

2020年08月07日

天虹股份 (002419.SZ)

动态分析

疫情影响业绩，关注百货转型及超市、到家发展

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 58.9 亿元/-39%，归母净利 3572 万元/-93%，每股收益 0.03 元。其中 Q2 公司实现营收 28.9 亿元/-36%，归母净利 8586 万元/-55%。

投资要点

◆ **会计准则变动影响营收，Q2 公司盈利能力有所恢复：**营收端，上半年公司营收下降近 39%，主要源于 2020 年会计准则调整，若追溯口径变化，上半年营收增长 4.2%，其中 Q1、Q2 增速分别约-0.1%、+9.1%。

毛利润端，疫情背景下，偏向必选消费的超市便利店受益，偏向可选消费的百货购物中心受影响，以可比门店看，上半年超市及便利店毛利增加 6.3%，百货及购物中心毛利下降 34%。百货及购物中心合计占据天虹 87%的经营面积，2019 年约 61%毛利润源于偏向百货的商品品类，以百货为利润主体使上半年公司毛利润同比下降约 16%。

分季度看，二季度疫情逐步受控，消费信心有所恢复，公司整体毛利增速由 Q1 的-23%回暖至 Q2 的-8.4%。可比门店中，受餐饮及其他渠道逐步恢复分流需求，超市及便利店毛利增速由 Q1 的双位数回落至 Q2 的 0%附近，而百货及购物中心受益线下需求增加及公司强化到家业务，毛利由 Q1 的同比 5 成左右恢复至 Q2 的同比 8 成左右。

净利端，疫情下的促销及租金减免影响公司利润，部分受规模扩张增加的刚性费用压缩利润空间，最终公司上半年净利率下降至约 0.6%，归母净利大幅下行。其中 Q1、Q2 分别归母亏损 5014 万元、归母盈利 8586 万元，疫情逐步受控后公司盈利能力有所恢复。

◆ **疫情后商场销售逐步恢复，关注公司百货转型及超市外延：**整体来看，上半年超市、百货、专业店、专卖店增速分别约 3.8%、-23.6%、-14.1%、-14.4%，对比一季度各渠道的增速 1.9%、-34.9%、-24.7%、-28.7%，各线下渠道二季度增速均有所改善。**展望未来，**一方面，公司百货持续转型或将推动百货利润增速回暖。据中国百货商业协会调研，随着百货业态逐步增加餐饮等子模块，2019 年百货行业利润率水平呈现微幅上升趋势，百货利润水平有所提升，不考虑疫情影响，公司百货持续转型有望推动百货利润增速回暖。另一方面，较高坪效的超市业态有望外延扩张贡献利润。以经营面积口径的营收月坪效看，19 年天虹股份超市业态营收月坪效接近行业龙头永辉超市的水平，天虹超市业态有望继续依托此高坪效，在连锁发展中外延扩张贡献利润。

◆ **投资建议：**天虹股份是以百货业态为主的多业态零售商，疫情逐步受控后盈利能力有所恢复。百货持续转型或将推动百货利润增速回暖，较高坪效的超市业态有望外延扩张贡献利润。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.37、0.67 和 0.72 元。净资产收益率分别为 6.1%、10.4%和 10.7%。目前公司 PE (2020E) 约 29 倍，PE (2021E) 约 16 倍，首次覆盖，以 2021 年估值为基础，给予“买入-B”建

商贸零售 | 百货 III

投资评级

买入-B(首次)

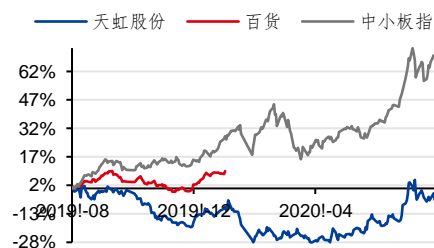
股价(2020-08-06)

10.59 元

交易数据

总市值(百万元)	12,711.18
流通市值(百万元)	12,706.58
总股本(百万股)	1,200.30
流通股本(百万股)	1,199.87
12 个月价格区间	8.48/12.49 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.79	-4.24	-77.71
绝对收益	-1.94	24.05	-9.74

分析师

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

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

议。

- ◆ **风险提示：**国内疫情尚未完全结束，线下可选消费或难恢复常态水平；新拓展超市及购物中心培育存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,138	19,393	12,501	14,766	16,224
YoY(%)	3.2	1.3	-35.5	18.1	9.9
净利润(百万元)	904	859	441	799	870
YoY(%)	25.9	-5.0	-48.7	81.3	8.9
毛利率(%)	27.3	28.6	40.8	42.4	41.8
EPS(摊薄/元)	0.75	0.72	0.37	0.67	0.72
ROE(%)	13.8	12.4	6.1	10.4	10.7
P/E(倍)	14.1	14.8	28.9	15.9	14.6
P/B(倍)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
净利率(%)	4.7	4.4	3.5	5.4	5.4

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

目录

一、疫情影响业绩，关注百货转型及超市、到家发展.....	5
（一）会计准则变动影响营收，Q2 公司盈利能力有所恢复.....	5
（二）上半年渠道数量稳中有升，继续以百货及购物中心为核心.....	6
（三）偏超市的品类良好增长，偏百货的品类受疫情影响.....	7
（四）必选可选业态可比门店分化，超市业态继续保持较高坪效.....	8
（五）强化线上线下一体化，线上渠道 GMV 大幅增长.....	9
（六）Q2 百货购物中心明显改善，超市增长有所回落.....	10
二、费用刚性影响利润表现，Q2 经营现金流逐步好转.....	10
（一）可比毛利率同比下行，部分刚性费用影响利润表现.....	10
（二）疫情影响各项周转，Q2 经营现金流逐步好转.....	11
三、疫情后商场销售逐步恢复，关注公司百货转型及超市外延.....	11
四、盈利预测及投资建议.....	13
五、风险提示.....	14

图表目录

图 1：天虹股份近五期营业收入.....	5
图 2：天虹股份近五期归母净利.....	5
图 3：天虹股份分季度营业收入.....	6
图 4：天虹股份分季度归母净利.....	6
图 5：天虹股份分业态门店数量情况（家）.....	6
图 6：天虹股份 20H1 分区域门店情况（家）.....	6
图 7：天虹股份 20H1 分区域门店经营面积（万平方米）.....	7
图 8：天虹股份分品类营业收入（百万元）.....	7
图 9：天虹股份分品类营收增速.....	7
图 10：天虹股份分品类毛利率.....	8
图 11：天虹股份分品类毛利利润增长.....	8
图 12：天虹股份可比门店营收增速.....	8
图 13：天虹股份可比门店毛利润增速.....	8
图 14：天虹股份可比门店利润总额增速.....	9
图 15：天虹股份可比门店营收月坪效（元/平方米）.....	9
图 16：天虹股份可比门店毛利月坪效（元/平方米）.....	9
图 17：天虹股份数字化会员数量.....	9
图 18：天虹股份线上 GMV 及其占比.....	9
图 19：天虹股份可比门店季度营收增速.....	10
图 20：天虹股份可比门店季度毛利润增速.....	10
图 21：天虹股份可比门店报告期利润总额增速.....	10
图 22：天虹股份销售利润率情况.....	11
图 23：天虹股份费用率情况.....	11
图 24：天虹股份应收账款及其周转.....	11
图 25：天虹股份经营活动现金流情况.....	11
图 26：国内重点零售企业分业态销售增速.....	12
图 27：疫情前后不同线下渠道日均销售额情况.....	12

图 28：中国百货行业调查利润率	12
图 29：可比门店营业面积口径月坪效估计（元/（平方米·月））	12
表 1：天虹股份营业收入及其预测（百万元，%）	13

一、疫情影响业绩，关注百货转型及超市、到家发展

公司披露半年报，上半年实现营收 58.9 亿元/-39%，归母净利 3572 万元/-93%，每股收益 0.03 元。其中 Q2 公司实现营收 28.9 亿元/-36%，归母净利 8586 万元/-55%。

（一）会计准则变动影响营收，Q2 公司盈利能力有所恢复

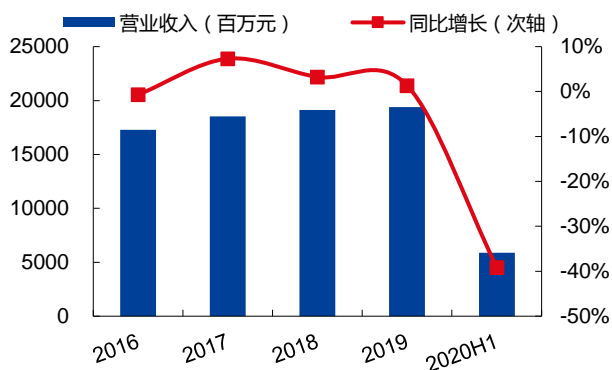
营收端，上半年公司营收下降近 39%，主要源于 2020 年会计准则调整，若追溯口径变化，上半年营收增长 4.2%，其中 Q1、Q2 增速分别约-0.1%、+9.1%。

毛利润端，疫情背景下，偏向必选消费的超市便利店受益，偏向可选消费的百货购物中心受影响，以可比门店看，上半年超市及便利店毛利增加 6.3%，百货及购物中心毛利下降 34%。百货及购物中心合计占据天虹 87%的经营面积，2019 年约 61%毛利润源于偏向百货的商品品类，以百货为利润主体使上半年公司毛利润同比下降约 16%。

分季度看，二季度疫情逐步受控，消费信心有所恢复，公司整体毛利增速由 Q1 的-23%回暖至 Q2 的-8.4%。可比门店中，受餐饮及其他渠道逐步恢复分流需求，超市及便利店毛利增速由 Q1 的双位数回落至 Q2 的 0%附近，而百货及购物中心受益线下需求增加及公司强化到家业务，毛利由 Q1 的同比 5 成左右恢复至 Q2 的同比 8 成左右。

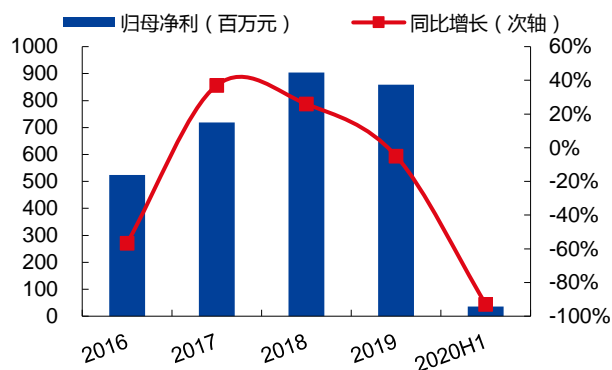
净利端，疫情下的促销及租金减免影响公司利润，部分受规模扩张增加的刚性费用压缩利润空间，最终公司上半年净利率下降至约 0.6%，归母净利大幅下行。其中 Q1、Q2 分别归母亏损 5014 万元、归母盈利 8586 万元，疫情逐步受控后公司盈利能力有所恢复。

图 1：天虹股份近五期营业收入



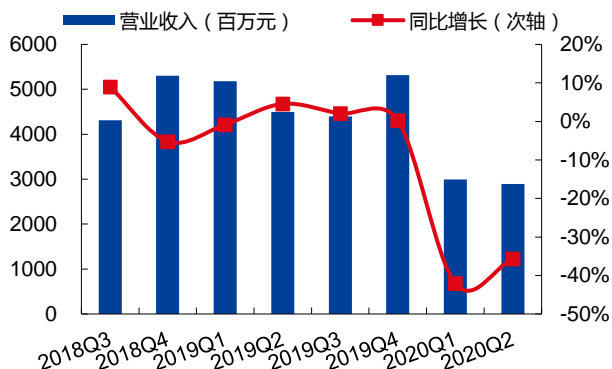
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：天虹股份近五期归母净利润



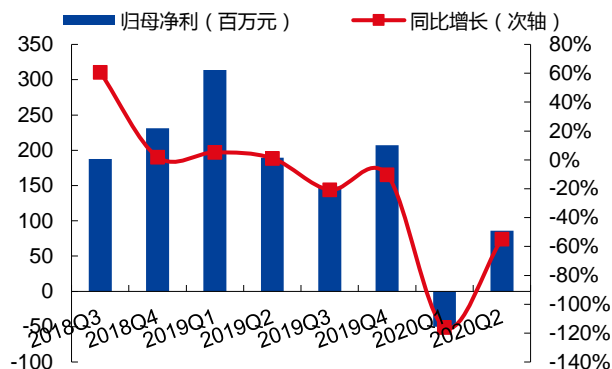
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：天虹股份分季度营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：天虹股份分季度归母净利润



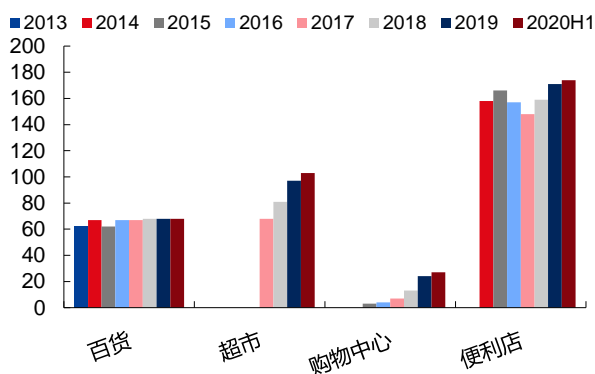
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）上半年渠道数量稳中有升，继续以百货及购物中心为核心

渠道方面，2020 年公司继续坚持拓展购物中心，提升 6 万平以上的大型门店占比，并且连锁发展具有独立经营能力的超市，上半年公司超市门店较年初增加 6 家，购物中心增加 3 家，便利店增加 3 家，合计增加 12 家/+3.3%至 372 家。疫情影响上半年公司渠道扩张，整体门店稳中有增。

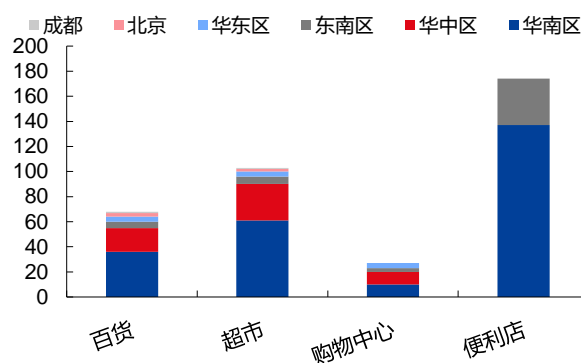
分区域看，华南及华东区域为公司核心区域，合计门店数量占比约 81%，合计经营面积占比约 77%。分业态看，百货及购物中心为公司支柱，合计门店数量占比约 26%，合计经营面积占比约 87%。

图 5：天虹股份分业态门店数量情况（家）



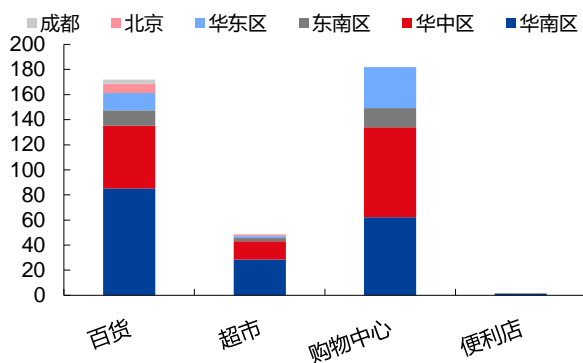
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：天虹股份 20H1 分区域门店情况（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：天虹股份 20H1 分区域门店经营面积（万平方米）

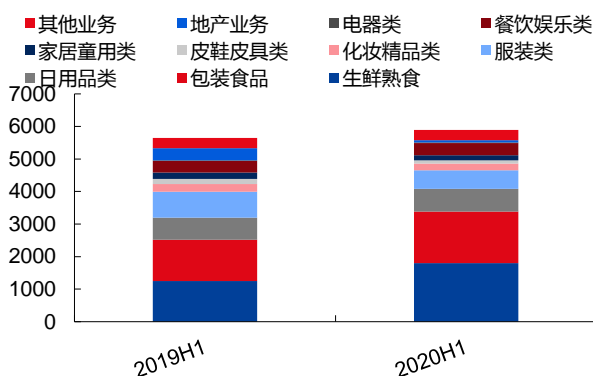


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）偏超市的品类良好增长，偏百货的品类受疫情影响

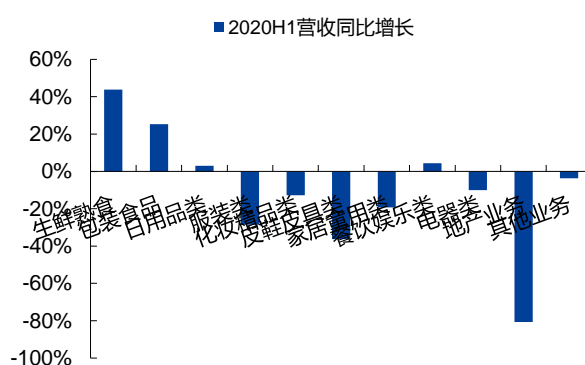
分品类看，公司生鲜熟食、包装食品、日用品类为偏向超市便利店、偏向必选消费的品类，服装、化妆品、皮鞋皮具、餐饮娱乐、电器类等品类为偏向百货购物中心、偏向可选消费的品类。以 2020 年修改营收确认会计准则后的口径回溯 2019 年情况后，2019 年上半年，公司偏向超市便利店的品类营收占比约 56%，但由于毛利率较百货购物中心业务更低，毛利润占比约为 30%，而偏向百货购物中心的品类营收占比约 38%，毛利润占比约 63%。因此在疫情推动超市业态发展，影响百货客流的背景下，上半年公司偏向超市便利店的品类在生鲜品类增长带动下营收增长 28%，毛利润增长 20%，偏向百货购物中心的品类营收下降 30%，毛利润下降 35%。

图 8：天虹股份分品类营业收入（百万元）



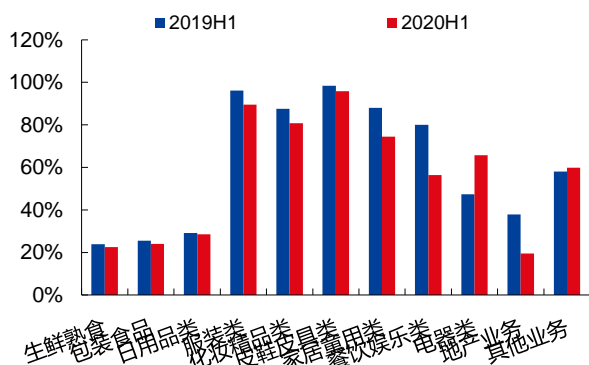
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：天虹股份分品类营收增速



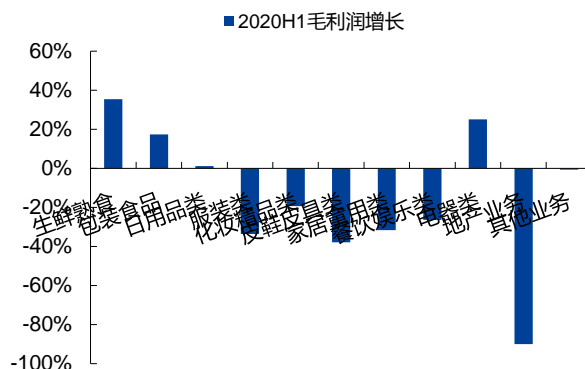
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：天虹股份分品类毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：天虹股份分品类毛利利润增长



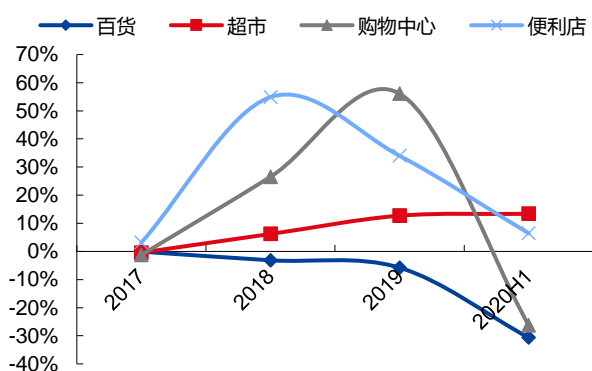
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）必选可选业态可比门店分化，超市业态继续保持较高坪效

可比门店方面，受疫情影响，偏向必选消费的超市及便利店与偏向可选消费的百货及购物中心明显分化，超市及便利店上半年可比营收分别增长 13%、6.4%，百货及购物中心可比营收分别下降 31%、26%。多数品类毛利率下行使各业态可比门店毛利润增速低于营收增速，但仍保持这分化的态势。最终超市、便利店、百货、购物中心上半年可比门店利润总额分别+16%、-3.4%、-76%、-89%。

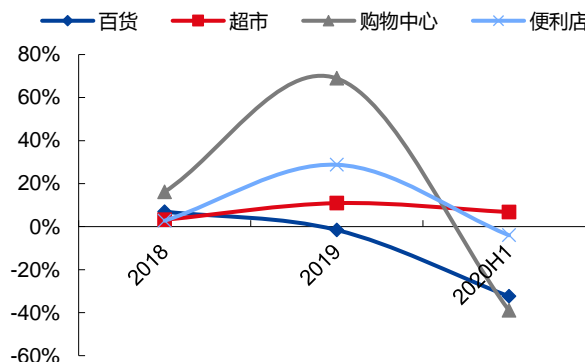
坪效方面，上半年超市的经营面积营收月坪效由 19 年的近 1700 元/（平方米·月）降至约 1565 元/（平方米·月）。百货渠道营收月坪效大幅降低，主要源于会计准则营收确认口径变化。而毛利端，公司超市业态上半年继续保持超 400 元/（平方米·月）的毛利月坪效，而百货业态上半年毛利月坪效同比下降约 34%。

图 12：天虹股份可比门店营收增速



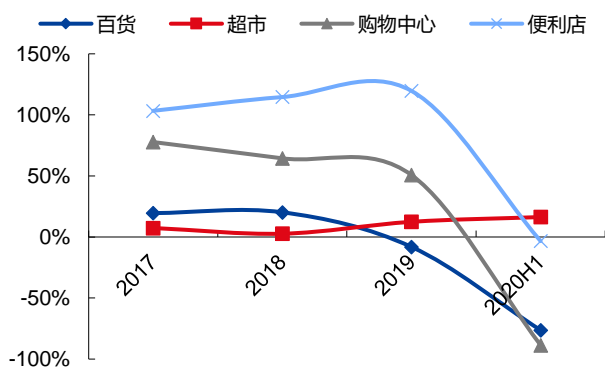
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：天虹股份可比门店毛利利润增速



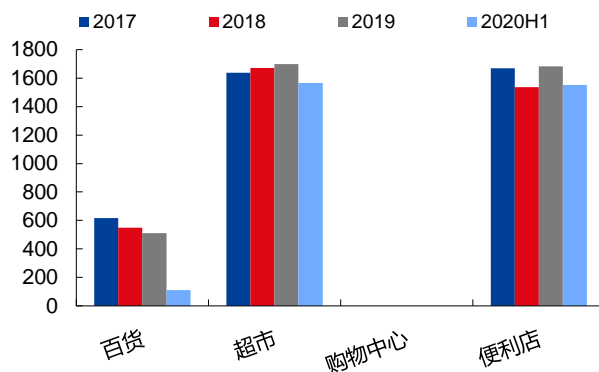
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：天虹股份可比门店利润总额增速



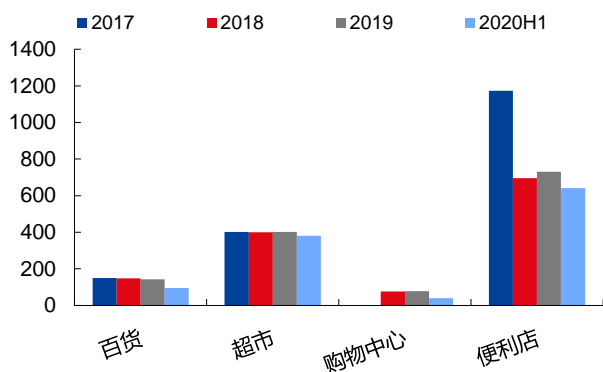
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：天虹股份可比门店营收月坪效（元/平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：天虹股份可比门店毛利月坪效（元/平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）强化线上线下一体化，线上渠道 GMV 大幅增长

线上销售方面，疫情背景下公司加强线上线下一体化发展，弥补线下百货客流确实，推动到家业务及线上销售增长。超市业态 6 月开通同城次日达及优品全国配业务，上半年超市到家同比增长 131%，百货业态专柜上线企业微信导购功能，并且全面上线小程序直播，上半年百货专柜到家销售同比增长 30 倍。最终公司上半年数字化会员数量超 2700 万人，维持约 43% 的同比增速，线上渠道实现 GMV 近 35 亿元，同比增长约 140%，占整体销售额比例近 27%。

图 17：天虹股份数字化会员数量

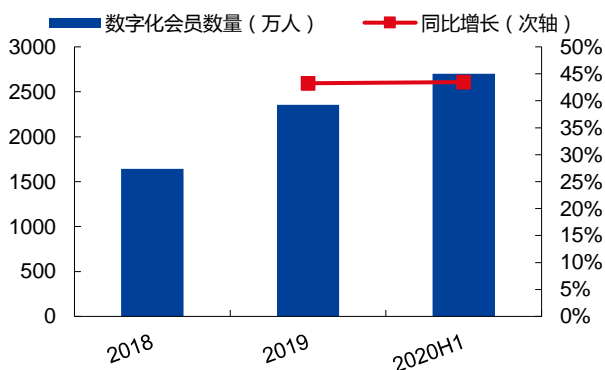
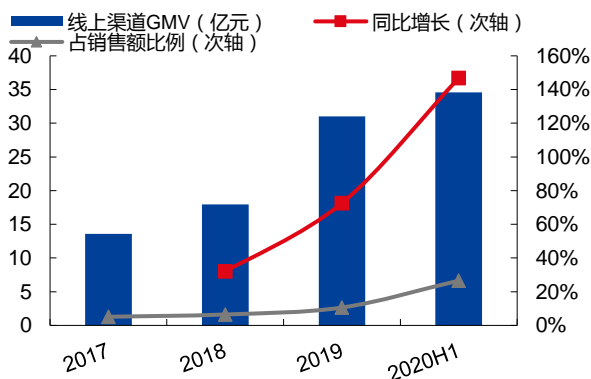


图 18：天虹股份线上 GMV 及其占比



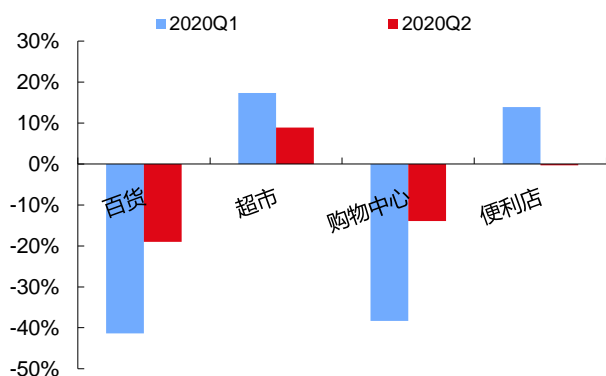
资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（六）Q2 百货购物中心明显改善，超市增长有所回落

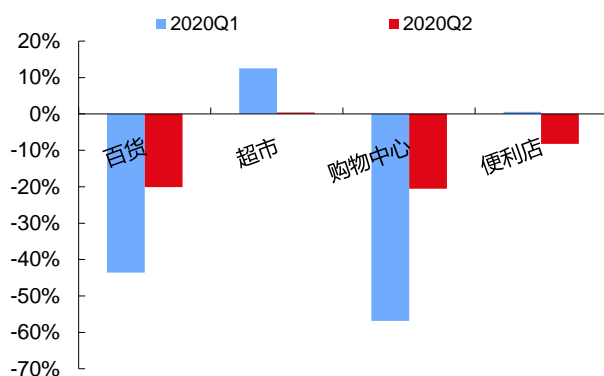
分季度看，二季度疫情逐步受控，消费信心回升，百货及购物中心客流量有所恢复，叠加公司推动到家业务，公司百货及购物中心业态可比门店营收增速由 Q1 的-41%恢复至 Q2 的-18%，毛利润增速由 Q1 的-46%恢复至 Q2 的-20%。而随着餐饮及菜市场恢复，超市渠道生鲜等必需品类需求降低，公司超市及便利店业态可比门店营收增速由 Q1 的 17%回落至 Q2 的 8.7%，毛利润增速由 Q1 的 12%回落至 Q2 的 0%。

图 19：天虹股份可比门店季度营收增速



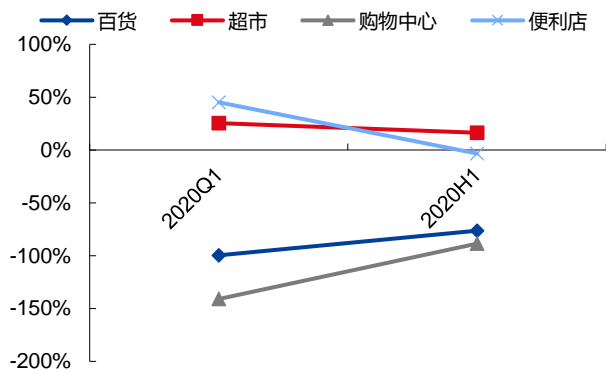
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 20：天虹股份可比门店季度毛利润增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21：天虹股份可比门店报告期利润总额增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

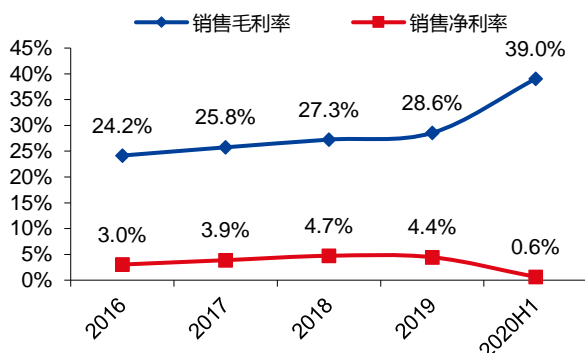
二、费用刚性影响利润表现，Q2 经营现金流逐步好转

（一）可比毛利率同比下行，部分刚性费用影响利润表现

盈利能力方面，上半年公司毛利率约 39%，会计口径变更使毛利率较年报大幅提升。若对会计口径变化进行追溯调整，上半年多数业态毛利率下行，整体毛利率同比下降约 9.6pct。疫情

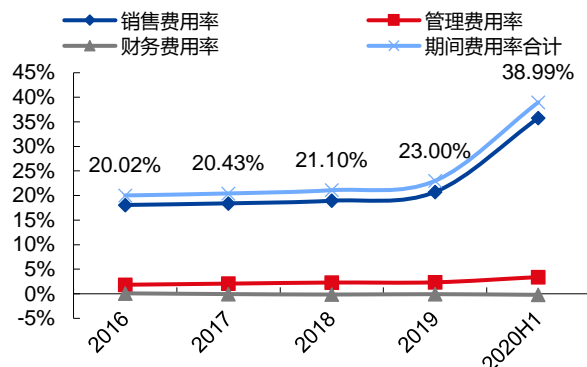
后公司费用控制压缩管理费用、减少广告营销，但职工薪酬、物业租赁费、折旧摊销等费用随规模扩张而增加，整体营收下降压缩公司利润空间，上半年净利率降低至 0.6%。

图 22：天虹股份销售利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 23：天虹股份费用率情况



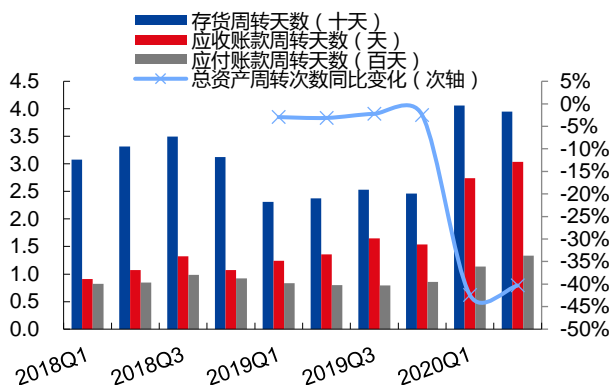
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）疫情影响各项周转，Q2 经营现金流逐步好转

周转方面，疫情影响公司各项周转，2020 年上半年存货周转天数较 2019 年提升了 60%，应收账款周转天数、应付账款周转天数分别提升了 97%、56%，上半年总资产周转次数同比下降约 40%。

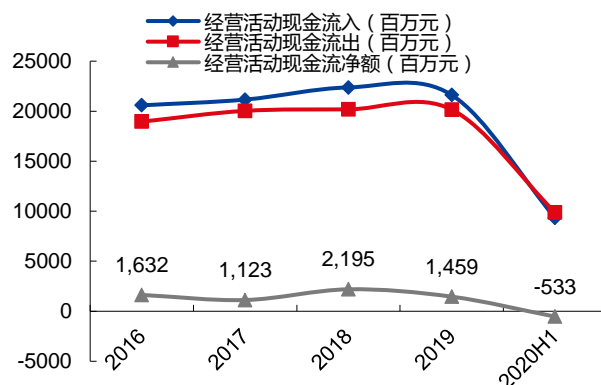
现金流方面，上半年营收降低以及部分费用刚性，经营活动现金流入同比下降 11%，其中 Q1 下降 22%，Q2 增加 4.3%，Q2 现金流环比恢复。Q1 经营活动现金流净额约-14 亿元，Q1 约 9.1 亿元，Q2 经营活动现金流环比改善。

图 24：天虹股份应收账款及其周转



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：天虹股份经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

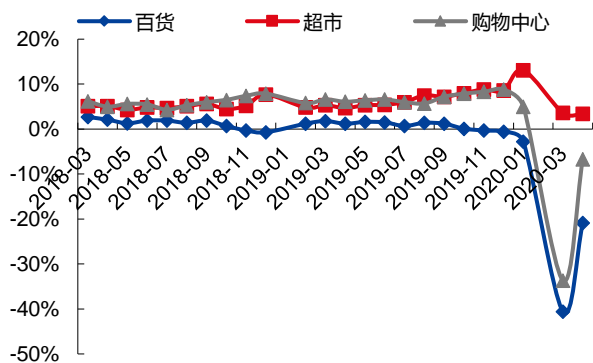
三、疫情后商场销售逐步恢复，关注公司百货转型及超市外延

疫情对线下渠道影响较大，影响超市及百货购物中心有差异。疫情后消费情绪回落影响线下客流，据麦肯锡，米雅科技数据显示各渠道线下客流均有 8%~33% 的降幅。日均销售额来看，疫情后便利店、药房受推动，超市及美妆受影响有限，百货商场及服装零售商受影响较大。其中的

差异主要源于必选消费在疫情中不会减少，餐饮、菜市场等渠道关闭推升超市渠道需求；百货主打的服装类产品可选程度较高，消费者收入预期下降过程中可选需求明显降低。

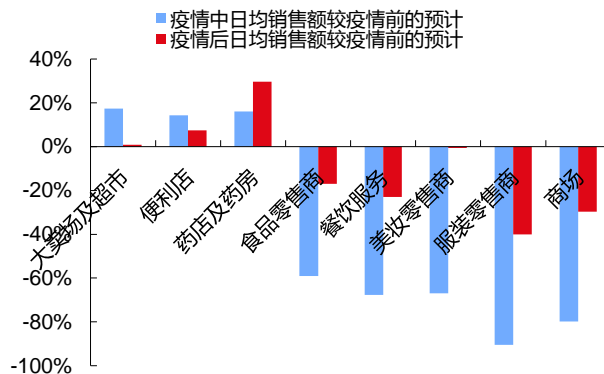
疫情后线下各渠道均有恢复。整体来看，上半年超市、百货、专业店、专卖店增速分别约 3.8%、-23.6%、-14.1%、-14.4%，对比一季度各渠道的增速 1.9%、-34.9%、-24.7%、-28.7%，偏向必选品类的超市延续正增长，各渠道二季度增速均有所改善。

图 26：国内重点零售企业分业态销售增速



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

图 27：疫情前后不同线下渠道日均销售额情况

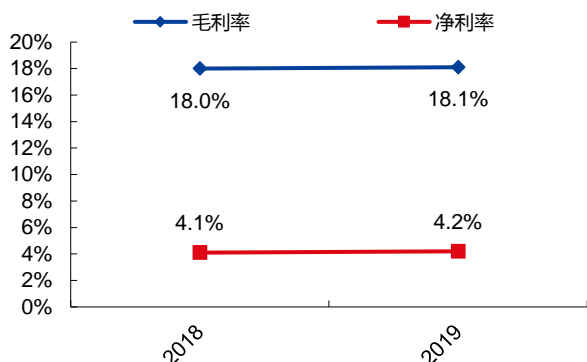


资料来源：麦肯锡，米雅科技，华金证券研究所

注：整体时间段为 20191201 至 20200510。

展望未来，一方面，公司百货持续转型或将推动百货利润增速回暖。据中国百货商业协会调研，随着百货业态逐步增加餐饮等子模块，2019 年百货行业利润率水平呈现微幅上升趋势，百货利润水平有所提升，不考虑疫情影响，公司百货持续转型有望推动百货利润增速回暖。**另一方面，较高坪效的超市业态有望外延扩张贡献利润。**以经营面积口径的营收月坪效看，19 年天虹股份超市业态营收月坪效可达近 1700 元/（平方米·月），接近行业龙头永辉超市的水平，20 年上半年也保持着超 1500 元/（平方米·月）的月坪效。天虹超市业态有望继续依托此高坪效，在连锁发展中外延扩张贡献利润。

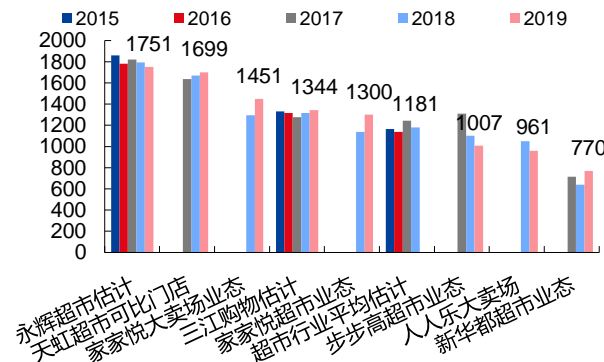
图 28：中国百货行业调查利润率



资料来源：中国百货商业协会，华金证券研究所

注：样本量为 103 家。

图 29：可比门店营业面积口径月坪效估计（元/（平方米·月））



资料来源：各公司公告，Wind，中国连锁经营协会，华金证券研究所

注：永辉超市经营面积以 2016 年经营面积与租赁面积的比例进行估算；2018 年增值税按照 16% 进行估计。

四、盈利预测及投资建议

天虹股份是以百货业态为主的多业态零售商，疫情逐步受控后盈利能力有所恢复。百货持续转型或将推动百货利润增速回暖，较高坪效的超市业态有望外延扩张贡献利润。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.37、0.67 和 0.72 元。净资产收益率分别为 6.1%、10.4%和 10.7%。目前公司 PE（2020E）约 29 倍，PE（2021E）约 16 倍，首次覆盖，以 2021 年估值为基础，给予“买入-B”建议。

表 1：天虹股份营业收入及其预测（百万元，%）

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
服装类	营业收入	6271.27	6428.09	5840.15	1460.04	1752.04	1874.69
	增长率	2.57%	2.50%	-9.15%	-75.00%	20.00%	7.00%
	毛利率	23.66%	24.80%	25.34%	89.50%	89.00%	89.00%
食品类	营业收入	4661.51	5080.35	5817.95	6574.29	7560.43	8543.29
	增长率	8.04%	8.99%	14.52%	13.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	23.76%	23.25%	22.41%	22.00%	23.00%	23.50%
日用品类	营业收入	1290.55	1375.62	1558.68	1496.33	1675.89	1843.48
	增长率	0.84%	6.59%	13.31%	-4.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	26.94%	26.98%	27.14%	26.00%	27.00%	27.50%
化妆精品类	营业收入	1617.53	1582.32	1469.98	440.99	529.19	476.27
	增长率	5.81%	-2.18%	-7.10%	-70.00%	20.00%	-10.00%
	毛利率	23.39%	25.87%	28.85%	81.00%	80.00%	80.00%
皮鞋皮具类	营业收入	1579.01	1478.07	1334.14	333.54	433.60	411.92
	增长率	-4.27%	-6.39%	-9.74%	-75.00%	30.00%	-5.00%
	毛利率	21.76%	22.79%	22.53%	96.00%	95.00%	95.00%
家具童用类	营业收入	1236.61	1305.61	1255.22	502.09	627.61	690.37
	增长率	7.84%	5.58%	-3.86%	-60.00%	25.00%	10.00%
	毛利率	26.03%	27.55%	27.89%	74.00%	74.00%	74.00%
餐饮娱乐类	营业收入	506.72	636.97	761.94	784.80	1177.19	1294.91
	增长率	23.26%	25.70%	19.62%	3.00%	50.00%	10.00%
	毛利率	74.93%	79.14%	79.26%	56.00%	56.00%	56.00%
电器类	营业收入	157.70	90.83	72.66	43.60	47.96	43.16
	增长率	-42.95%	-42.41%	-20.00%	-40.00%	10.00%	-10.00%
	毛利率	6.46%	11.33%	28.46%	66.00%	65.00%	65.00%
地产业务	营业收入	741.76	552.19	587.98	205.79	236.66	255.60
	增长率	375.64%	-25.56%	6.48%	-65.00%	15.00%	8.00%
	毛利率	31.90%	33.15%	38.31%	25.00%	35.00%	35.00%
其他业务	营业收入	473.62	607.91	693.82	659.13	725.04	790.30
	增长率	19.58%	28.36%	14.13%	-5.00%	10.00%	9.00%
	毛利率	34.88%	43.77%	58.74%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	营业收入	18536.28	19137.95	19392.52	12500.59	14765.62	16223.98
	增长率	7.31%	3.25%	1.33%	-35.54%	18.12%	9.88%
	毛利率	25.76%	27.25%	28.56%	40.85%	42.39%	41.81%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：2020 年毛利率大幅变化主要源于会计准则营收口径变动。

五、风险提示

国内疫情尚未完全结束，线下可选消费或难恢复常态水平；新拓展超市及购物中心培育存在不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9126	9590	8703	9779	10034	营业收入	19138	19393	12501	14766	16224
现金	3,969	4,377	4,449	4,959	5,677	营业成本	13922	13853	7394	8507	9441
应收票据及应收账款	394	489	104	142	128	营业税金及附加	155	151	38	115	127
预付账款	32	31	2	36	6	营业费用	3627	4022	4188	4725	5111
存货	1,050	843	512	1,000	574	管理费用	439	428	375	443	487
其他流动资产	3,623	113	119	125	131	研发费用	0	25	0	0	0
非流动资产	7,129	7,044	6,748	6,454	6,094	财务费用	-29	-15	-44	-47	-53
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	-0	5	5	6
固定资产	4469	4362	4235	4109	3987	公允价值变动收益	0	130	0	0	0
无形资产	939	913	880	847	815	投资净收益	110	7	0	0	0
其他非流动资产	393	286	301	316	332	营业利润	1163	1090	545	1017	1107
资产总计	16255	16633	15451	16233	16127	营业外收入	33	39	50	41	43
流动负债	9561	9537	8039	8413	7863	营业外支出	27	24	26	27	28
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1169	1105	570	1031	1122
应付票据及应付账款	3473	3112	1818	2908	1812	所得税	264	244	128	231	251
其他流动负债	668	563	381	400	420	税后利润	905	861	441	800	871
非流动负债	122	141	148	156	164	少数股东损益	0	2	1	1	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	904	859	441	799	870
其他非流动负债	122	141	148	156	164	EBITDA	1327	1301	760	1234	1323
负债合计	9684	9678	8187	8568	8026	主要财务比率					
少数股东权益	4	6	6	8	9	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1200	1200	1200	1200	1200	成长能力					
资本公积	1309	1309	1309	1309	1309	营业收入(%)	3.2	1.3	-35.5	18.1	9.9
留存收益	4058	4440	4748	5148	5583	营业利润(%)	26.0	-6.3	-50.0	86.6	8.8
归属母公司股东权益	6568	6950	7258	7657	8092	归属于母公司净利润(%)	25.9	-5.0	-48.7	81.3	8.9
负债和股东权益	16255	16633	15451	16233	16127	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	27.3	28.6	40.8	42.4	41.8
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	4.7	4.4	3.5	5.4	5.4
经营活动现金流	2195	1459	3	982	1215	ROE(%)	13.8	12.4	6.1	10.4	10.7
净利润	905	861	441	799	870	ROIC(%)	4345.2	88.4	-13.9	-34.1	-37.5
折旧摊销	436	478	259	264	270	偿债能力					
财务费用	-29	-15	-44	-47	-53	资产负债率(%)	59.6	58.2	53.0	52.8	49.8
投资损失	-110	-7	0	0	0	流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
营运资金变动	-555	3753	-653	-35	127	速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2
其他经营现金流	1548	-3611	1	1	2	营运能力					
投资活动现金流	-1898	-574	157	-119	-114	总资产周转率	1.2	1.2	0.8	0.9	1.0
筹资活动现金流	-369	-479	-88	-352	-382	应收账款周转率	50.4	43.9	42.2	120.0	120.0
每股指标(元)						应付账款周转率	5.4	5.9	5.1	6.2	6.9
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.72	0.37	0.67	0.72	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	1.22	0.00	0.82	1.01	P/E	14.1	14.8	28.9	15.9	14.6
每股净资产(最新摊薄)	5.47	5.79	6.05	6.38	6.74	P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
						EV/EBITDA	5.7	2.2	4.3	2.3	1.8

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

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn