

王府井 (600859)

证券研究报告

2020年07月09日

拟投资设立免税品经营公司，加速推进免税业务落地

2020年7月8日，公司公告拟投资设立免税品经营公司，加速推进免税业务落地。

中国免税市场属于典型的寡头垄断格局，各类免税业态均以授权牌照、指定专营公司的模式运营，王府井免税品经营资质价值凸显。

引导海外消费回流成国家重要政策战略，发展国内免税业成重要途径。消费是拉动经济增长的主要动力，面对愈加严重的消费外流，国家政府出台大批政策降低关税、引导海外消费回流。伴随未来疫情影响带来的出境游增速放缓，进口关税降低，灰色市场监管收紧，交叉调整，国家政府政策有望将免税业作为引导消费回流重要手段，国内免税行业迎来发展机遇期。

国有商业企业免税运营资质未来有可能在其他出入境人口多的城市发起申请，其中王府井、百联股份、广百股份、重庆百货、鄂武商等上市公司有望受益。

王府井为全国百货龙头，免税运营资质有望提升其整体估值。随着王府井东安股权无偿划转首旅集团，有利于加速推进资源共享，解决同业竞争。通过推出股票期权激励计划，可以进一步建立、健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动员工的工作积极性。

投资建议：公司是纯正的全国百货龙头企业，百货业态保持稳定，奥特莱斯成为新的增长点，切入免税赛道加速发展。综合预计 2020-22 年净利润分别为 4.1/9.5/10.5 亿，当前市值对应 52/22/20xPE，维持买入评级。

风险提示：免税业务推进不及预期，行业竞争加剧，经济下行

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	74.12 元
目标价格	元

基本数据

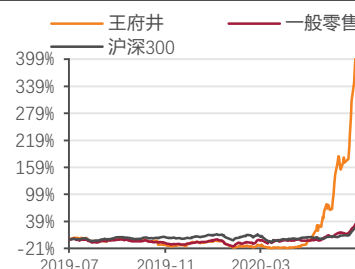
A 股总股本(百万股)	776.25
流通 A 股股本(百万股)	568.78
A 股总市值(百万元)	57,535.68
流通 A 股市值(百万元)	42,157.76
每股净资产(元)	14.42
资产负债率(%)	44.62
一年内最高/最低(元)	74.90/11.58

作者

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

马松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518120001
masong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《王府井-季报点评:新冠疫情病毒影响, 20 年 Q1 业绩大幅下滑》2020-05-04
- 《王府井-年报点评报告:19 年消费承压&利息减少等导致业绩-20%, 奥莱成为新增长点》2020-04-26
- 《王府井-公司点评:推出股票期权激励计划, 彰显管理层稳健发展信心》2020-03-10

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,711.16	26,788.84	6,646.31	7,669.84	8,080.95
增长率(%)	2.40	0.29	(75.19)	15.40	5.36
EBITDA(百万元)	1,827.84	1,996.87	814.77	1,404.04	1,524.19
净利润(百万元)	1,201.43	961.34	405.42	949.73	1,052.95
增长率(%)	32.05	(19.98)	(57.83)	134.26	10.87
EPS(元/股)	1.55	1.24	0.52	1.22	1.36
市盈率(P/E)	17.69	22.11	52.42	22.38	20.18
市净率(P/B)	1.97	1.86	1.81	1.70	1.58
市销率(P/S)	0.80	0.79	3.20	2.77	2.63
EV/EBITDA	0.73	0.64	16.77	8.51	7.29

资料来源: wind, 天风证券研究所



1. 事件

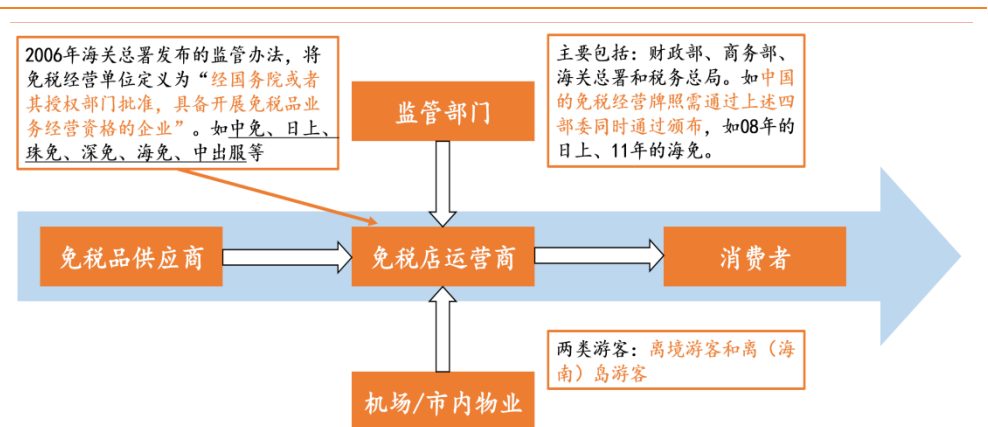
拟投资设立免税品经营公司，加速推进免税业务落地。公司拟投资设立全资子公司北京王府井免税品经营有限责任公司，注册资本为 5 亿元，用于开展免税品经营等业务。公司本次投资设立免税品经营公司，符合公司战略发展方向，有利于扩大公司的主营业务范围；有利于公司进入免税市场，促进免税业务落地；有利于公司将有关业务与免税业务相结合，助力现有零售业务的转型升级。

此前王府井于收到控股股东北京首都旅游集团有限责任公司转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。继中免、日上免税行（已被中免收购）、海免（已注入中国国旅）、珠免、深免、中出服、中侨之后，王府井将成为我国第八个拥有免税牌照的企业。2020 年 7 月 8 日，公司公告拟投资设立免税品经营公司，加速推进免税业务落地。

2. 国内免税牌照仍为垄断经营，王府井免税品经营资质价值凸显

中国免税市场属于典型的寡头垄断格局：早在 2006 年海关总署发布的监管办法便将免税经营单位定义为“经国务院授权批准，具备开展免税经营资格的企业”。我国对免税业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的政策，各类免税业态均以授权牌照、指定专营公司的模式运营。而作为政策保护回报，国家规定：凡经营离境免税业务企业需按免税商品销售收入的 1% 向国家上缴特许经营费，凡经营离岛免税业务企业需按免税商品销售收入的 4% 向国家上缴特许经营费。

图 1：中国免税产业链



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

目前的免税运营公司中，中免和中出服是唯一经国务院授权在全国范围内经营免税业务的国有专营公司，而日上免税行是经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业，2017 及 2018 年其北京与上海公司已陆续被中免收购。2018 年，海免被中国旅游集团收购，20 年注入上市公司。随着 2016 年及 2019 年，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合发布文件，国内其他免税运营商开始放开经营免税店的地域和类别限制，既出入境免税牌照均为全国性。

表 1：中国免税运营商概况

公司名称	成立时间	性质	门店数量	性质	业务分布	经营范围
中国免税品（集团）有限公司	1984	央企	240	全国性	分布在欧洲、中东、非洲、北美、亚洲和太平洋	全国主要港口、机场与边境等

洋地区的 31 个国家、以及海南离岛
220 各机场和 700 个火 免税等
车站

日上免税行有限公司（上海+北京均已被中免收购）	1999	已被中免并购	5	专营机场免税的外资企业	北京、上海等 20 余个城市	北京+上海机场免税店
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	1980	地方国企	40 左右	区域性	深圳、西安	深圳口岸及部分入境店
珠海免税企业集团有限公司	1995	地方国企	—	区域性	珠海、天津	珠海口岸及部分入境店
海南省免税品有限公司（已被中国旅游集团收购）	2011	地方国企	3	区域性	海口	海南离岛免税（海口）
中国出国人员服务总公司	1983	央企	17	针对归国人员入境免税店及入境口岸店	北京、上海等 20 余个城市	全国主要城市市内店及部分入境店
中国港中旅集团公司	1985	央企	—	仅在市內开设免税店（针对离境后的归国人员）		哈尔滨中桥免税市内店

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

3. 免税牌照的扩容目的指向做大免税行业蛋糕，国家鼓励境外消费回流，引导市场良性竞争

中国消费者购买力强劲，驱动亚太地区乃至全球免税销售额快速增长。伴随着中国中产阶级的壮大及消费水平的提升，2018 年中国旅游消费总额高达 2773 亿美元，位世界第一，几乎为排名第二美国的两倍。中国消费者对奢侈品的消费需求持续升级，强劲的购买力推动全球免税业发展，成为全球免税品消费主力。韩国乐天、新罗免税店、泰国 King Power 集团及日本 NNA Retailing 集团销售额增长均显著受到中国消费者影响。麦肯锡预计到 2025 年，中国消费者将贡献全球 40%免税消费总额。

图 2：2018 年中国游客境外旅游消费总额世界第一（亿美元）

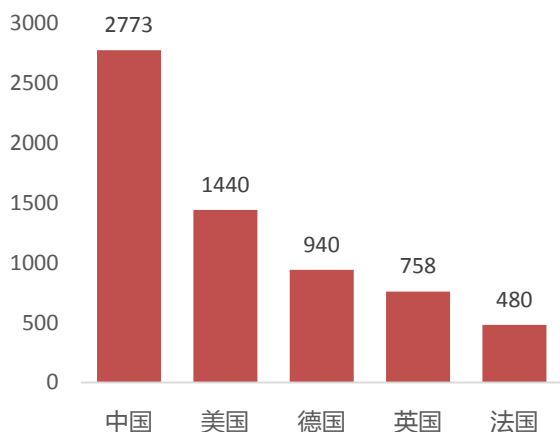
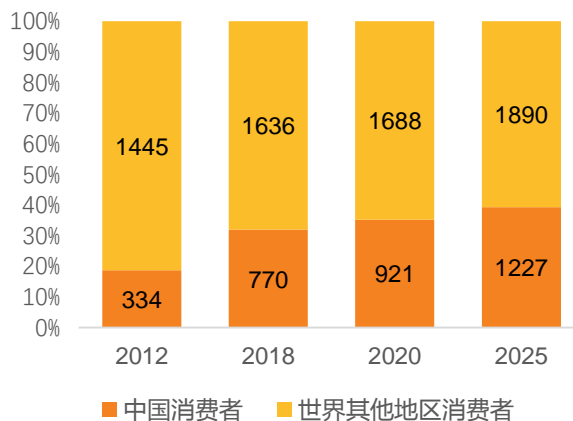


图 3：中国是全球奢侈品消费主力（亿元）

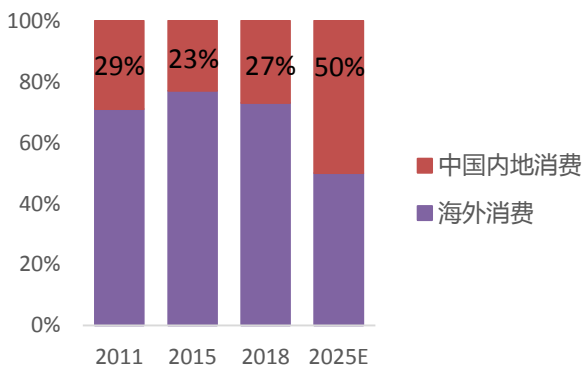


资料来源：UNWTO，天风证券研究所

资料来源：麦肯锡中国奢侈品报告 2019，天风证券研究所

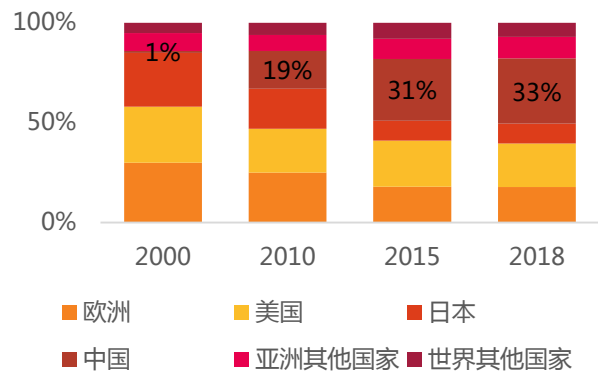
中国免税消费有望回流。由于关税等成本影响，国内免税品价格与境外存在大额价差，加之商品品类、购物体验等因素，曾经中国免税消费外流现象严重。随着中国下调进口关税、加强对灰色市场管控，各大奢侈品品牌持续调整国内外市场价差等因素的共同作用下，越来越多的中国消费者选择在内地市场购买奢侈品。据贝恩公司统计，目前，中国消费者为全球奢侈品市场贡献了 1/3 的销售额；2018 年中国内地奢侈品市场消费总额达 1700 亿元，中国消费者在内地的奢侈品消费比例由 2015 年的 23% 上升到 27%。预计，到 2025 年将达到 50%。

图 4：中国消费者奢侈品消费渠道细分 (%)



资料来源：贝恩《中国奢侈品市场的增长引擎》，天风证券研究所

图 5：全球消费者按国籍划分



资料来源：贝恩《中国奢侈品市场的增长引擎》，天风证券研究所

引导海外消费回流成国家重要政策战略，发展国内免税业成重要途径。消费是拉动经济增长的主要动力，面对愈加严重的消费外流，国家政府出台大批政策降低关税、引导海外消费回流。伴随未来疫情影响带来的出境游增速放缓，进口关税降低，灰色市场监管收紧，交叉调整，国家政府政策有望将免税业作为引导消费回流重要手段，国内免税行业迎来发展机遇期。

表 2：政策引导海外消费回流

时间	相关部门	具体内容
2015 年 4 月	国务院常务会议	提出部署完善消费品进出口相关政策，丰富国内消费者购物选择。
2015 年 6 月	海关总署	6 月 1 日起，以暂定税率方式降低护肤品、西装、短统靴、纸尿裤等 14 种消费品关税。
2015 年 8 月	国务院	《国务院关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点，符合条件的地区要加快实施境外旅客购物离境退税政策。
2015 年 12 月	海关总署	调整国内亟须的先进设备、重要商品等的进出口关税，降低服装、围巾、太阳镜等商品的进口关税。
2016 年 2 月	财政部等五部委	联合发布关于口岸进境免税店政策的公告，决定增设 19 个口岸进境免税店，同时在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2016 年 3 月	海关总署	4 月 8 日起，海关将实施关税新政，对跨境消费限制、跨境电子商务等将实行最严征税。跨境电子商务零售进口商品单次交易限制为 2000 元人民币，个人年度交易限制为 20000 元人民币。
2016 年 3 月	十三五规划	十三五规划提出，适应消费加快升级，以消费环境改善释放消费潜力，以供给改善和创新更好满足、创造消费需求，不断增强消费拉动经济的基础作用。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。
2016 年 5 月	国务院	国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，提出实行积极的进口政策，降低部分

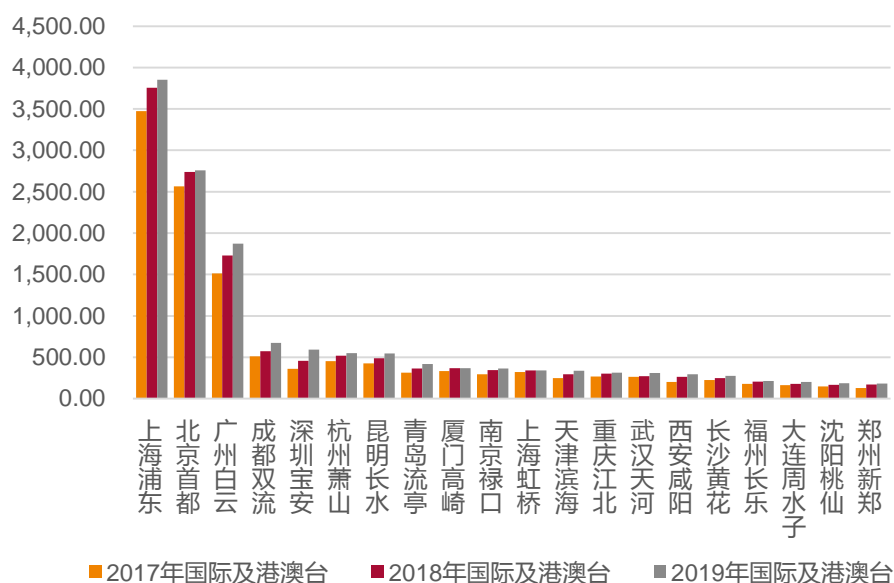
		日用消费品关税，引导境外消费回流。
2016年10月	财政部等	自10月1日起调整化妆品消费税政策，其中对普通美容、修饰类化妆品免征消费税，高档化妆品消费税税率由30%下调至15%。
2017年12月	海关总署	12月1日起，降低食品、保健品、药品、日化用品、衣着鞋帽、家用设备、文化娱乐、日杂百货在内的187种消费品关税，平均税率由17.3%降至7.7%。
2018年4月	国务院	国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018年11月	财政部	财政部发布《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自2018年12月1日起将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到30000元，不限次。将视力训练仪、助听器、矫形器械、家用呼吸机等康复医疗器械纳入免税商品范围，离岛旅客每人每次可购买2件。
2018年12月	财政部等三部门	自2018年12月28日起，乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象。
2019年7月	财政部	《口岸出境免税店管理暂行办法》
2020年6月	中共中央、国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》，明确海南将在2025年前实行部分进口商品零关税政策。其中将放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类。

资料来源：中国政府网，财政部，海关总署，中国报告网，天风证券研究所

4. 国有商业企业免税运营资质未来有可能在其他出入境人口多的城市发起申请

2019年出境游人数增长显著。上海浦东国际机场、北京首都国际机场和广州白云国际机场出境人数均已过千万，分别为3,851.36万、2,757.43万和1,871.29万人次，同比增长2.50%、0.80%和8.00%，其中经上海浦东国际机场出境人次连续17年全国第一。作为中国出入境人流量最大的机场，2019年浦东机场出入境人次占总客运吞吐量的50.57%。

图6：2017年-2019年国内前二十大国际机场出入境游客人次（万人次）



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

根据我们的判断，免税运营资质或施行垄断经营统一集中管理；由于免税是国家税收上采取了优惠政策，为了弥补因此带来的财政收入损失，免税行业依然会保持国有企业垄断经营模式，而国有商业体系在供应链和多业态以及跨区域运营上具备很强的优势；在结合国家免税政策有望放开的大背景下，将出入境人数、地方国资委控股这两个条件作为筛选条件，

我们认为北京、上海、重庆、广州、武汉等城市国有商业系统有望在免税政策开放背景下参与免税运营，其中王府井、百联股份，广百股份、重庆百货、鄂武商等上市公司有望受益。

表 3：各股简介

股票代码	股票	市值(亿元)	当地出入境人数 (2019/万人次)	简介	实际控制人
600859.SH	王府井	575.36	2667	百货龙头企业,全国范围内共运营 54 家大型综合零售门店, 7 家奥莱店	北京市国资委
600729.SH	重庆百货	141.07	341	重庆地区零售龙头, 百货、超市、电器和汽贸四大业态协同发力, 各类门店合计 309 家	重庆市国资委
000501.SZ	鄂武商 A	158.18	345	湖北地区零售龙头, “购物中心+超市” 双轮驱动。运营有 10 家购物中心, 75 家超市门店	武汉市国资委
002187.SZ	广百股份	53.08	2138	广东地区零售龙头, 地区内运营有 19 家百货门店、4 家购物中心、2 家超市和 1 家专业店	广州市国资委
600827.SH	百联股份	398.58	4570	大型综合性商业公司, 业态丰富, 百货商店、连锁超市、购物中心各类门店合计 1611 家	上海市国资委

资料来源: wind, 各地边防检查站, 公司公告, 天风证券研究所

5. 王府井为全国百货龙头，免税运营资质有望提升其整体估值

全国性百货龙头企业，百货&奥莱协同发展。公司作为纯正的全国百货龙头企业，形成集百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局。公司加速全面提升百货业态商品经营能力和顾客经营能力，持续深化创新模式，推进全渠道建设，大力发展购物中心及奥莱业态，借力资本手段发展商品自营及超市业态。截至 2020Q1，公司在全国范围共运营 54 家大型综合零售门店，公司有 7 家奥莱店，总经营建筑面积 302.8 万平方米，涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，21 个省、市、自治区，33 个城市。

图 7：王府井门店全国分布情况

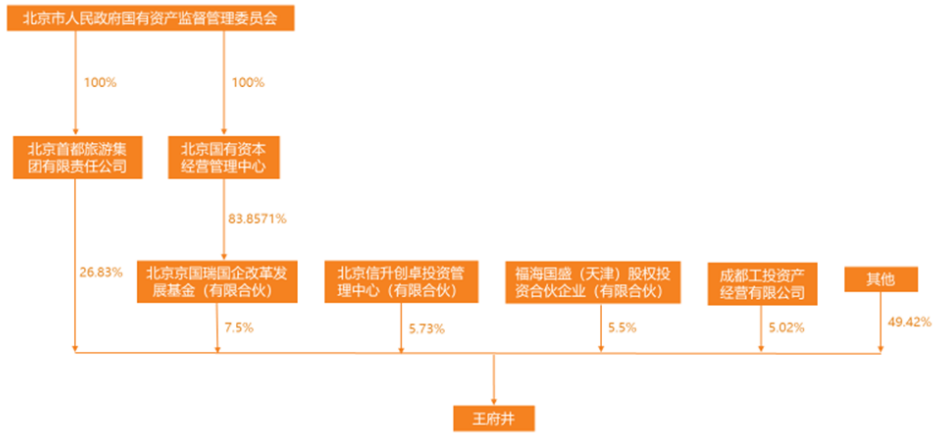


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

王府井东安股权无偿划转首旅集团，加速推进资源共享&解决同业竞争。随着王府井东安股权无偿划转首旅集团，首旅集团直接持有公司 26.83%的股份，首旅集团成为上市公司控

股东。北京国资委旗下共有王府井、首商股份、北京城乡三家零售国企，此前北京国资委已经将西友集团 20.03%的股权无偿划至首旅集团，实现王府井和首商股份都属于首旅集团。股权划转将进一步深化北京国资委对于零售国企的改革，进一步推进首旅集团“6+2”产业布局，实现资源共享与优势互补，解决同业竞争问题。

图 8：王府井股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

推出股票期权激励计划，彰显管理层稳健发展信心。公司拟向激励对象授予不超过 775.5 万份股票期权，约占总股本的 1%，激励对象不超过 128 人，行权价格为 12.74 元/股。本计划首次（含预留）授予的股票期权行的业绩条件为：①第一行权期：以 2016-2018 年度扣非净利润平均值为基数，2021 年的扣非净利润增长率不低于 20%，加权平均净资产收益率不低于 8%，购物中心和奥莱业态门店营业收入占比例低于 30%；②第二行权期：以 2016-2018 年度扣非净利润平均值为基数，2022 年的扣非净利润增长率不低于 30%，加权平均净资产收益率不低于 8.5%，购物中心和奥莱业态门店营业收入占比例低于 40%；③第三行权期：以 2016-2018 年度扣非净利润平均值为基数，2023 年的扣非净利润增长率不低于 40%，加权平均净资产收益率不低于 9%，购物中心和奥莱业态门店营业收入占比例低于 50%。此次股权激励是可以进一步建立、健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动员工的工作积极性。

表 4：王府井股权激励

序号	姓名	职务	获授的股票期权的份额（份）	占授予总量的比例	约占本计划草案公告时公司股本总额的比例
1	杜宝祥	董事长	300,000	3.91%	0.039%
2	尚喜平	董事、总裁	300,000	3.91%	0.039%
3	杜建国	董事、副总裁、财务总监	200,000	2.61%	0.026%
4	周晴	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
5	王宇	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
6	曾群	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
7	张建国	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
8	岳继鹏	董事会秘书	100,000	1.30%	0.013%
管理骨干（78 人）			4,775,000	62.30%	0.615%
其他核心人员（42 人）			1,150,000	15.00%	0.148%
首次授予部分合计			7,625,000	99.48%	0.982%

预留部分	40,000	0.52%	0.005%
合计	7,665,000	100.00%	0.987%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们判断，王府井免税运营地点或将以北京为先，运营成功后有望全国拓展；北京为出入境人员数量第二大城市，其免税店销售情况及利润情况将不弱于珠免。

6. 投资建议

公司是纯正的全国百货龙头企业，百货业态保持稳定，奥特莱斯成为新的增长点，切入免税赛道加速发展。综合预计 2020-22 年净利润分别为 4.1/9.5/10.5 亿，当前市值对应 52/22/20xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,950.01	8,624.78	7,406.76	9,560.48	10,140.16	营业收入	26,711.16	26,788.84	6,646.31	7,669.84	8,080.95
应收票据及应收账款	281.69	165.22	57.72	79.54	60.38	营业成本	21,052.41	21,258.25	5,243.94	5,668.01	5,818.28
预付账款	355.81	270.62	104.26	121.16	90.24	营业税金及附加	280.75	243.90	66.46	76.70	80.81
存货	920.64	1,006.43	397.07	68.86	379.24	营业费用	2,897.30	2,919.38	744.39	766.98	868.70
其他	308.91	1,012.95	344.51	336.23	414.97	管理费用	983.27	911.50	252.56	260.77	282.83
流动资产合计	8,817.05	11,080.01	8,310.32	10,166.27	11,085.00	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	864.24	1,187.20	1,187.20	1,187.20	1,187.20	财务费用	(121.52)	(0.90)	(118.36)	(131.45)	(175.34)
固定资产	4,915.36	5,166.88	4,961.16	4,767.72	4,568.64	资产减值损失	20.29	(51.43)	28.00	10.00	(4.48)
在建工程	84.74	45.39	63.24	85.94	81.57	公允价值变动收益	0.00	71.42	130.47	130.47	130.47
无形资产	957.17	894.28	838.82	783.35	727.89	投资净收益	6.10	44.50	70.00	80.00	50.00
其他	6,066.33	5,732.53	5,551.53	5,348.97	5,300.37	其他	(36.31)	(135.85)	(400.93)	(420.93)	(360.93)
非流动资产合计	12,887.83	13,026.29	12,601.95	12,173.18	11,865.66	营业利润	1,628.87	1,528.05	629.79	1,229.28	1,390.60
资产总计	21,704.88	24,106.30	20,912.27	22,339.46	22,950.66	营业外收入	101.34	18.56	43.82	70.00	29.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	27.37	101.73	44.24	27.89	17.62
应付票据及应付账款	2,408.69	2,372.72	596.57	711.82	613.37	利润总额	1,702.85	1,444.88	629.37	1,271.39	1,401.98
其他	6,348.04	6,101.14	4,277.24	4,596.96	4,506.53	所得税	476.65	499.77	220.28	317.85	350.50
流动负债合计	8,756.73	8,473.86	4,873.81	5,308.78	5,119.90	净利润	1,226.20	945.12	409.09	953.55	1,051.49
长期借款	663.04	684.88	691.10	715.80	736.00	少数股东损益	24.77	(16.22)	3.67	3.82	(1.46)
应付债券	496.36	2,482.87	2,570.00	2,765.00	2,605.96	归属于母公司净利润	1,201.43	961.34	405.42	949.73	1,052.95
其他	309.57	398.62	384.75	364.31	382.56	每股收益(元)	1.55	1.24	0.52	1.22	1.36
非流动负债合计	1,468.96	3,566.37	3,645.85	3,845.11	3,724.52						
负债合计	10,225.70	12,040.23	8,519.66	9,153.89	8,844.42	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	678.18	668.55	672.23	676.05	674.58	成长能力					
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	776.25	营业收入	2.40%	0.29%	-75.19%	15.40%	5.36%
资本公积	4,958.70	4,958.70	4,958.70	4,958.70	4,958.70	营业利润	21.97%	-6.19%	-58.78%	95.19%	13.12%
留存收益	9,995.63	10,621.26	10,944.13	11,733.27	12,655.41	归属于母公司净利润	32.05%	-19.98%	-57.83%	134.26%	10.87%
其他	(4,929.56)	(4,958.70)	(4,958.70)	(4,958.70)	(4,958.70)	获利能力					
股东权益合计	11,479.19	12,066.07	12,392.61	13,185.57	14,106.24	毛利率	21.18%	20.65%	21.10%	26.10%	28.00%
负债和股东权益总	21,704.88	24,106.30	20,912.27	22,339.46	22,950.66	净利率	4.50%	3.59%	6.10%	12.38%	13.03%
						ROE	11.12%	8.43%	3.46%	7.59%	7.84%
						ROIC	48.18%	61.89%	18.26%	19.93%	28.44%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	47.11%	49.95%	40.74%	40.98%	38.54%
净利润	1,226.20	945.12	405.42	949.73	1,052.95	净负债率	-40.87%	-44.56%	-28.83%	-41.68%	-45.27%
折旧摊销	626.29	696.98	303.34	306.21	308.93	流动比率	1.01	1.31	1.71	1.91	2.17
财务费用	119.74	234.90	(118.36)	(131.45)	(175.34)	速动比率	0.90	1.19	1.62	1.90	2.09
投资损失	(6.10)	(44.50)	(70.00)	(80.00)	(50.00)	营运能力					
营运资金变动	(280.96)	641.16	(2,373.65)	903.51	(289.38)	应收账款周转率	101.85	119.89	59.63	111.76	115.50
其它	(163.21)	(1,130.11)	134.14	134.29	129.00	存货周转率	31.62	27.80	9.47	32.92	36.07
经营活动现金流	1,521.97	1,343.54	(1,719.12)	2,082.28	976.16	总资产周转率	1.28	1.17	0.30	0.35	0.36
资本支出	808.77	727.57	73.87	100.44	31.75	每股指标(元)					
长期投资	(7.70)	322.97	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.55	1.24	0.52	1.22	1.36
其他	(1,980.97)	(2,488.70)	(194.33)	(230.90)	(162.22)	每股经营现金流	1.96	1.73	-2.21	2.68	1.26
投资活动现金流	(1,179.90)	(1,438.17)	(120.47)	(130.47)	(130.47)	每股净资产	13.91	14.68	15.10	16.12	17.30
债权融资	2,258.46	3,247.99	3,833.73	4,064.78	3,754.24	估值比率					
股权融资	282.43	(28.24)	118.36	131.45	175.34	市盈率	17.69	22.11	52.42	22.38	20.18
其他	(1,972.89)	(1,849.76)	(3,330.54)	(3,994.32)	(4,195.59)	市净率	1.97	1.86	1.81	1.70	1.58
筹资活动现金流	568.00	1,369.99	621.56	201.90	(266.01)	EV/EBITDA	0.73	0.64	16.77	8.51	7.29
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.90	0.79	26.72	10.88	9.14
现金净增加额	910.08	1,275.36	(1,218.02)	2,153.72	579.69						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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