

# 新世界 (600628)

证券研究报告

2020年03月02日

## 百年历史中华老字号企业，自有物业价值有望被重估

百货位于上海南京路核心商圈，闭店调整后有望释放业绩潜力。公司拥有第一家百货门店--新世界城，位于上海核心商圈，坐落南京路步行街的起点。新世界城于2019年3月起闭店调整（部分楼层营业），2019年12月正式再营业，体验占比提升至28%，消费客群年龄下降5-10岁，26-45岁顾客占比达到60%，引进各类餐饮51家，购物消费体验不断提升。2018年新世界城营收为18.98亿，预计贡献业绩2.1亿左右。随着2019年新世界城闭店调整，假设以每年5%业绩符合增速来看，预计2021年百货商场贡献业绩2.5亿左右，百货商场业绩潜力有望进一步释放。

### 瞄准医药销售培养为新增长点，酒店服务业务和投资收益保持相对稳定。

①医药销售方面，公司旗下有蔡同德堂药号、上海胡庆余堂等百年老字号企业和上海群力草药店等名优企业，2018年医药销售营收为6.1亿，预计贡献业绩0.5亿左右，假设以每年15%业绩符合增速来看，预计2021年医药零售贡献业绩0.8亿左右，医药销售成为公司新的增长点；②酒店服务业务方面，公司旗下有上海新世界丽笙大酒店，与酒店邻接的是新世界城，2018年酒店服务业务营收为1.9亿，预计贡献业绩0.2亿左右，假设以每年5%业绩符合增速来看，预计2021年酒店服务业务贡献业绩也0.3亿左右；③投资收益方面，公司2019年投资收益在0.2亿左右，主要以其他债权投资在持有期间取得利息收入为主，预计未来相对稳定。

上海黄浦国资委第一大股东，沈国军等一致行动人举牌至5.02%。上海黄浦国资为公司第一大股东，目前持有20.73%的股份；综艺系持股16.72%，其中综艺控股持股13.07%，笪圣达持股3.65%；国华人寿持股8.22%；2019年上半年开始沈国军成为公司股东，后续不断增加持股，并于2020年2月26日沈国军、沈军燕、浙江国俊为一致行动人举牌新世界持股5.02%，其中：沈国军持有3.97%；沈军燕持有1.01%；浙江国俊持有0.03%。

自有物业价值有望被重估，公司价值严重低估。公司旗下百货门店新世界城拥有拥有建筑面积21万平方米，位于上海核心商品，自有物业重估值为210亿元，RNAV重估值为224.45亿元，RNAV/市值=3.2x，公司价值严重低估，随着沈国军等一致行动人举牌至5.02%，新世界自有物业价值有望被重估。

**投资建议：**新世界城闭店调整后业绩有望释放，医药销售培养为新增长点，酒店服务保持相对稳定，综合预计2019-21年净利润分别为0.35/2.46/3.80亿，当前市值对应191/27/17xPE。随着沈国军等一致行动人举牌至5.02%，自有物业价值有望被重估。公司旗下百货门店新世界城拥有拥有建筑面积21万平方米，位于上海核心商品，自有物业重估值为210亿元，RNAV重估值为224.45亿元，给与0.35倍估值，目标市值79亿元，目标价12.14元。

**风险提示：**疫情影响超预期，电商对百货行业冲击，公司改造调整效果不达预期

### 投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.19元
目标价格	12.14元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	646.88
流通A股股本(百万股)	646.88
A股总市值(百万元)	6,591.66
流通A股市值(百万元)	6,591.66
每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	27.48
一年内最高/最低(元)	10.37/6.77

### 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

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,022.49	2,776.13	27.76	2,387.47	3,485.71
增长率(%)	0.13	(8.15)	(99.00)	8500.00	46.00
EBITDA(百万元)	583.37	440.08	156.38	438.77	617.18
净利润(百万元)	448.30	272.86	34.56	246.26	380.44
增长率(%)	77.39	(39.13)	(87.33)	612.54	54.49
EPS(元/股)	0.69	0.42	0.05	0.38	0.59
市盈率(P/E)	14.70	24.16	190.73	26.77	17.33
市净率(P/B)	1.52	1.48	1.47	1.41	1.34
市销率(P/S)	2.18	2.37	237.44	2.76	1.89
EV/EBITDA	8.60	5.72	32.53	9.62	6.83

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

1. 百年历史中华老字号企业，沈国军等一致行动人举牌至 5.02%.....	3
1.1. 百年历史中华老字号企业，百货为核心&医药销售为新增长点.....	3
1.2. 上海黄浦国资委第一大股东，沈国军等一致行动人举牌至 5.02%.....	4
2. 百货闭店调整后再出发，医药销售培养为新增长点.....	4
2.1. 百货零售：新世界城闭店调整升级，自有物业价值有望被重估.....	4
2.2. 医药销售：瞄准“大健康”产业加速转型，培育为公司新增长点.....	6
2.3. 酒店服务：打造新世界丽笙大酒店，调整优化求升华.....	6
3. 财务分析：短期百货闭店调整影响业绩，未来有望释放业绩潜力.....	7
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示.....	9

## 图表目录

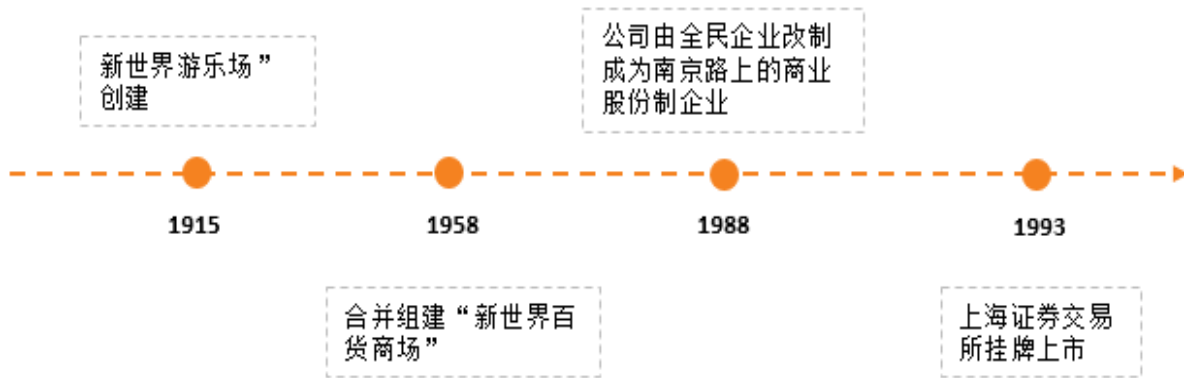
图 1：公司发展史.....	3
图 2：新世界城.....	3
图 3：蔡同德堂.....	3
图 4：公司股权结构.....	4
图 5：新世界城门店装修升级.....	5
图 6：新世界城引入新品店.....	5
图 7：新世界丽笙大酒店外观.....	7
图 8：新世界丽笙大酒店大宴会厅.....	7
图 9：公司营收变化情况.....	7
图 10：2019Q1-3 公司分业态占比情况（%）.....	7
图 11：公司毛利率.....	8
图 12：公司费用率.....	8
图 13：公司业绩变化情况.....	8
图 14：公司归母净利率变动情况.....	8
表 1：新世界已开业自有物业（2019H1）.....	5
表 2：RNAV 重估.....	5
表 3：公司医药销售门店.....	6

## 1. 百年历史中华老字号企业，沈国军等一致行动人举牌至 5.02%

### 1.1. 百年历史中华老字号企业，百货为核心&医药销售为新增长点

公司是一家百年历史的中华老字号企业，百货商场位于上海核心商圈，同时瞄准“大健康”产业作为新增长点。“新世界”前身是 1915 年创建的“新世界游乐场”，1958 年，合并组建“新世界百货商场”。1988 年 8 月，公司由全民企业改制成为南京路上的商业股份制企业；1992 年 5 月获准向社会公开募股；1993 年 1 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市，“新世界”从此跨入全国商业十强行列。公司核心业务是坐落于上海市全国著名的南京路步行街上的一家集现代百货、旅游休闲和娱乐综合消费相融一体的百货零售企业，集聚了一大批在国内、亚洲甚至世界独具特色的知名品牌。同时，公司旗下有蔡同德堂药号、上海胡庆余堂等百年老字号企业和上海群力草药店等名优企业。

图 1：公司发展史



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司以百货零售为核心，医药销售为辅培养新增长点，酒店服务业务保持稳定。公司主要业务为百货零售，拥有一家百货零售门店--新世界城。作为中国上海零售业老字号知名品牌，经过多年的建设和发展，成为了上海南京路上规模最大、功能最全、购物环境最佳的现代化大型百货购物中心之一。医药销售方面，公司拥有全国独一无二的“蔡同德堂”和具有自主知识产权的“群力”两大著名品牌，自公司瞄准“大健康”这个朝阳产业进行创新转型以来，努力把其培育为新的经济增长点。同时，酒店服务方面，公司旗下有上海新世界丽笙大酒店，与酒店邻接的是新世界城，由卡尔森环球酒店管理，是其在中國管理的最大规模的“丽笙”品牌酒店。

图 2：新世界城

图 3：蔡同德堂



资料来源：联商网，天风证券研究所

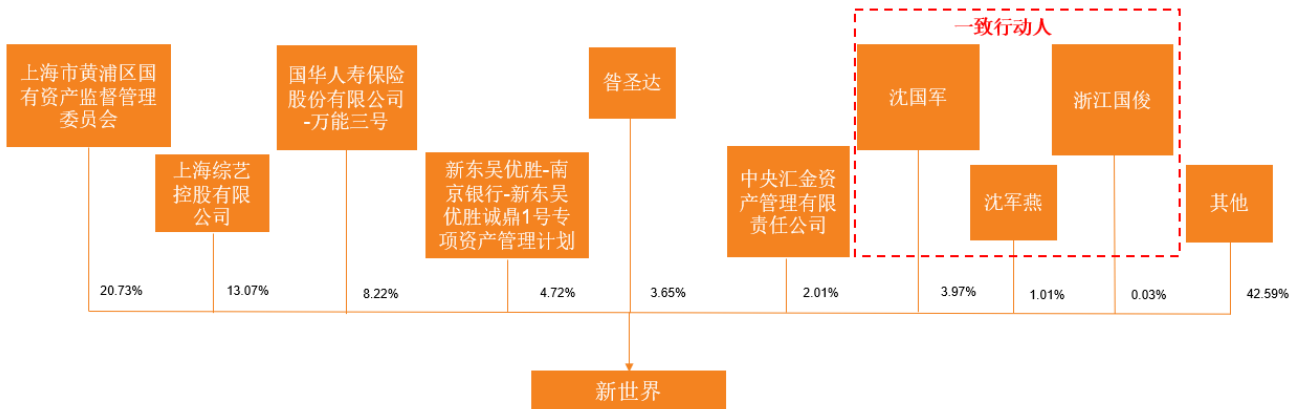


资料来源：携程，天风证券研究所

## 1.2. 上海黄浦国资委第一大股东，沈国军等一致行动人举牌至 5.02%

上海黄浦国资委第一大股东，沈国军等一致行动人举牌至 5.02%。上海黄浦国资为公司第一大股东，目前持有 20.73% 的股份；综艺系持股 16.72%，其中综艺控股持股 13.07%，咎圣达持股 3.65%；国华人寿持股 8.22%；2019 年上半年开始沈国军成为公司股东，后续不断增加持股，并于 2020 年 2 月 26 日沈国军、沈军燕、浙江国俊为一致行动人举牌新世界持股 5.02%，其中：沈国军持有 3.97%；沈军燕持有 1.01%；浙江国俊持有 0.03%。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

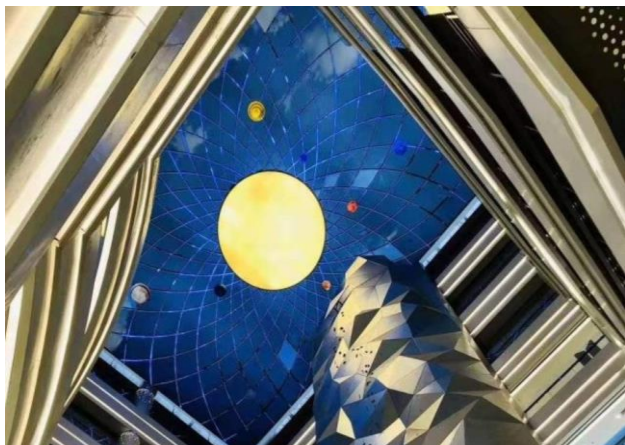
## 2. 百货闭店调整后再出发，医药销售培养为新增长点

### 2.1. 百货零售：新世界城闭店调整升级，自有物业价值有望被重估

新世界城坐落上海南京路核心商圈，闭店装修结构调整重装后再出发。新世界城地处上海核心商圈，坐落在中华商业第一街南京路步行街的起点，并且位于南京路、西藏路黄金十字路口，是上海市中心人民广场区域的地标性建筑。新世界城于 2019 年 3 月起闭店装修（部分楼层营业），闭店装修实施期约九个多月，2019 年 12 月份正式营业，此次新世界的大调整以提升环境舒适度、品牌集聚度、功能体验度、服务温馨度、智能引领度、餐饮时尚度为着力点，集购物、体验、餐饮三大业态于一体，吃喝玩乐游购媒体一应俱全。

新世界城斥资 4.6 亿元的改造升级完成，成为上海传统商业转型升级的“新世界”、“最上海”商旅文体验消费的新高地、南京路上的新地标。百货品类的重点是突出“她经济、家消费”，消费客群年龄将下降 5~10 岁，其中 26~45 岁年龄层的顾客占比将达到 60%左右。大力引进新品店、首入店、旗舰店、集合店、体验店。同时，调整后的新世界城下调购物业态的占比至 51%，而在购物面积中，各楼层更是减少了 15-20%的区域成为了顾客观景、休闲的主通道，通过调整剑指“中国最美百货”。餐饮升级，形成“三风三小”特色，新世界城共引进各类餐饮 51 家，体现“三风三小”特色，地室是“风尚小吃”、九楼是“风味小酌”、四至八楼是“风情小资”。

图 5：新世界城门店装修升级



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 6：新世界城引入新品店



资料来源：联商网，天风证券研究所

**公司价值严重低估，自有物业价值有望被重估。**公司旗下百货门店新世界城拥有拥有建筑面积 21 万平米，位于上海核心商品，自有物业重估值为 210 亿元，RNAV 重估值为 224.45 亿元，RNAV/市值=3.2x，公司价值严重低估，随着沈国军等一致行动人举牌至 5.02%，新世界自有物业价值有望被重估。

表 1：新世界已开业自有物业（2019H1）

	建筑面积（平方米）	重估价格（万元/平米）	重估值（亿元）
百货	210000	10	210
合计	210000		210

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：RNAV 重估

指标	数值
已开业百货自有物业重估值（亿元）	210.00
货币资金（亿元）	21.45
其他流动资产：短期理财（亿元）	0
短期借款（亿元）	7
一年内到期的非流动负债（亿元）	/
长期借款（亿元）	/
债券（亿元）	/
有息负债小计（亿元）	7
资产重估净值（亿元）	224.45

股本 (亿股)	6.47
每股重估资产净值 (元)	34.70
股价 (元)	10.77
最新市值 (亿元)	69.9
重估净值/最新市值	3.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 医药销售：瞄准“大健康”产业加速转型，培育为公司新增长点

借助互联网、大数据的发展潮流，健康中国正式升级至“国家战略”。从大健康产业政策面来看，随着推进“健康中国”战略的深入实施，国家出台了《健康中国行动(2019—2030年)》等相关文件，将发展大健康产业作为促进当地经济结构转型升级、推进供给侧结构性改革的着力点，以及新的经济增长点。同时，国务院印发《中医药发展战略规划纲要(2016—2030年)》，把中医药发展上升为国家战略，中央和地方在促进中医药发展、现代化与标准化等方面，陆续出台多项配套政策。另外，中医药的国际化也随着“一带一路”倡议在沿线各国推进。目前大型公立医院的中医药服务提供不均衡，特别是专科中医门诊服务还比较薄弱，与人民群众多层次多元化的中医药服务需求还不相适应。因此，有品牌、专业和多元化的中医门诊部会有较大的市场发展空间。

自公司瞄准“大健康”这个朝阳产业进行创新转型以来，努力把其培育为新的经济增长点。全资子公司上海蔡同德药业有限公司主要经营销售各类中药材、中成药、西药、参茸滋补品、营养保健品、医疗器械等 5000 余种。公司旗下有蔡同德堂药号、上海胡庆余堂国药号药业有限公司等百年老字号企业和上海群力草药店、蔡同德药业有限公司批发部、蔡同德保健品经营部、蔡同德堂中药制药厂和吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司等名优企业，并拥有全国独一无二的“蔡同德堂”和具有自主知识产权的“群力”两大著名品牌。公司共有 8 家医药销售门店，均位于上海地区，包括 1 家自有物业及 7 家租赁物业。

表 3：公司医药销售门店

门店名称	地址	建筑面积 (平方米)	开业时间	物业权属	租赁物业	租赁期
群力草药店	金陵东路 396 号	3,491	1949	自有	-	
蔡同德堂药号	南京东路 448 号	5,016	1949	租赁	母公司物业	
胡庆余堂(童涵春)	延安东路 439 号	416.31	2003	租赁	直管公房	
胡庆余堂(童涵春)	延安东路 445 号	174.57	2017	租赁	2017.5.1	-2027.5.31
胡庆余堂	西藏中路 620 号	275.45	2003	租赁	直管公房	
胡庆余堂(浙江店)	浙江中路 195 号	299.07	2003	租赁	直管公房	
胡庆余堂(凤阳店)	凤阳路 395 号	135.91	2003	租赁	直管公房	
胡庆余堂(博山店)	博山路 67-73 号	320.01	2003	租赁	直管公房	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.3. 酒店服务：打造新世界丽笙大酒店，调整优化求升华

上海新世界丽笙大酒店由公司投资兴建，由卡尔森环球酒店集团亚太公司，是其在中国管理的最大规模的“丽笙”品牌酒店。酒店坐落于南京路商业街，紧邻人民广场，步行至著名的外滩仅 15 分钟。与酒店邻接的是 10 层楼的新世界购物城，拥有大型购物中心、SEGA

世界娱乐中心、IMAX 数码影院、溜冰场和国际美食廊等设施，使酒店拥有其他任何酒店都不可比拟的便捷。

图 7：新世界丽笙大酒店外观



资料来源：新世界丽笙大酒店官网，天风证券研究所

图 8：新世界丽笙大酒店大宴会厅



资料来源：新世界丽笙大酒店官网，天风证券研究所

上海新世界丽笙大酒店设计独特，房型丰富、服务周到、各类设施齐全，同时不断做优酒店求升华。酒店拥有高级房、豪华房、豪华景观房、豪华套房、丽笙豪华客房等多种房型供宾客选择，客房环境舒适，同时酒店的会议宴会设施灵活多样，设计现代，是在举办宴会的理想之选。无论是举行商务会议、盛大宴席或者 400 人的鸡尾酒会，酒店训练有素的专业队伍都可提供细致周到的服务，酒店以得天独厚的地理位置，先进设施，优质的服务成为商务出差、休闲旅游的理想居所。同时，公司不断优酒店求升华，丽笙大酒店完成前台、礼宾台、大堂酒吧、咖啡苑和旋景餐厅的装修翻新和家具更换，健全高层清洁、安全等配套设施设备，公共区域焕然一新。积极关注并提升基础业务的价格，以获得更多较稳定且具有较高房价及产量的公司客源。

### 3. 财务分析：短期百货闭店调整影响业绩，未来有望释放业绩潜力

由于新世界城 2019 年在闭店调整，导致 2019Q1-3 营收同比下降 37.09%。公司 2019Q1-Q3 实现营业收入 12.44 亿元，同比减少 37.09%；主要系新世界城于 2019 年 3 月起闭店装修（部分楼层营业），闭店装修实施期约九个月，2019 年 12 月份正式营业，导致 2019 年营收受到影响。

图 9：公司营收变化情况

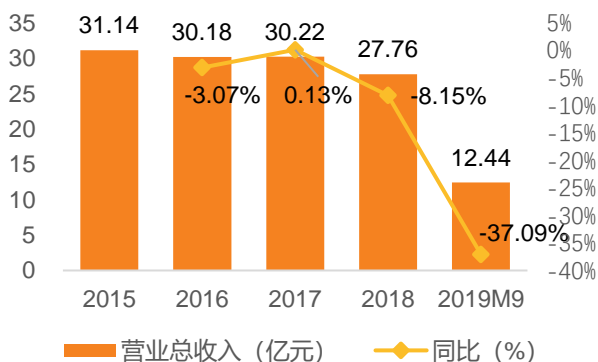
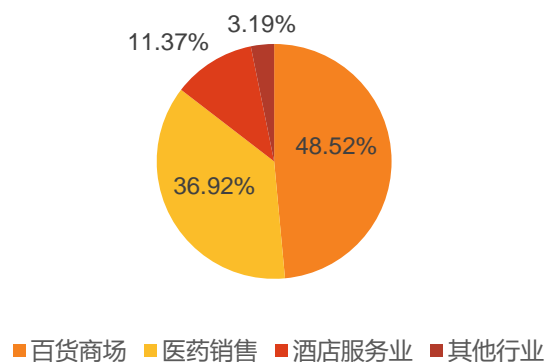


图 10：2019Q1-3 公司分业态占比情况 (%)

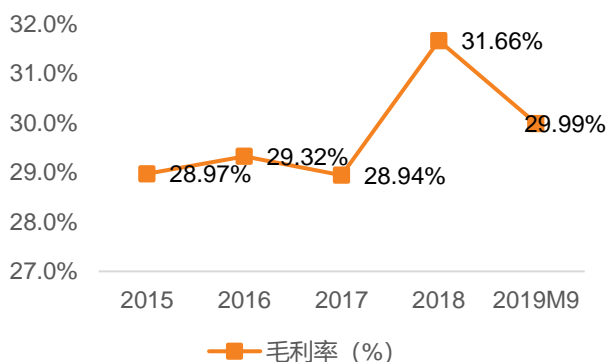


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

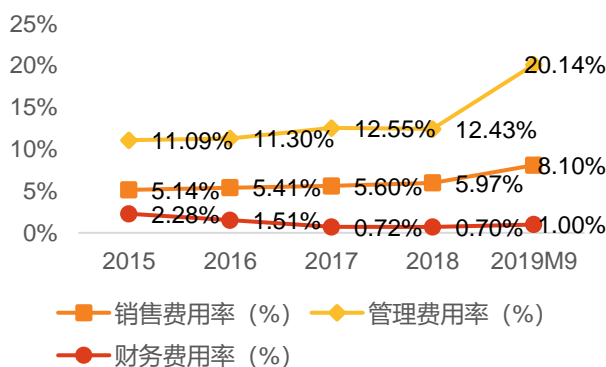
公司毛利率有所下行，期间费用率有所上升。公司 2019Q1-Q3 毛利率为 29.99%，同比下滑 2.3pct，主要系宏观经济增速放缓，社零增长放缓，导致百货经营承压，毛利率下降。公司 2019Q1-Q3 费用率同比上升，其中：销售费用率 8.1%，同比增加 2.72pct；管理费用率 20.14%，同比增加 7.22pct；财务费用率 1%，同比增加 0.24pct。

图 11：公司毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

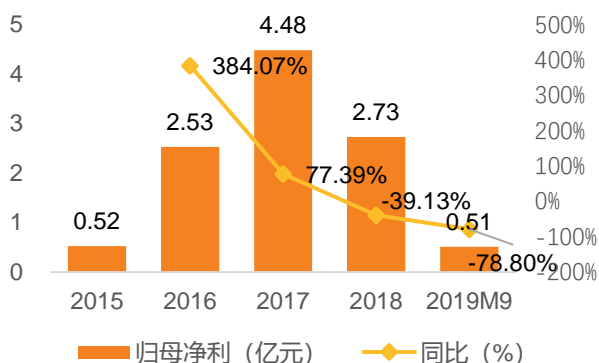
图 12：公司费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

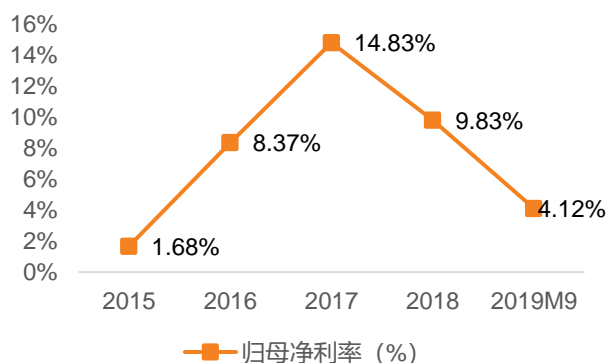
由于新世界城 2019 年在闭店调整，导致 2019Q1-3 业绩同比下降 78.8%，未来有望进一步释放业绩潜力。公司 2019Q1-Q3 实现归母净利 0.51 亿元，同比减少 78.8%；主要系新世界城于 2019 年 3 月起闭店装修（部分楼层营业），闭店装修实施期约九个月，2019 年 12 月份正式营业，导致 2019 年业绩短期受到影响，未来公司业绩潜力有望得到进一步释放。

图 13：公司业绩变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：公司归母净利率变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 投资建议

新世界城闭店调整后业绩有望释放，医药销售培养为新增长点，酒店服务保持相对稳定。综合预计 2019-21 年净利润分别为 0.35/2.46/3.80 亿，当前市值对应 191/27/17xPE。随着沈国军等一致行动人举牌至 5.02%，自有物业价值有望被重估。公司旗下百货门店新世界



城拥有拥有建筑面积 21 万平米，位于上海核心商品，自有物业重估值为 210 亿元，RNAV 重估值为 224.45 亿元。

新世界可比公司鄂武商资产重估净值 179 亿元，最新市值 83 亿元，最新净值/重估净值约为 0.46 倍。由于新世界物业地处上海人广黄金地段，自有物业价值更高，通过经营获取收益反应自有物业价值的难度更大，因此给与较低的估值倍数，给与 0.35 倍。

公司 RNAV 重估值为 224.45 亿元，给与 0.35 倍估值，目标市值 79 亿元，目标价 12.14 元。

## 5. 风险提示

**疫情影响超预期：**受疫情影响，百货行业客流量下滑。若消费者在较长时间内减少百货消费，公司营收业绩或受影响。

**电商对百货行业冲击：**电商对百货分流明显，且随着代际变迁，电商行业渗透率逐渐提升，或进一步分流百货消费群体。

**公司改造调整效果不达预期：**新世界城于 2019 年 3 月起闭店装修（部分楼层营业），闭店装修实施期约九个多月，2019 年 12 月份正式营业。公司调整后正式营业时间较短，且遭遇疫情，改造效果尚未得到检验。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,273.42	1,364.26	1,292.99	2,159.32	2,163.38
应收票据及应收账款	179.95	163.23	1.70	158.27	75.28
预付账款	8.29	10.25	0.07	12.92	6.81
存货	162.17	164.19	3.08	254.30	120.22
其他	846.02	846.05	772.09	837.48	816.95
<b>流动资产合计</b>	<b>2,469.83</b>	<b>2,547.98</b>	<b>2,069.93</b>	<b>3,422.30</b>	<b>3,182.65</b>
长期股权投资	152.56	142.72	142.72	142.72	142.72
固定资产	2,562.14	2,473.34	2,372.96	2,290.43	2,205.61
在建工程	0.00	12.97	43.78	74.27	74.56
无形资产	87.83	84.44	81.12	77.79	74.46
其他	583.62	531.86	522.87	523.69	525.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,386.15</b>	<b>3,245.33</b>	<b>3,163.45</b>	<b>3,108.90</b>	<b>3,022.36</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,855.98</b>	<b>5,793.31</b>	<b>5,233.38</b>	<b>6,531.20</b>	<b>6,205.01</b>
短期借款	276.00	200.00	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	562.75	504.96	5.06	859.50	412.31
其他	545.57	427.20	330.13	588.69	448.50
<b>流动负债合计</b>	<b>1,384.33</b>	<b>1,132.17</b>	<b>535.19</b>	<b>1,648.18</b>	<b>1,060.81</b>
长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	125.11	118.80	101.80	115.24	111.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>125.11</b>	<b>218.80</b>	<b>201.80</b>	<b>215.24</b>	<b>211.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,509.44</b>	<b>1,350.97</b>	<b>736.99</b>	<b>1,863.42</b>	<b>1,272.75</b>
少数股东权益	3.42	3.42	3.48	3.91	4.64
股本	646.88	646.88	646.88	646.88	646.88
资本公积	1,565.33	1,565.33	1,565.33	1,565.33	1,565.33
留存收益	3,685.28	3,822.05	3,846.03	4,016.99	4,280.75
其他	(1,554.36)	(1,595.33)	(1,565.33)	(1,565.33)	(1,565.33)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,346.54</b>	<b>4,442.34</b>	<b>4,496.39</b>	<b>4,667.78</b>	<b>4,932.26</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,855.98</b>	<b>5,793.31</b>	<b>5,233.38</b>	<b>6,531.20</b>	<b>6,205.01</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	448.87	273.43	34.56	246.26	380.44
折旧摊销	91.52	90.29	132.89	135.37	137.85
财务费用	24.96	20.96	10.37	6.95	3.21
投资损失	(216.32)	(9.81)	(21.00)	(21.00)	(21.00)
营运资金变动	44.73	(174.74)	(198.20)	639.57	(348.28)
其它	24.15	130.03	0.07	0.43	0.72
<b>经营活动现金流</b>	<b>417.90</b>	<b>330.16</b>	<b>(41.31)</b>	<b>1,007.58</b>	<b>152.95</b>
资本支出	(220.21)	(0.05)	77.00	66.56	53.29
长期投资	(188.96)	(9.84)	0.00	0.00	0.00
其他	68.57	13.11	(116.01)	(125.56)	(82.29)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(340.59)</b>	<b>3.22</b>	<b>(39.01)</b>	<b>(58.99)</b>	<b>(29.00)</b>
债权融资	276.00	300.00	300.00	300.00	300.00
股权融资	(58.87)	(60.08)	19.99	(6.59)	(2.85)
其他	(684.10)	(482.39)	(310.94)	(375.66)	(417.04)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(466.97)</b>	<b>(242.47)</b>	<b>9.05</b>	<b>(82.25)</b>	<b>(119.90)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(389.66)</b>	<b>90.90</b>	<b>(71.27)</b>	<b>866.33</b>	<b>4.05</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,022.49</b>	<b>2,776.13</b>	<b>27.76</b>	<b>2,387.47</b>	<b>3,485.71</b>
营业成本	2,147.71	1,897.15	19.43	1,635.42	2,366.79
营业税金及附加	28.89	27.41	0.29	25.10	36.64
营业费用	169.40	165.86	1.94	146.11	195.20
管理费用	379.39	345.09	3.61	298.43	428.74
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	21.67	19.47	10.37	6.95	3.21
资产减值损失	17.99	(0.77)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	(0.00)	0.00
投资净收益	216.32	9.81	21.00	21.00	21.00
其他	(457.22)	(20.06)	(42.01)	(41.99)	(42.00)
<b>营业利润</b>	<b>498.34</b>	<b>332.17</b>	<b>13.12</b>	<b>296.46</b>	<b>476.12</b>
营业外收入	37.29	39.77	39.77	39.77	39.77
营业外支出	5.71	6.63	6.63	6.63	6.63
<b>利润总额</b>	<b>529.92</b>	<b>365.31</b>	<b>46.26</b>	<b>329.59</b>	<b>509.26</b>
所得税	81.06	91.89	11.64	82.90	128.09
<b>净利润</b>	<b>448.87</b>	<b>273.43</b>	<b>34.63</b>	<b>246.69</b>	<b>381.16</b>
少数股东损益	0.57	0.57	0.06	0.43	0.72
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>448.30</b>	<b>272.86</b>	<b>34.56</b>	<b>246.26</b>	<b>380.44</b>
每股收益(元)	0.69	0.42	0.05	0.38	0.59

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.13%	-8.15%	-99.00%	8500.00%	46.00%
营业利润	76.70%	-33.34%	-96.05%	2158.99%	60.60%
归属于母公司净利润	77.39%	-39.13%	-87.33%	612.54%	54.49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.94%	31.66%	30.00%	31.50%	32.10%
净利率	14.83%	9.83%	124.49%	10.31%	10.91%
ROE	10.32%	6.15%	0.77%	5.28%	7.72%
ROIC	14.45%	9.47%	0.62%	7.60%	15.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.78%	23.32%	14.08%	28.53%	20.51%
净负债率	-22.95%	-23.96%	-22.08%	-39.83%	-37.78%
流动比率	1.78	2.25	3.87	2.08	3.00
速动比率	1.67	2.11	3.86	1.92	2.89
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.42	16.18	0.34	29.85	29.85
存货周转率	19.87	17.01	0.33	18.55	18.61
总资产周转率	0.52	0.48	0.01	0.41	0.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.69	0.42	0.05	0.38	0.59
每股经营现金流	0.65	0.51	-0.06	1.56	0.24
每股净资产	6.71	6.86	6.95	7.21	7.62
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.70	24.16	190.73	26.77	17.33
市净率	1.52	1.48	1.47	1.41	1.34
EV/EBITDA	8.60	5.72	32.53	9.62	6.83
EV/EBIT	10.12	7.16	216.58	13.91	8.80

### 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