

王府井 (600859)

证券研究报告

2021 年 02 月 01 日

吸收合并首商，解决同业竞争—统一京津商业，有望推动后续免税业务加速落地

公司发布换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案。王府井向首商股份的所有换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票。本次换股吸收合并的定价基准日为 2021 年 1 月 30 日，王府井换股价格为换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，即 33.54 元/股；首商股份换股价格以定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为基础并在此基础上给予 20% 的溢价，即 10.21 元/股。本次换股吸收合并完成后，若不考虑募集配套资金，存续公司王府井的总股本将增至 9.77 亿股，根据停牌日收盘价，公司市值增至 312.05 亿元。

同时，王府井拟向包括首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金不超过 40 亿元，其中首旅集团拟认购不超过 10 亿元。本次募集配套资金拟用于免税业务项目及其他项目建设、补充流动资金及偿还债务、以及支付本次交易的中介机构费用，其中用于补充流动资金及偿还债务的比例不超过王府井换股吸收合并首商股份交易金额的 25%，或不超过本次募集资金的 50%。

首商集团在京津地区自有 6 家商业物业，王府井以低价吸收优质商业物业。截至 2020 年三季度，首商集团旗下共有 6 家自有商业物业，6 家自有门店总建筑面积为 22.7 万平米，分别为位于北京的 5 家百货商场（总建筑面积为 13.9 万平米）和位于天津的 1 家奥特莱斯（建筑面积 8.8 万平米）。以北京、天津平均房价进行测算，首商集团旗下 6 家自有物业重估价值接近百亿，考虑到 20 年三季度首商股份资产负债表中货币资金 23.17 亿元、交易性金融资产 17.77 亿元、短期借款 2.3 亿元，首商资产重估净值约为 137 亿元，远高于目前 54.98 亿元市值；截至 2020H1，王府井在全国范围共运营 52 家大型综合零售门店，总经营建筑面积 293.4 万平方米，以各地房价进行测算，公司资产重估净值约 262 亿元。参考本次交易方案，王府井是以较低的价格吸收了高价值的优质商业物业，二者仅考虑有税资产重估净值合计约 399 亿元。

王府井作为国内第八张免税牌照的持有者，获准在全国范围内进行全业态免税经营。2021 年 1 月 15 日，王府井与海南橡胶签署投资合作协议，合资设立两家免税品经营公司用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。王府井积极布局机场、市内免税，积极争取首都国际机场和北京大兴国际机场免税店落地；积极布局北京市内店选址，在通州布局集免税、购物中心、奥莱为一体的环球影城项目，并积极探索西安、成都等市内免税店的可能。

本次吸收合并能够有效解决王府井与首商集团之间的同业竞争问题，向王府井注入京津地区优质商业物业，进一步强化王府井商贸零售业务的地区性优势地位，统一京津地区商业零售市场。同时，王府井有税方面供应链、经营能力将进一步提升，并将赋能于王府井免税业务，推动后续免税业务加速落地。

投资建议：消费回流背景下王府井正积极布局免税业务尤其是海南免税，本次吸收合并将为王府井注入优质物业，有效解决王府井与首商间同业竞争问题，强化王府井华北地区商业零售业务优势，从而赋能免税业务，推动后续免税业务加速落地，实现有税免税协同发展。我们预计公司 21-22 年业绩为 9.5/10.5 亿元，+133.8%/+10.4%yoy，当前股价对应 PE 分别为 26.2x/23.7x，维持买入评级。

风险提示：交易被暂停、中止或取消风险，交易审批风险，岛内免税政策不达预期，项目审批风险，免税项目经营风险

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 31.95 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) 776.25

A 股总市值(百万元) 24,801.20

流通 A 股市值(百万元) 24,801.20

每股净资产(元) 14.58

资产负债率(%) 44.61

一年内最高/最低(元) 79.19/11.58

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

- 1 《王府井-公司点评:王府井与海南橡胶就海南岛内免税达成合作，正式拉开免税经营序幕》 2021-01-19
- 2 《王府井-季报点评:Q3 业绩+40%环比大幅改善，免税零售双轮驱动辐射全国》 2020-10-31
- 3 《王府井-公司点评:“5+2”多业态构建核心运营能力，免税零售供应链加速融合发展》 2020-09-21

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	404.93	946.81	1,045.56
增长率(%)	32.05	(19.98)	(57.88)	133.82	10.43
EPS(元/股)	1.55	1.24	0.52	1.22	1.35
市盈率(P/E)	20.64	25.80	61.25	26.19	23.72
市净率(P/B)	2.30	2.18	2.12	2.01	1.90
市销率(P/S)	0.93	0.93	3.73	3.23	3.07
EV/EBITDA	0.73	0.64	21.18	11.16	9.86

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 事件	3
2. 首商股份：首旅旗下大型商业企业集团	3
2.1. 经营状况：疫情影响下业务承压，商品销售为主营业务	4
2.2. 主营业务：布局商品零售四类业态，百货、奥莱为营收贡献主力	5
2.3. 物业状况：租赁门店为主，6 家自有门店分布京津	5
3. 王府井与首商同为首旅旗下商业零售企业，首旅承诺解决同业竞争保持王府井独立性	7
4. 岛民、离岛免税业务加速落地，免税业务正式拉开序幕	8
4.1. 合资企业经营岛内免税项目，合作安排充分发挥双方优势	8
4.2. 王府井免税业务正式拉开序幕，后续离岛免税、机场及市内免税有望加速落地	9
5. 投资建议	9
6. 风险提示	9

图表目录

图 1：首商股份股权结构	3
图 2：首商营业收入变动	4
图 3：首商归母净利润变动	4
图 4：首商商品销售业务营收变动	4
图 5：商品销售为主要营收来源	4
图 6：首商 2019 年北京地区四类业态营收占比	5
图 7：北京为公司 2019 年商业零售营收主要来源	5
图 8：自有、租赁门店数量占比	6
图 9：自有、租赁门店建筑面积占比	6
图 10：变动前王府井股权结构	7
图 11：变动后王府井股权结构	8
表 1：首商集团购物中心、百货、奥莱门店分布情况	6
表 2：合资公司高管安排	8

1. 事件

公司发布换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案。王府井向首商股份的所有换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票。本次换股吸收合并的定价基准日为 2021 年 1 月 30 日，王府井换股价格为换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，即 33.54 元/股；首商股份换股价格以定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为基础并在此基础上给予 20% 的溢价，即 10.21 元/股。首商股份与王府井的换股比例为 1:0.3044，王府井为本次换股吸收合并发行的股份数量合计为 2 亿股。本次换股吸收合并完成后，若不考虑募集配套资金，存续公司王府井的总股本将增至 9.77 亿股，根据停牌日收盘价，公司市值增至 312.05 亿元。

同时，王府井拟向包括首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金不超过 40 亿元，其中首旅集团拟认购不超过 10 亿元。本次募集配套资金拟用于免税业务项目及其他项目建设、补充流动资金及偿还债务、以及支付本次交易的中介机构费用，其中用于补充流动资金及偿还债务的比例不超过王府井换股吸收合并首商股份交易金额的 25%，或不超过本次募集配套资金总额的 50%。本次交易完成后，假设考虑配套融资（按照 33.54 元/股），公司总股本将增加 1.19 亿股至 10.95 亿股，根据停牌日收盘价公司市值将为 350.1 亿元。根据公司年报，王府井和首商的常态化利润分别约为 12 亿元和 4 亿元，吸收合并后（考虑配套融资）估值为 21.9 倍。

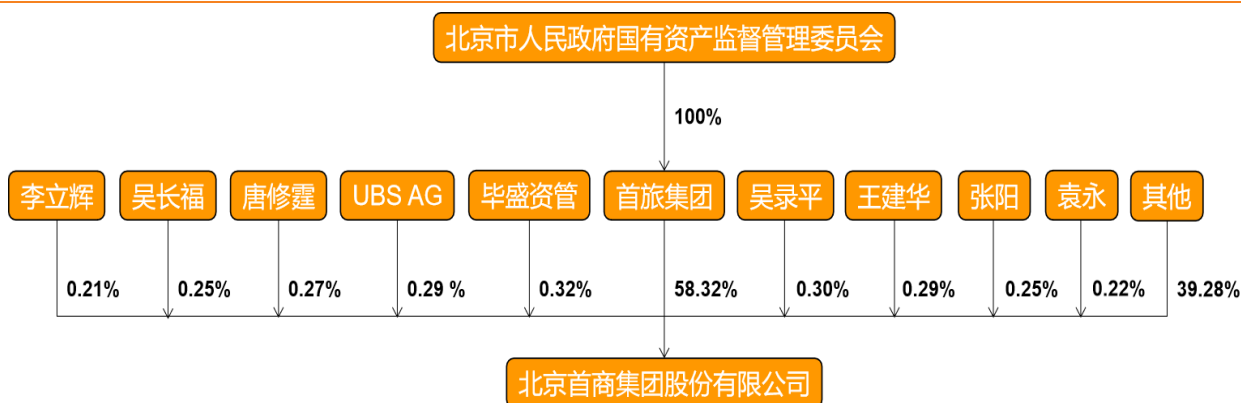
由于王府井与首商集团均为首旅集团旗下知名商业零售企业，业态及地理分布都极为相似，本次吸收合并能够有效解决王府井与首商集团之间的同业竞争问题，向王府井注入京津地区优质商业物业，进一步强化王府井商贸零售业务的地区性优势地位，统一京津地区商业零售市场。同时，王府井有税方面供应链、经营能力将进一步提升，并将赋能于王府井免税业务，推动后续免税业务加速落地。

2. 首商股份：首旅旗下大型商业企业集团

北京首商集团股份有限公司揭牌于 2011 年 7 月 22 日，是在原北京市西单商场股份有限公司和北京新燕莎控股（集团）有限责任公司资产重组的基础上，组建的一家以百货零售、连锁经营为主的大型商业企业集团。公司主要业务为商业零售，覆盖百货商场、购物中心、奥特莱斯、专业店四大主力业态，旗下拥有“燕莎友谊商城”、“燕莎奥特莱斯”、“西单商场”、“贵友大厦”、“新燕莎 MALL”、“友谊商店”、“法雅体育”等知名品牌。

首商股份为北京首旅集团旗下的商业企业集团，2011 年公司前身西单商场与首旅集团全资子公司北京新燕莎资产重组建立首商集团后，首旅即以 37.79% 股份成为首商集团第一大股东；19 年北京西单友谊集团持有的首商 20.03% 股份无偿划转至首旅集团，划转后首旅持股 57.82%。截至 2021 年 1 月 15 日，首商股份的最大控股股东为北京国资委全资子公司首旅集团，直接持有公司股份 58.32%。

图 1：首商股份股权结构



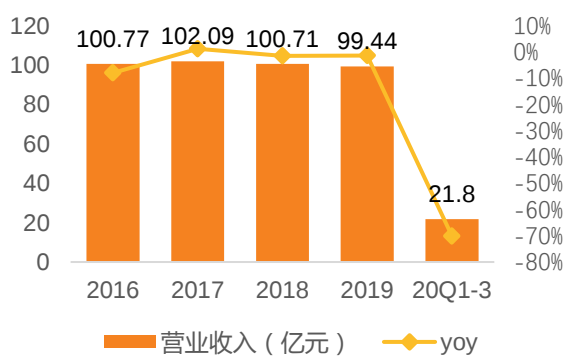
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.1. 经营状况：疫情影响下业务承压，商品销售为主营业务

从营业收入看，首商股份的营收近年来较为稳定，基本在 100 亿元左右。2020 年受新冠疫情影响，以线下商品销售为主要业务的首商股份收入端大幅承压，20Q1-3 总营收为 21.8 亿，同比减少 70%。

从利润端看，首商的归母净利润近年来有所提升，从 2016 年的 2.96 亿元上升至 2019 年的 3.98 亿元。2020 年受新冠疫情影响，首商股份利润端亦大幅承压，20Q1-3 归母净利润为 -0.84 亿，呈现亏损状态，同比下降 128.18%。

图 2：首商营业收入变动



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3：首商归母净利润变动

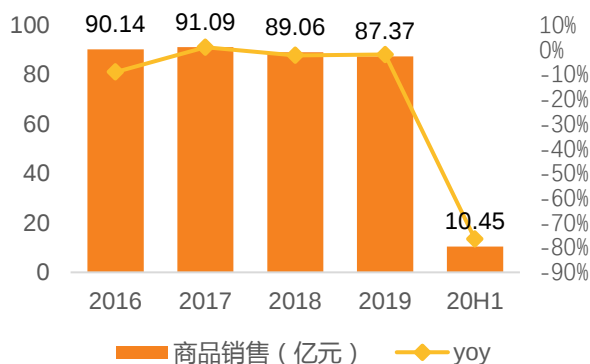


资料来源: wind, 天风证券研究所

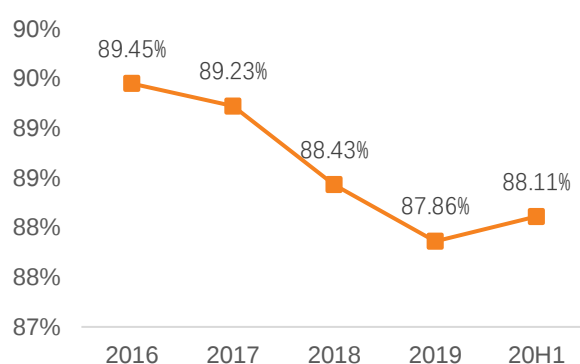
从各业务营收占比看，首商的商品销售占比呈现绝对优势。商品销售业务在首商的各项业务中始终占据主要地位，尽管近年来收入占比有所下降，但始终保持在 87% 以上，为首商提供了绝对的主要收入来源。

图 4：首商商品销售业务营收变动

图 5：商品销售为主要营收来源



资料来源: wind, 天风证券研究所



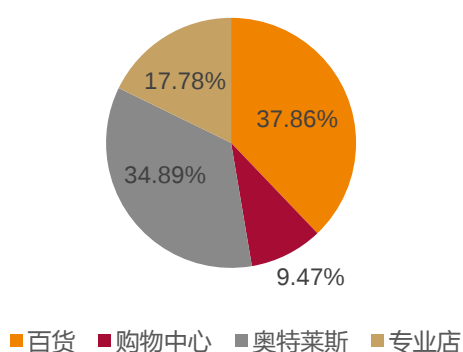
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 主营业务：布局商品零售四类业态，百货、奥莱为营收贡献主力

作为国内知名大型商业零售企业，公司布局多种商业零售业态，公司主要业态为百货商场、购物中心、奥特莱斯、专业店四类，多业态并存下公司商业零售业务呈现立体化协同发展的格局。

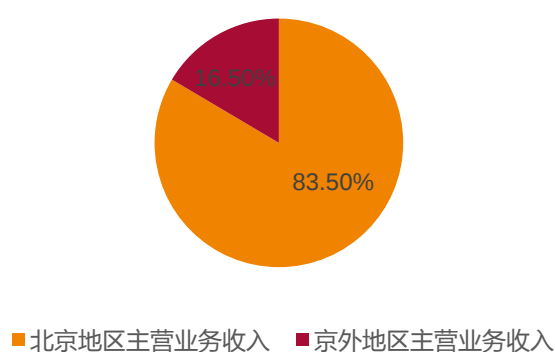
四类业态中，百货、奥特莱斯营收贡献较大，为公司业务主力。根据公司 19 年北京地区百货、购物中心、奥特莱斯、专业店四类业态的营收数据，百货/奥特莱斯业务营收在四类业务总营收中占比较高，分别为 37.86%/34.89%，二者合计贡献四类业务总营收的四分之三。由于考虑到 19 年公司商业零售业务未受到疫情影响，且公司商业零售营收主要来自北京地区门店，公司在北京地区业态布局也最为齐全，因此我们认为 19 年北京地区各业态营收占比能较好反映公司正常情况下业务结构。

图 6：首商 2019 年北京地区四类业态营收占比



资料来源: 首商股份公司公告, 天风证券研究所

图 7：北京为公司 2019 年商业零售营收主要来源



资料来源: 首商股份公司公告, 天风证券研究所

2.3. 物业状况：租赁门店为主，6 家自有门店分布京津

从公司物业方面看，公司物业门店以租赁为主。从门店数量来看，截至 2020 年三季度，公司开业门店数量为 470 家，其中仅 6 家为公司自有物业，在门店总数占比仅 1.28%，其余 464 家门店均为租赁物业门店。由于公司四类业态之一的专业店数量众多且全部为租赁

门店,因此专业店业态贡献了租赁门店数字的大部分,在总共的 464 家租赁门店中占到 454 家。从建筑面积来看,截至 2020 年三季度,公司开业门店总建筑面积为 88.29 万平米,其中自有物业总建筑面积为 22.7 万平米,占比 25.71%,租赁物业门店总建筑面积为 65.59 万平米,占比 74.29%。由于租赁物业门店中绝大多数为面积较小的专业店,因此自有物业门店建筑面积的占比相较门店数量占比有所上升,但仍反映公司以租赁为主的门店构成。

图 8: 自有、租赁门店数量占比

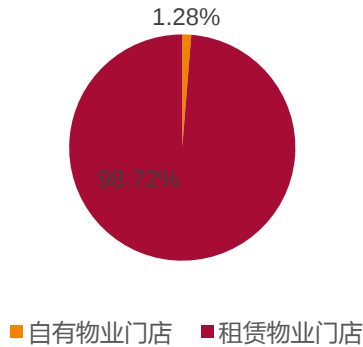
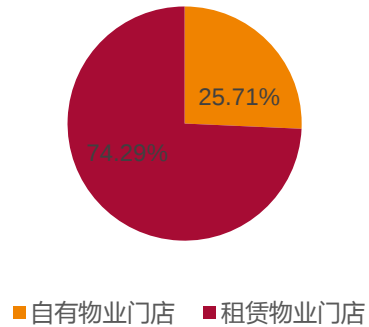


图 9: 自有、租赁门店建筑面积占比



资料来源: 首商股份公司公告, 天风证券研究所

资料来源: 首商股份公司公告, 天风证券研究所

剔除单店面积较小且全部为租赁形式的专业店,公司百货、购物中心、奥莱三种业态门店共有 16 家,其中含自有门店 6 家,总建筑面积 22.7 万平米;租赁门店 10 家,总建筑面积 53.6 万平米。从地区分布来看,公司百货、购物中心、奥莱三种业态仅分布在北京、天津、新疆、四川、甘肃五个地区,其中北京地区布局有 5 家自有门店、7 家租赁门店,占总数的 3/4,且涵盖购物中心、百货、奥特莱斯,业态齐全,其余地区则均只在单一业态布局单一门店。

表 1: 首商集团购物中心、百货、奥莱门店分布情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平米)	门店数量	建筑面积 (万平米)
北京	购物中心/百货/奥特莱斯	5	13.9	7	43.8
天津	奥特莱斯	1	8.8	0	0
新疆	百货	0	0	1	2.4
四川	百货	0	0	1	3.3
甘肃	百货	0	0	1	4.1
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	6	22.7	10	53.6

资料来源: 首商股份公司公告, 天风证券研究所

单独考虑首商集团旗下 6 家自有商业物业,6 家自有门店总建筑面积为 22.7 万平米,分别为位于北京的 5 家百货商场(总建筑面积为 13.9 万平米)和位于天津的 1 家奥特莱斯(建筑面积 8.8 万平米)。以北京、天津平均房价进行测算,首商集团旗下 6 家自有物业重估价值接近百亿,考虑到 20 年三季度首商股份资产负债表中货币资金 23.17 亿元、交易性金融资产 17.77 亿元、短期借款 2.3 亿元,首商资产重估净值约为 137 亿元,远高于目前 54.98 亿元市值,参考本次吸收合并交易方案,本次吸收合并中王府井是以较低的价格吸收了高价值的优质商业物业。

3. 王府井与首商同为首旅旗下商业零售企业，首旅承诺解决同业竞争保持王府井独立性

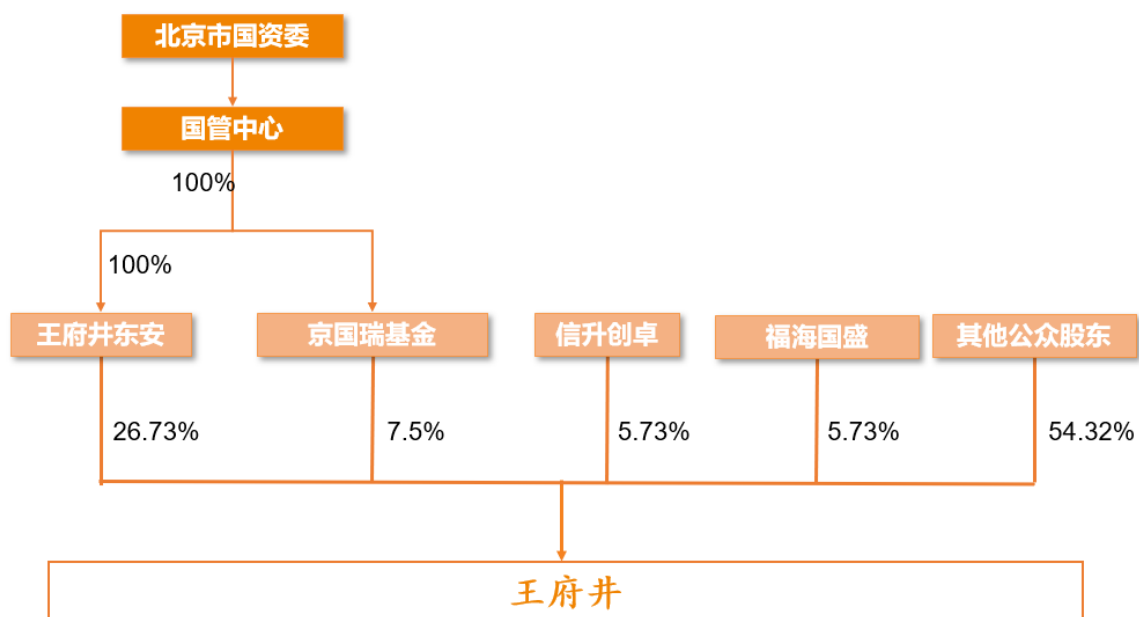
2018年1月30日，王府井发布《关于控股股东国有股权无偿划转的提示性公告》，经北京市委、市政府批准，北京市国资委决定对首旅集团与王府井东安实施合并重组，将王府井东安的国有资产无偿划转给首旅集团，王府井东安保留独立法人地位。本次无偿划转前，国管中心持有王府井东安100%股权。本次国有股权划转为国有独资单位之间的无偿划转，首旅集团不支付任何对价，无偿划转后，首旅集团持有王府井东安100%股权。王府井东安为上市公司的控股股东，目前持有上市公司207,473,227股股份，占上市公司总股本的26.73%。

本次国有股权无偿划转完成后，王府井仍将具备独立的经营能力，在业务的各个方面保持独立。为维持王府井的独立运作，首旅集团出具了《关于国有股权无偿划转后保持王府井集团股份有限公司独立性的承诺函》，承诺函声明，将保证首旅集团与王府井之间人员的独立性、保证王府井资产独立完整、保证王府井财务独立、保证王府井机构独立以及保证王府井业务独立。首旅集团承诺保证王府井继续具备独立开展业务的资质、人员、资产等所有必备调整，确保王府井业务独立。

重组解决同业竞争问题完成承诺，重塑商业零售行业格局。为解决同业竞争问题，首旅集团在实施对王府井的合并重组后即出具了《关于解决下属上市公司同业竞争的承诺函》，对王府井与首商股份之间存在的同业竞争，首旅集团承诺3年内提出明确可行的解决方案，5年内彻底解决。同时首旅集团承诺，不新增任何与王府井及其子公司经营业务构成竞争或潜在竞争关系的生产与经营活动，亦不会新增对任何与王府井及其子公司经营业务构成竞争或潜在竞争关系的其他企业的投资。

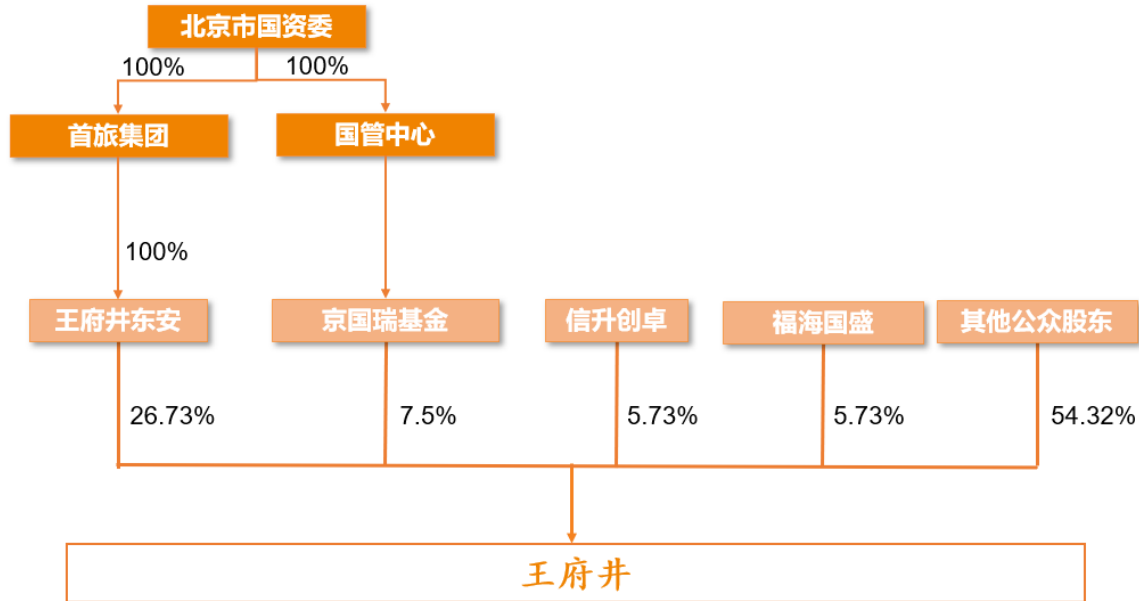
本次首旅和王府井的合并是深化国企改革的重要举措。本次股权转让并不影响各方业务经营，而首旅与王府井的资源整合有利于加快推动优势资产资源集中集聚，促进多业态协调发展、互补带动，形成强大发展合力，进一步提升首都生活性服务业品质。

图 10：变动前王府井股权结构



资料来源：王府井公司公告，天风证券研究所

图 11： 变动后王府井股权结构



资料来源：王府井公司公告，天风证券研究所

4. 岛民、离岛免税业务加速落地，免税业务正式拉开序幕

4.1. 合资企业经营岛内免税项目，合作安排充分发挥双方优势

王府井作为国内第八张免税牌照的持有者，获准在全国范围内进行全业态免税经营。2021 年 1 月 15 日，王府井与海南橡胶签署投资合作协议，合资设立两家免税品经营公司用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。王府井本次与海南橡胶投资设立的两家合资公司，经营项目均为岛内免税项目，经营范围涵盖免税商品批发零售、食品经营、烟草制品零售、酒类经营、珠宝首饰零售、母婴用品销售、钟表销售、服装服饰零售；化妆品零售、日用品销售等等，销售对象为海南岛内居民。

王府井、海南橡胶平等合作，有利于发挥双方优势。投资金额方面，免税品经营公司注册资本 1 亿元，其中王府井出资 6000 万元，海南橡胶出资 4000 万元；日用免税品经营公司注册资本 1 亿元，其中王府井出资 4000 万元，海南橡胶出资 6000 万元。从合作方式来看，免税品经营公司方面，王府井方负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作，掌握项目的管理、运营权，海南橡胶负责本地资源以及物业方面的协调；日用免税品经营公司方面，海南橡胶负责招商、本地资源以及物业方面的协调，王府井协助海南橡胶负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作。合作方式的安排有利于充分发挥王府井作为老牌零售企业在供应链和经营管理方面的优势和海南橡胶在海南招商、物业方面的资源优势，强强联合拓展岛内免税市场。人员方面，两合资公司高管安排充分平衡双方利益，有利于合作有序推进。

表 2：合资公司高管安排

	免税品经营公司	日用免税品经营公司
董事会	由 5 人组成，其中王府井提名 3 名董事、海南橡胶提名 2 名董事	由 5 人组成，其中王府井提名 2 名董事、海南橡胶提名 3 名董事
总经理、财务总监	由王府井通过市场化选聘推荐	由海南橡胶通过市场化选聘推荐
副总经理（参与重大采购业务、工程招标等决策）	由海南橡胶通过市场化选聘推荐	由王府井通过市场化选聘推荐
其他高级管理人员	由市场化选聘推荐	由市场化选聘推荐

监事

由海南橡胶指定人员担任

由王府井指定人员担任

出纳

由海南橡胶委派

由王府井委派

资料来源：王府井公司公告，天风证券研究所

在海南以外，王府井积极布局机场、市内免税，积极争取首都国际机场和北京大兴国际机场免税店落地；积极布局北京市内店选址，在通州布局集免税、购物中心、奥莱为一体的环球影城项目，并积极探索西安、成都等市内免税店的可能。

由于王府井与首商集团均为首旅集团旗下知名商业零售企业，业态及地理分布都极为相似，本次吸收合并能够有效解决王府井与首商集团之间的同业竞争问题，向王府井注入京津地区优质商业物业，进一步强化王府井商贸零售业务的地区性优势地位，统一京津地区商业零售市场。同时，王府井有税方面供应链、经营能力将进一步提升，并将赋能于王府井免税业务，推动后续免税业务加速落地。

4.2. 王府井免税业务正式拉开序幕，后续离岛免税、机场及市内免税有望加速落地

继 2020 年王府井获批免税经营资质后，公司经营岛内免税业务为王府井免税业务正式拉开序幕。2020 年 6 月 9 日，王府井发布公告，财政部授予其免税品经营资质，允许其经营免税品零售业务。目前，王府井的免税品经营业务处于起步阶段，此次设立的合资公司的免税业务为王府井的首个免税项目，有利于王府井进一步完善海南免税业务布局。在消费回流政策扶持海南免税和后续岛民免税、离岛免税将共同驱动海南免税市场发展的背景下，王府井在海南的岛民、离岛免税业务发展值得期待。

积极布局机场、市内免税，后续发展值得期待。在海南以外，王府井积极争取首都国际机场和北京大兴国际机场免税店落地；积极布局北京市内店选址，在通州布局集免税、购物中心、奥莱为一体的环球影城项目，并积极探索西安、成都等市内免税店的可能。

5. 投资建议

消费回流背景下王府井正积极布局免税业务尤其是海南免税，本次吸收合并将为王府井注入优质物业，有效解决王府井与首商间同业竞争问题，强化王府井华北地区商业零售业务优势，从而赋能免税业务，推动后续免税业务加速落地，实现有税免税协同发展。我们预计公司 21-22 年业绩为 9.5/10.5 亿元，+133.8%/+10.4%yoy，当前股价对应 PE 分别为 26.2x/23.7x，维持买入评级。

6. 风险提示

交易被暂停、中止或取消风险，交易审批风险，岛内免税政策不达预期，项目审批风险，免税项目经营风险。鉴于本次交易的复杂性，自本次交易相关协议签署至最终实施完毕存在一定的时间跨度，证券市场相关政策变化、重大突发事件或不可抗力因素等均可能对本次交易的时间进度产生影响，从而导致本次交易存在被暂停、中止或取消的风险。

本次交易尚需履行如下主要批准程序：1、本次交易尚需王府井和首商股份再次召开董事会审议通过；2、本次交易尚需经王府井的股东大会审议通过（包括批准首旅集团免于发出要约）；3、本次交易尚需经首商股份的股东大会审议通过；4、本次交易尚需取得中国证监会的核准；5、本次交易尚需取得国家市场监督管理总局就经营者集中事项的审查通过（如需）。本次交易未取得上述批准、核准前不予实施。本次交易能否取得上述批准、核准手续以及最终取得批准、核准的时间均存在不确定性。

岛内免税业务尚处于起步阶段，且具体政策尚未出台，投资项目落地尚需取得政府相关部门批准，存在一定的审批风险。公司的免税品经营业务尚处于起步阶段，免税品经营公司经营项目为公司首个免税项目，日用免税品经营公司尚未开展具体业务，存在一定的经营风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,950.01	8,624.78	7,364.95	9,387.12	9,770.23	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	8,268.51	9,992.91	10,715.06	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)	(117.61)	(127.55)	(165.50)
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	629.04	1,225.39	1,380.76
资产总计	21,704.88	24,106.30	20,870.46	22,166.10	22,580.72	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	628.61	1,267.50	1,392.14
其他	6,348.04	6,101.14	4,277.24	4,596.96	4,506.53	所得税	476.65	499.77	220.01	316.87	348.04
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	408.60	950.62	1,044.11
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	3.81	(1.45)
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	404.93	946.81	1,045.56
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	1.35
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						
少数股东权益	678.18	668.55	672.22	676.03	674.58	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	776.25	成长能力					
资本公积	4,958.70	4,958.70	4,958.70	4,958.70	4,958.70	营业收入	2.40%	0.29%	-75.19%	15.40%	5.36%
留存收益	9,995.63	10,621.26	10,902.33	11,559.92	12,285.48	营业利润	21.97%	-6.19%	-58.83%	94.80%	12.68%
其他	(4,929.56)	(4,958.70)	(4,958.70)	(4,958.70)	(4,958.70)	归属于母公司净利润	32.05%	-19.98%	-57.88%	133.82%	10.43%
股东权益合计	11,479.19	12,066.07	12,350.80	13,012.21	13,736.31	获利能力					
负债和股东权益总计	21,704.88	24,106.30	20,870.46	22,166.10	22,580.72	毛利率	21.18%	20.65%	21.10%	26.10%	28.00%
						净利率	4.50%	3.59%	6.09%	12.34%	12.94%
						ROE	11.12%	8.43%	3.47%	7.68%	8.00%
						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%	40.82%	41.30%	39.17%
净利润	1,226.20	945.12	404.93	946.81	1,045.56	净负债率	-40.87%	-44.56%	-28.59%	-40.90%	-43.80%
折旧摊销	626.29	696.98	303.34	306.21	308.93	流动比率	1.01	1.31	1.70	1.88	2.09
财务费用	119.74	234.90	(117.61)	(127.55)	(165.50)	速动比率	0.90	1.19	1.62	1.87	2.02
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)	134.13	134.27	129.01	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	(1,718.85)	2,083.25	978.62	总资产周转率	1.28	1.17	0.30	0.36	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	1.35
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	15.04	15.89	16.83
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)	117.61	127.55	165.50	市盈率	20.64	25.80	61.25	26.19	23.72
其他	(1,972.89)	(1,849.76)	(3,371.86)	(4,122.95)	(4,384.79)	市净率	2.30	2.18	2.12	2.01	1.90
筹资活动现金流	568.00	1,369.99	579.49	69.38	(465.04)	EV/EBITDA	0.73	0.64	21.18	11.16	9.86
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.90	0.79	33.74	14.27	12.36
现金净增加额	910.08	1,275.36	(1,259.83)	2,022.17	383.11						

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com