

2017年08月09日

绝味食品 (603517.SH)

公司分析

卤制食品行业品牌企业，销售网络遍布全国

投资要点

- ◆ **营收保持稳定增长，发展后劲充足：**2016年公司实现营业收入32.74亿元，同比增长12.08%，实现归母净利润3.80亿元，同比增长26.42%，增长较稳定，其中休闲卤制食品的销售为主要收入来源，占比96.54%。2014-2016年公司净利润复合增长率达25.41%，综合毛利率由26.85%增至31.84%，毛利率的提高得益于单位销售价格保持稳定的同时单位销售成本下降幅度较大。公司未来将以鸭副类产品为核心，不断梳理和优化产品结构，提高核心竞争力和品牌影响力，发展潜力较大。
- ◆ **休闲卤制食品市场需求旺盛，消费迎来持续快速增长：**由于生活水平的提高，城乡居民的食品消费将从生产型消费向享受型、发展型消费加速转变，休闲卤制食品符合我国社会转型期居民生活方式转变的要求。2015年我国休闲卤制食品市场规模已达521亿元，2010-2015年复合增长率为17.6%，估计2020年达1,235亿元。预计未来几年，随我国国民经济的快速发展和城镇居民总量的逐渐增加，休闲卤制食品的消费支出仍将保持较快的发展趋势。
- ◆ **公司销售网络遍布全国，积极向上游原材料行业延伸：**公司通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化门店运营管理，直营和加盟连锁营销网络覆盖全国29个省、自治区和直辖市，发展成为国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。截至2016年9月，公司拥有门店7,758家，其中直营店115家，加盟店7,643家，到2016年底公司拥有门店总数达7,924家，较上年增长752家，同比增长10.49%。预计在2020年，随着销售网络完成，公司直营门店数将在现有基础上增加180家，进一步增加门店覆盖率。在横向拓宽市场的同时，公司积极向上游原材料行业延伸，有效保证原材料供给。
- ◆ **募投释放产能，提高公司竞争优势：**公司募集资金全部投向位于湖南、江西、黑龙江、四川、上海、贵州、河南、西安的8个食品加工建设项目，1个营销网络项目和1个研发检验中心，总投资额达94,891万元。募投项目达产后年新增产能94,500吨，相应的原租赁厂房逐步停止使用后，净增产能约48,500吨，新增净利润24,371.04万元。本次募投项目的实施，能有效提升公司的生产能力、产品配送能力和销售能力，有利于更新和扩大产能，加强创新能力和销售能力，开拓新的利润增长点，增加市场份额，全面提升公司的综合竞争力。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为1.11、1.40和1.65元，净资产收益率分别为18.1%、19.7%和20.2%，给予买入-B建议，6个月目标价为36.08元，相当于2017年32.5倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**工艺配方流失风险；发生动物疫情风险；加盟模式管理风险。

食品饮料 | 肉制品 III

投资评级

买入-B(首次)

6个月目标价

36.08元

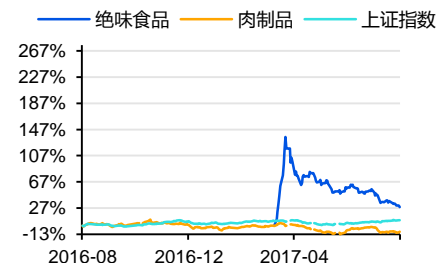
股价(2017-08-08)

29.52元

交易数据

总市值(百万元)	12,103.20
流通市值(百万元)	1,476.00
总股本(百万股)	410.00
流通股本(百万股)	50.00
12个月价格区间	19.31/59.00元

一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-19.48	-29.68	-9.24
绝对收益	-17.5	-23.08	

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

报告联系人

杨维维
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-23996306

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,921.3	3,274.1	3,862.6	4,502.2	5,199.9
同比增长(%)	11.1%	12.1%	18.0%	16.6%	15.5%
营业利润(百万元)	386.8	508.4	597.3	760.2	903.7
同比增长(%)	32.0%	31.4%	17.5%	27.3%	18.9%
净利润(百万元)	300.8	380.3	455.0	573.3	677.5
同比增长(%)	27.3%	26.4%	19.6%	26.0%	18.2%
每股收益(元)	0.73	0.93	1.11	1.40	1.65
PE	42.4	33.6	28.1	22.3	18.8
PB	10.8	8.7	5.1	4.4	3.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、休闲卤制食品行业品牌企业，营业收入稳定增长	4
(一) 各业务经营情况良好，营业收入稳定增长	4
(二) 典型民营企业，实际控制人戴文军	5
二、市场需求旺盛，行业集中度逐渐提升	5
(一) 休闲食品行业市场需求旺盛，卤制品市场规模增速较快	5
(二) 行业集中度逐渐提升，品牌影响力增强	6
三、营销网络遍布全国，募投项目提高公司竞争优势	7
(一) 营销网络遍布全国，继续完善生产布局	7
(二) 募投项目产能逐步释放，扩大公司竞争优势	8
四、盈利预测、估值与投资建议	9
(一) 主要假设	9
(二) 估值与投资建议	10
五、风险提示	11

图表目录

图 1：公司营业收入、归母净利润以及毛利率变动情况	4
图 2：公司各销售渠道的毛利率变动情况	4
图 3：公司各产品销售收入占比情况	4
图 4：可比公司毛利率比较	4
图 5：公司股权结构	5
图 6：我国休闲食品行业市场规模	6
图 7：我国休闲卤制食品零售额	6
图 8：卤制食品各细分市场规规模	6
图 9：2015 年卤制食品各细分市场份额	6
图 10：主要企业市占率（按营业收入划分）	7
图 11：主要企业市占率（按零售额划分）	7
图 12：公司加盟店收入和门店数量变化情况	8
图 13：公司直营店收入和门店数量变化情况	8
表 1：休闲卤制食品行业分布情况	7
表 2：公司和主要竞争对手的业务概况	7
表 3：公司募投项目详细情况	8
表 4：公司各业务营业收入预测	9
表 5：可比公司估值	10

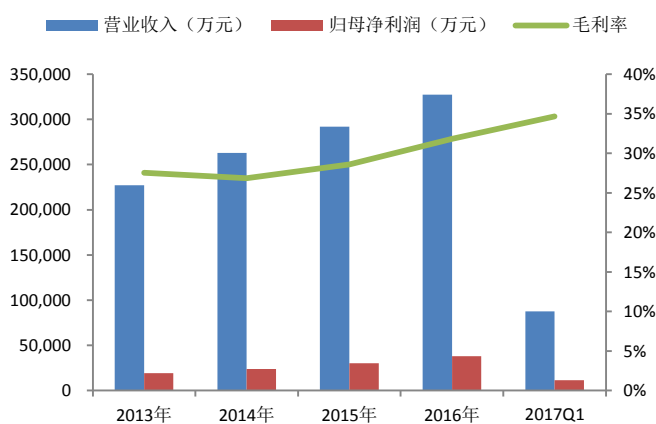
一、休闲卤制食品行业品牌企业，营业收入稳定增长

（一）各业务经营情况良好，营业收入稳定增长

公司是一家经营自主品牌的休闲卤制食品企业，也是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。

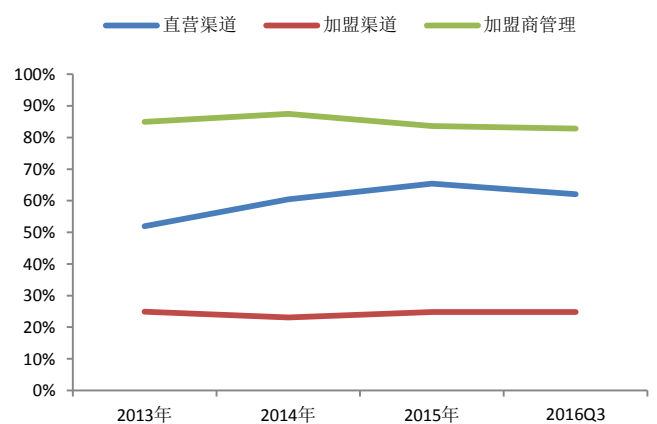
公司 2014-2016 年营业收入分别为 262,972.60、292,129.85 和 327,414.48 万元，年复合增长率达 12.98%；归母净利润分别为 23,633.82、30,081.61 和 38,030.32 万元，年复合增长率为 25.41%。2017Q1 实现营业收入 87,614.42 万元，归母净利润 11,470.47 万元，毛利率 34.67%，毛利率处于同行业可比公司中间水平，并且整体呈上升趋势，毛利率的提高主要是由于单位销售价格保持稳定的同时单位销售成本下降幅度较大。公司加盟渠道业务综合毛利率维持在 30%左右；自营渠道业务综合毛利率在 2016 年达 65.40%。按渠道来看，加盟渠道是公司营业收入的主要来源，占比超 90%；按产品来看，休闲卤制食品销售是公司的主要收入来源，占主营业务收入比例超 95%，不断梳理和优化产品结构，提高核心竞争力和品牌影响力，发展潜力较大。

图 1：公司营业收入、归母净利润以及毛利率变动情况



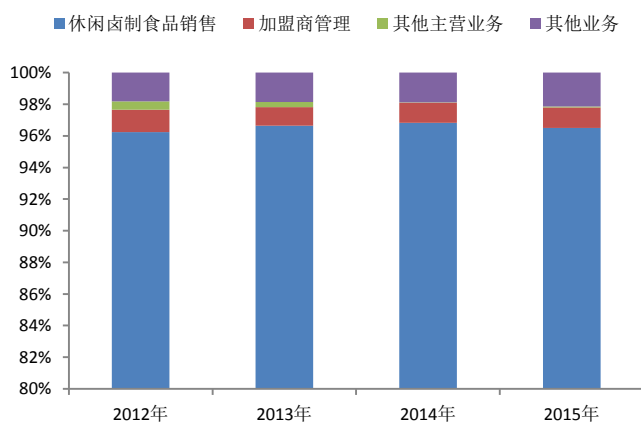
资料来源：华金证券研究所，Wind

图 2：公司各销售渠道的毛利率变动情况



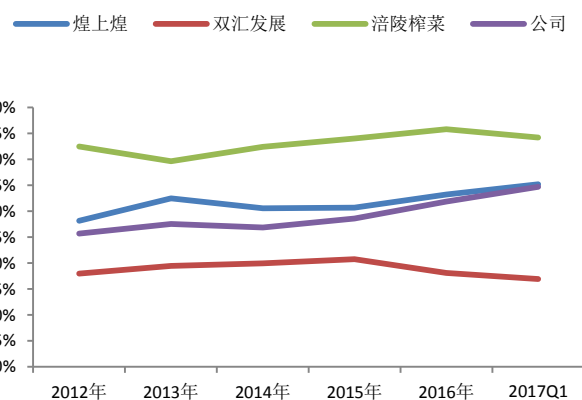
资料来源：华金证券研究所，Wind

图 3：公司各产品销售收入占比情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 4：可比公司毛利率比较

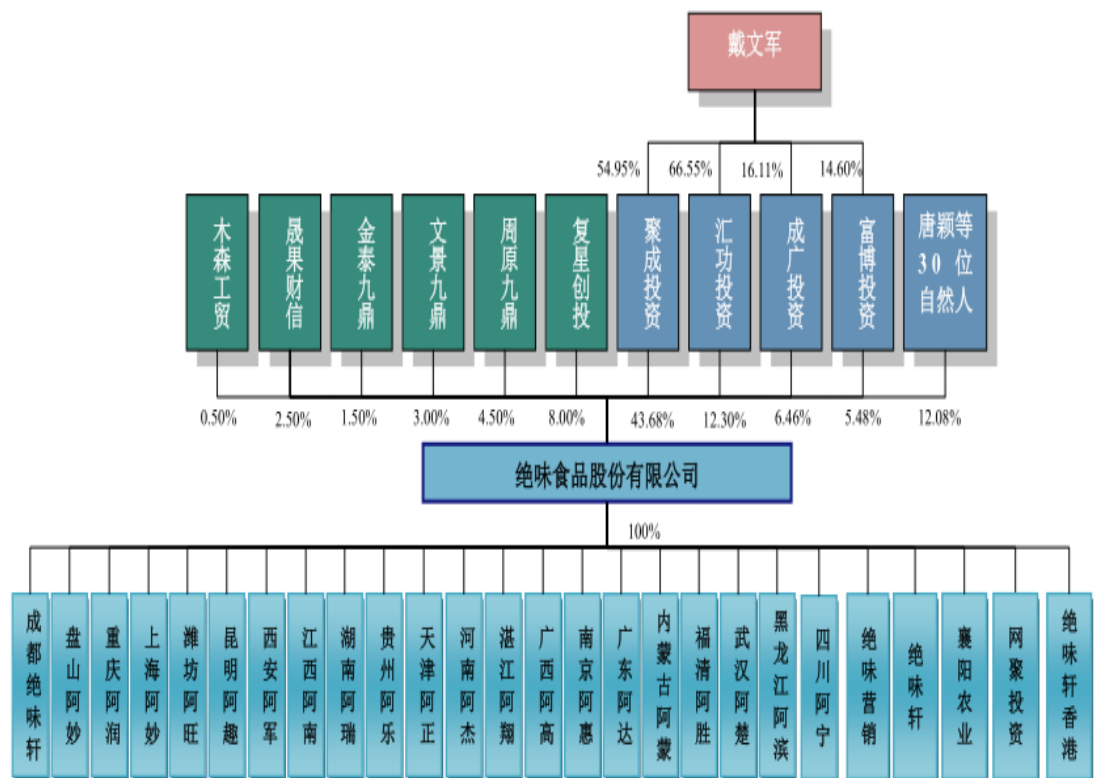


资料来源：华金证券研究所，Wind

（二）典型民营企业，实际控制人戴文军

公司控股股东为聚成投资，实际控制人为戴文军。戴文军通过持有聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资共间接持有公司 34.03%的股份，实际控制公司 67.92%的股份。家族其他成员也持有公司股份：兄长戴文杰持有 0.55%，妻弟翁凯持有 0.12%。公司旗下拥有成都绝味轩、绝味轩香港等 26 家全资子公司，其中子公司绝味营销在全国各市场还有子公司，负责管理各区域市场的直营门店和加盟门店。

图 5：公司股权结构



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

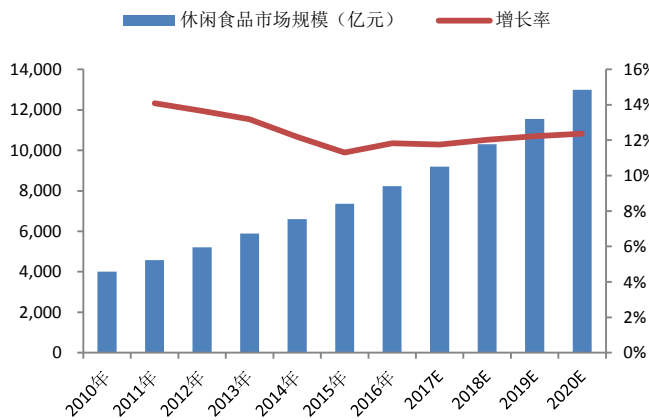
二、市场需求旺盛，行业集中度逐渐提升

（一）休闲食品行业市场需求旺盛，卤制品市场规模增速较快

城乡居民的食品消费从生存型消费向享受型、发展型消费加速转变，休闲卤制食品则符合了我国居民生活方式转变的现状，其市场需求量正在逐年增加。据中商情报网披露，2017 年中国休闲食品行业零售市场规模可达 9,191 亿元，并预计 2020 年达到 12,984 亿元，2016-2020 年复合增长率为 12.1%。据 FROST&SULLIVANT 披露，2015 年我国休闲卤制食品的市场规模已达 521 亿元，2010-2015 年复合增长率达 17.6%，是休闲食品行业中增速保持较快的品类。并随着冷链物流的发展和人民生活水平的提高，预计 2015-2020 其市场规模的年复合增长率为

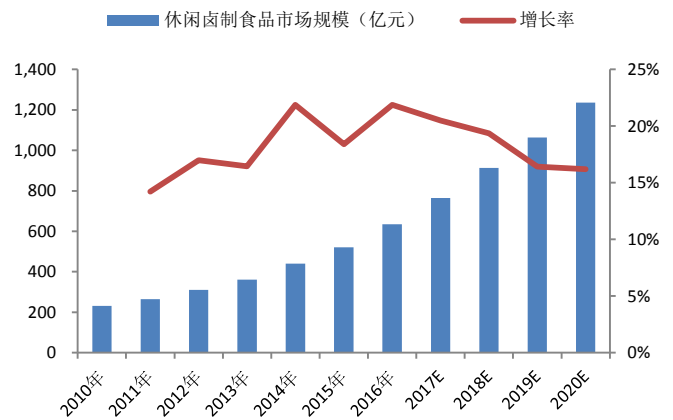
24.1%，2020 年休闲卤制食品市场规模将达到 1,235 亿元。在未来几年，随我国经济的持续增长和城镇居民总量的逐渐增加，休闲卤制食品的消费支出仍将保持较快的发展态势。

图 6：我国休闲食品行业市场规模



资料来源：华金证券研究所，中商情报网

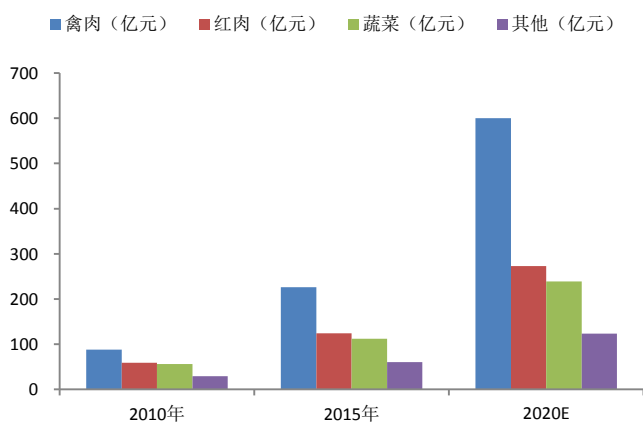
图 7：我国休闲卤制食品零售额



资料来源：华金证券研究所，FROST&SULLIVAN

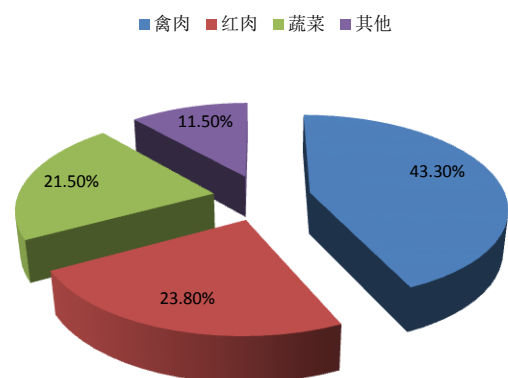
在休闲卤制食品的消费都在增长的趋势下，禽肉类休闲卤制食品增速最快，并且占比最大。休闲卤制食品生产所用食材较为广泛，包括禽肉、红肉、蔬菜、豆制品、水产品等，据中国产业信息网披露，以鸭脖为代表的禽肉卤制品增速最快，市场规模在 2010-2015 年复合增长率达 20.7%，其余产品市场规模复合增长率在 15% 左右，预计 2020 年禽肉卤制食品的市场规模将由 2015 年的 226 亿元增至 600 亿元，复合增长率为 21.6%。禽肉卤制品不仅增速最快，并且其在卤制食品中市场份额占比最大，达 43.3%，仅次于禽肉的是红肉卤制品，最后是蔬菜类食品。预计未来禽肉类卤制食品的消费将继续扩大，带动卤制食品的消费增加。

图 8：卤制食品各细分市场规模



资料来源：华金证券研究所，中国产业信息网

图 9：2015 年卤制食品各细分市场份



资料来源：华金证券研究所，中国产业信息网

（二）行业集中度逐渐提升，品牌影响力增强

我国休闲卤制食品加工的产业集中度和技术装备水平较低，发展水平参差不齐，80% 以上的企业还处于小规模、作坊式、手工或半机械的落后状态，休闲卤制食品的质量安全存在较大隐患，

对消费者的健康带来了潜在威胁。随着食品安全要求的提高，作坊式等零售方式将被逐渐取缔，休闲卤制食品行业的市场向品牌龙头企业靠拢。

表 1：休闲卤制食品行业分布情况

经营模式	企业数量占比	特点	缺陷
小作坊	80%	地域性强、品种少、产品质量控制差、品牌知名度低	食品安全性差、食品销售半径有限
规模以上企业	20%	品牌度高、工艺水平先进、食品安全体系完善、产品丰富	

资料来源：华金证券研究所，《食品研究与开发》

根据周黑鸭招股说明书测算，行业 CR5 约为 21.40%。截止 2016 年 6 月，按收入划分，公司市占率为 7.4%；按零售额划分，市占率为 8.9%，排位第一。另外，国家为创造消费需求、增强消费能力、扩大居民消费，鼓励肉类行业大型企业的发展。随着食品安全、国家产业政策和市场竞争等因素的影响，市场份额会逐步向规模以上、具有品牌优势的企业集中。

图 10：主要企业市占率（按营业收入划分）

■ 绝味食品 ■ 周黑鸭 ■ 紫燕 ■ 煌上煌 ■ 久久丫 ■ 其他

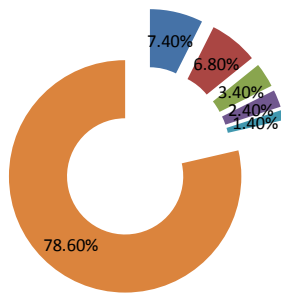
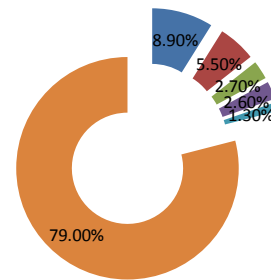


图 11：主要企业市占率（按零售额划分）

■ 绝味食品 ■ 周黑鸭 ■ 紫燕 ■ 煌上煌 ■ 久久丫 ■ 其他



资料来源：华金证券研究所，周黑鸭招股说明书

资料来源：华金证券研究所，周黑鸭招股说明书

三、营销网络遍布全国，募投项目提高公司竞争优势

（一）营销网络遍布全国，继续完善生产布局

公司设立以来，重视销售网络管理，制定了“以品牌营销为目标，以服务营销为手段，以产品营销为根本，为消费者提供便利的美食平台”的营销方针。经过多年的持续开拓，形成了覆盖全国 29 个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络。

表 2：公司和主要竞争对手的业务概况

企业/品牌名称	门店数（家）	销售模式	销售区域	主要产品
煌上煌	2,500 家左右	直营+加盟	江西、广东、福建等	酱制、卤制、烧烤、凉拌、包装五大系列产品
周黑鸭	700 家左右	直营为主	集中于华中地区	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等
久久丫	1,000 家左右	直营+加盟	北京、江苏、浙江等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等

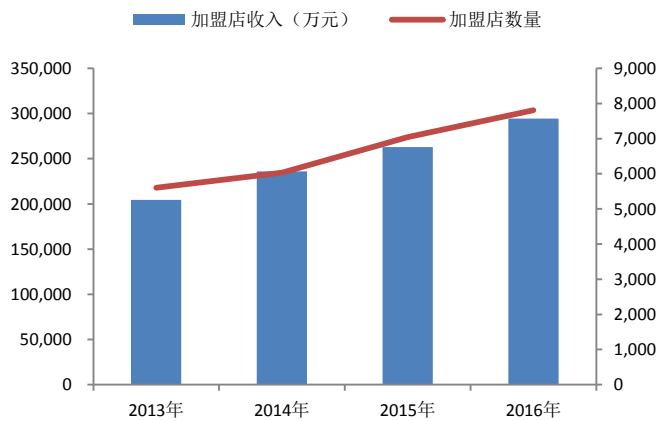
企业/品牌名称	门店数(家)	销售模式	销售区域	主要产品
紫燕	1,500 家左右	直营为主	四川、重庆、上海等	百味鸡、芙蓉鸭、油烫鸭等
绝味食品	7,758 家	直营+加盟	全国各地	卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌等

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

注：门店数截止 2016 年 9 月底

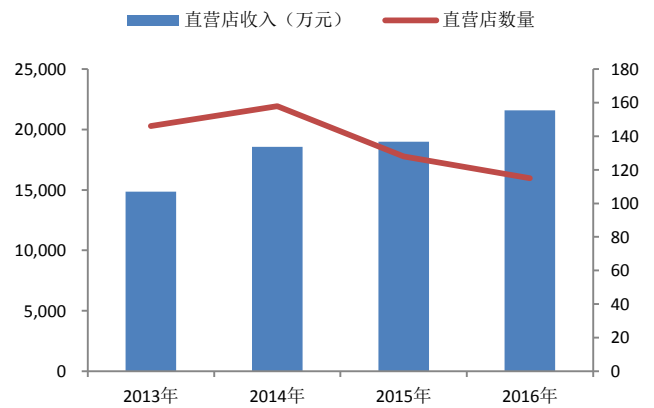
截至 2016 年 9 月，公司拥有门店 7,758 家，其中直营店 115 家，加盟店 7,643 家，并且加盟店收入和直营店收入都在持续增长。公司在现有的销售网络上继续拓展门店数量，在 2016 年底拥有门店总数达 7,924 家，同比增长 10.49%。期间公司为提高直营店效益，逐渐放弃部分经营效益较差的直营门店，使直营店数量整体呈下降趋势。但是随着项目的实施，预计 2020 年，直营店数量将在现有基础上再增加 180 家，进一步增加门店覆盖率和门店数量。

图 12：公司加盟店收入和门店数量变化情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 13：公司直营店收入和门店数量变化情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

同时，公司为保证产品质量和产品供应，构建了向全国销售网络配送产品的生产基地。截止 2016 年 9 月底，公司已建立 19 个产品生产基地，并准备在四川等地新建 8 个食品加工基地，这为公司门店的快速扩张提供了坚实的供应保障。销售网络已成为公司重要的竞争优势，为公司未来进一步提高市场份额奠定了良好的基础。

在横向拓宽市场的同时，公司积极向上游原材料行业延伸，战略投资内蒙古塞飞亚农业发展股份有限公司，有效保证原材料供给。此外，公司还参股了武汉零点绿色食品股份有限公司、江苏和府餐饮管理有限公司，有助于丰富产业布局，打造一流特色美食平台。

（二）募投项目产能逐步释放，扩大公司竞争优势

公司募集资金全部投向位于湖南、江西、黑龙江、四川、上海、贵州、河南、西安的 8 个食品加工建设项目，1 个营销网络项目和 1 个研发检验中心。本次募投项目的实施，有利于更新和扩大产能，加强创新能力和销售能力，开拓新的利润增长点，进一步加强公司竞争力。

表 3：公司募投项目详细情况

项目名称	投资总额 (万元)	募投金额 (万元)	产能 (吨)	达产后年新增营业收入 (万元)	达产后年新增净利润 (万元)	建设期 (年)
食品加工建设项目	73,081	64,081	94,500	290,163	22,945	2
营销网络建设及终端信息化升级项目	17,808	5,976		32,250	1,426	3

项目名称	投资总额 (万元)	募投金额 (万元)	产能 (吨)	达产后年新增营 业收入(万元)	达产后年新增 净利润(万元)	建设期 (年)
研发检验中心及信 息化升级建设项目	4,002	4,002				1
合计	94,891	74,059	94,500	322,413	24,371	2-3

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

本次募集资金投资项目总额为 94,891 万元，其中修建食品加工项目总计 73,091 万元，信息化项目总计 21,800 万元。本次募投项目达产后年新增产能 94,500 吨，由于相应的原租赁厂房将逐步停止使用，公司净增产能约 48,500 吨。项目全部投产后，新增年收入 322,413.49 万元，新增净利润 24,371.04 万元。

四、盈利预测、估值与投资建议

公司是一家经营自主品牌的休闲卤制食品企业，也是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的运营管理，创办一流特色美食平台，打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业的领先品牌。公司将凭借标准化、现代化的生产工艺，规范的连锁加盟模式，领先的研发创新，良好的质量控制和产品营销逐步凸显市场竞争优势，引领行业发展。

（一）主要假设

基于上述分析，我们对公司的盈利和估值做出了预测，我们的预测建立在以下几个假设的基础之上：

- 1、“直营和加盟”模式仍然是公司的主要经营模式。公司是以加盟店为经营核心的品牌企业，加盟模式可以保证公司的影响力向全国各地辐射。
- 2、卤制食品市场需求旺盛，规模以上企业竞争优势明显。居民消费升级保证市场有效需求充足，规模以上公司可以通过自身品牌保持良好的竞争优势。
- 3、公司主营业务毛利率有上升趋势。公司为了保证经营效益，在保持加盟店数量高速增长的同时，加大对直营店的投资，从而带动毛利率有效增长。

我们预计，公司 2017-2019 年公司营业收入分别为 38.63、45.02、52.00 亿元，毛利率分别为 32.73%、33.02%、33.73%。

表 4：公司各业务营业收入预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
直营店				
收入(万元)	21,590.64	38,309.87	51,575.21	58,127.06
YOY	13.74%	77.44%	34.63%	12.70%
毛利率	68.89%	69.02%	70.12%	71.97%
加盟店				
收入(万元)	294,499.47	335,289.29	384,824.81	446,804.51

	2016A	2017E	2018E	2019E
YOY	12.01%	13.85%	14.77%	16.11%
毛利率	28.17%	27.75%	27.26%	28.06%
加盟管理				
收入 (万元)	3,973.60	4,149.04	4,324.48	4,499.92
YOY	4.62%	4.42%	4.23%	4.06%
毛利率	82.82%	82.09%	81.41%	82.22%
其他主营业务				
收入 (万元)	112.92	265.70	149.55	182.41
YOY	-43.95%	135.29%	-43.72%	21.98%
毛利率	4.44%	-27.22%	14.80%	-2.70%
其他业务				
收入 (万元)	7,237.85	8,245.78	9,341.98	10,379.34
YOY	16.18%	13.93%	13.29%	11.10%
毛利率	43.08%	43.60%	43.25%	43.34%
合计				
收入 (万元)	327,414.48	386,259.68	450,216.03	519,993.24
YOY	12.08%	17.97%	16.56%	15.50%
毛利率	31.84%	32.73%	33.02%	33.73%

资料来源：华金证券研究所

(二) 估值与投资建议

我们选取同行业可比公司进行对比，具体如下：

表 5：可比公司估值

代码	证券简称	最新价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
000895	双汇发展	21.33	703.80	15.98	14.60	13.07	1.33	1.46	1.63
002507	涪陵榨菜	13.08	103.25	40.14	29.50	23.75	0.49	0.44	0.55
002695	煌上煌	21.16	105.79	119.94	81.79	55.44	0.18	0.26	0.38
300146	汤臣倍健	14.22	209.05	39.06	31.36	27.01	0.37	0.45	0.53
600597	光明乳业	12.25	150.75	26.77	24.41	22.16	0.46	0.50	0.55
600887	伊利股份	21.54	1,309.42	23.13	21.31	18.63	0.93	1.01	1.16
603288	海天味业	37.98	1,027.34	36.13	30.46	26.24	1.05	1.25	1.45
603866	桃李面包	33.25	149.67	34.36	28.42	22.31	0.97	1.17	1.49
	平均值	21.85	469.88	41.94	32.73	26.08	0.72	0.82	0.97
603517	绝味食品	29.52	121.03	33.56	28.05	22.26	0.93	1.11	1.40

资料来源：华金证券研究所，Wind

注：最新价为 2017 年 8 月 8 日收盘价

参考同行业估值水平，考虑到休闲卤制食品市场需求的增加以及消费者消费需求的升级，并且公司作为休闲卤制食品行业的龙头企业之一，在消费者当中拥有较强的品牌知名度和美誉度，我们认为公司 2017 年合理估值范围为 30-35X，估值取均值 32.5X，对应的目标价为 36.08 元，给予买入-B 建议。

五、风险提示

工艺配方流失风险；

发生动物疫情风险；

加盟模式管理风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,921.3	3,274.1	3,862.6	4,502.2	5,199.9	年增长率					
减:营业成本	2,086.0	2,231.7	2,598.5	3,015.5	3,446.1	营业收入增长率	11.1%	12.1%	18.0%	16.6%	15.5%
营业税费	23.6	32.3	46.4	45.0	55.2	营业利润增长率	32.0%	31.4%	17.5%	27.3%	18.9%
销售费用	251.6	265.5	342.4	384.0	442.1	净利润增长率	27.3%	26.4%	19.6%	26.0%	18.2%
管理费用	156.0	200.2	251.1	269.5	322.4	EBITDA 增长率	30.7%	33.2%	18.0%	28.3%	24.0%
财务费用	-0.6	2.7	3.0	3.0	3.0	EBIT 增长率	31.4%	32.3%	17.5%	27.1%	18.8%
资产减值损失	5.2	11.0	6.5	7.6	8.3	NOPLAT 增长率	31.9%	30.8%	18.2%	27.1%	18.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	59.1%	13.1%	7.3%	24.1%	0.9%
投资和汇兑收益	-12.6	-22.4	-17.5	-17.5	-19.1	净资产增长率	23.1%	23.9%	71.5%	15.5%	15.8%
营业利润	386.8	508.4	597.3	760.2	903.7	盈利能力					
加:营业外净收支	17.4	8.5	17.2	14.4	13.4	毛利率	28.6%	31.8%	32.7%	33.0%	33.7%
利润总额	404.3	516.9	614.5	774.6	917.1	营业利润率	13.2%	15.5%	15.5%	16.9%	17.4%
减:所得税	103.4	136.6	159.5	201.3	239.6	净利润率	10.3%	11.6%	11.8%	12.7%	13.0%
净利润	300.8	380.3	455.0	573.3	677.5	EBITDA/营业收入	14.4%	17.1%	17.1%	18.9%	20.3%
						EBIT/营业收入	13.2%	15.6%	15.5%	17.0%	17.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	26.7%	25.3%	17.1%	16.7%	16.5%
货币资金	231.5	399.8	1,302.5	1,436.5	1,872.8	负债权益比	36.5%	33.9%	20.6%	20.0%	19.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.64	1.96	3.51	3.74	3.91
应收帐款	45.1	22.4	43.1	43.7	54.8	速动比率	0.80	1.06	2.89	2.73	3.18
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-666.66	189.10	200.10	254.40	302.23
预付帐款	49.4	44.0	94.4	50.1	114.2	营运能力					
存货	350.8	408.3	312.3	573.4	473.3	固定资产周转天数	36	40	46	51	65
其他流动资产	10.4	11.5	14.8	16.0	16.8	流动营业资本周转天数	1	8	1	3	4
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	82	86	124	155	161
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	4	4	3	3	3
长期股权投资	157.8	130.9	130.9	130.9	130.9	存货周转天数	34	42	34	35	36
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	183	197	233	261	260
固定资产	301.7	431.2	560.6	721.0	1,164.3	投资资本周转天数	92	107	100	99	96
在建工程	234.0	289.8	349.6	313.7	-	费用率					
无形资产	143.2	132.7	121.2	109.7	98.2	销售费用率	8.6%	8.1%	8.9%	8.5%	8.5%
其他非流动资产	89.4	91.4	101.5	90.4	100.0	管理费用率	5.3%	6.1%	6.5%	6.0%	6.2%
资产总额	1,613.3	1,961.9	3,030.9	3,485.4	4,025.3	财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	53.0	30.0	-	-	-	三费/营业收入	13.9%	14.3%	15.4%	14.6%	14.8%
应付帐款	208.2	245.6	277.5	332.2	364.8	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	25.4%	26.0%	18.1%	19.7%	20.2%
其他流动负债	157.7	176.8	225.7	234.4	283.0	ROA	18.6%	19.4%	15.0%	16.4%	16.8%
长期借款	-	29.9	-	-	-	ROIC	50.0%	41.1%	43.0%	50.9%	48.7%
其他非流动负债	12.3	14.2	14.1	15.0	15.5	分红指标					
负债总额	431.1	496.6	517.2	581.7	663.3	DPS(元)	0.24	0.29	0.36	0.45	0.53
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	32.3%	31.2%	32.4%	32.0%	32.4%
股本	360.0	360.0	410.0	410.0	410.0	股息收益率	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%
留存收益	822.2	1,105.3	2,103.7	2,493.7	2,952.0						
股东权益	1,182.2	1,465.3	2,513.7	2,903.7	3,362.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	300.8	380.3	455.0	573.3	677.5	EPS(元)	0.73	0.93	1.11	1.40	1.65
加:折旧和摊销	51.5	73.5	62.1	86.9	147.7	BVPS(元)	2.88	3.57	6.13	7.08	8.20
资产减值准备	5.2	11.0	-	-	-	PE(X)	42.4	33.6	28.1	22.3	18.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.8	8.7	5.1	4.4	3.8
财务费用	1.0	2.5	3.0	3.0	3.0	P/FCF	-413.9	47.7	40.0	41.7	19.2
投资损失	12.6	22.4	17.5	17.5	19.1	P/S	4.4	3.9	3.3	2.8	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	25.9	19.2	17.1	13.2	10.2
营运资金的变动	-168.4	3.2	92.0	-144.1	95.8	CAGR(%)	24.0%	21.2%	24.4%	24.0%	21.2%
经营活动产生现金流量	215.3	493.9	629.5	536.5	943.1	PEG	1.8	1.6	1.1	0.9	0.9
投资活动产生现金流量	-286.0	-232.4	-257.3	-217.3	-284.9	ROIC/WACC	4.8	3.9	4.1	4.8	4.6
融资活动产生现金流量	-71.5	-93.2	530.5	-185.3	-221.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn