

2019 年 08 月 28 日

永辉超市 (601933.SH)

动态分析

渠道扩张推动营收增长，Q2 毛利率下行使利润增速放缓

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 411.76 亿元/+19.71%，实现归母净利润 13.69 亿元/+46.69%，EPS 约为 0.14 元。其中 Q2 营收 189.40 亿元/+21.18%，归母净利润 2.45 亿元/+32.25%。

投资要点

◆ **渠道扩张使营收稳健增长，费率降低推动净利润快速提升：**门店方面，上半年公司门店同比增长 27%至 791 家，若剔除 5 月并入的百佳永辉的 38 家超市门店，门店数量增长 21%。**营收端**，渠道外延稳步进行，老店客流逐步提升，销售额增长推动规模提升，2019 年上半年公司营收增长 19.7%，增速环比大致稳定。**净利端**，2018 年上半年永辉云创亏损及激励费用影响净利润，费率降低使 2019 年上半年净利润增长 47%。其中 Q2 渠道持续扩张推动公司营收增速环比上行，毛利率同比下行 1.1pct 使净利润增速放缓至 32%。

◆ **渠道扩张推动客流及营收增长：**近年来，永辉超市渠道数量持续扩张。2014 年至 2018 年公司渠道数量年复合增长约 21%，签约面积年复合增速约 19%。2019 年上半年公司门店数量同比增长 27%至 791 家（含百佳永辉），签约面积增长 20%。渠道扩张推动客流增长，2018 年公司日均客流量已达 290 万人次，2016 年至 2018 年年复合增速约为 19%。2019 全年，公司计划新开门店 150 家，约为 2018 年末公司门店数量的 21%，新开门店逐步培育有望贡献稳健的业绩增长。另外公司尝试 MINI 店业态，有望拉近与消费者的距离，进一步提升市占率。

◆ **上半年毛利率同比略降，规模增长推动毛利润提升：**分品类看，2019 年上半年公司生鲜及加工商品、食品用品商品、服务业收入分别占据营收 44%、49%、7%的份额。渠道扩张推动，2019 年上半年公司生鲜、食品品类分别实现 18%、21%的营收增速。毛利率方面，生鲜及加工、食品用品、服务业毛利率分别为 13.9%、18.6%、89.9%，商品销售毛利率明显低于服务毛利率。因此 2019 年上半年上述三个品类的毛利润占比分别约 28%、42%、30%。渠道快速扩张及新模式尝试使 Q2 公司毛利率略有下行，规模增长推动下，生鲜、食品、服务分别实现毛利润增长 9%、27%、28%，推动公司业绩持续稳健增长。

◆ **Q2 毛利率略有下滑，费用变化影响净利率：**盈利能力方面，Q2 毛利率同比下滑 1.1pct，使上半年毛利率同比下降 0.6pct 至 21.84%。云创出表，上半年股权激励费用较去年同期减少约 2.08 亿元至 1.36 亿元，剥离彩食鲜获得投资收益 1.26 亿元。最终 2019 年上半年公司净利率增长 1.15pct 至 3.32%，公司净利润快速提升。

存货方面，2019 年上半年公司存货较去年末减少 21%至 64.2 亿元，占营收比例同比略有提升，主要源于渠道扩张及新模式探索。对比可比公司，2019 上半年永辉超市存货周转率仍处于可比公司平均水平，存货周转整体良好。

商贸零售 | 超市 III

投资评级

买入-A(维持)

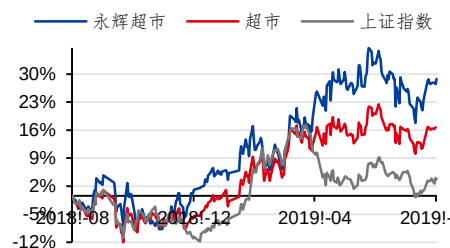
股价(2019-08-28)

9.91 元

交易数据

总市值(百万元)	94,843.28
流通市值(百万元)	93,190.48
总股本(百万股)	9,570.46
流通股本(百万股)	9,403.68
12 个月价格区间	6.68/10.65 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.21	-1.39	25.82
绝对收益	2.48	-1.34	29.88

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

永辉超市：渠道扩张推动营收稳健增长，规模效应及供应链合作提升利润率
2019-08-23

- ◆ **资产证券化加快资金周转，有望提高资金使用效率：**公司拟以永辉超市及其下属公司的供应链账款债权及其附属权作为基础资产，以发行资产支持证券的方式进行融资。本次拟募集资金 20 亿元。公司拟发行资产支持证券，一是有望通过资产证券化的方式盘活存量资产，加快资金周转，提高资金使用效率；二是募集资金 20 亿元，有望降低公司短期债务压力，助力公司渠道扩张。
- ◆ **投资建议：**永辉超市是全国性超市龙头之一，市占率排名第 4，近年来渠道扩张推动营收规模稳步增长，规模效应及供应链合作提升利润率。2019 年预计门店数量增长 21%，带动公司营收稳步提升。我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.24、0.30 和 0.37 元。净资产收益率分别为 10.0%、11.4%和 12.6%。目前股价 PE（2019E）约为 42 倍，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**渠道外延扩张或不及预期；新业态培育或不及预期；短期毛利率下行使利润增速放缓。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	58,591.3	70,516.7	85,161.8	101,810.0	120,423.4
同比增长(%)	19.0%	20.4%	20.8%	19.5%	18.3%
营业利润(百万元)	1,940.6	1,264.5	2,914.6	3,693.7	4,542.4
同比增长(%)	29.6%	-34.8%	130.5%	26.7%	23.0%
净利润(百万元)	1,816.8	1,480.4	2,281.3	2,868.7	3,508.3
同比增长(%)	46.3%	-18.5%	54.1%	25.7%	22.3%
每股收益(元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.37
PE	52.2	64.1	41.6	33.1	27.0
PB	4.7	4.9	4.2	3.8	3.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、渠道扩张推动营收增长，Q2 毛利率下行使利润增速放缓	4
（一）渠道扩张使营收稳健增长，费率降低推动净利润快速提升	4
（二）渠道扩张推动客流及营收增长	4
（三）上半年毛利率同比略降，规模增长推动毛利润提升	5
（四）跨区域渠道扩张推动公司业绩稳步增长	6
（五）跨区域扩张推升规模效应，供应链股权合作促进经营效率	6
二、Q2 毛利率略有下滑，费用波动影响净利率	7
（一）Q2 毛利率略有下滑，费用变化影响净利率	7
（二）存货占营收比例提升，存货周转整体良好	8
三、盈利预测及投资建议	8
四、风险提示	9

图表目录

图 1：永辉超市营业收入及其增长	4
图 2：永辉超市归母净利及其增长	4
图 3：永辉超市分季度营业收入及其增长	4
图 4：永辉超市分季度归母净利及其增长	4
图 5：永辉超市门店数量及签约面积	5
图 6：永辉超市门店客流及坪效	5
图 7：永辉超市分品类营业收入（百万元）	5
图 8：永辉超市分品类营收增速	5
图 9：永辉超市分品类毛利率	6
图 10：永辉超市分品类毛利润（百万元）	6
图 11：永辉超市分区域营业收入（百万元）	6
图 12：永辉超市分区域营收增速	6
图 13：永辉超市零售商市占率估计	7
图 14：2019 年 6 月国内前十零售商市场份额	7
图 15：永辉超市利润率水平	8
图 16：永辉超市费用率水平	8
图 17：永辉超市存货及其占营收比例	8
图 18：可比公司存货周转率	8
表 1：永辉超市部分重要股权合作情况	7
表 2：永辉超市营业收入预测表	9

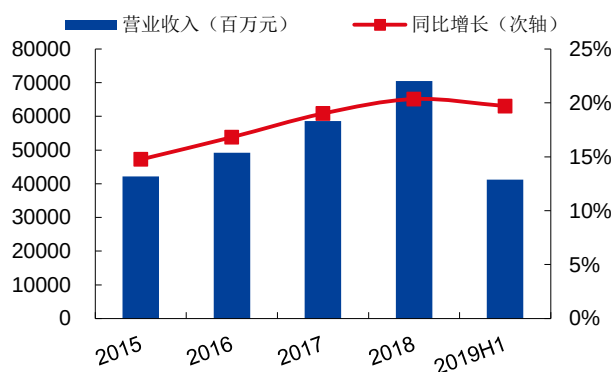
一、渠道扩张推动营收增长，Q2 毛利率下行使利润增速放缓

公司披露半年报，上半年实现营收 411.76 亿元/+19.71%，实现归母净利 13.69 亿元/+46.69%，EPS 约为 0.14 元。其中 Q2 营收 189.40 亿元/+21.18%，归母净利 2.45 亿元/+32.25%。

（一）渠道扩张使营收稳健增长，费率降低推动净利润快速提升

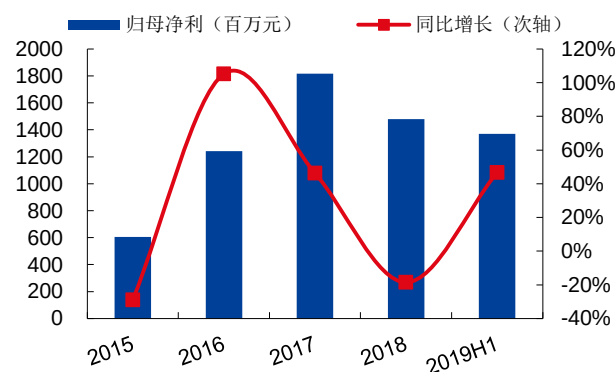
门店方面，上半年公司门店同比增长 27%至 791 家，若剔除 5 月并入的百佳永辉的 38 家超市门店，门店数量增长 21%。营收端，渠道外延稳步进行，老店客流逐步提升，销售额增长推动规模提升，2019 年上半年公司营收增长 19.7%，增速环比大致稳定。净利端，2018 年上半年永辉云创亏损及激励费用影响净利润，费率降低使 2019 年上半年净利润增长 47%。其中 Q2 渠道持续扩张推动公司营收增速环比上行，毛利率同比下行 1.1pct 使净利润增速放缓至 32%。

图 1：永辉超市营业收入及其增长



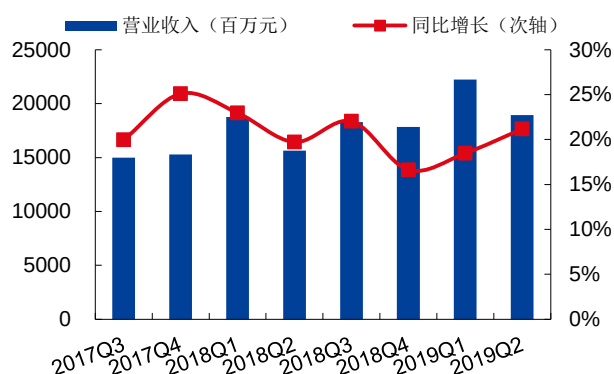
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：永辉超市归母净利润及其增长



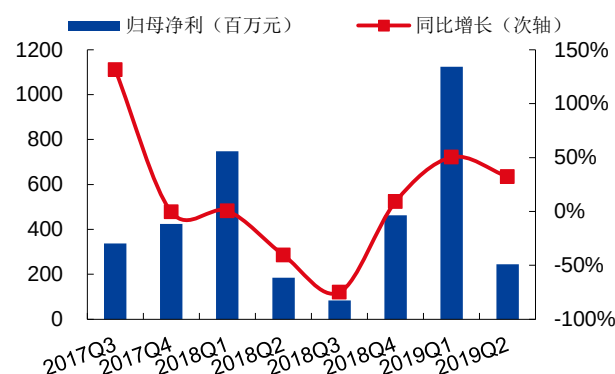
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：永辉超市分季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：永辉超市分季度归母净利润及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

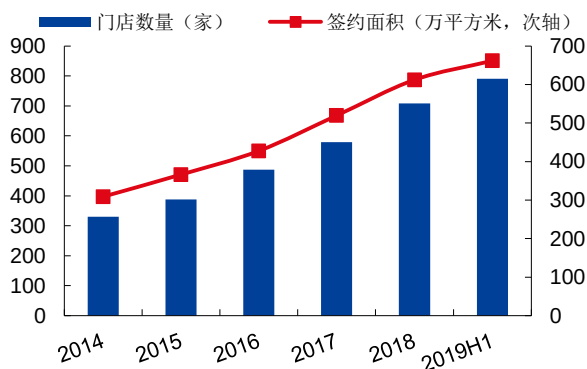
（二）渠道扩张推动客流及营收增长

近年来，永辉超市渠道数量持续扩张。2014 年至 2018 年公司渠道数量年复合增长约 21%，签约面积年复合增速约 19%。2019 年上半年公司门店数量同比增长 27%至 791 家（含百佳永辉 5

月并表 55 家，其中超市店 38 家），签约面积增长 20%。近年来渠道扩张推动客流增长，2018 年公司日均客流量已达 290 万人次，2016 年至 2018 年年复合增速约为 19%。近三年，永辉超市可比门店月均坪效保持在 1060 元/平方米左右，渠道扩张推动业绩增长。

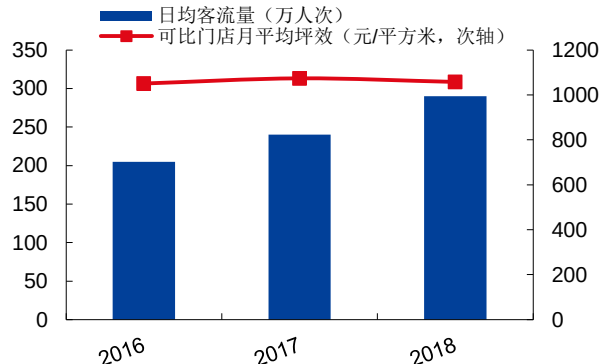
2019 全年，公司计划新开门店 150 家，约为 2018 年末公司门店数量的 21%，新开门店逐步培育有望贡献稳健的业绩增长。另外公司尝试 MINI 店业态，有望拉近与消费者的距离，进一步提升市占率。

图 5：永辉超市门店数量及签约面积



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：永辉超市门店客流及坪效



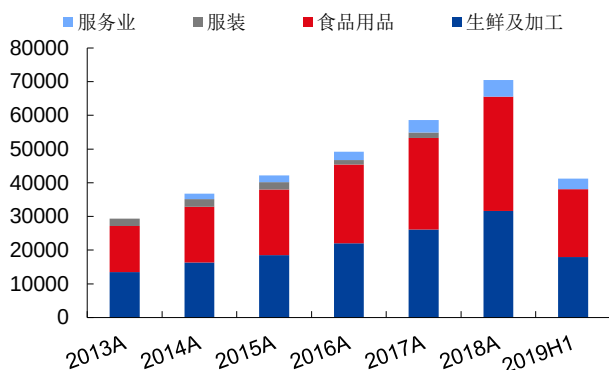
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）上半年毛利率同比略降，规模增长推动毛利润提升

分品类看，2019 年上半年公司生鲜及加工商品、食品用品商品、服务业收入分别占据营收 44%、49%、7%的份额。渠道扩张推动，2019 年上半年公司生鲜、食品品类分别实现 18%、21%的营收增速。

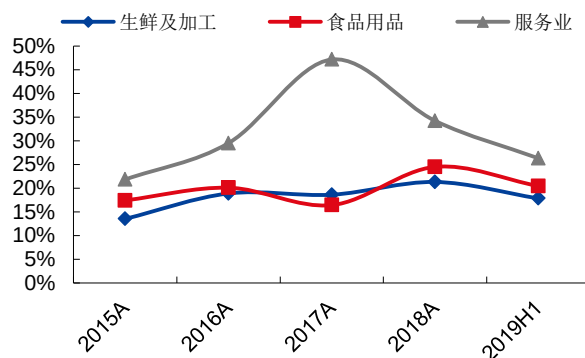
毛利率方面，生鲜及加工、食品用品、服务业毛利率分别为 13.9%、18.6%、89.9%，商品销售毛利率明显低于服务毛利率。因此 2019 年上半年上述三个品类的毛利润占比分别约 28%、42%、30%。渠道快速扩张及新模式尝试使 Q2 公司毛利率略有下行，规模增长推动下，生鲜、食品、服务分别实现毛利润增长 9%、27%、28%，推动公司业绩持续稳健增长。

图 7：永辉超市分品类营业收入（百万元）



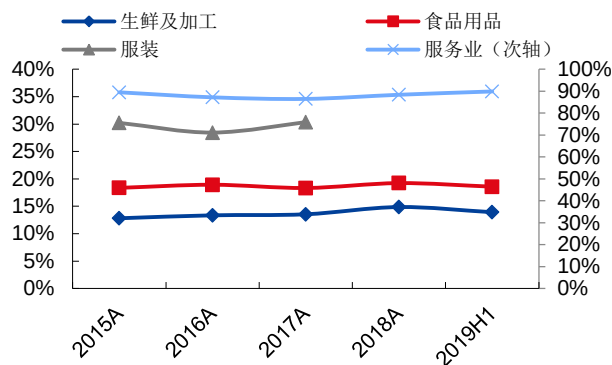
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：永辉超市分品类营收增速



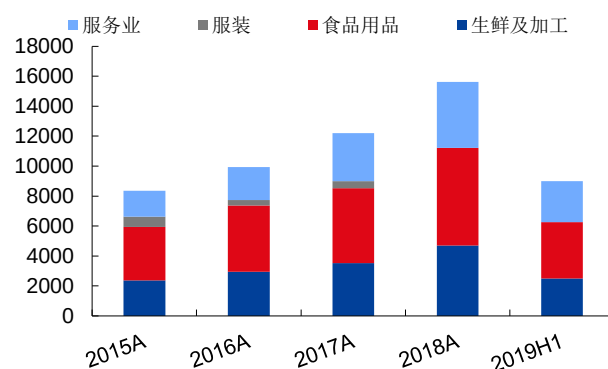
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：永辉超市分品类毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：永辉超市分品类毛利润（百万元）

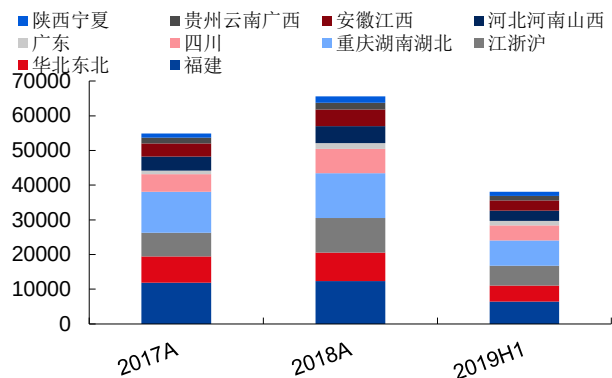


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）跨区域渠道扩张推动公司业绩稳步增长

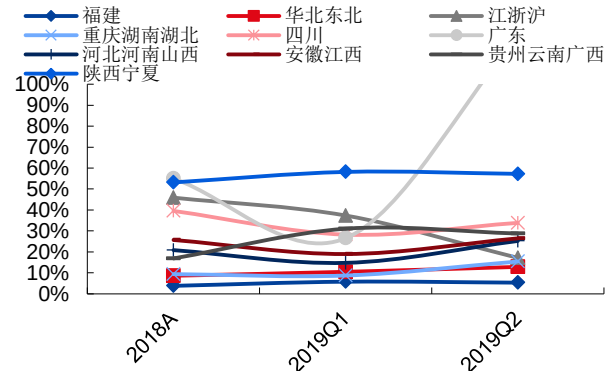
分区域看，公司于 22 个省份进行布局。2019 年上半年占营收比例最大的两个大区为重庆湖南湖北大区和福建大区，营收占比分别约 19.0%、17.0%。2019 年上半年营收增长较快的有广东大区、陕西宁夏大区、四川大区以及江浙沪大区，营收增速基本超过 30%。其中 Q2 公司广东大区实现 123% 营收增速，除江浙沪、福建以及贵州云南广西外，其他地区 Q2 营收增速均较 Q1 提升。永辉超市跨区域渠道扩张推动公司业绩稳步增长。

图 11：永辉超市分区域营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：永辉超市分区域营收增速

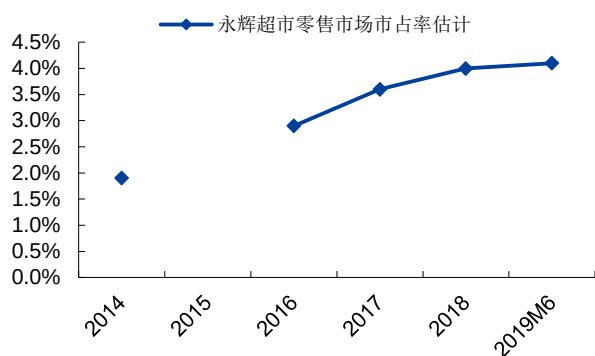


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）跨区域扩张推升规模效应，供应链股权合作促进经营效率

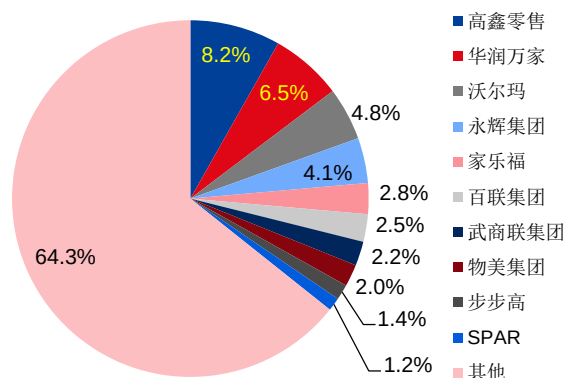
永辉超市跨区域渠道扩张推动营收规模稳步增长，带动永辉超市于零售市场市占率由 2014 年的 1.9% 提升至目前的 4.1%。据凯度，截止 2019 年上半年，永辉超市已成为国内超市零售市场第四名，规模效应逐步增强。

图 13：永辉超市零售市占率估计



资料来源：凯度，华金证券研究所

图 14：2019 年 6 月国内前十零售商市场份额



资料来源：凯度，中国产业信息网，华金证券研究所

永辉超市 2014 年来持续进行产业链股权合作，参与金枫酒业定增，投资从事生猪饲养及蔬果种植的星源农牧，参股专注水产养殖的国联水产，参股经营生猪养殖的湘村股份，引入牛奶国际、京东、腾讯投资，并参股中百集团、红旗连锁及北京超龙物流等。长期以来的产业链股权合作，使永辉超市获得了较好的供应链资源，推动公司经营效率提升。

表 1：永辉超市部分重要股权合作情况

时间	股权及战略合作对象	事项
2014 年 3 月	金枫酒业	永辉超市参与金枫酒业定增，持股 1.27%
2014 年 4 月	中百集团	永辉超市持有中百集团 10% 股份
2015 年 4 月	中百集团	永辉超市增持中百集团，持股比例达 20%
2015 年 8 月	牛奶国际	牛奶国际参与永辉超市定增，持有永辉近 20% 股份
2016 年 8 月	京东	京东关联方参与永辉定增，持有永辉 10% 股份
2016 年 9 月	华通银行	永辉发起设立华通银行，持股 27.5%
2017 年 5 月	星源农牧	受让星源农牧大股东 7.74% 股份
2017 年 8 月	中百集团	集中竞价买入中百集团股份，持股比例近 30%
2017 年 7 月	星源农牧	参与星源农牧定增，持股增至 20%
2017 年 12 月	腾讯	腾讯受让永辉超市 5% 股份
2017 年 12 月	红旗连锁	永辉受让红旗连锁股份，持股 12%
2017 年 12 月	颐玖叁叁	现金投资颐玖叁叁豆制品公司，持股 42%
2017 年 12 月	北京超龙	投资北京超龙物流，持股 35%
2018 年 1 月	红旗连锁	受让红旗连锁 9% 股份，持股比例增至 21%
2018 年 5 月	国联水产	投资国联水产，并在二级市场买入，年末持股近 12%
2018 年 6 月	湘村股份	参与经营生猪养殖的湘村股份定增，持股 10.82%
2019 年 5 月	百佳中国	合资设立百佳永辉，并入永辉超市系统

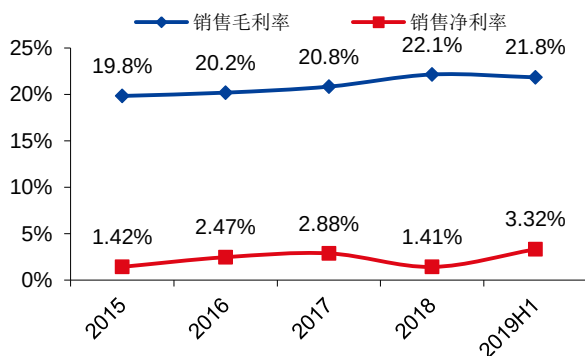
资料来源：公司公告，Wind，联商网，腾讯新闻，华金证券研究所

二、Q2 毛利率略有下滑，费用波动影响净利率

（一）Q2 毛利率略有下滑，费用变化影响净利率

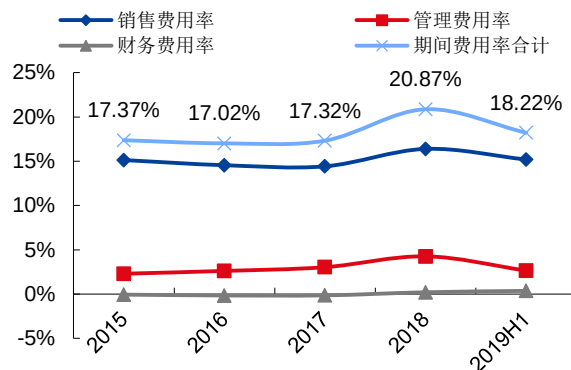
盈利能力方面，Q2 毛利率同比下滑 1.1pct，使上半年毛利率同比下降 0.6pct 至 21.84%。
 云创出表，上半年股权激励费用较去年同期减少约 2.08 亿元至 1.36 亿元，剥离彩食鲜获得投资收益 1.26 亿元。最终 2019 年上半年公司净利率增长 1.15pct 至 3.32%，公司净利润快速提升。

图 15：永辉超市利润率水平



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：永辉超市费用率水平

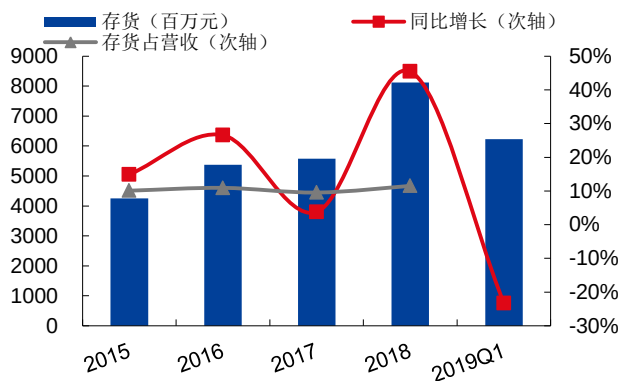


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货占营收比例提升，存货周转整体良好

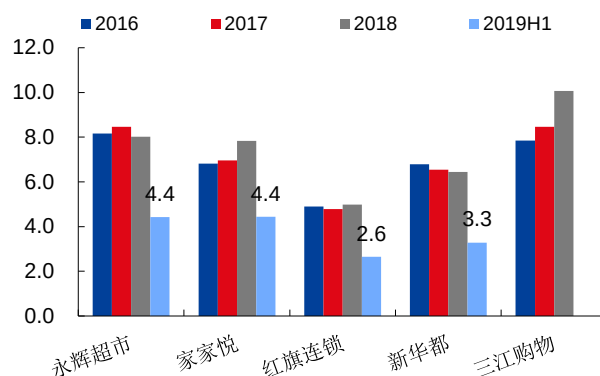
存货方面，2019 年上半年公司存货较去年末减少 21%至 64.2 亿元，占营收比例同比略有提升，主要源于渠道扩张及新模式探索。对比可比公司，2019 上半年永辉超市存货周转率仍处于可比公司平均水平，存货周转整体良好。

图 17：永辉超市存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：可比公司存货周转率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）资产证券化加快资金周转，有望提高资金使用效率

为拓宽永辉青禾商业保理公司的融资渠道，加速资金周转，公司拟以永辉超市及其下属公司的供应链账款债权及其附属权作为基础资产，设立专项计划，以发行资产支持证券的方式进行融资。本次融资拟募集资金 20 亿元。公司拟发行资产支持证券，一是有望通过资产证券化的方式盘活存量资产，增加流动性，加快资金周转，提高公司资金使用效率；二是募集资金 20 亿元，有望降低公司短期债务压力，助力公司渠道扩张。

三、盈利预测及投资建议

永辉超市是全国性超市龙头之一，市占率排名第4，近年来渠道扩张推动营收规模稳步增长，规模效应及供应链合作提升利润率。2019年预计门店数量增长21%，带动公司营收稳步提升。我们公司预测2019年至2021年每股收益分别为0.24、0.30和0.37元。净资产收益率分别为10.0%、11.4%和12.6%。目前股价PE（2019E）约为42倍，维持“买入-A”建议。

表 2：永辉超市营业收入预测表

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
生鲜及加工	营业收入	22002.44	26100.50	31663.33	37362.73	43714.39	50708.69
	增长率	18.89%	18.63%	21.31%	18.00%	17.00%	16.00%
	毛利率	13.35%	13.54%	14.86%	14.00%	14.30%	14.60%
食品用品	营业收入	23371.87	27212.11	33877.86	41330.99	50010.50	60012.60
	增长率	20.10%	16.43%	24.50%	22.00%	21.00%	20.00%
	毛利率	18.93%	18.34%	19.23%	19.00%	19.30%	19.60%
服装	营业收入	1337.93	1571.34	0.00	0.00	0.00	0.00
	增长率	-40.07%	17.45%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	28.45%	30.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
服务业	营业收入	2519.41	3707.38	4975.47	6468.10	8085.13	9702.16
	增长率	29.51%	47.15%	34.20%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	87.21%	86.48%	88.38%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	营业收入	49231.64	58591.34	70516.65	85161.82	101810.02	120423.44
	增长率	16.82%	19.01%	20.35%	20.77%	19.55%	18.28%
	毛利率	20.19%	20.84%	22.15%	22.20%	22.77%	23.17%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、风险提示

1. 渠道外延扩张或不及预期；
2. 新业态培育或不及预期；
3. 短期毛利率下行使利润增速放缓。

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
营业收入	58,591.3	70,516.7	85,161.8	101,810.0	120,423.4	年增长率					
减: 营业成本	46,382.8	54,899.7	66,256.9	78,630.2	92,525.6	营业收入增长率	19.0%	20.4%	20.8%	19.5%	18.3%
营业税费	209.4	237.5	286.8	342.9	405.6	营业利润增长率	29.6%	-34.8%	130.5%	26.7%	23.0%
销售费用	8,451.6	11,560.3	12,944.6	15,729.6	18,906.5	净利润增长率	46.3%	-18.5%	54.1%	25.7%	22.3%
管理费用	1,781.1	3,007.2	2,640.0	3,156.1	3,733.1	EBITDA 增长率	22.6%	-14.5%	97.4%	28.9%	22.2%
财务费用	-82.8	147.5	229.6	370.5	425.8	EBIT 增长率	27.0%	-26.7%	137.4%	29.3%	22.2%
资产减值损失	22.7	68.7	45.7	47.9	50.3	NOPLAT 增长率	38.7%	-36.9%	142.6%	29.3%	22.2%
加: 公允价值变动收益	-80.6	33.1	-	-	-	投资资本增长率	42.5%	9.1%	8.7%	11.6%	12.7%
投资和汇兑收益	145.1	548.3	156.3	161.0	165.8	净资产增长率	6.1%	-4.8%	17.8%	10.1%	11.2%
营业利润	1,940.6	1,264.5	2,914.6	3,693.7	4,542.4	盈利能力					
加: 营业外净收支	92.5	184.6	138.5	145.5	152.7	毛利率	20.8%	22.1%	22.2%	22.8%	23.2%
利润总额	2,033.2	1,449.0	3,053.1	3,839.2	4,695.1	营业利润率	3.3%	1.8%	3.4%	3.6%	3.8%
减: 所得税	348.5	451.6	763.3	959.8	1,173.8	净利润率	3.1%	2.1%	2.7%	2.8%	2.9%
净利润	1,816.8	1,480.4	2,281.3	2,868.7	3,508.3	EBITDA/营业收入	4.1%	2.9%	4.8%	5.2%	5.3%
						EBIT/营业收入	3.1%	1.9%	3.7%	4.0%	4.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	37.9%	51.0%	56.8%	57.8%	58.4%
货币资金	4,607.8	4,732.5	12,774.3	15,271.5	18,063.5	负债权益比	61.1%	103.9%	131.5%	136.8%	140.7%
交易性金融资产	1,870.4	3,157.1	3,157.1	3,157.1	3,157.1	流动比率	1.65	1.20	1.38	1.40	1.43
应收帐款	1,792.1	2,085.1	2,799.7	3,040.0	3,867.4	速动比率	1.20	0.79	0.97	0.95	0.96
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-21.85	8.98	13.69	10.97	11.67
预付帐款	1,904.2	2,105.0	3,048.3	3,067.4	4,129.1	营运能力					
存货	5,582.1	8,118.9	10,653.9	13,808.8	16,519.0	固定资产周转天数	21	21	20	19	17
其他流动资产	4,579.9	3,754.4	3,942.2	4,139.3	4,346.2	流动营业资本周转天数	8	3	0	3	6
可供出售金融资产	664.1	656.8	656.8	656.8	656.8	流动资产周转天数	126	113	128	139	138
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	11	10	10	10	10
长期股权投资	3,659.1	5,701.0	5,701.0	5,701.0	5,701.0	存货周转天数	34	35	40	43	45
投资性房地产	356.7	346.3	346.3	346.3	346.3	总资产周转天数	191	185	196	199	190
固定资产	3,676.2	4,511.5	5,185.6	5,582.6	5,754.7	投资资本周转天数	51	52	47	43	41
在建工程	422.9	291.8	145.9	72.9	14.6	费用率					
无形资产	638.1	625.1	611.7	596.0	577.8	销售费用率	14.4%	16.4%	15.2%	15.5%	15.7%
其他非流动资产	3,116.9	3,541.4	3,984.0	4,235.2	4,293.9	管理费用率	3.0%	4.3%	3.1%	3.1%	3.1%
资产总额	32,870.5	39,627.0	53,006.8	59,674.8	67,427.5	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
短期债务	-	3,690.0	6,193.8	7,562.9	8,968.1	三费/营业收入	17.3%	20.9%	18.6%	18.9%	19.2%
应付帐款	9,635.4	9,716.2	12,553.5	13,919.1	16,768.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	9.1%	7.6%	10.0%	11.4%	12.6%
其他流动负债	2,675.8	6,544.4	7,664.4	8,854.4	9,241.5	ROA	5.1%	2.5%	4.3%	4.8%	5.2%
长期借款	-	-	3,445.5	3,870.3	4,148.1	ROIC	22.4%	9.9%	22.1%	26.2%	28.7%
其他非流动负债	151.2	244.2	256.4	269.2	282.7	分红指标					
负债总额	12,462.4	20,194.7	30,113.6	34,475.9	39,408.9	DPS(元)	0.15	0.11	0.05	0.06	0.07
少数股东权益	413.3	77.3	85.8	96.4	109.5	分红比率	79.0%	71.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	9,570.5	9,570.5	9,570.5	9,570.5	9,570.5	股息收益率	1.5%	1.1%	0.5%	0.6%	0.7%
留存收益	10,423.9	11,411.9	13,237.0	15,532.0	18,338.6						
股东权益	20,408.0	19,432.3	22,893.3	25,198.9	28,018.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,684.7	997.4	2,281.3	2,868.7	3,508.3	EPS(元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.37
加: 折旧和摊销	1,075.6	1,309.7	931.2	1,189.7	1,454.3	BVPS(元)	2.09	2.02	2.38	2.62	2.92
资产减值准备	22.7	68.7	-	-	-	PE(X)	52.2	64.1	41.6	33.1	27.0
公允价值变动损失	80.6	-33.1	-	-	-	PB(X)	4.7	4.9	4.2	3.8	3.4
财务费用	-102.5	62.4	229.6	370.5	425.8	P/FCF	-85.7	22.2	13.0	28.6	26.8
投资损失	-145.1	-548.3	-156.3	-161.0	-165.8	P/S	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	-132.1	-483.0	8.5	10.7	13.0	EV/EBITDA	35.1	41.8	20.5	15.7	12.7
营运资金的变动	-2,059.6	3,463.6	-853.9	-1,294.0	-1,614.9	CAGR(%)	19.6%	52.3%	23.6%	19.6%	52.3%
经营活动产生现金流量	2,641.0	1,760.9	2,440.5	2,984.6	3,620.7	PEG	2.7	1.2	1.8	1.7	0.5
投资活动产生现金流量	-5,782.1	-3,668.8	-1,289.7	-1,337.0	-1,384.2	ROIC/WACC	2.3	1.0	2.2	2.7	2.9
融资活动产生现金流量	-631.3	2,304.7	6,891.0	849.6	555.5						

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