

凯撒旅业 (000796)

证券研究报告

2020年03月20日

与三亚市政府签署合作协议，布局离岛免税决心凸显

协议重点强调凯撒旅业旅游和免税业务与三亚的协作。3月18日三亚市政府与凯撒旅业签署合作协议，双方将共同推进旅游业务合作，通过高效整合三亚市旅游、产品和市场等资源要素，助力三亚市旅游业务的快速发展，并将进一步拓展在旅游领域的深度发展。三亚市政府未来还将通过鼓励产业基金投资凯撒旅业重点项目、支持凯撒旅业在三亚的旅游、免税等业务发展以及为凯撒旅业在获取授信、办公用地、设立企业方面提供便利政策等多种形式，促进凯撒旅业在三亚的落地发展。

旅游业务方面，凯撒旅业积极与政府合作，推进海南地区旅游布局。旅游资源丰富+国家政策支持，海南国际旅游岛蓬勃发展。凯撒旅业推进海南旅游与免税业务，双总部模式助力拓展渗透。凯撒旅业十分重视对于海南旅游服务及相关周边业务的扩展与提高。2020年3月18日与三亚市政府签订了更为详细全面的合作协议，在旅游、免税等业务方面获得了三亚政府的大力支持。

免税业务方面，合作协议落地，公司布局离岛免税决心凸显。公司此前已两度与中出服达成合作，参股天津、江苏中出服，免税资源端布局加速。此次与三亚市政府合作协议的落地，体现出公司布局离岛免税的决心，为公司离岛免税提前布局优质区位。国内免税牌照稀缺，合作经营是参与免税业的方式。凯撒旅业通过与中出服合作经营的形式拓展免税业务，双方充分利用自身优势形成协同效应，合作顺利，并为后续进一步实现免税店合作经营打下了良好的基础，并积累了管理经验。

海南离岛免税政策有望持续优化，逐渐打开离岛免税行业空间。中国政府大力推动免税业发展，积极引导消费回流，加强国内消费市场建设。海南离岛免税具有广阔空间。根据国务院《指导意见》规划，2020年海南自贸区建设取得重大进展，同时开始建立自贸港政策和制度体系；海南官方表示争取明年第二季度开始，可以把自贸港政策和制度体系逐步实施，未来将对标世界最高水平的开放形态，要在政策和制度体系上实现重大突破，其中离岛免税政策有望继续放开。

投资建议：给予“买入”评级。公司坚持“渠道+产品+资源”全面布局，是传统出境游龙头企业。发力上下游整合，线上以互联网为抓手获取流量，线下加速全国零售网络布局，公司的营销及服务网络已经覆盖全球50余座城市的200余个高端商业中心或核心社区。在宏观环境扰动背景下，短期出境游行业整体略有承压，公司适时与中出服强强联手，切入免税赛道，股权变更经营理顺，后续有望迎高速发展。我们预计公司19-21年净利润为2.78/3.39/3.93亿元。参照可比公司估值，给予公司20年42X PE，对应市值142.38亿元，给予“买入”评级。

风险提示：大股东博弈风险、渠道拓展不及预期、宏观经济下行、旅游目的地突发事件

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
增长率(%)	21.24	1.67	(11.43)	10.04	8.96
EBITDA(百万元)	507.84	470.09	532.81	604.76	680.18
净利润(百万元)	220.70	194.14	278.44	338.98	392.66
增长率(%)	3.82	(12.03)	43.42	21.74	15.84
EPS(元/股)	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
市盈率(P/E)	28.67	32.59	22.73	18.67	16.11
市净率(P/B)	3.14	2.85	2.54	2.24	1.97
市销率(P/S)	0.79	0.77	0.87	0.79	0.73
EV/EBITDA	18.98	9.47	8.67	7.14	6.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	7.88元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	803.00
流通A股股本(百万股)	802.53
A股总市值(百万元)	6,327.64
流通A股市值(百万元)	6,323.90
每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	56.21
一年内最高/最低(元)	10.99/5.85

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《凯撒旅业-公司深度研究:携手中出服分享免税发展红利,奥运赛事代理有望带来新增量》2020-03-18
- 《凯撒旅业-公司点评:引入国资建投华文战略股东,全力推进免税&旅游&食品&旅游金融多业务拓展》2020-02-18
- 《凯撒旅业-公司点评:收购老牌康泰旅行社,出境游主业再添发展新动力》2019-12-29



1. 协议重点强调凯撒旅业旅游和免税业务与三亚的协作

3月18日三亚市政府与凯撒旅业签署合作协议，根据合作协议，**双方将共同推进旅游业务合作**，通过高效整合三亚市旅游、产品和市场等资源要素，为境外游客提供高规格的入境国际化旅游产品、接待及管理服务；为国内游客提供高端国内精品游，海岛康养、度假游，助力三亚市旅游业务的快速发展。同时，双方还就打造当地具有国际知名度的文体IP，丰富三亚市国际会议会展产业以及推动三亚市“邮轮经济”产业链的建设等达成合作共识，将进一步拓展在旅游领域的深度发展。

与此同时，**三亚市政府未来还将通过鼓励产业基金投资凯撒旅业重点项目、支持凯撒旅业在三亚的旅游、免税等业务发展**以及为凯撒旅业在获取授信、办公用地、设立企业方面提供便利政策等多种形式，促进凯撒旅业在三亚的落地发展。

2. 旅游业务方面，凯撒旅业积极与政府合作，推进海南地区旅游布局

旅游资源丰富+国家政策支持，海南国际旅游岛蓬勃发展。海南是中国最大的经济特区和唯一的热带岛屿省份，区位优势独特，具有天然的自然环境优势和民族风情优势，旅游资源十分丰富，吸引了大批境内外游客。自2000年以来，建设海南国际旅游岛的想法便开始萌芽，2008年3月5日国务院办公厅批准在海南四个城市开办市内免税店，2010年1月4日，国务院办公厅发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，海南省作为中国旅游业改革创新的试验区，开始世界一流的海岛休闲度假旅游目的地目标迈进。2019年海南岛旅游收入突破1000亿元大关，2001-2019年CAGR为14.82%。2019年接待游客8311.2万人次，同比增长8.97%。

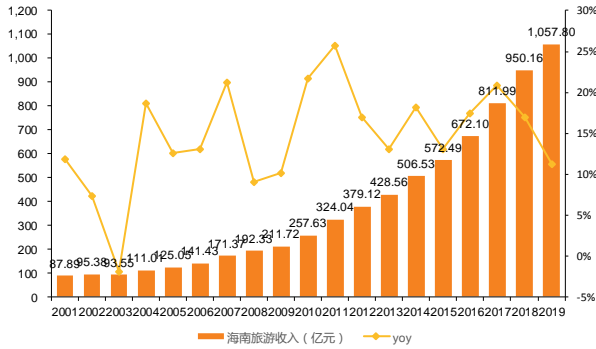
凯撒旅业推进海南旅游与免税业务，双总部模式助力拓展渗透。凯撒旅业十分重视对于海南旅游服务及相关周边业务的扩展与提高。公司于2019年5月19日与海南省旅游和文化广电体育厅签署战略合作协议，在入境入岛旅游、产业投资基金和境内外推广领域开展紧密合作。2020年3月18日又与三亚市政府签订了更为详细全面的合作协议，在旅游、免税等业务方面获得了三亚政府的大力支持。公司还通过参与“海南岛国际图书（旅游）博览会”新闻发布会、组织“凯撒会员杯”高尔夫邀请赛等活动丰富了业务内容。为了在海南地区更为有效地开展工作、更大程度地开发市场掘金机会，凯撒旅业投资设立了海南凯撒世嘉旅文发展集团有限公司，并将其作为该公司的第二总部，开启了双总部发展模式。

表 1：国家大力支持海南国际旅游岛建设

时间	政策文件
2002.6	中国（海南）改革发展研究院撰写了《建立海南国际旅游岛可行性研究报告》。
2007.6	海南国际旅游岛综合试验区联合调研工作座谈会在三亚举行，联合调研组由国家发改委、外交部、公安部、商务部、海关总署、国家旅游局等部门组成。
2008.3.5	国务院办公厅以《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》函复海南省政府，原则同意海南进一步发挥经济特区优势，批准在海口、三亚、琼海、万宁四市各开办一家市内免税店。
2008.4.25	海南省政府正式启动《海南国际旅游岛建设行动计划》。
2009.3.9	全国政协十一届二次会议第四次全体会议，全国政协人口资源环境委员会主任张维庆做《加快改革开放步伐，推进海南国际旅游岛建设》的发言。
2009.9.1	海南首家市内免税店—由中国免税品（集团）公司投资兴建的三亚市内免税店正式对外营业。
2010.1.4	国务院办公厅发布了《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》。

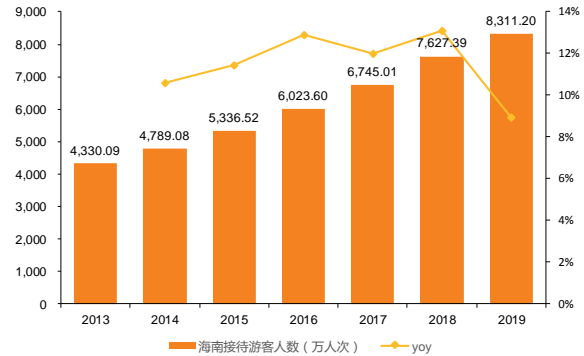
资料来源：海南省人民政府官网，天风证券研究所

图 1：海南旅游收入持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：海南接待游客人数持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：凯撒旅业积极参与海南国际旅游岛的建设发展

时间	参与事件
2016.5.21	参加海南省旅游委举办的以“请到海南深呼吸”为主题的旅游推介会。
2019.5.19	海南省旅游和文化广电体育厅与凯撒集团在京签署战略合作协议 ，双方将在总部经济、入境入岛旅游、产业投资基金、境内外推广等领域开展紧密合作，共同推进海南国际旅游消费中心建设。
2019.8.21	首届“海南岛国际图书（旅游）博览会”新闻发布会在北京新国展举行。会上， 海南省新闻出版局 与京版梅尔杜蒙（北京）文化传媒有限公司、 凯撒旅游集团 、中国外文局、北京中外翻译咨询有限公司共同签署了战略合作协议，促成享誉世界的“杜蒙-阅途”口袋书出版多语种“海南”专辑，并将此延伸为凯撒的高端文化旅游产品。
2019.11.4	以 2 亿元自有资金设立海南同盛世嘉免税集团有限公司，以该公司购买江苏中服免税品有限公司 20% 股权。
2019.11.10	与凯撒集团共同出资设立海南凯撒世嘉旅文发展集团有限责任公司，该公司在整体集团规划中被定位为第二总部，将与北京总部一起，形成协同发展之效。
2019.12.7	启动首届“凯撒会员杯”高尔夫邀请赛的全国招募，以此为契机发掘海南高尔夫旅游市场、深化会员服务，是 凯撒体育在海南的第一个落地项目 。
2020.3.18	三亚市政府与凯撒同盛发展股份有限公司（简称凯撒旅业）签署了合作协议 。根据合作协议，双方将共同推进旅游业务合作，通过高效整合三亚市旅游、产品和市场等资源要素，助力三亚市旅游业务的快速发展，推动三亚市“邮轮经济”产业链的建设。三亚市政府未来还将通过鼓励产业基金投资凯撒旅业重点项目、支持凯撒旅业在三亚的旅游、免税等业务发展，促进凯撒旅业在三亚的落地发展。

资料来源：Wind，海南省人民政府官网，环球网，新旅界，品橙旅游，天风证券研究所

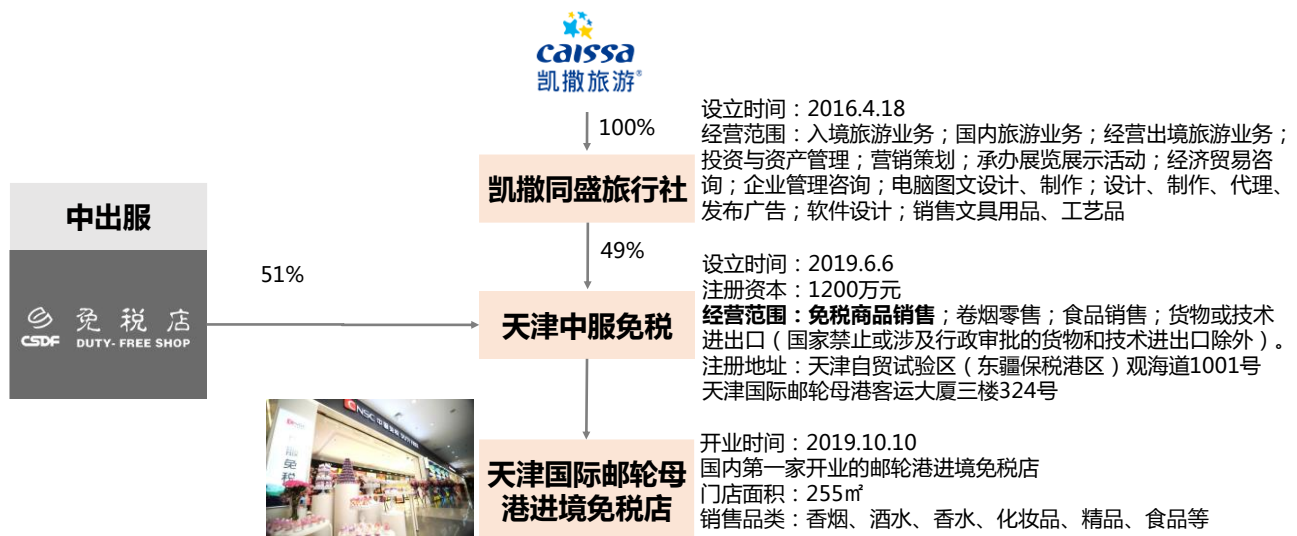
3. 免税业务方面，合作协议落地，公司布局离岛免税决心凸显

3.1. 此前已两度与中出服达成合作，免税资源端布局加速

公司此前已两度与中出服达成合作，参股天津、江苏中出服，资源端布局加速。同时公司先后试水口岸免税店、市内免税店切入免税赛道，并以自有资金设立子公司海南同盛世嘉免税集团有限公司，为未来探索机场口岸免税店甚至海南离岛免税店打下基础。此次与三亚市政府合作协议的落地，体现出公司布局离岛免税的决心，为公司离岛免税提前布局优质区位。

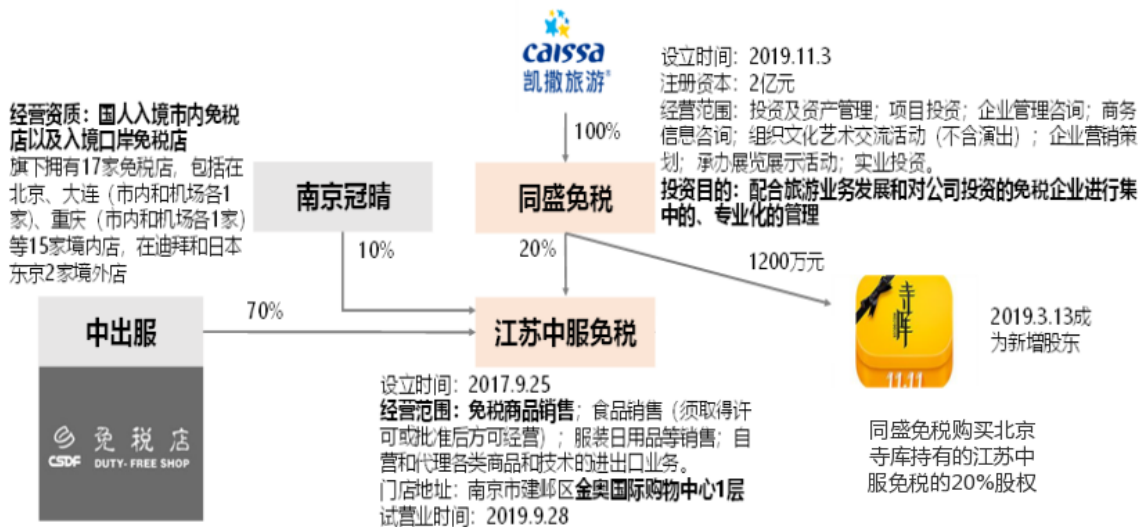
国内免税牌照稀缺，合作经营是参与免税业的方式。国内目前免税运营商主要包括中免、深免、珠免、中出服等，牌照资质稀缺。凯撒旅业通过与中出服合作经营的形式拓展免税业务，2019 年 6 月公司参股天津国际邮轮母港进境免税店；同年 11 月参股南京市内免税店。双方充分利用自身优势形成协同效应，中出服提供牌照支持，凯撒旅业充分利用贴近游客心理、了解客户需求等优势，参与到门店的运营、选品、营销、引流等多方面。双方合作顺利，并为后续进一步实现免税店合作经营打下了良好的基础，并积累了管理经验。

图 3：天津邮轮母港进境免税店股权结构图



资料来源：Wind，中服免税，天津市交通运输委员会，天风证券研究所

图 4：江苏南京市内免税店股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.2. 海南离岛免税政策有望持续优化，逐渐打开离岛免税行业空间

中国政府大力推动免税业发展，积极引导消费回流，加强国内消费市场建设。中国免税行业具有极强的政策属性，国家在免税运营商资质方面推行牌照制，控制市场准入权。而近年来政府积极通过政策引导海外消费回流，免税环境有望逐步放松管制。十三五（2016-2020）规划中明确指出，“积极引导海外消费回流，以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心”。3月13日发布的《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》中提到，“进一步完善免税业政策”，建设中国特色免税体系；并提出“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”；此外还包括“增设口岸免税店”，“调整免税限额和免税品种类”，“设立一定面积的国产商品销售区”等利好举措。

海南离岛免税具有广阔空间。2009年国务院发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，打开海南免税市场空间。自2011年离岛免税正式落地以来，政策经历了多次调

整，逐年提升免税购物现额，取消购物次数限制，扩大免税商品品类，激发消费者购物热情，推动海南免税市场建设。2011 年海南离岛免税销售额为 9.97 亿元，经过 8 年的快速发展，2019 年已达 134.9 亿元销售额量级。2020 年元旦期间，销售额达 0.54 亿元，同比增长 19.7%。离岛免税购物人数方面，从 2012 年的 112 万人次，2019 年 1-11 月累计购物人数达 328 万人次，2020 年元旦期间就有 1.71 万人次购物，同比增长 47.4%。2019 年海南接待游客总数 7,390 万人次，免税购物人次占比 4.4%，比 2013 年上升 1.9pct。根据国务院《指导意见》规划，2020 年海南自贸港建设取得重大进展，同时开始建立自贸港政策和制度体系；海南官方表示争取明年第二季度开始，可以把自贸港政策和制度体系逐步实施，未来将对标世界最高水平的开放形态，要在政策和制度体系上实现重大突破，其中离岛免税政策有望继续放开。

目前海南共有 4 家免税门店，三亚店体量最大。海南 4 家免税店分别是海口日月广场免税店、琼海博鳌东屿岛免税店、三亚海棠湾免税城与海口美兰机场免税店。海口美兰机场免税店开业时间最早，2011 年 12 月 21 日于海口美兰机场正式开业，运营公司为海口美兰机场免税店有限公司，是海南省获批成立免税品经营公司并赋予特许经营权后，自主组建经营管理的首家离岛免税店，运营面积 1.4 万平方米，2019 年 1-11 月销售额达 22.67 亿元。三亚海棠湾免税城 2014 年 9 月 1 日于三亚市海棠区，由中免集团管理运营，面积 12 万平方米，2019 年 1-11 月销售额达 98.06 亿元。海口日月广场免税店与琼海博鳌东屿岛免税店都于 2019.1.19 正式开业，分别位于海南海口琼山区国兴大道日月广场 B1 层及琼海市博鳌亚洲论坛景区内，由中国旅游集团有限公司旗下的海免公司运营，海口日月广场免税店面积 2.2 万平方米，琼海博鳌东屿岛免税店面积 0.42 万平方米，2019 年 1-11 月销售额分别为 7.52 亿元及 0.6 亿元。

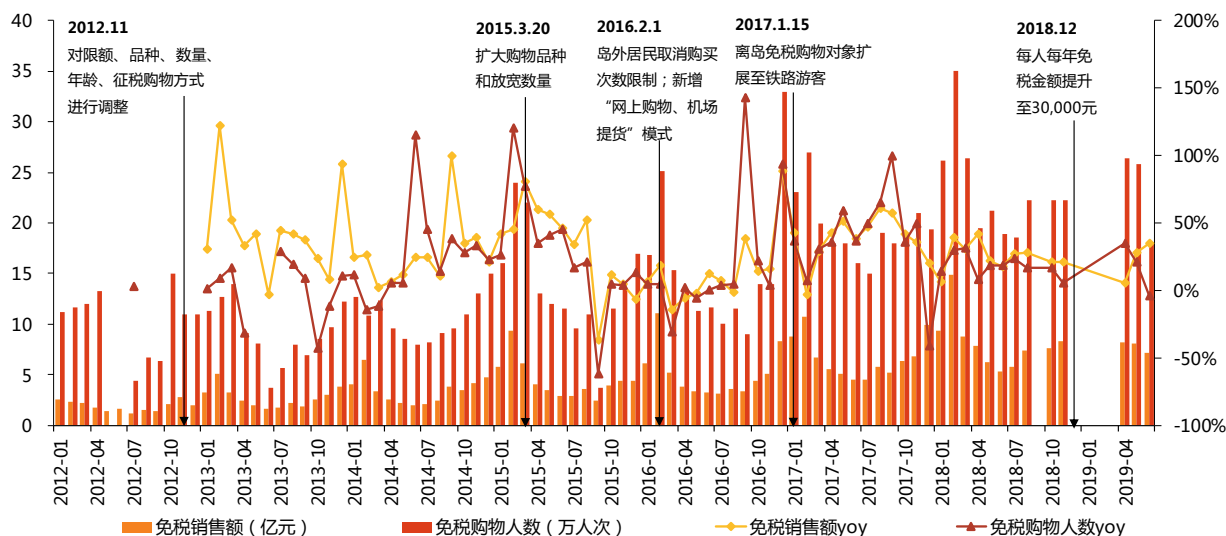
表 3：政府积极推进国内免税市场建设

年份	政策文件	相关部门	主要内容
2000 年	关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定	财政部	明确了免税商品、经营活动、销售对象、销售区域等行业基本规定
2002 年	财政部关于征收免税品经营专营利润的通知	财政部	免税企业按企业经营免税商品业务产生的税后利润的 8% 上缴专营利润
2003 年	关于中国免税品(集团)总公司扩大退税国产品经营范围和简化退税手续的通知	财政部、国家税务总局、海关总署	不再对免税店经营其他国产品在品种上加以限制
2004 年	关于对中国免税品(集团)总公司经营的国产商品监管和退税有关事宜的通知	国家税务总局、海关总署	明确国产品视同出口，退还增值税进项税额及消费税
2005 年	免税商品特许经营费缴纳办法	财政部	免税企业均按经营免税商品业务年销售收入(额)的 1%，向国家上缴特许经营费
2006 年	海关对免税商店及免税品监管办法	海关总署	明确针对口岸、市内、外交人员、供船等各类免税商店的监管办法
2006 年	关于免税商品外汇管理有关问题的通知	国家外汇管理局	就改进免税商品外汇管理
2008 年	关于出境口岸免税店有关增值税政策问题的通知	国家税务总局	明确购买及提取免税品行为不征收增值税
2011 年	关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告	财政部	开始在海南省进行离岛免税试点
2012 年	关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	财政部	放宽离岛免税适用对象、增加商品品类、调整购物限额、提高数量范围
2015 年	关于实施境外旅客购物离境退税政策的公告	财政部	在全国符合条件的地区实施境外旅客购物离境退税政策

2015 年	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	财政部	增加免税品种类，放宽单次购物数量限制
2016 年	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	财政部	每人每年累计购物限额增至 16,000 元，三亚海棠湾和海口美兰机场店开设网上销售窗口
2016 年	关于口岸进境免税店政策的公告	财政部、商务部、海关总署、国家税务总局	增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额
2016 年	口岸进境免税店管理暂行办法	财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、旅游局	同意在 13 个机场口岸，6 大水路口岸各设 1 家口岸进境免税店
2017 年	关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告	财政部	铁路离岛旅客可买免税商品
2018 年	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	财政部、海关总署、税务总局	离岛免税购物限额增加到 30,000 元，不限次；增加部分家用医疗器械等商品，适用对象扩至乘船旅客
2019 年	口岸出境免税店管理暂行办法	财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、旅游局	对口岸出境免税店实行特许经营，采取招标方式确定经营主体
2020 年	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	发改委、财政部等 23 部委	进一步完善免税业政策，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

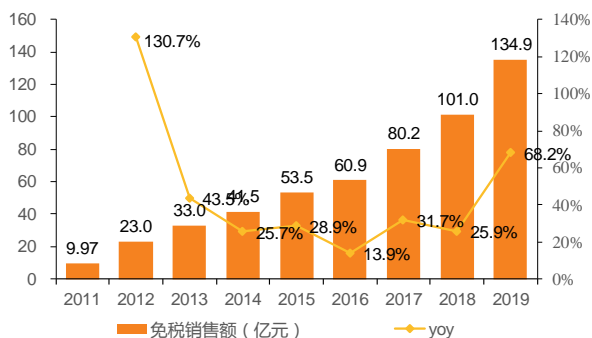
图 5：海南离岛免税销售额和购物人次受益于政策影响



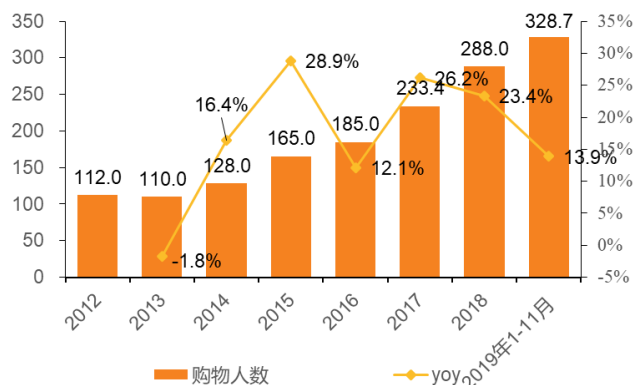
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：海南离岛免税年度销售额

图 7：海南离岛免税购物人数



资料来源：海口海关，天风证券研究所



资料来源：三亚市旅游局网站，商务部流通业发展司，天风证券研究所

4. 投资建议

给予“买入”评级。公司坚持“渠道+产品+资源”全面布局，是传统出境游龙头企业。

发力上下游整合，线上以互联网为抓手获取流量，线下加速全国零售网络布局，公司的营销及服务网络已经覆盖全球 50 余座城市的 200 余个高端商业中心或核心社区。在宏观环境扰动背景下，短期出境游行业整体略有承压，公司适时与中出服强强联手，切入免税赛道，股权变更经营理顺，后续有望迎高速发展。我们预计公司 19-21 年净利润为 2.78/3.39/3.93 亿元。选取出境游行业、免税行业龙头公司中国国旅、众信旅游作为可比公司，参照可比公司估值，给予公司 20 年 42X PE，对应市值 142.38 亿元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

大股东博弈风险：2019 年 10 月，凯撒世嘉及其一致行动人持有总股本的 28.98%，海航旅游及其一致行动人合计持有 28.34% 股份，两者持股比例差距不大，尚存在大股东博弈风险。

渠道拓展不及预期：出境游行业整体较为分散，区域性龙头数量较多，公司进行跨区域渠道拓展或未能达到预期效果。

宏观经济下行：18 年下半年至今受中美贸易摩擦影响，出境游行业整体收到压制，当前宏观经济形势仍存在不确定性风险。

旅游目的地突发事件：18 年泰国沉船等突发事件对东南亚地区出境游影响尚未完全消除，未来不排除类似突发事件对区域出境游造成影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,418.72	1,527.40	1,981.29	2,463.01	2,584.26
应收票据及应收账款	1,055.44	1,004.31	686.16	1,174.07	852.83
预付账款	636.98	726.42	496.50	846.02	617.15
存货	10.84	13.24	13.01	13.14	17.69
其他	404.10	1,309.86	738.20	773.10	1,049.08
流动资产合计	4,526.09	4,581.24	3,915.17	5,269.34	5,121.02
长期股权投资	17.41	23.40	23.40	23.40	23.40
固定资产	260.34	253.54	264.73	295.36	324.66
在建工程	2.26	3.70	38.22	70.93	72.56
无形资产	116.57	135.24	115.46	95.67	75.89
其他	1,155.53	1,102.84	1,096.84	1,091.69	1,091.00
非流动资产合计	1,552.11	1,518.73	1,538.65	1,577.05	1,587.50
资产总计	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07
短期借款	864.33	715.34	565.34	535.34	480.34
应付票据及应付账款	954.04	827.68	614.87	1,052.62	765.84
其他	1,277.17	1,357.71	1,049.28	1,475.56	1,265.76
流动负债合计	3,095.54	2,900.73	2,229.49	3,063.52	2,511.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	695.66	696.64	464.10	618.80	593.18
其他	97.69	117.04	73.12	95.95	95.37
非流动负债合计	793.35	813.67	537.22	714.75	688.55
负债合计	3,888.89	3,714.40	2,766.71	3,778.26	3,200.49
少数股东权益	174.76	168.81	202.45	242.16	289.79
股本	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00
资本公积	645.61	645.61	645.61	645.61	645.61
留存收益	1,215.12	1,406.71	1,685.15	2,024.13	2,416.79
其他	(649.17)	(638.58)	(645.61)	(645.61)	(645.61)
股东权益合计	2,189.32	2,385.56	2,690.60	3,069.29	3,509.58
负债和股东权益总	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	243.84	218.61	278.44	338.98	392.66
折旧摊销	63.86	60.91	34.08	36.44	38.86
财务费用	88.96	127.44	71.72	48.77	36.48
投资损失	(132.72)	(15.46)	(110.00)	(130.00)	(180.00)
营运资金变动	115.28	(1,155.73)	587.86	13.80	(232.07)
其它	118.34	990.38	33.64	39.71	47.63
经营活动现金流	497.57	226.15	895.73	347.71	103.56
资本支出	(53.19)	11.50	103.92	57.17	50.58
长期投资	0.62	5.98	0.00	0.00	0.00
其他	497.58	(987.18)	(57.41)	(4.84)	79.03
投资活动现金流	445.01	(969.69)	46.51	52.33	129.61
债权融资	1,567.52	1,456.36	1,046.77	1,177.22	1,101.79
股权融资	(70.02)	(80.87)	(58.13)	(28.15)	(15.86)
其他	(1,474.04)	(1,524.92)	(1,476.99)	(1,067.40)	(1,197.85)
筹资活动现金流	23.46	(149.43)	(488.34)	81.68	(111.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	966.04	(892.97)	453.90	481.71	121.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
营业成本	6,597.38	6,699.22	6,008.94	6,596.58	7,189.43
营业税金及附加	17.41	19.36	17.15	18.87	20.56
营业费用	621.96	722.46	592.12	657.36	731.16
管理费用	279.41	251.85	217.35	239.17	260.60
研发费用	20.49	17.56	15.56	17.12	18.65
财务费用	93.72	112.09	71.72	48.77	36.48
资产减值损失	204.45	82.98	5.00	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	132.72	15.46	110.00	130.00	180.00
其他	(265.61)	(43.63)	(220.00)	(260.00)	(360.00)
营业利润	343.40	302.27	427.02	519.55	604.84
营业外收入	4.34	1.15	4.04	3.18	2.79
营业外支出	1.48	2.90	2.05	2.14	2.36
利润总额	346.27	300.51	429.01	520.58	605.26
所得税	102.43	81.91	116.93	141.89	164.97
净利润	243.84	218.61	312.08	378.69	440.29
少数股东损益	23.15	24.46	33.64	39.71	47.63
归属于母公司净利润	220.70	194.14	278.44	338.98	392.66
每股收益(元)	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.24%	1.67%	-11.43%	10.04%	8.96%
营业利润	10.97%	-11.98%	41.27%	21.67%	16.42%
归属于母公司净利润	3.82%	-12.03%	43.42%	21.74%	15.84%
获利能力					
毛利率	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
净利率	2.74%	2.37%	3.84%	4.25%	4.52%
ROE	10.96%	8.76%	11.19%	11.99%	12.20%
ROIC	61.76%	86.60%	27.12%	52.87%	57.12%
偿债能力					
资产负债率	63.98%	60.89%	50.70%	55.18%	47.70%
净负债率	-38.88%	-2.98%	-34.73%	-41.89%	-42.24%
流动比率	1.46	1.58	1.76	1.72	2.04
速动比率	1.46	1.57	1.75	1.72	2.03
营运能力					
应收账款周转率	9.44	7.94	8.57	8.57	8.57
存货周转率	620.88	679.19	551.85	609.71	563.49
总资产周转率	1.40	1.34	1.25	1.30	1.28
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
每股经营现金流	0.62	0.28	1.12	0.43	0.13
每股净资产	2.51	2.76	3.10	3.52	4.01
估值比率					
市盈率	28.67	32.59	22.73	18.67	16.11
市净率	3.14	2.85	2.54	2.24	1.97
EV/EBITDA	18.98	9.47	8.67	7.14	6.13
EV/EBIT	21.07	10.62	9.27	7.60	6.50

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