS 分别为 0.32、0.33、0.35 元，对应 PE 分别为 29.3X、27.9X、26.4X。

图表 21：公司业务分部预测

| 业态 | 项目 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 百货 | 销售收入 | 4089.4 | 5342.8 | 4990.2 | 4840.5 | 4961.5 | 5209.6 |
| | 销售成本 | 3249.7 | 4224.6 | 3980.6 | 3848.2 | 3944.4 | 4141.6 |
| | 毛利率 | 20.5% | 20.9% | 20.2% | 20.5% | 20.5% | 20.5% |
| 超市 | 销售收入 | 480.3 | 651.9 | 578.9 | 619.5 | 656.6 | 705.2 |
| | 销售成本 | 402.6 | 549.0 | 481.7 | 516.0 | 547.0 | 586.8 |
| | 毛利率 | 16.2% | 15.8% | 16.8% | 16.7% | 16.7% | 16.8% |
| 租赁 | 销售收入 | 108.2 | 124.5 | 169.3 | 186.3 | 201.2 | 211.2 |
| | 销售成本 | 76.2 | 68.5 | 76.8 | 82.0 | 100.6 | 105.6 |
| | 毛利率 | 29.6% | 44.9% | 54.7% | 56.0% | 50.0% | 50.0% |
| 其他 | 销售收入 | 25.5 | 43.6 | 41.0 | 51.0 | 57.4 | 56.8 |
| | 销售成本 | 21.0 | 21.8 | 16.6 | 12.0 | 7.5 | 9.3 |
| | 毛利率 | 17.7% | 50.0% | 59.6% | 76.5% | 86.9% | 83.7% |

来源：国金证券研究所

由于消费低迷、百货业态竞争力下滑，公司股价和市值处于底部，但自有物业均占据北京核心地段，资产重估值远高于当前市值，安全边际高。作为海淀区唯一商业上市平台，小市值、大集团特征明显，随着国企改革政策释放进入高峰期，公司有望受益于海淀区国有资产证券化进程。此外，公司近期参股投资海淀教授，借力海淀区丰富的教育资源，在国际教育和民办教育领域拓展空间巨大。**首次覆盖给予买入评级！**

五、风险提示

- 1、北京社零持续低迷，中高端消费进一步下滑；
- 2、人工、租金费用快速上涨；
- 3、参股的国际教育投资平台推进低于预期。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 4,686 | 6,142 | 5,761 | 5,697 | 5,877 | 6,183 |
| 增长率 | | 31.1% | -6.2% | -1.1% | 3.2% | 5.2% |
| 主营业务成本 | -3,743 | -4,848 | -4,550 | -4,458 | -4,599 | -4,843 |
| %销售收入 | 79.9% | 78.9% | 79.0% | 78.3% | 78.3% | 78.3% |
| 毛利 | 943 | 1,294 | 1,211 | 1,239 | 1,277 | 1,340 |
| %销售收入 | 20.1% | 21.1% | 21.0% | 21.7% | 21.7% | 21.7% |
| 营业税金及附加 | -57 | -71 | -69 | -66 | -70 | -74 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 营业费用 | -596 | -841 | -744 | -758 | -787 | -829 |
| %销售收入 | 12.7% | 13.7% | 12.9% | 13.3% | 13.4% | 13.4% |
| 管理费用 | -120 | -233 | -218 | -216 | -223 | -235 |
| %销售收入 | 2.6% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 169 | 149 | 180 | 199 | 196 | 203 |
| %销售收入 | 3.6% | 2.4% | 3.1% | 3.5% | 3.3% | 3.3% |
| 财务费用 | 5 | 8 | 3 | 23 | 36 | 44 |
| %销售收入 | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.4% | -0.6% | -0.7% |
| 资产减值损失 | -3 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 13 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.6% | 5.8% | 13.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 173 | 171 | 214 | 222 | 233 | 247 |
| 营业利润率 | 3.7% | 2.8% | 3.7% | 3.9% | 4.0% | 4.0% |
| 营业外收支 | 9 | 55 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 182 | 226 | 225 | 222 | 233 | 247 |
| 利润率 | 3.9% | 3.7% | 3.9% | 3.9% | 4.0% | 4.0% |
| 所得税 | -47 | -59 | -58 | -56 | -58 | -62 |
| 所得税率 | 25.6% | 25.9% | 25.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润 | 135 | 167 | 167 | 167 | 175 | 185 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 归属于母公司的净利润 | 133 | 166 | 166 | 165 | 173 | 183 |
| 净利率 | 2.8% | 2.7% | 2.9% | 2.9% | 2.9% | 3.0% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 984 | 1,437 | 1,618 | 1,570 | 1,949 | 2,318 |
| 应收款项 | 29 | 47 | 45 | 48 | 50 | 53 |
| 存货 | 109 | 123 | 105 | 110 | 113 | 119 |
| 其他流动资产 | 96 | 209 | 231 | 209 | 209 | 210 |
| 流动资产 | 1,219 | 1,815 | 1,999 | 1,937 | 2,322 | 2,700 |
| %总资产 | 37.1% | 38.8% | 40.8% | 42.9% | 49.3% | 55.0% |
| 长期投资 | 44 | 43 | 243 | 243 | 243 | 243 |
| 固定资产 | 1,806 | 2,327 | 2,161 | 2,011 | 1,860 | 1,709 |
| %总资产 | 54.9% | 49.7% | 44.1% | 44.5% | 39.5% | 34.8% |
| 无形资产 | 156 | 411 | 419 | 256 | 215 | 180 |
| 非流动资产 | 2,070 | 2,867 | 2,901 | 2,583 | 2,391 | 2,206 |
| %总资产 | 62.9% | 61.2% | 59.2% | 57.1% | 50.7% | 45.0% |
| 资产总计 | 3,289 | 4,682 | 4,900 | 4,520 | 4,713 | 4,906 |
| 短期借款 | 0 | 3 | 300 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,325 | 1,395 | 1,259 | 1,277 | 1,345 | 1,416 |
| 其他流动负债 | 259 | 478 | 436 | 254 | 278 | 288 |
| 流动负债 | 1,584 | 1,876 | 1,995 | 1,531 | 1,623 | 1,704 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 4 | 10 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 1,588 | 1,885 | 2,004 | 1,531 | 1,623 | 1,704 |
| 普通股股东权益 | 1,690 | 2,784 | 2,882 | 2,974 | 3,073 | 3,183 |
| 少数股东权益 | 11 | 12 | 13 | 15 | 17 | 19 |
| 负债股东权益合计 | 3,289 | 4,682 | 4,900 | 4,520 | 4,713 | 4,906 |

| 比率分析 | | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.433 | 0.317 | 0.317 | 0.315 | 0.329 | 0.349 |
| 每股净资产 | 5.486 | 5.312 | 5.499 | 5.674 | 5.863 | 6.072 |
| 每股经营现金净流 | 0.548 | 0.092 | 0.457 | 0.299 | 0.864 | 0.844 |
| 每股股利 | 0.180 | 0.160 | 0.140 | 0.140 | 0.140 | 0.140 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 7.89% | 5.96% | 5.76% | 5.54% | 5.62% | 5.75% |
| 总资产收益率 | 4.06% | 3.55% | 3.39% | 3.65% | 3.66% | 3.73% |
| 投入资本收益率 | 7.40% | 3.95% | 4.19% | 5.00% | 4.77% | 4.74% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -5.30% | 31.07% | -6.20% | -1.11% | 3.15% | 5.21% |
| EBIT增长率 | -18.69% | -11.75% | 20.30% | 10.90% | -1.43% | 3.10% |
| 净利润增长率 | -9.91% | 24.50% | 0.00% | -0.75% | 4.75% | 6.01% |
| 总资产增长率 | -4.01% | 42.37% | 4.66% | -7.75% | 4.27% | 4.09% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 1.7 | 1.7 | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 存货周转天数 | 11.3 | 8.7 | 9.1 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 应付账款周转天数 | 36.7 | 31.3 | 39.5 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 固定资产周转天数 | 140.1 | 138.3 | 136.4 | 128.2 | 115.0 | 100.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -57.88% | -51.28% | -45.52% | -52.52% | -63.07% | -72.39% |
| EBIT利息保障倍数 | -32.6 | -19.2 | -55.7 | -8.6 | -5.4 | -4.6 |
| 资产负债率 | 48.28% | 40.27% | 40.91% | 33.87% | 34.43% | 34.73% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 135 | 167 | 167 | 167 | 175 | 185 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 185 | 257 | 239 | 199 | 192 | 185 |
| 非经营收益 | -1 | -19 | -17 | 14 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -151 | -358 | -150 | -223 | 87 | 72 |
| 经营活动现金净流 | 169 | 48 | 239 | 157 | 453 | 442 |
| 资本开支 | -106 | -57 | -57 | 114 | 0 | 0 |
| 投资 | 0 | -466 | -230 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -74 | 55 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -179 | -469 | -240 | 114 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 0 | 500 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 300 | -310 | 0 | 0 |
| 其他 | -62 | -60 | -91 | -10 | -73 | -73 |
| 筹资活动现金净流 | -62 | 441 | 209 | -319 | -73 | -73 |
| 现金净流量 | -72 | 20 | 209 | -48 | 379 | 369 |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD