

新北洋 (002376) 更新研究

## 零售元年，乘风破浪

2018 年 05 月 17 日

## 【投资要点】

- ◆ **零售设备:** 今年是公司新零售设备销售元年, 公司新零售设备主要有零售自提柜与智能微超, 零售自提柜直击线上电商“最后一公里”配送瓶颈, 同时赋能快消品下沉社区零售直销渠道。
- ◆ **物流设备:** 有别于大众的观点: 我们通过对快递新规的解读, 发现规定并未强制制定终端配送模式, 配送压力仍然倒逼快递巨头投放快递柜, 新规实施不改快递柜增长逻辑。同时公司推出的针对中转场的自动设备有望在今年实现规模销售。
- ◆ **金融设备:** 去年“金标”实施影响了现金类机具的销售, 随着政策的落地, 清分机市场面临重新洗牌, 公司手握 CIS 核心技术, 预计 2018 年金融行业设备收入将重拾增长之势。
- ◆ 公司于 5 月 15 日晚披露了部分高管减持计划, 预计减持份额不超过公司总股本 0.79%。公司公告说明高管本次的减持的原因是自有资金需求。此次减持属于股东个人行为, 不影响我们现阶段对公司经营情况的判断。

## 【投资建议】

- ◆ 预计 2018/2019/2020 年营业收入分别为 28.10/35.44/44.11 亿元, 归母净利润分别为 4.38/5.64/6.79 亿元。EPS 分别为 0.66/0.85/1.02 元, 对应的 PE 分别为 26/20/17 倍。我们认为公司切入新零售设备行业, 先发优势明显, 业绩具备一定成长性。给予 18 年 35 倍 PE 的适当溢价, 上调六个月目标价至 23.1 元, 维持“买入”评级。



挖掘价值 投资成长

买入 (维持)

目标价: 23.1 元

东方财富证券研究所

证券分析师: 卢嘉鹏

证书编号: S1160516060001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	11450.25
流通市值 (百万元)	9869.91
52 周最高/最低 (元)	19.44/10.68
52 周最高/最低 (PE)	43.09/24.25
52 周最高/最低 (PB)	4.98/2.77
52 周涨幅 (%)	37.33
52 周换手率 (%)	347.67

相关研究

- 《零售设备开始放量, 确定性增长可期》  
2018.04.26
- 《物流、金融持续发力, 2018 看新零售》  
2018.04.11
- 《新空间再造“新”北洋》  
2018.03.16
- 《业绩基本符合预期, 看好公司长期发展》  
2018.02.28

### 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1860.43	2809.51	3544.43	4410.52
增长率 (%)	13.79	51.01	26.16	24.44
EBITDA (百万元)	492.53	665.74	816.87	928.72
归母净利润 (百万元)	286.43	437.87	564.38	678.76
增长率 (%)	26.11	52.87	28.89	20.27
EPS (元/股)	0.43	0.66	0.85	1.02
市盈率 (P/E)	39.98	26.15	20.29	16.87
市净率 (P/B)	4.44	3.49	3.10	2.72
EV/EBITDA	23.01	15.52	11.95	9.83

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 【风险提示】

- ◆ 自动化分拣设备推广不及预期;
- ◆ 新零售设备客户接受度不及预期。

## 正文目录

1. 新零售设备销量有望超预期	4
1.1. 零售自提柜助力电商、快消品抢占社区零售赛道	4
1.1.1. 赋能电商配送网络建设	4
1.1.2. 赋能快消品直销渠道下沉	5
1.2. 智能微超打开自动售货机蓝海	6
2. 物流设备全周期覆盖，自助分拣设备成为亮点	7
2.1. 快递新规实施不改快递柜增长逻辑	7
2.2. 自助分拣设备助力快递网点升级	8
3. 核心技术叠加“金标”实施助力金融设备再创辉煌	10
4. 盈利预测	11
5. 估值与投资建议	11
6. 风险提示	13

## 图表目录

图表 1: 使用第三方快递柜物流与信息流	4
图表 2: 使用自有零售自提柜物流与信息流	4
图表 3: 新北洋零售自提柜	5
图表 4: 新北洋智能微超	6
图表 5: 富士冰山通道式饮料机	7
图表 6: 富士冰山弹簧式食品机	7
图表 7: 快递业务量及增速	8
图表 8: 快递员数量（万人）	8
图表 9: 新北洋智能物流装备解决方案	9
图表 10: 新款物流自动化设备	9
图表 11: 纸币可机读识别防伪特征	10
图表 12: 盈利预测关键财务数据	11
图表 13: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设	12
图表 14: 专用计算机设备行业一致盈利预期比较	12
图表 15: 历史 PE（TTM）区间	13
图表 16: 历史 PB 区间	13

## 1. 新零售设备销量有望超预期

新零售竞赛如今已经进入白热化，今年以来各大巨头都纷纷加速布局，例如五一节前阿里的盒马鲜生一天10城开10店，京东的“一天1000家”便利店。公司于4月26日披露的一季报显示，报告期内公司实现营业收入5.36亿元，较上年同期增长49.31%。公司在季报中解释原因主要系本期物流、新零售行业产品销售收入增加所致。公司面向新零售行业的自助设备已经开始放量出货，走上新零售的快车道。

### 1.1. 零售自提柜助力电商、快消品抢占社区零售赛道

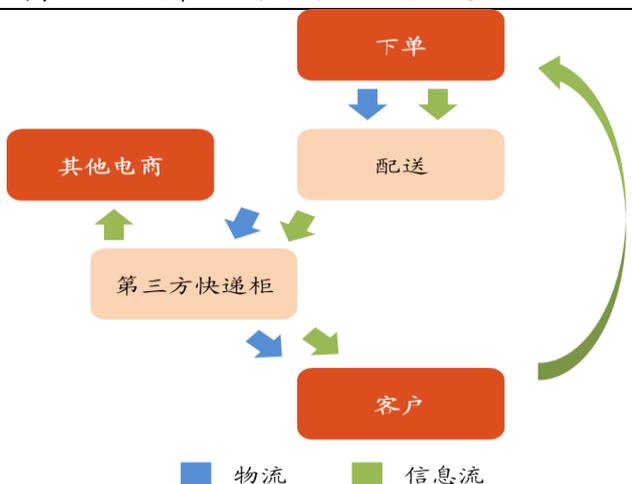
公司公布的新零售下游三大客户分别为线上电商巨头、线下传统商超、以及快消品企业。其中，线上电商巨头和快消品企业都纷纷布局，抢占新零售“最后一公里”，即社区零售的赛道。

#### 1.1.1. 赋能电商配送网络建设

以京东为例，京东拥有自己的配送网络，而且京东快递在业界以速度快而闻名。京东自身的物流体系有效保证优质的服务、客户的粘性以及较高的存货周转率，因此物流也是京东这类线上电商巨头的核心竞争力之一。虽然京东在仓储和供应链上下了很多功夫，但仍然无法绕过配送“最后一公里”的问题。我们假设京东快递员的工作强度已经饱和，那么招聘快递员的速度一定要等于甚至快于包裹增速，否则快递的时效性将大打折扣，影响京东在业界树立的良好口碑。若维持配送员数量的持续扩张，在劳动力成本提升的大背景下，必定会压缩企业的利润。

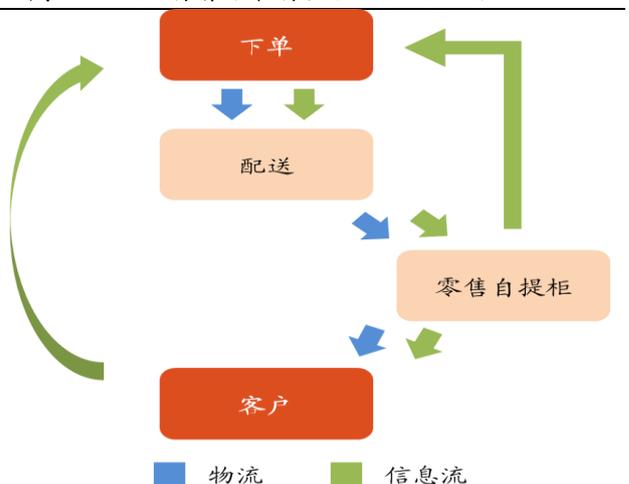
自提柜作为配送业务最后一公里的延伸，与快递柜的增长逻辑相通，承担着和快递柜同样的职责。与快递柜不同的是，零售自提柜是具有排他性的，也就是说只有自有商品才能存放在自提柜中，其他的快递无权使用。这样做有两个好处：

图表 1: 使用第三方快递柜物流与信息流



资料来源：东方财富证券研究所

图表 2: 使用自有零售自提柜物流与信息流



资料来源：东方财富证券研究所

1) **与线上形成信息流闭环**，在传统电商例如淘宝上购买商品一般由第三方快递配送，投放的快递柜也是暂时没有排他性的运营商的快递柜，例如丰巢、速递易等。商品的物流虽然直接进入消费者的手中，但是数据在派送末端分流，关键销售数据可能被第三方掌握。在这个数据和金钱同等重要的时代，使用自有的自提柜可有效保证物流和信息流的同步，同时形成闭环，客户成为竞争对手的潜在客户几率就不大。用户可通过购买商品的 App 直接完成商品提货，不需要经由第三方。

2) **提供附加服务，提升品牌形象**。因为自提柜的排他性使得电商可以提供个性化的服务，例如京东可在自提柜上提供货到付款服务等。另外，自提柜定位是在住宅区的大堂内或者过道中，一般位置较为显眼，由于自提柜具有排他性，柜机的使用就成为了公司广告向社区的延伸。同时，电商可在自提柜上投放自己的广告，增强用户体验，提高用户粘性。

### 1.1.2. 赋能快消品直销渠道下沉

快消品目前主要的销售模式是渠道分销制，根据东财大消费组调研结果，快消品，尤其是饮料，在渠道上的分成一般在出厂价的 2 倍以上，换句话说，零售终端售价的 50% 以上都被渠道赚走。因此，在巩固线下渠道的同时，拓展线上直销渠道成为快消品企业的转型方向。

公司在新零售领域布局的另一大客户群便是快消品巨头，这些快消品巨头面临线下渠道激烈的竞争，对线上线下结合将渠道下沉直接面对 C 端客户有着迫切的需求，其中一种解决方案就是直接配送至下游客户。然而配送过程中同样面对“最后一公里”的瓶颈问题。零售自提柜可以有效解决配送员与客户的时间差问题，同时相比起传统的快递柜，也可以形成线上线下的信息流闭环。零售自提柜布设进入小区楼道，对快消品企业来说同样是一种广告模式，自提柜外部可以覆盖公司 LOGO，同时用户对自提柜的使用对同一小区的其他潜在客户起到了一定的示范效应。

图表 3: 新北洋零售自提柜



资料来源：公司展厅，东方财富证券研究所

## 1.2. 智能微超打开自动售货机蓝海

公司的另一款产品是智能微超，也就是常见的自动售货机，目前正在试验阶段，并且已在威海机场投放了一个试点，预计将在不久后推出。与传统的自动售货机相比，公司的智能微超有以下几个优点：**1、机械臂代替通道。**传统的自动售货机以贩卖饮料为主，因此机柜设计上采用通道式的居多。通道式成本较低，但是可销售商品有限，一些易碎物品以及不规则物品在出货时很容易损坏，因此一般不摆上货架。公司的智能微超取货模式为机械臂，用户在完成购买后，机械臂会运动到相应的商品处取出货品，降低商品在掉落时的损坏可能，也就尽可能多的增加商品的销售种类。**2、落地玻璃提升用户体验。**公司的智能微超是一面落地玻璃，相比起一般的自动售货机而言，可展示的商品更多。且因机械臂取货，无需在机柜下方设置出口口，可将货架延伸至最底部，尽可能的还原了超市的购物体验。

图表 4: 新北洋智能微超



资料来源：公司展厅，东方财富证券研究所

**自动售货机的覆盖率还相对较低**，公开数据显示我国保有量不足 30 万台。而在日本，自动售货机的保有量超过 500 万台，平均每 20-25 人就有一台，在美国这一数字是 30-40 人，欧洲是 50-120 人。如果按照欧洲 120 人/台标准，中国自动售货机的目标保有量将在 1100 万台左右，有着巨大的上升空间。

目前公司面对的主要直接竞争对手是富士冰山，是一家中日合资企业，由日本富士和大连冰山共同设立，主要业务是自动售货机的生产和销售。富士冰山从 2003 年设立至今，累计销售自动售货机 12 万台，目前经过增资设立新厂后，年产能达 15 万台。然而，富士冰山的产品依然以通道式饮料机为主，即使是食品柜也是通道式或弹簧式，对可供售卖的商品种类有较多的限制。同时，

富士冰山为中日合资企业，我们认为合资企业对市场的响应不如公司灵敏。公司在“二次创业”以来，深度经营终端客户，了解客户需求，这一点可从公司近期针对下游三大行业推出的新产品中得到印证。

图表 5: 富士冰山通道式饮料机



资料来源：富士冰山官网，东方财富证券研究所

图表 6: 富士冰山弹簧式食品机



资料来源：富士冰山官网，东方财富证券研究所

无论是公司的产品智能微超，还是富士冰山的传统自动售货机，都属于“先付款后取货”产品，然而，近期市场中出现了“先取货后付款”形式的零售设备，且应用了 RFID 或者人工智能等领先的技术。但我们认为，近几年此类产品对“先付款后取货”的智能微超不会造成替代品的冲击，原因有以下两点：1) **应用成本过高**。目前“先取货后付款”的技术模式主要是图像识别和 RFID 标签两种。图像识别需要用到大量传感器，以及先进的人工智能算法，大大增加了设备投放成本，同时 RFID 需要在商品上贴标签，直接增加了销售商品的成本，压缩了本来就不高的利润空间。2) **破窗理论**。此理论认为社会中一旦出现不良现象，会使其他人效仿，最终导致愈演愈烈。大多“无人超市”需要靠消费者自觉付款，然而一旦出现有人不付款，就会造成大多数人不付款，导致无法持续经营。

## 2. 物流设备全周期覆盖，自助分拣设备成为亮点

### 2.1. 快递新规实施不改快递柜增长逻辑

5月1日起实施的《快递暂行条例》第二十五条指出：快递应该投递到约定的收件地址、收件人或者收件人指定的代收人并告知，收件人或者代收人有权当面验收。市场部分观点将此条规定解读为“快递必须送入收件人手中”，甚至认为快递柜从此成了摆设，我们认为这是对快递新规的一种误读。首先，《条例》中说明快件可投递至约定的收件地址、收件人或指定代收人三种，而这收件模式三种是一种并列关系，快递柜即是约定的收件地址中的一种。其次，收件人或代收人是“有权”当面验收，并非“必须”当面验收，可以理解为收件人保留了当面收货的权利，而并非强制快递配送上门。另外《条例》的第十

二条也说明，国家鼓励智能末端服务设施，也就是快递柜的推广和应用。

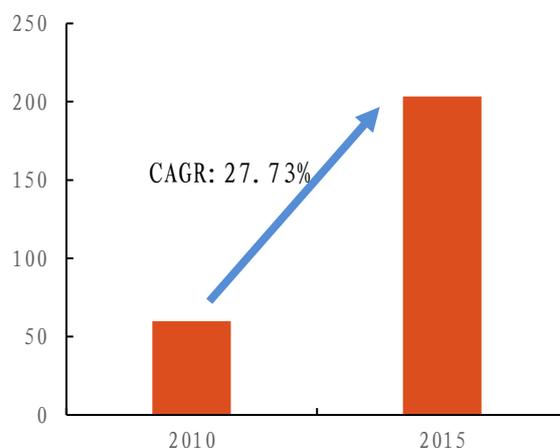
快递件数增长远高于快递员人数增长，效率成为配送“最后一公里”的最大痛点，快递柜增长的逻辑依然存在。

图表 7: 快递业务量及增速



资料来源：国家邮政局网站，Choice，东方财富证券研究所

图表 8: 快递员数量 (万人)



资料来源：阿里研究院，东方财富证券研究所

快递员人数即使是达到 CAGR27.73% 的增速，也大幅慢于快递件数增长，导致单一快递员的配送压力持续增加。我们预计，上门配送模式的占比会逐渐降低。假设 2018 年的快递数量增速维持在 30%，则快递总量约为 520 亿件，如果快递员数量增长速率保持不变，则 2018 年快递员数量约为 267 万人，单个快递员平均处理快递量将为 38951 次/年（收发各算一次），如果以一年工作 300 天计算，**平均每个快递员一天要处理 130 个快递**。保守估计每个快递的配送或揽收时间为 5 分钟，快递员平均工作时间将为 10.8 小时/天，这还不包括往返中转站的转运时间，更不包括出现客户不在家所造成的二次配送所浪费的时间。同时，新闻报道过快递员上门盗窃、抢劫的个案，用户加强了对上门配送的戒备心，很多高档住宅小区也禁止快递员进入，用户对安全和隐私的重视程度加强会渐渐淡化上门配送服务的重要性。

因为快递柜的周转决定因素不是配送时间而是取件时间，终端用户使用快递柜的取件时间习惯等很难在短时间内改变，我们假设快递柜的周转率（使用快递柜的快递总量/快递柜数量）不发生变化。因此，即便是快递柜模式配送占比保持不变，快递柜的数量增长也有望在未来保持与快递总量增速相同。

## 2.2. 自助分拣设备助力快递网点升级

快递在终端揽收后流向二级的快递网点，经过打包分拣后再进入一级的中转场，跨区域的快递在中转节点之间运输。公司产品已覆盖快递转运全生命周期，针对二级中转站的应用场景开发出出泡器、自动、半自动分拣装备等设备，一级大型中转场的应用场景开发出大型分拣带，动态计泡机等设备，助力快递转运效率提升，受到下游客户的好评。

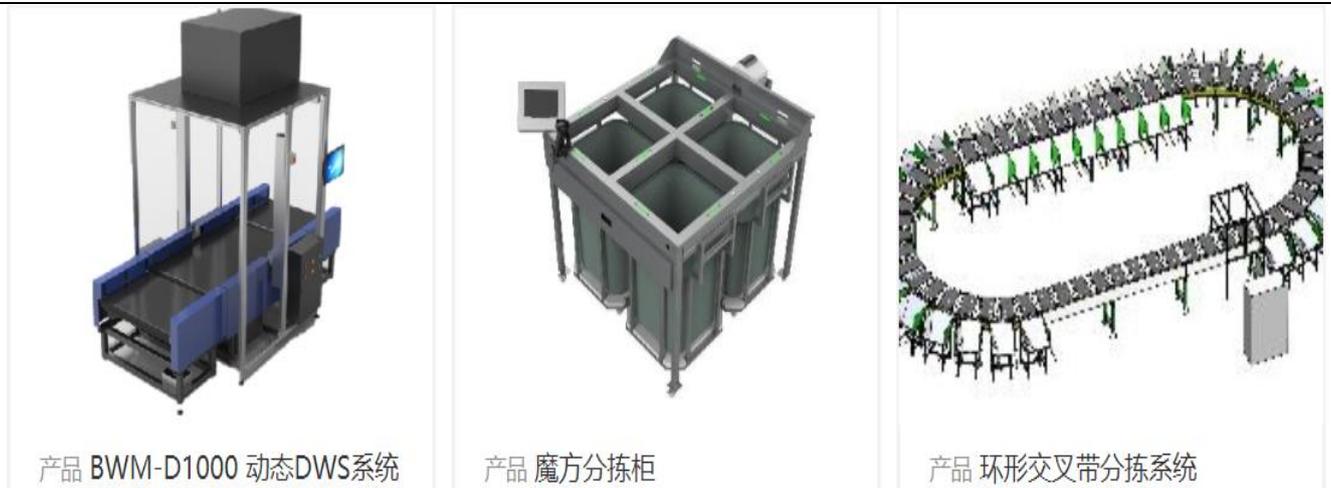
图表 9: 新北洋智能物流装备解决方案



资料来源：公司展厅，东方财富证券研究所

目前一级中转场因为快递数量巨大，自动化程度较高，然而二级分派网点的自动化程度还有待开发。在快递柜出货量持续增长的同时，新的自动化分拣设备开始出货有望成为本年度快递领域收入主要增长点。同时因为分拣设备毛利率较快递柜高，新产品出货有望增厚快递领域利润。

图表 10: 新款物流自动化设备



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

### 3. 核心技术叠加“金标”实施助力金融设备再创辉煌

“金标”发布影响 2017 年金融设备收入。公司金融设备的毛利率因壁垒较高而显著高于物流设备,2017 年公司金融及物流行业整体营收增速为 17.44%,但毛利率仅为 43.91%,较 2016 年下降 6.65pct,证明 2017 年公司快递行业产品营收增速快于 17.44%,金融行业产品营收增速慢于 17.44%。造成金融行业营收增速不及预期的主要原因是“金标”的发布

2017 年 7 月 6 日,中国人民银行正式发布《人民币现金机具鉴别能力技术规范》金融标准。《规范》对现金机具、防伪特征进行了分类,规定了机具检验能力的测试方法。介于标准的发布,原有的银行现金机具的采购暂停,直接影响公司现金类设备的销量。

“金标”公布人民币纸币一共有 18 种防伪特征,鉴别的主要方式是过机扫描。

图表 11: 纸币可机读识别防伪特征

序号	防伪特征	序号	防伪特征
1	纸币外形尺寸	10	安全线光学特征
2	可见光反射图文	11	精细镂空图文
3	可见光透射图文	12	电学特征
4	红外反射图文	13	光谱吸收特征
5	红外透射图文	14	透明视窗特征
6	荧光图文	15	水印特征
7	磁性图文	16	冠字号码
8	安全线磁性特征	17	厚度特征
9	印刷光变图文	18	其他防伪特征

资料来源:人民币现金机具鉴别能力技术规范,东方财富证券研究所

2018 年,“金标”的正式实行有望打破现有清分机市场竞争格局,引发新一轮清分机市场更换潮。公司手握接触式图像传感器 CIS 核心技术,世界市场占有率 6.7%,国内排名第一、世界排名第五。接触式扫描工作原理是将感光单元紧密排列,直接收集被扫描稿件反射的光线信息。由于无需透镜组,所以可以制作出结构更为紧凑的扫描仪,适合用在银行票据扫描、鉴别以及纸币清分。预计 2018 年公司将借“金标”实行的契机,加大金融票据纸币识别类产品的市场推广力度。同时公司在 2017 年储备的,以股份制、农商行、城商行客户为主的智慧柜员机整机客户有望在 2018 年为公司贡献可观收入,金融设备营收将重现增长之势。

## 4. 盈利预测

经过实地调研我们发现，我们低估了公司新零售行业设备的市场接受程度，并且认为快递行业设备不会受到快递新规的影响，新的快递分拣自动化设备也有望在今年放量出货，同时“金标”的落地使得清分机市场重新洗牌，公司有望依托 CIS 核心壁垒，实现金融行业设备的规模销售。预计 2018 年公司在传统行业、物流、金融、零售行业的营收分别为 23%、26%、30%、21%。

我们分别上调快递行业以及零售行业的营业收入预期，分别上调 2018/2019/2020 年公司营业收入 8.12%/8.73%/9.66%，金融设备的恢复增长和自动化分拣设备的放量有望增厚公司毛利，分别上调归母净利润 11.51%/14.80%/12.25%。

预计 2018/2019/2020 年营业收入分别为 28.10/35.44/44.11 亿元，归母净利润分别为 4.38/5.64/6.79 亿元。EPS 分别为 0.66/0.85/1.02 元，对应的 PE 分别为 26/20/17 倍。

图表 12: 盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1860.43	2809.51	3544.43	4410.52
增长率 (%)	13.79	51.01	26.16	24.44
EBITDA (百万元)	492.53	665.74	816.87	928.72
归母净利润 (百万元)	286.43	437.87	564.38	678.76
增长率 (%)	26.11	52.87	28.89	20.27
EPS (元/股)	0.43	0.66	0.85	1.02
市盈率 (P/E)	39.98	26.15	20.29	16.87
市净率 (P/B)	4.44	3.49	3.10	2.72
EV/EBITDA	23.01	15.52	11.95	9.83

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 5. 估值与投资建议

### 绝对估值

我们取 Choice 沪深指数 5 年平均收益率为市场收益  $R_m$ ，十年期国债收益率为无风险利率  $R_f$ 。假设公司保持目前杠杆结构不变，对应加权平均资本成本 WACC 为 10.52%。

图表 13: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.00	WACC	10.52%
市场收益率 Rm	10.83%	半显性增速	15.00%
无风险利率 Rf	3.65%	永续增速	3.00%
风险溢价	7.18%	公司价值	153.32 亿元
实际税率	10.00%	股票价值	144.37 亿元
债务利率	5.00%	每股价值	21.69 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

以 WACC 做折现率对公司进行 FCFF 估值, 在已知三年显性期, 假设三年半显性, 三年过渡期后进入永续增长的四段式模型, 公司 EV 约为 153.32 亿元, 对应股本价值为 144.37 亿元, 每股价值为 21.69 元。

### 相对估值

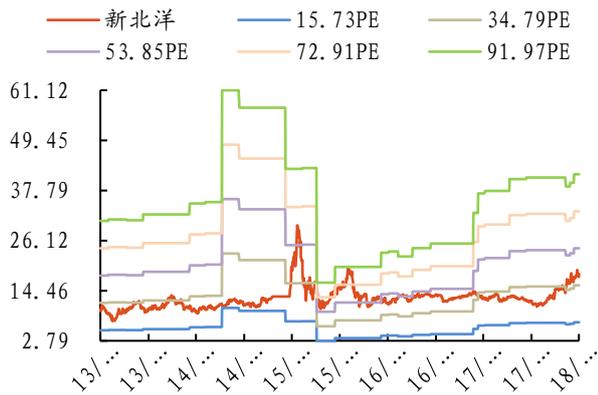
我们选取了公司所在的东财三级子行业专用计算机设备的有 Choice 一致盈利预期的公司进行比较。

图表 14: 专用计算机设备行业一致盈利预期比较

证券代码	证券名称	总市值	归母净利润 (TTM)	预测归母净	预测归母净	预测归母净
				利润平均值 2018	利润平均值 2019	利润平均值 2020
000997.SZ	新大陆	184.27	6.58	7.36	8.99	11.89
002152.SZ	广电运通	179.01	8.24	11.97	13.36	16.66
002308.SZ	威创股份	93.46	1.94	2.95	3.78	4.55
002376.SZ	新北洋	114.50	3.01	4.28	5.67	6.86
300045.SZ	华力创通	72.79	0.64	1.59	2.50	3.39
300130.SZ	新国都	73.41	0.75	2.09	2.97	3.63
300177.SZ	中海达	52.47	0.83	0.88	1.09	1.44
300302.SZ	同有科技	50.32	0.52	1.09	1.46	1.99
300367.SZ	东方网力	125.11	3.96	5.32	7.13	9.22
300462.SZ	华铭智能	37.31	0.68	1.58	2.06	3.25
300656.SZ	民德电子	28.68	0.41	0.48	0.61	0.77
600271.SH	航天信息	469.62	12.62	16.50	19.70	24.58
600855.SH	航天长峰	44.50	0.01	0.45	0.51	0.57
603019.SH	中科曙光	318.81	3.13	4.47	6.49	8.42
603660.SH	苏州科达	92.41	2.79	3.54	4.82	6.38
合计		1936.66	46.12	64.56	81.16	103.59
对应 PE			41.99	30.00	23.86	18.70

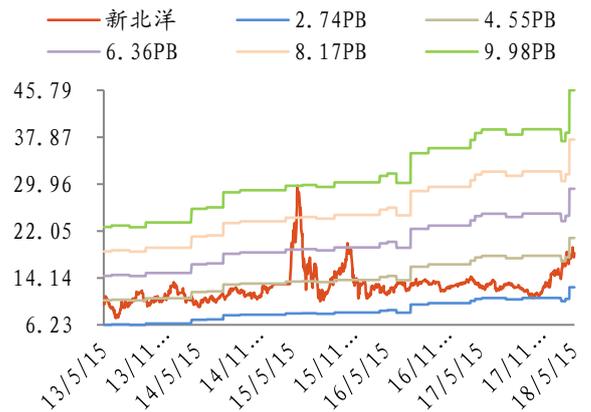
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

参考行业平均估值水平和公司历史估值水平, 我们认为公司切入新零售设备行业, 先发优势明显, 业绩具备一定成长性。给予 18 年 35 倍 PE 的适当溢价, 上调六个月目标价至 23.1 元, 维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

自动化分拣设备推广不及预期;  
新零售设备客户接受度不及预期。

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1956.85</b>	<b>3252.24</b>	<b>4117.13</b>	<b>5105.08</b>
货币资金	706.51	1706.92	2274.41	2912.82
应收及预付	598.35	829.26	971.53	1137.73
存货	460.69	524.04	679.16	862.50
其他流动资产	191.30	192.03	192.03	192.03
<b>非流动资产</b>	<b>2097.75</b>	<b>2030.05</b>	<b>1963.55</b>	<b>1900.36</b>
长期股权投资	495.83	495.83	495.83	495.83
固定资产	984.68	936.07	887.46	838.85
在建工程	11.04	11.04	11.04	11.04
无形资产	513.99	475.14	457.25	442.68
其他长期资产	92.22	111.97	111.97	111.97
<b>资产总计</b>	<b>4054.60</b>	<b>5282.29</b>	<b>6080.67</b>	<b>7005.44</b>
<b>流动负债</b>	<b>1135.97</b>	<b>1576.88</b>	<b>1856.50</b>	<b>2157.85</b>
短期借款	588.69	588.69	588.69	588.69
应付及预收	546.27	987.18	1266.80	1568.15
其他流动负债	1.01	1.01	1.01	1.01
<b>非流动负债</b>	<b>35.75</b>	<b>35.75</b>	<b>35.75</b>	<b>35.75</b>
长期借款	0.18	0.18	0.18	0.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	35.57	35.57	35.57	35.57
<b>负债合计</b>	<b>1171.72</b>	<b>1612.63</b>	<b>1892.25</b>	<b>2193.60</b>
股本	631.49	665.71	665.71	665.71
资本公积	653.92	1031.66	1031.66	1031.66
留存收益	1291.30	1582.71	1993.98	2512.97
归属母公司股东权益	2576.28	3279.65	3690.92	4209.91
少数股东权益	306.60	390.01	497.51	601.93
<b>负债和股东权益</b>	<b>4054.60</b>	<b>5282.29</b>	<b>6080.67</b>	<b>7005.44</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1860.43</b>	<b>2809.51</b>	<b>3544.43</b>	<b>4410.52</b>
营业成本	1040.53	1572.11	2037.48	2587.49
营业税金及附加	24.39	38.65	49.72	60.80
销售费用	180.95	266.90	319.00	396.95
管理费用	343.13	477.62	567.11	705.68
财务费用	34.71	18.85	3.84	-4.67
资产减值损失	3.32	20.37	19.01	24.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.97	78.24	99.22	121.60
资产处置收益	0.54	1.02	1.29	1.18
其他收益	67.25	62.27	69.92	78.69
<b>营业利润</b>	<b>371.16</b>	<b>556.55</b>	<b>718.70</b>	<b>840.81</b>
营业外收入	10.44	27.50	33.00	35.41
营业外支出	1.39	4.85	5.17	6.01
<b>利润总额</b>	<b>380.22</b>	<b>579.20</b>	<b>746.53</b>	<b>870.21</b>
所得税	31.48	57.92	74.65	87.02
<b>净利润</b>	<b>348.74</b>	<b>521.28</b>	<b>671.88</b>	<b>783.19</b>
少数股东损益	62.31	83.40	107.50	104.42
<b>归属母公司净利润</b>	<b>286.43</b>	<b>437.87</b>	<b>564.38</b>	<b>678.76</b>
EBITDA	492.53	665.74	816.87	928.72

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>422.66</b>	<b>517.00</b>	<b>616.34</b>	<b>669.97</b>
净利润	348.74	521.28	671.88	783.19
折旧摊销	77.60	67.70	66.50	63.19
营运资金变动	26.82	-20.90	-43.44	-79.78
其它	-30.51	-51.08	-78.59	-96.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>-48.54</b>	<b>100.89</b>	<b>127.05</b>	<b>151.00</b>
资本支出	-141.43	22.65	27.83	29.40
投资变动	92.89	78.24	99.22	121.60
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-177.89</b>	<b>382.52</b>	<b>-175.90</b>	<b>-182.56</b>
银行借款	619.20	0.00	0.00	0.00
债券融资	514.11	0.00	0.00	0.00
股权融资	27.50	411.96	0.00	0.00
其他	-1338.70	-29.44	-175.90	-182.56
<b>现金净增加额</b>	<b>196.23</b>	<b>1000.40</b>	<b>567.49</b>	<b>638.41</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>555.88</b>	<b>706.51</b>	<b>1706.92</b>	<b>2274.41</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>737.21</b>	<b>1706.92</b>	<b>2274.41</b>	<b>2912.82</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	13.79	51.01	26.16	24.44
营业利润增长	55.31	49.95	29.14	16.99
归属母公司净利润增长	26.11	52.87	28.89	20.27
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	44.07	44.04	42.52	41.33
净利率	15.40	15.59	15.92	15.39
ROE	11.12	13.35	15.29	16.12
ROIC	8.42	11.13	11.97	12.74
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	28.90	30.53	31.12	31.31
净负债比率	-0.04	-0.30	-0.40	-0.48
流动比率	1.72	2.06	2.22	2.37
速动比率	1.32	1.73	1.85	1.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.60	0.62	0.67
应收账款周转率	3.63	4.14	4.50	4.80
存货周转率	2.38	3.00	3.00	3.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.43	0.66	0.85	1.02
每股经营现金流	0.67	0.78	0.93	1.01
每股净资产	4.08	4.93	5.54	6.32
<b>估值比率</b>				
P/E	39.98	26.15	20.29	16.87
P/B	4.44	3.49	3.10	2.72
EV/EBITDA	23.01	15.52	11.95	9.83

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。