

2019年04月15日

# 三江购物 (601116.SH)

## 动态分析

### 全年营收恢复增长，与阿里合作继续深化

#### 事件

公司披露年报，2018年实现营业收入41.33亿元，同比增长9.64%，实现归母净利润1.12亿元，同比增长2.70%。基本每股收益0.24元。拟每10股派发现金红利2元（含税）。

#### 投资要点

◆ **全年营收恢复增长，渠道扩张影响净利率：**收入端，2018年，三江购物营业收入同比增长近10%，近5年来首次实现营业收入恢复增长。利润端，期间费用率提升0.52pct至20.22%，使净利率略降0.18pct至2.7%，全年归母净利润增长2.7%。分季度看，四季度利润回暖，主要源于四季度公司财务费用率降低至-2.4%。

◆ **邻里店渠道快速扩张，超市营收恢复增长：**2018年，公司门店数量净增33家至202家，净增长源于邻里店。超市渠道营收增长6.8%，坪效增长4.2%，增速均有所恢复；老店同店下降近3%，渠道数量维持128家，次新门店贡献营收增速。邻里店渠道数量扩张，由2017年末的41家提升至2018年末的74家，推动营收增长。

◆ **食品生鲜受欢迎，生鲜引流效果显现：**2018年公司食品、生鲜、日用百货、针纺品类营收占比分别约53%、30%、15%、2%，分别实现营收增长7.6%、31%、-10%、-15%，食品、生鲜品类受到消费者青睐。2018年生鲜品类营收占比由25%提升至30%，带动全年日均有效客流增长近2%，客流增速回暖。

◆ **直采降本增效推升毛利率，渠道扩张增加费用率：**盈利能力方面，2018年各品类毛利率均有所上升，整体毛利率提升0.37pct至24.03%。销售费用率提升0.78pct至18.27%，管理费用率提升0.20pct至2.98%，全年财务费用率降低0.46pct至-1.03%，最终期间费用率提升0.52pct至20.22%，销售净利率降低0.18pct至2.7%，使归母净利润增速不及营收增速。

**存货方面**，2018年存货占营收比例维持约7.9%，与去年基本持平。存货周转率明显提升，由2017年的8.5次提升至2018年的10次。**现金流方面**，经营活动现金流量净额增长4.4%至3.21亿元，经营活动现金流持续向好。

◆ **与阿里合作深化，管理层人事变动：**2018年8月末，公司非公开发行股票项目完成，引入战略投资者阿里巴巴。2019年4月，公司与阿里巴巴合作继续深化，阿里向公司派驻管理层。从2019年起，公司力争三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售的社区生鲜超市。具体来看，与阿里合作，有望继续增加公司直采比例，提升毛利率，并且加快线上线下融合，带动线上渠道营收占比。

◆ **超市行业稳健发展，新零售业态持续探索：**超市是线下零售的重要渠道之一。重点流通企业中，2018年各月增速于5%左右略有波动，2019年前2月超市业态销售额增长4.8%。超市行业销售额保持平稳扩张，有望推动公司业绩稳健增长。公司与阿里合作深化，继续探索新零售业态，公司有望背靠阿里供应链体系及管理经验，降本增效，实现业绩稳健增长。

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

**增持-B(首次)**

股价(2019-04-15)

13.13元

#### 交易数据

总市值(百万元)	7,191.02
流通市值(百万元)	5,393.26
总股本(百万股)	547.68
流通股本(百万股)	410.76
12个月价格区间	10.30/21.56元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.18	-11.44	-32.18
绝对收益	1.08	13.88	-31.59

#### 分析师

王冯  
 SAC执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

吴雨舟  
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn  
 021-20377061

#### 相关报告

◆ **投资建议：**综合，我们看到：（1）公司超市业态恢复增长，门店改造已推动坪效增速回暖，次新门店开始发力，贡献营收增长；（2）邻里店渠道快速扩张，生鲜品类占比提升，带动客流及周转；（3）与阿里合作深化，目前阿里为第二大股东，已向公司派驻管理层，新零售合作计划提速。

**未来看点：**（1）与阿里合作推升商品直采比例，提升毛利率；（2）门店改造已现成效，持续改造门店有望推动营收持续较快增长；（3）新零售计划推进，2019年计划拓店40家。

我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.21、0.22和0.24元。净资产收益率分别为3.7%、3.8%和4.1%，目前公司PE（2019E）约为63倍，给予“增持-B”建议。

◆ **风险提示：**租金成本上升影响公司租售比；门店改造推升费用；与阿里合作的新业态效果或不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,769.9	4,133.2	4,529.7	4,927.8	5,290.6
同比增长(%)	-8.0%	9.6%	9.6%	8.8%	7.4%
营业利润(百万元)	144.7	160.1	157.0	165.5	176.8
同比增长(%)	19.8%	10.7%	-2.0%	5.4%	6.8%
净利润(百万元)	108.7	111.6	114.8	121.1	129.3
同比增长(%)	7.5%	2.7%	2.9%	5.4%	6.8%
每股收益(元)	0.20	0.20	0.21	0.22	0.24
PE	66.2	64.4	62.6	59.4	55.6
PB	4.4	2.3	2.3	2.3	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、全年营收恢复增长，渠道扩张影响净利率	4
(一) 门店改造及生鲜战略效果显现，全年营收恢复增长	4
(二) 邻里店渠道快速扩张，超市营收恢复增长	4
(三) 食品生鲜受到欢迎，生鲜引流效果显现	6
(四) 直采降本增效推升毛利率，渠道扩张增加费用率	6
二、与阿里合作深化，超市行业稳健增长	7
(一) 与阿里合作深化，管理层人事现变动	7
(二) 超市行业稳健发展，新零售业态持续探索	9
三、盈利预测	9
四、风险提示	10

## 图表目录

图 1: 三江购物营业收入及其增长	4
图 2: 三江购物归母净利及其增长	4
图 3: 三江购物季度营业收入及其增长	4
图 4: 三江购物季度归母净利及其增长	4
图 5: 三江购物分业态门店数量	5
图 6: 三江购物分业态门店建筑面积	5
图 7: 三江购物分业态营业收入	5
图 8: 三江购物分业态老店同店增长	5
图 9: 三江购物分业态坪效增长	5
图 10: 三江购物分品类营业收入	6
图 11: 三江购物分品类毛利润	6
图 12: 三江购物日均有效客流及其增长	6
图 13: 三江购物利润率情况	7
图 14: 三江购物费用率情况	7
图 15: 三江购物存货及其占营收	7
图 16: 三江购物经营活动现金流量	7
图 17: 2018 年年报公司股权结构示意图	8
图 18: 三江购物前五大供应商采购占比	8
图 19: 三江购物线上渠道营收及占比	8
图 20: 重点流通企业分业态销售额增速	9
表 1: 三江购物营业收入预测表	9

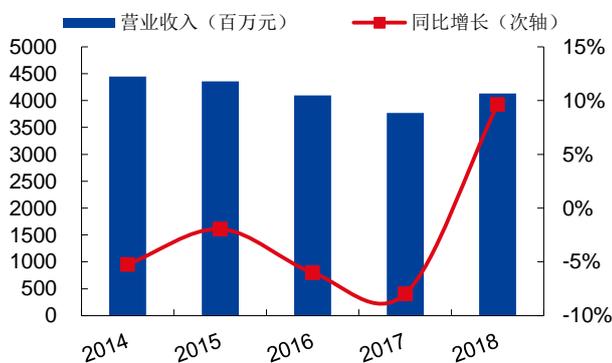
## 一、全年营收恢复增长，渠道扩张影响净利率

公司披露年报，2018 年实现营业收入 41.33 亿元，同比增长 9.64%，实现归母净利 1.12 亿元，同比增长 2.70%。基本每股收益 0.24 元。拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

### （一）门店改造及生鲜战略效果显现，全年营收恢复增长

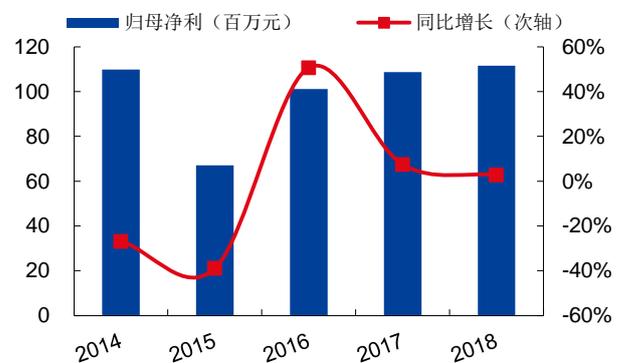
收入端，2018 年，三江购物营业收入同比增长近 10%，近 5 年来首次实现营业收入恢复增长。利润端，期间费用率提升 0.52pct 至 20.22%，使净利率略降 0.18pct 至 2.7%，全年归母净利增长 2.7%。分季度看，四季度利润回暖，主要源于四季度公司财务费用率降低至-2.4%。

图 1：三江购物营业收入及其增长



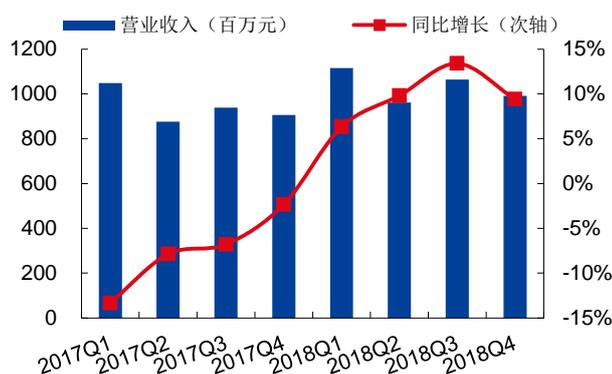
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：三江购物归母净利及其增长



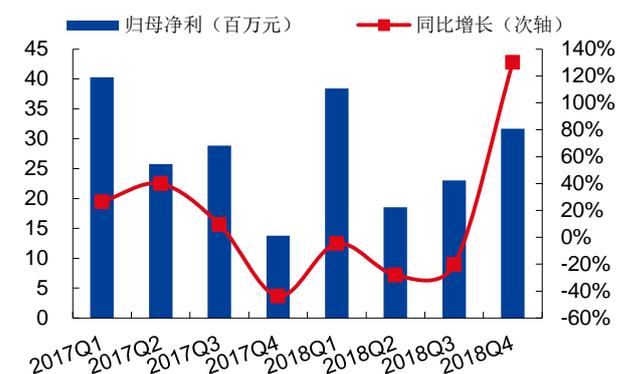
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：三江购物季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：三江购物季度归母净利及其增长



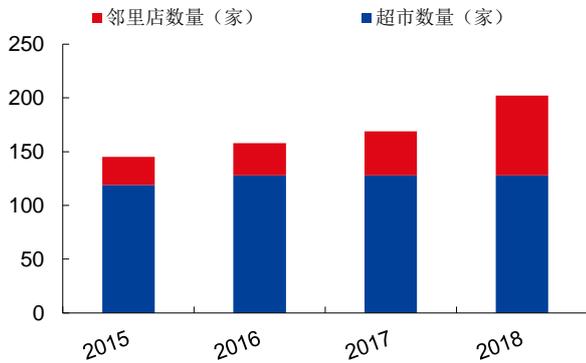
资料来源：Wind，华金证券研究所

### （二）邻里店渠道快速扩张，超市营收恢复增长

门店数量方面，2018 年，公司门店数量净增 33 家至 202 家，渠道拓展推动收入规模增长。分业态看，2018 年公司超市门店数量维持 128 家，面积小、服务门店周边 1 公里范围的邻里店数量快速扩张，由 2017 年末的 41 家提升至 2018 年末的 74 家。面积方面，超市建筑面积由于门店改造及渠道优化，增加约 3.4%，邻里店面积由于渠道扩张增加近 31%。

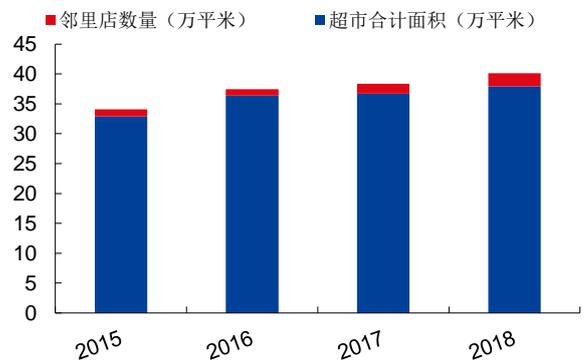
分业态营收，全年门店改造效果逐步显现，超市业态营收增长 6.8%，超市业态恢复营收正增长。渠道扩张推动邻里店营收增长约 75%，持续保持较快增速。

图 5：三江购物分业态门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：三江购物分业态门店建筑面积



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：三江购物分业态营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

同店方面，2018 年，公司两年以上超市老店同店继续下降近 3%，较 2017 年的下降 10% 明显好转。超市业态老店同店下滑，渠道数量无明显扩张，营收正增长，说明次新门店开始发力，贡献营收增长。邻里店同店增长 4.5%，增速回暖。

坪效方面，2018 年公司优化商品布局，坪效同比增加 3.1%。其中超市坪效增加 4.2%，增速回暖，门店改造效果显现；邻里店坪效下降 1.1%，受大规模新开店影响。

图 8：三江购物分业态老店同店增长

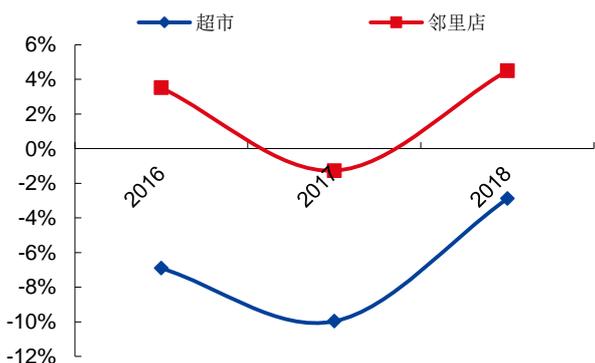
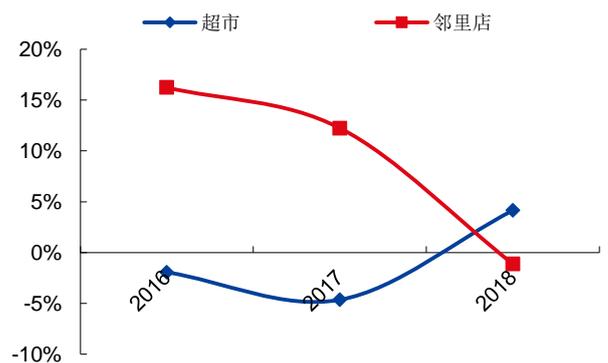


图 9：三江购物分业态坪效增长



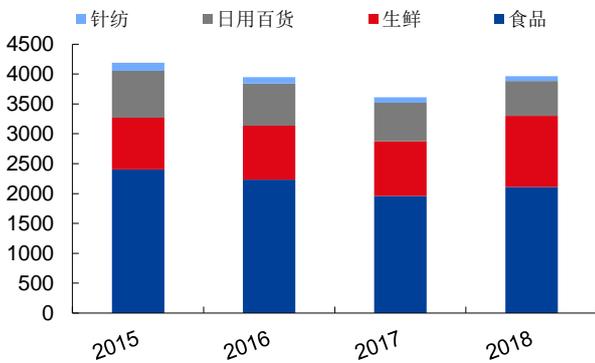
资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）食品生鲜受到欢迎，生鲜引流效果显现

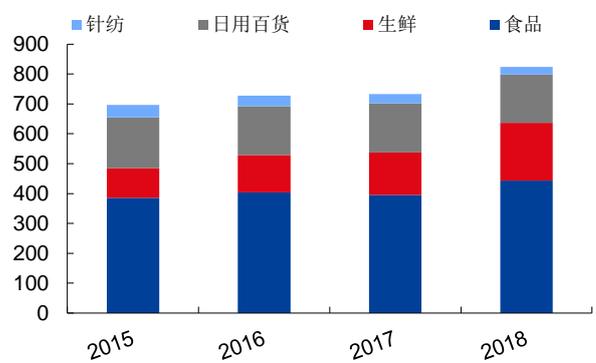
分品类看，2018年公司食品、生鲜、日用百货、针纺品类营收占比分别约53%、30%、15%、2%，分别实现营收增长7.6%、31%、-10%、-15%。2018年公司加强冷链运输能力，改造购物环境、增加基地商品，食品、生鲜品类商品受到消费者青睐。其中，生鲜类商品毛利率较其它水平较低，使该品类毛利润占比约为24%。不过，由于生鲜品类较难储存及运输，消费者购买频次较高，具有明显的引流作用，2018年生鲜品类营收占比由25%提升至30%，带动全年日均有效客流增长近2%，增速回暖，为全年营收增长做出贡献。

图 10：三江购物分品类营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：三江购物分品类毛利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：三江购物日均有效客流及其增长



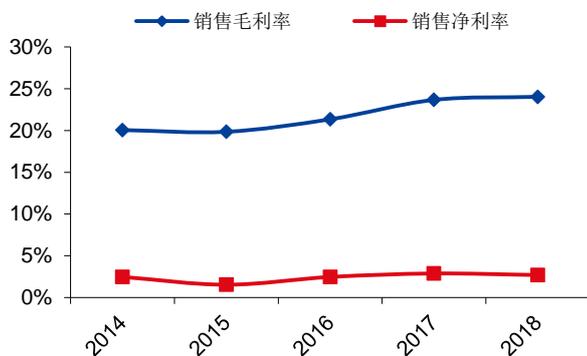
资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （四）直采降本增效推升毛利率，渠道扩张增加费用率

盈利能力方面，2018年公司加强与阿里合作，通过源头采购、基地采购降低成本，并通过冷链运输减少损耗，全年各品类毛利率均有所上升，整体毛利率提升0.37pct至24.03%。新开门店推升租金及员工成本，销售费用率提升0.78pct至18.27%，激励奖金费用推动管理费用率提升0.20pct至2.98%，向阿里非公开发行股票使四季度流动资金充裕，全年财务费用率降低

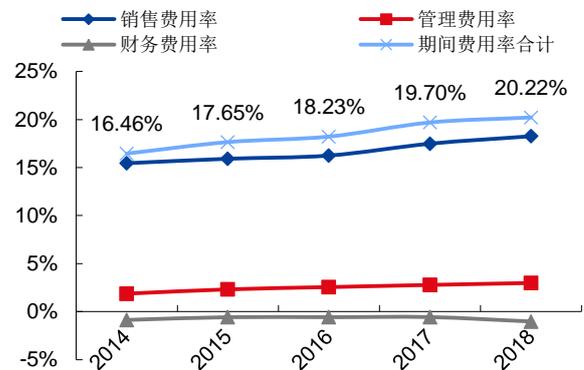
0.46pct 至-1.03%，最终期间费用率提升 0.52pct 至 20.22%，销售净利率降低 0.18pct 至 2.7%，使归母净利润增速不及营收增速。

图 13：三江购物利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

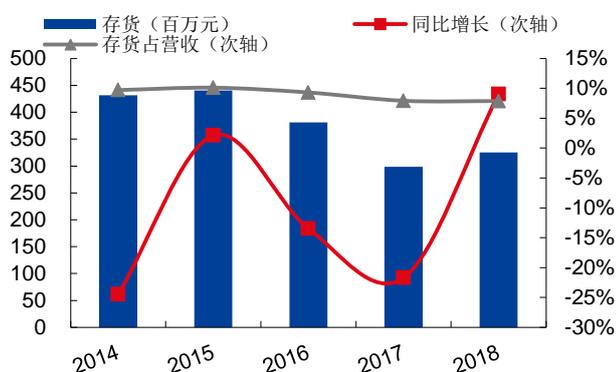
图 14：三江购物费用率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

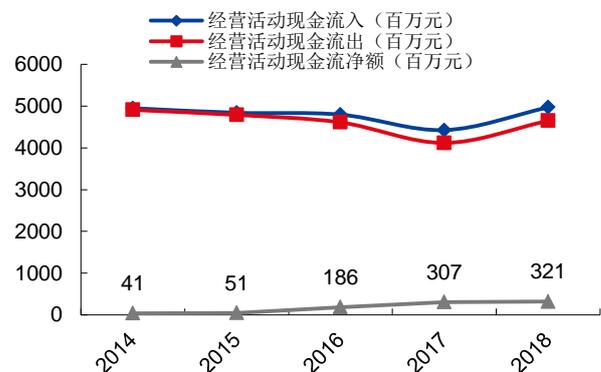
**存货方面**，2018 年公司存货增长 9%至 3.26 亿元，占营收比例维持约 7.9%，与去年基本持平。同时，公司存货周转率明显提升，由 2017 年的 8.5 次提升至 2018 年的 10 次。**现金流方面**，2018 年公司销售商品、提供劳务流入现金流 48.71 亿元，同比增长 13.3%，推动经营活动现金流量净额增长 4.4%至 3.21 亿元，经营活动现金流持续向好。

图 15：三江购物存货及其占营收



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：三江购物经营活动现金流量



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、与阿里合作深化，超市行业稳健增长

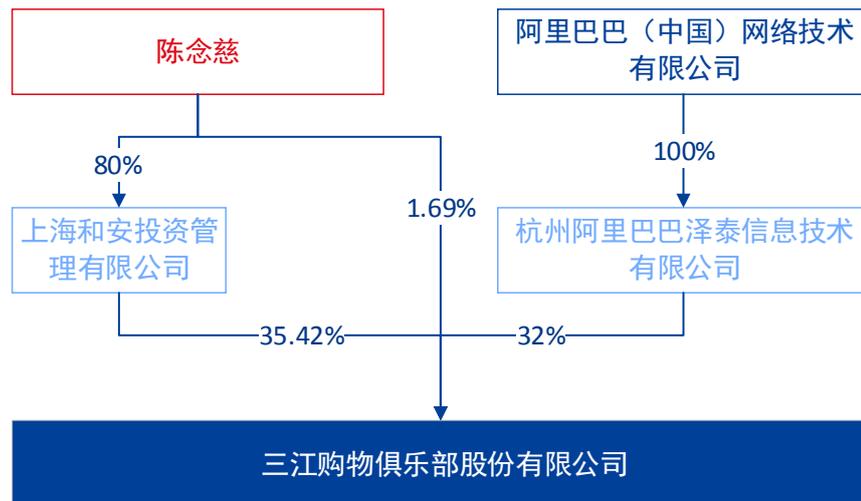
### (一) 与阿里合作深化，管理层人事现变动

2018 年 8 月末，公司非公开发行股票项目完成，引入战略投资者阿里巴巴。本次非公开发行股票近 1.37 亿股，由阿里巴巴泽泰全额认购，净募集资金约 14.5 亿元。非公开发行后，阿里巴巴通过阿里巴巴泽泰持有三江购物 32%股份，为第二大股东。公司非公开发行股票项目引入战略投资者阿里巴巴集团，将紧贴市场需求，整合双方资源。

2019年4月，公司与阿里巴巴合作继续深化，管理层人事变动。董事兼总裁王露先生及董事王曦若女士辞职，董事会审议通过李永和先生、庄海燕女士为董事，陈岩先生为公司总裁的议案。李永和先生2018年加入阿里集团，现任职天猫超市事业群总裁。陈岩先生曾任盒马网络科技有限公司小业态负责人，2019年2月进入三江购物。阿里巴巴向三江购物输出管理，有望进一步深化公司与阿里集团的合作，加强新零售改造进度。

“快速转型，三年升级”。从2019年起，公司决定实施“快速转型，三年升级”战略，力争三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售的社区生鲜超市。

图 17：2018 年年报公司股权结构示意图

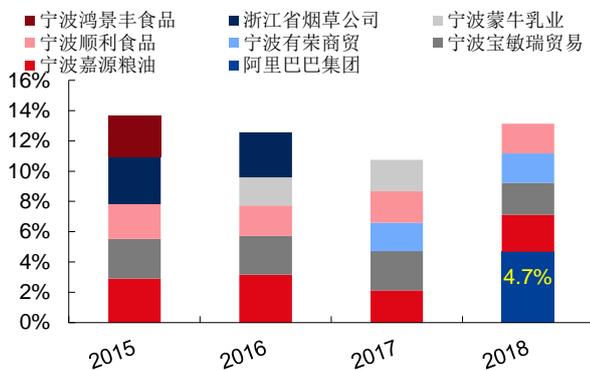


资料来源：公司公告，天眼查，华金证券研究所

供应链合作方面，2018年，阿里巴巴集团成为公司第一大供应商，采购金额占成本比例约4.7%。公司与阿里集团合作，有望运用阿里集团及其合作伙伴的供应链资源及供应链议价能力，继续推升直采比例，持续推升毛利率。

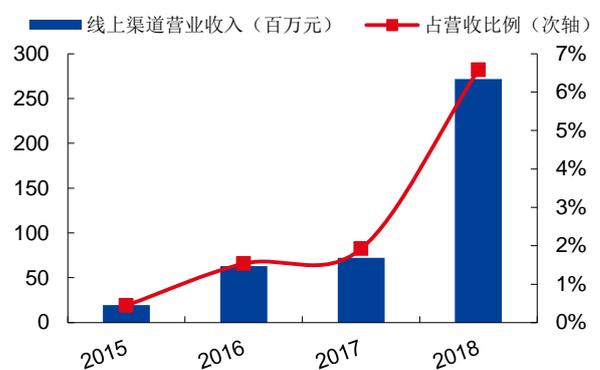
线上渠道方面，公司运用APP、淘鲜达、创新店等方式，加快线上线下融合。2018年公司线上渠道实现营收2.72亿元，同比增长约2.7倍，占营收比例已提升至6.9%。随着与阿里集团的进一步合作，公司线上渠道有望继续较快增长。

图 18：三江购物前五大供应商采购占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 19：三江购物线上渠道营收及占比



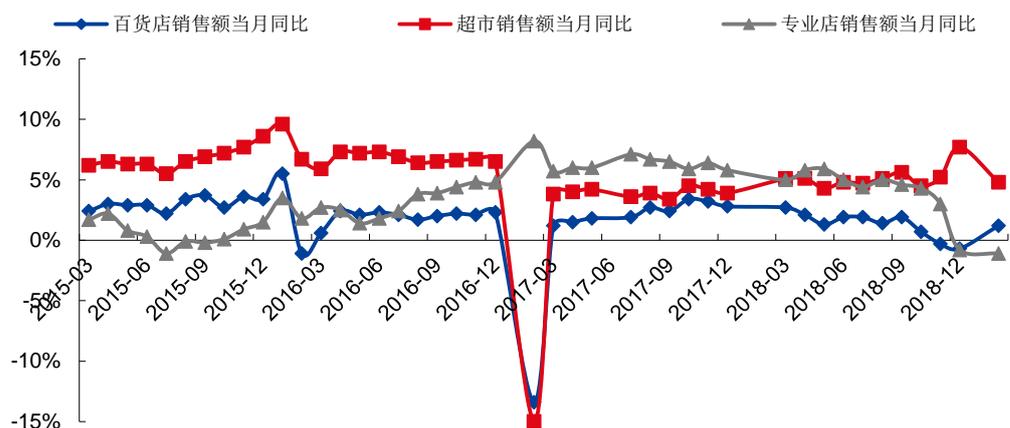
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）超市行业稳健发展，新零售业态持续探索

超市是线下零售的重要渠道之一。相较于百货而言，超市销售商品更偏向于食品饮料、日用百货等快消品，更贴近消费者的生活。凯度消费者指数显示，2018 年中国城市快速消费品销售同比增长 4.3%，增速较 2017 年持平，西部地区以 6.5% 的较快增速拉动整体增长。另在商务部监测的重点流通企业中，超市销售额月度同比增速较 2017 年略有提升，2018 年各月增速于 5% 左右略有波动，2019 年前 2 月超市业态销售额增长 4.8%。超市行业销售额保持平稳扩张，有望推动公司业绩稳健增长。

新零售是零售行业的发展趋势，在线上流量成本较快提升背景下，集中度较高的电商行业开始逐步改造线下终端渠道及线下供应链，线上线渠道逐步融合。目前新零售商业模式尚未确定，各公司仍处于探索时期。公司与阿里合作深化，目前制定了三年升级的战略目标，通过人货场的数字化变革、小业态邻里店的前置门店拓展、逐步升级为新零售的社区生鲜超市。在此探索过程中，公司有望背靠阿里供应链体系及管理经验，降本增效，实现业绩稳健增长。

图 20：重点流通企业分业态销售额增速



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

## 三、盈利预测

综上，我们看到：（1）公司超市业态恢复增长，门店改造已推动坪效增速回暖，次新门店开始发力，贡献营收增长；（2）邻里店渠道快速扩张，生鲜品类占比提升，带动客流及周转；（3）与阿里合作深化，目前阿里为第二大股东，已向公司派驻管理层，新零售合作计划提速。

未来看点：（1）与阿里合作推升商品直采比例，提升毛利率；（2）门店改造已现成效，持续改造门店有望推动营收持续较快增长；（3）新零售计划推进，2019 年计划拓店 40 家。

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.21、0.22 和 0.24 元。净资产收益率分别为 3.7%、3.8% 和 4.1%，目前公司 PE（2019E）约为 63 倍，给予“增持-B”建议。

表 1：三江购物营业收入预测表

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
食品	营业收入	2233.28	1961.61	2110.25	2279.07	2438.60	2584.92

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	增长率	-7.17%	-12.16%	7.58%	8.00%	7.00%	6.00%
	毛利率	18.08%	20.14%	21.01%	21.70%	22.20%	22.40%
生鲜	营业收入	900.67	911.15	1191.30	1489.12	1786.94	2054.98
	增长率	4.30%	1.16%	30.75%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	13.86%	15.66%	16.26%	16.80%	17.20%	17.50%
日用百货	营业收入	708.19	646.35	584.85	526.36	473.72	426.35
	增长率	-10.05%	-8.73%	-9.52%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	23.13%	25.49%	27.52%	27.50%	27.50%	27.50%
针纺	营业收入	107.05	91.48	77.72	66.07	59.46	55.30
	增长率	-19.27%	-14.54%	-15.04%	-15.00%	-10.00%	-7.00%
	毛利率	32.45%	33.05%	33.58%	33.60%	33.60%	33.60%
其他业务	营业收入	146.77	159.26	169.04	169.04	169.04	169.04
	增长率	-12.75%	8.51%	6.14%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	100.00%	99.94%	99.96%	99.90%	99.90%	99.90%
合计	营业收入	4095.95	3769.86	4133.15	4529.65	4927.77	5290.59
	增长率	-6.00%	-7.96%	9.64%	9.59%	8.79%	7.36%
	毛利率	21.34%	23.66%	24.03%	23.86%	23.70%	23.50%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

#### 四、风险提示

租金成本上升影响公司租售比；门店改造推升费用；与阿里合作的新业态效果或不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3,769.9	4,133.2	4,529.7	4,927.8	5,290.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	2,878.0	3,140.1	3,449.1	3,759.9	4,047.2	营业收入增长率	-8.0%	9.6%	9.6%	8.8%	7.4%
营业税费	21.0	24.3	26.7	29.0	31.2	营业利润增长率	19.8%	10.7%	-2.0%	5.4%	6.8%
销售费用	659.2	755.0	801.7	872.2	931.1	净利润增长率	7.5%	2.7%	2.9%	5.4%	6.8%
管理费用	104.8	123.3	122.3	128.1	132.3	EBITDA 增长率	6.0%	-6.6%	29.8%	12.5%	7.0%
财务费用	-21.5	-42.5	-26.9	-26.8	-27.7	EBIT 增长率	9.4%	-14.5%	43.3%	6.7%	7.4%
资产减值损失	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	NOPLAT 增长率	25.5%	-6.5%	16.2%	6.7%	7.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-21.4%	-34.1%	21.7%	13.1%	-40.3%
投资和汇兑收益	-0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	净资产增长率	2.2%	90.4%	0.6%	0.8%	0.8%
<b>营业利润</b>	144.7	160.1	157.0	165.5	176.8	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	4.4	-3.7	-3.9	-4.1	-4.3	毛利率	23.7%	24.0%	23.9%	23.7%	23.5%
<b>利润总额</b>	149.2	156.4	153.1	161.4	172.5	营业利润率	3.8%	3.9%	3.5%	3.4%	3.3%
减:所得税	40.5	44.8	38.3	40.4	43.1	净利润率	2.9%	2.7%	2.5%	2.5%	2.4%
<b>净利润</b>	108.7	111.6	114.8	121.1	129.3	EBITDA/营业收入	4.7%	4.0%	4.7%	4.9%	4.9%
						EBIT/营业收入	2.8%	2.2%	2.9%	2.8%	2.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	40.8%	29.8%	32.2%	33.3%	34.9%
货币资金	1,094.4	2,711.1	2,674.2	2,680.9	2,867.5	负债权益比	68.9%	42.4%	47.6%	49.8%	53.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.37	2.44	2.19	2.08	2.04
应收帐款	35.1	-	38.4	3.4	41.5	速动比率	1.10	2.19	1.95	1.83	1.83
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.94	-2.14	-4.83	-5.18	-5.37
预付帐款	58.9	61.1	70.7	72.9	81.6	<b>营运能力</b>					
存货	298.6	325.6	360.0	387.3	354.6	固定资产周转天数	96	87	82	84	83
其他流动资产	40.7	98.1	103.0	108.1	113.5	流动营业资本周转天数	-60	-66	-69	-69	-71
可供出售金融资产	7.4	6.7	7.1	7.4	7.8	流动资产周转天数	143	206	256	237	228
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	3	2	2	2	2
长期股权投资	9.2	9.6	9.6	9.6	9.6	存货周转天数	32	27	27	27	25
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	260	314	360	342	328
固定资产	998.0	1,000.6	1,063.0	1,225.1	1,214.2	投资资本周转天数	45	30	24	26	20
在建工程	-	-	81.3	48.8	24.4	<b>费用率</b>					
无形资产	101.7	99.2	97.1	94.8	92.6	销售费用率	17.5%	18.3%	17.7%	17.7%	17.6%
其他非流动资产	121.0	126.3	122.1	96.0	86.5	管理费用率	2.8%	3.0%	2.7%	2.6%	2.5%
<b>资产总额</b>	2,764.8	4,438.3	4,626.3	4,734.3	4,893.9	财务费用率	-0.6%	-1.0%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.7%	20.2%	19.8%	19.8%	19.6%
应付帐款	510.7	560.0	616.1	666.0	714.1	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	6.6%	3.6%	3.7%	3.8%	4.1%
其他流动负债	607.8	750.1	863.0	896.0	980.6	ROA	3.9%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	17.1%	20.3%	35.8%	31.4%	29.8%
其他非流动负债	9.7	11.5	12.0	12.6	13.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,128.3	1,321.6	1,491.2	1,574.6	1,708.0	DPS(元)	0.15	0.20	0.17	0.18	0.19
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	75.6%	98.1%	80.0%	80.0%	80.0%
股本	410.8	547.7	547.7	547.7	547.7	股息收益率	1.1%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%
留存收益	1,220.5	2,564.1	2,587.4	2,612.0	2,638.2						
<b>股东权益</b>	1,636.6	3,116.7	3,135.1	3,159.7	3,185.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.20	0.20	0.21	0.22	0.24
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	2.99	5.69	5.72	5.77	5.82
净利润	108.7	111.6	114.8	121.1	129.3	PE(X)	66.2	64.4	62.6	59.4	55.6
加:折旧和摊销	95.3	100.7	83.9	102.0	108.6	PB(X)	4.4	2.3	2.3	2.3	2.3
资产减值准备	0.0	0.3	-	-	-	P/FCF	32.5	28.4	129.2	92.9	25.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	-26.8	-50.9	-26.9	-26.8	-27.7	EV/EBITDA	23.6	26.4	20.5	18.3	16.4
投资损失	0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	CAGR(%)	3.7%	5.0%	4.3%	3.7%	5.0%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	18.1	12.8	14.5	16.2	11.0
营运资金的变动	142.1	228.4	86.4	109.9	123.2	ROIC/WACC	1.6	1.9	3.4	3.0	2.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	307.0	320.7	257.6	305.6	332.7						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-68.6	-72.5	-225.0	-229.1	-70.7						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-82.2	1,368.5	-69.5	-69.7	-75.4						

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

王冯声明，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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn