

破题区域壁垒，成长再无天花板

研究结论

我们认为永辉超市在经营策略、经营模式及区域布局上均具备优于同行的特质。就其经营能力和业绩潜力而言，为我们目前最为看好的超市企业之一。

● **经营上，生鲜为主的商品组合符合市场需求，且能够与不断下沉的外资错位竞争：**公司目前生鲜产品销售占比 50% 以上，加上包装食品等，销售占比超过 80%，为本土超市企业中特有模式。我们认为，永辉模式集客能力突出，因其经营着真正符合当下消费者需求的品类。无论在一二线还是三四线城市，它都能满足消费者对生鲜食品便捷、放心、品质、新鲜的重点要求，同时兼顾消费者的价格敏感度。另一方面，国内主流大卖场连锁的模式皆脱胎于家乐福、沃尔玛等外资企业，商品组合、门店布局、运营流程差异不大。2008 年以来随着外资企业加速下沉，本土连锁面临越来越大的同质化竞争压力和份额流失。相反，永辉通过模式差异化可以避免与外资企业的直接竞争，甚至可以在外资占优的一线城市实现份额快速增长。

● **模式上，生鲜为主的商品组合突破外延扩张天花板：**传统超市业态始终受到上游产业链分散、产能有限及现有经销模式的限制，难于成功突破区域天花板。目前来看，永辉是国内第一个真正靠自然增长跨区域成功的超市企业。因其生鲜为主、商品直采的模式同时突破了产业链分散及经销模式两大壁垒。现在公司在北京为代表的一线城市和安徽、福建为代表的二三线市场均获得成功，相信公司未来外延扩张无遭遇天花板之虞。

● **增长点上，现有区域布局梯度完整，快速扩张之余也开始注重品类扩张以提升毛利率、大店策略带来收入双轮驱动，几点均有助于保持业绩稳定增长：**成功突破区域之后，公司在以福建、重庆为核心的成熟区域、以安徽、北京为代表的次新区域和江苏、河北、贵州等新进区域形成了非常明显的梯度布局；其次，公司开始着重开设大型门店，带动单店销售的稳步增长，公司未来的收入增长将是店数和店效双轮驱动；此外，经年快速扩张之后，公司也开始着手扩张高毛利的服装、食品等品类。公司近可看快速扩张和店效提升，远可看品类扩张和毛利稳步提升，结合公司周转快、培育周期短的特点，预计可以保持整体业绩的稳定性。

● **业绩预测及投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 171、226 和 285 亿元，逐年增速分别为 38.5%、32.4% 和 26.3%；预测 EPS 分别为 0.68、0.98 和 1.35 元，分别同比增长 70.1%、44.2% 和 38.2%。目前公司 33 元左右的股价对应 2012 年业绩的估值为目前行业中最高水平。但考虑到其高成长的相对确定性，给予 12 年 36 倍 PE，对应目标价 36 元，首次给予公司增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

郭洋

8621 - 63325888 x 6073

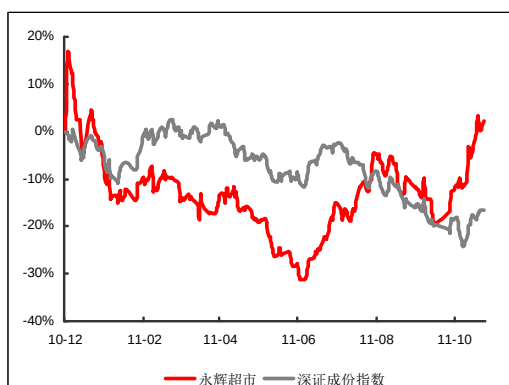
guoyang@orientsec.com.cn

执业资格证编号：S0860209120214

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 11 月 7 日) 32.87 元
目标价格 36.00 元
总股本/A 股 (百万股) 76.79 / 76.79
A 股市值 (亿元) 252.41
国家/地区 中国
行业 商业零售
报告发布日期 2011 年 11 月 8 日

股价表现



财务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万)	12317	17063	22598	28539
主营业务利润 (百万)	392	675	977	1354
净利润 (百万)	305	520	750	1037
EBITDA (百万)	684	920	1348	1865
每股收益 (元)	0.40	0.68	0.98	1.35
每股经营现金流 (元)	0.89	0.84	1.13	1.67
市盈率 (X)	67.96	39.94	27.69	20.03
EV/EBITDA(X)	28	21	14	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

核心观点	2
公司概况	4
经营分析	4
生鲜为主的定位符合当下市场需求，推动市场份额快速上升	4
生鲜为主的商品组合能够与不断下沉的外资错位竞争	6
模式分析	7
生鲜为主的商品组合成功破题外延扩张天花板	7
增长点分析	8
储备门店资源充沛，快速扩张有保障	8
现有区域布局梯度完整，有助于业绩稳定增长	9
大店策略将对收入增长形成双轮驱动	10
品类扩张将推动毛利率逐步提升	11
盈利预测及风险分析	12

核心观点

我们认为永辉超市在经营策略、经营模式及区域布局上均具备优于同行企业的特质。就其经营能力和业绩潜力而言，为我们目前最为看好的超市企业之一。

经营上，生鲜为主的商品组合符合市场需求，且能够与不断下沉的外资错位竞争：公司目前生鲜产品销售占比 50% 以上，加上包装食品等，销售占比超过 80%，为本土超市企业中特有模式。我们认为，永辉模式集客能力突出，因其经营着真正符合当下消费者需求的品类。无论在一二线还是三四线城市，它都能满足消费者对生鲜食品便捷、放心、品质、新鲜的重点要求，同时兼顾消费者的价格敏感度。另一方面，国内主流大卖场连锁的模式皆脱胎于家乐福、沃尔玛等外资企业，商品组合、门店布局、运营流程差异不大。2008 年以来随着外资企业的加速下沉，本土连锁面临越来越大的同质化竞争压力和份额流失。相反，永辉通过模式差异化，可以避免与外资企业的直接竞争，甚至可以在外资占优的一线城市实现份额快速增长。

模式上，生鲜为主的商品组合突破外延扩张天花板：传统超市业态始终受到上游产业链分散、产能有限及现有经销模式的限制，难于成功突破区域天花板，实现跨区域复制。目前来看，永辉是国内第一个真正靠自然增长跨区域成功的超市企业。因其生鲜为主、商品直采的模式同时突破了产业链分散及经销模式两大壁垒。现在公司在北京为代表的一线市场和安徽、福建为代表的二三线市场均获得成功，相信公司未来外延扩张无遭遇天花板之虞。

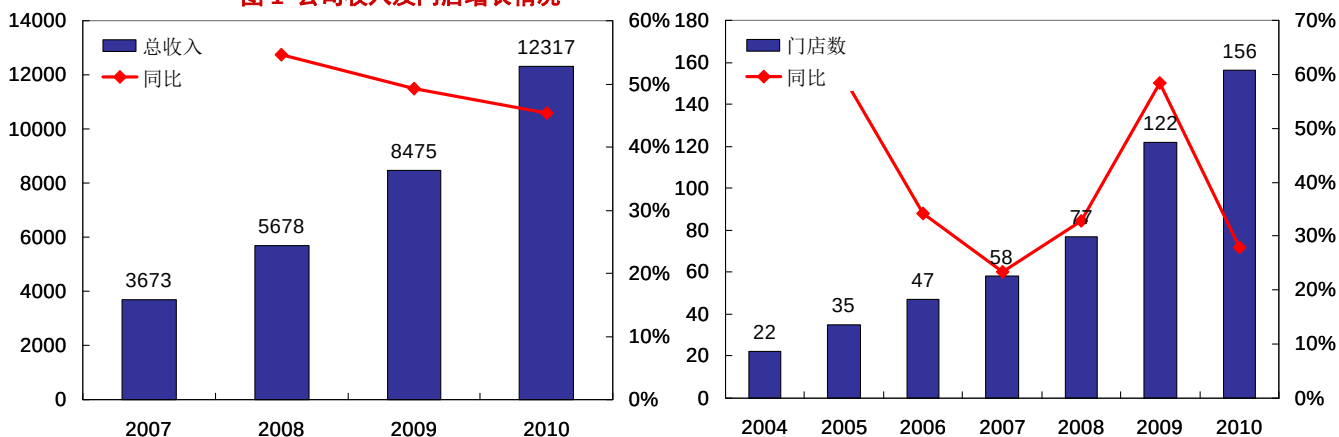
增长点，现有区域布局梯度完整，快速扩张之余也开始注重品类扩张以提升毛利率、大店策略带来收入双轮驱动，几点均有助于保持业绩稳定增长：成功突破区域之后，公司在以福建、重庆为核心的成熟区域、以安徽、北京为代表的次新区域和江苏、河北、贵州等新进区域形成了非常明显的梯度布局；其次，公司开始着重开设大型门店，带动单店销售的稳步增长，公司未来的收入增长将是店数和店效双轮驱动；此外，经年快速扩张之后，公司也开始着手扩张高毛利的服装等品类。所以我们的观点是，公司近可看快速扩张和店效提升，远可看品类扩张和毛利稳步提升，结合公司周转快、培育周期短的特点，预计可以保持整体业绩的稳定性。

业绩预测及投资建议：我们对公司 2011-2013 年的外延扩张速度分别预计为 50、45、40 家门店，同时考虑毛利率在规模效应体现及高毛利品类增加等经营因素作用下稳步有提升，预测所得公司 2011-2013 年收入分别为 171、226 和 285 亿元，逐年增速分别为 38.5%、32.4% 和 26.3%；EPS 分别为 0.68、0.98 和 1.35 元，分别同比增长 70.1%、44.2% 和 38.2%。目前公司 33 元左右的股价对应 2012 年业绩为行业中最高水平。但是考虑到其远远高于同行业超市企业的高成长性以及业绩的相对确定性，给予增持评级，对应 2012 业绩 36 倍估值，目标价 36 元。

公司概况

永辉超市成立于 2001 年，起步虽较国内多数区域龙头连锁企业为晚，但由于准确把握市场对于生鲜食品的质与量的需求，通过将生鲜产品直接从产地源头引入超市卖场，成功以生鲜超市的模式后来居上，同时得以成功跨越产业链限制和经销体系壁垒，以及规避外资超市的竞争。截止 2011 年 9 月底，公司在大陆市场合计拥有门店 180 家，已经成为国内最大、成长最快的超市企业之一。

图 1 公司收入及门店增长情况



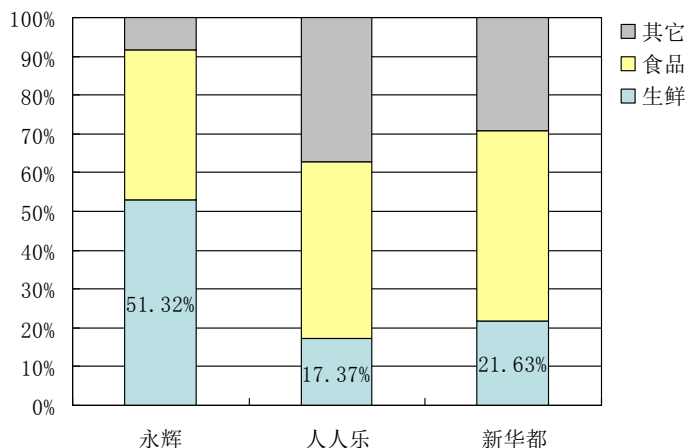
资料来源：公司公告、东方证券研究所

经营分析

生鲜为主的定位符合当下市场需求，推动市场份额快速上升

从消费者的角度来看，商品组合的差异是永辉与其它超市卖场的最大差别。永辉的生鲜销售占比达到 50% 左右，加上食品品类，占比超过 80%，远高于同行业企业水平。

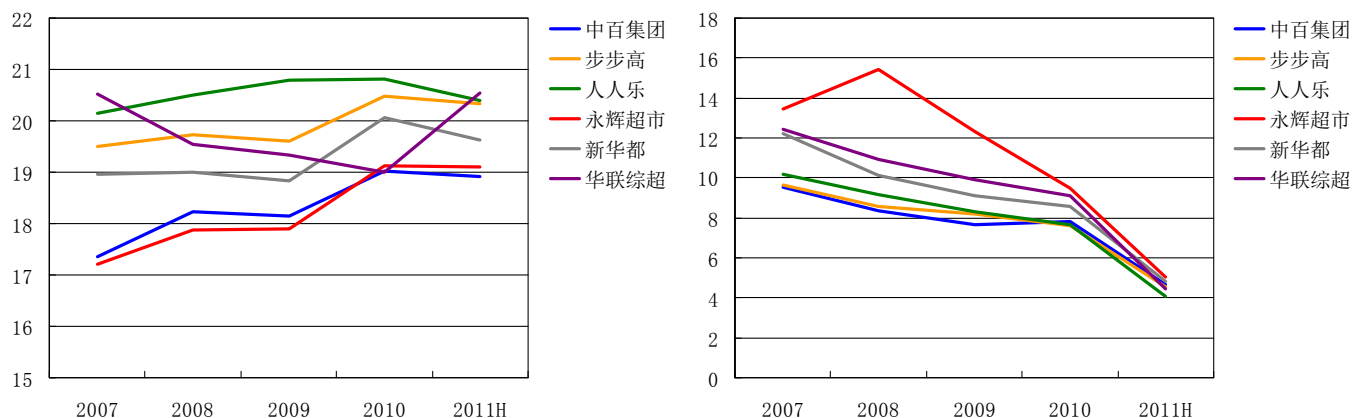
图 2 行业公司品类结构对比 2010 年报数据



资料来源：公司公告、东方证券研究所

由于生鲜及加工品占比较高，公司整体毛利率较同行业企业略低。就存货周转指标而言，公司为行业最好水平，显示了公司模式的独特及对商品的管理能力。

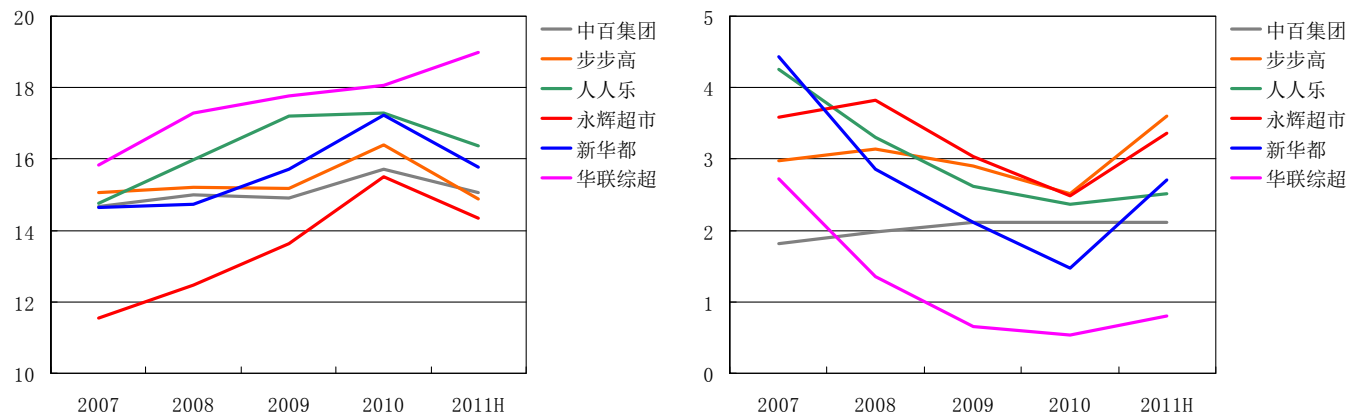
图 3 行业公司毛利率（左）及存货周转速度对比 % 次/年



资料来源：公司公告、东方证券研究所

得益于对期间费用率的有效控制，永辉超市的净利润率水平仍处于行业最高水平。我们预计未来随着公司购销规模的快速扩大，新进入区域的费用得到分摊，以及高毛利品类的占比稳步上升，公司未来净利润率水平仍有提升空间。

图 4 行业公司期间费用率（左）及净利润率对比 %



资料来源：公司公告、东方证券研究所

从品类结构上来看，我们认为永辉生鲜为主的策略是真正抓住了当下消费者的需求。

经过 1996 年以来的快速发展，国内主要零售业态已经基本发展成熟，品牌服装连锁、家电连锁、3C 连锁、大卖场等已经成为零售主流，满足着消费者衣、住、行诸方面的需求。

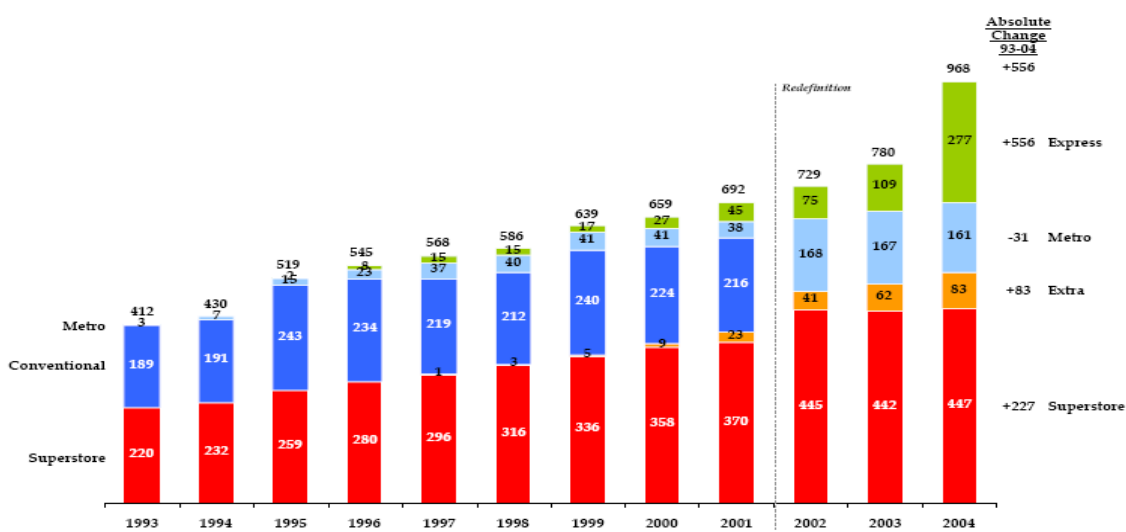
唯独生鲜及食品方面，在大卖场逐步将菜市场挤出市场之后，过于专注于满足一站式购物类的需求和规模的扩张，无论从产品新鲜度和品种上，还是地理位置上的购买便捷度上，均无法满足千家万户对于生

鲜食品最基本的每日购买、新鲜便宜的基本需求。可以说大卖场并没有彻底完成这一生鲜食品流通环节的革命，还需要有更专业的企业踢完这临门一脚。这个巨大的市场空隙，被永辉敏感地捕捉到。

事实上，像永辉这样定位于满足消费者社区化的食品需求的零售业态也是国外成熟市场近年发展的重点，或者说是一个以消费者需求为导向的必然趋势。

以 Tesco 为例，早期也是以大卖场和便利店为例，着眼于搭建网络骨架、满足一站式购物需求，推动购销规模和提升市场份额，后期逐渐引入 a. 重点布局于城市轨交站点的 Metro 门店，满足上班族上下班购买食品回家晚餐的需求；b. 重点布局于社区，满足社区居民日常购买食物的食品加强型超市 Extra。

图 5 与辉类似定位的业态也是近年成熟市场发展的重点业态



资料来源：公司公告、东方证券研究所

从近期我们与某外资超市高管的交流来看，他们也非常看好国内这一细分市场的发展空间，正在积极筹划以新品牌切入针对一二线市场上班族生鲜、食品、日化的社区化消费需求。

生鲜为主的商品组合能够与不断下沉的外资错位竞争

2008 年之前，外资超市的扩张主要集中在一二线城市，极少有门店扩张至三四线城市。但是 2008 年以后，外资超市在三四线市场的布局明显加快。而国内主流大卖场连锁的模式皆脱胎于家乐福、沃尔玛等，商品组合、门店布局、运营流程差异不大，且远未做到出蓝胜于蓝，因而面临越来越大的竞争压力和份额流失。

相反，永辉通过模式差异化，专注于传统大卖场模式下难以做深做透的生鲜品类，可以避免与下沉的外资超市在三四线市场直接竞争，甚至可以在外资占优的一线城市实现份额快速增长。

模式分析

生鲜为主的商品组合成功破题外延扩张天花板

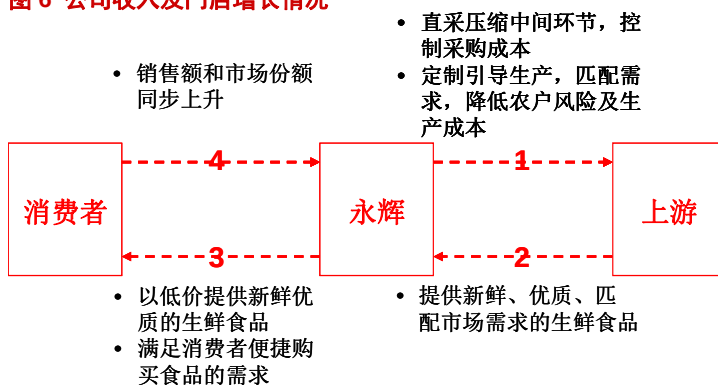
本土超市企业一直希望能够跨区域扩张，成长为中国的家乐福或沃尔玛。不少优秀企业作出尝试，但是成功不多。

我们认为，欧美超市企业能够在各自的国家成功跨越区域，其快速扩张阶段的外部环境与国内并不相同。

首先，国外在上世纪 70 年代后即已经出现大规模的农产化生产、快消品品牌也快速集中，上游制造端具备了大的产能来支持渠道的标准化复制和铺货，而国内至今难以见到上游的集中，尤其在食品、农产品、家用百货品类；其次，国外通常并无划地而治的经销商体制，而国内产业链层级众多，区域经销商始终还是终端渠道绕不开的一个坎；再次，外资的超市经营的出发点在需求和商品，即如何在满足消费者需求的商品上获取规模优势和价差，而国内多数企业现阶段更多关注的是货架和怎么收费。

永辉超市的突出之处即在于，绕开品类、产能、经销商这一系列限制了本土超市跨区域经营的要素，以本来就是当地采购、当地销售的生鲜食品、直接源头采购来破题以上局限。并且随着永辉销售体量的快速增长，公司已经进入一个渠道倒推上游走向规模化生产的正循环，公司可以投资、签约上游农副产品的生产企业，获取定制、优质、低价的产品；农户/生产企业也可以降低生产风险和资金压力，最后消费者获得新鲜高质的生鲜食品。

图 6 公司收入及门店增长情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

目前来看，永辉是国内不多的真正靠自然增长成功跨越区域瓶颈的超市企业，并且其成功经验覆盖了以北京为代表的一线市场和以安徽、福建为代表的二三线市场，相信公司未来外延扩张无遭遇天花板之虞。

增长点分析

储备门店资源充沛，快速扩张有保障

2011 年公司进入一个新的高速扩张期，到 9 月底，已经净增门店 24 家，其中贵州、江苏、河南、天津等区域市场为新进入。

图 7 公司门店扩张迅速

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H	2011Q3
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	88	90	92
重庆				1	3	4	9	18	41	53	60	62
北京									2	7	10	11
安徽										7	8	10
贵州										1	1	1
河南												1
江苏												2
天津												1
合计	3	9	15	22	35	47	58	77	122	156	169	180

资料来源：公司公告、东方证券研究所

此外，公司也已经在福建、安徽、江苏、重庆、北京、河南、辽宁、贵州等 9 个区域储备项目超过 40 个。

图 8 公司储备项目 1

开店项目	地址	开店时间	租赁期限	总面积 (m²)
海洲店	安徽省合肥市	2011. 7. 31	20年	7500
肥西水晶城店	安徽省合肥市	2011. 9. 28	约15年	12637
东太康路店	河南省郑州市	2011. 9. 30	8年	9400
陈家桥店	重庆市沙坪坝区	2011. 8. 31	15年	3900
石坪桥店	重庆市九龙坡区	2011. 9. 11	15年	6556
滨江新城店	江苏省南京市浦口区	2011. 8. 19	20年	12620
盐城宝龙店	江苏省盐城市	2011. 9. 23	20年	20939
鲤城广场店	福建省仙游县	2011. 7. 15	15年	12141
厦门金湖	福建省厦门市	2011. 9. 7	15年	6429
垡头店	北京市朝阳区	2011. 9. 23	15年	21362
双街店	天津市北辰区	2011. 9. 23	20年	13260

资料来源：公司公告、东方证券研究所

图9 公司储备项目 2

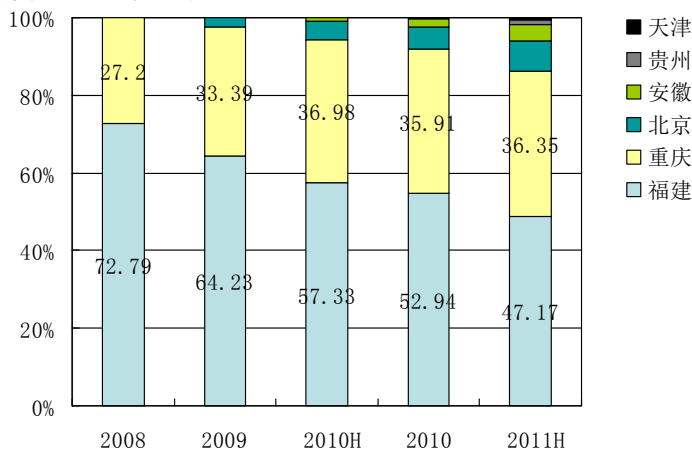
序号	签约项目	地址	签约时间	物业交付时间	租赁期限	总面积 (m²)
1	合肥通和易居	安徽省合肥市	2011.03	2013.12	20 年	6837
2	禹州禹王广场	河南省禹州市	2011.01	2011.06	20 年	17529
3	郑州升龙城	河南省郑州市	2011.03	2012.12	20 年	15000
4	洛阳升龙城	河南省洛阳市	2011.03	2012.09	20 年	15000
5	郑州升龙朱屯	河南省郑州市	2011.03	2013.03	20 年	15000
6	郑州升龙刘砦	河南省郑州市	2011.03	2013.08	20 年	15000
7	重庆建宇爱上	重庆市江津区	2011.01	2011.12	15 年	11000
8	重庆璧山	重庆市璧山县	2011.03	2012.10	20 年	7000
9	贵阳常立商城	贵州省贵阳市	2011.03	2011.06	15 年	9700
10	沈阳天润广场	辽宁省沈阳市	2011.03	2011.08	15 年	16200
11	建瓯黄华路	福建省建瓯市	2011.01	2015.01	20 年	15000
12	北京后沙峪	北京市顺义区	2011.01	2011.06	15 年	14600.25
13	天津金海岸商界	天津市塘沽区	2011.03	2011.09	15 年	14500
14	天津天润商业街	天津市塘沽区	2011.03	2011.09	15 年	13200
15	贵阳新世界花园	贵州省贵阳市	2011.03	2013.10	20 年	17000
16	郑州中苑名都	河南省郑州市	2011.04	2011.10	15 年	19649.29
17	郑州百盛购物广场	河南省郑州市	2011.05	2011.07	8 年	9400
18	沁阳玫瑰城	河南省沁阳市	2011.05	2012.05	20 年	10357
19	重庆中渝春华秋实	重庆市沙坪坝区	2011.04	2015.06	15 年	12000
20	重庆好莱坞	重庆市渝北区	2011.06	2012.06	17 年	9047
21	盐城华府景城	江苏省盐城市	2011.05	2013.05	15 年	7000
22	成都国色天乡	成都市温江区	2011.06	2012.11	20 年	9295
23	沈阳华府新天地	辽宁省沈阳市	2011.05	2012.02	20 年	15028
24	漳州明发商业广场	福建省漳州市	2011.05	2012.06	20 年	16617
25	厦门万科金域华府	厦门市集美区	2011.06	2013.10	20 年	8196
26	北京华业·东方玫瑰家园	北京市通州区	2011.04	2013.04	15 年	12260
27	北京翠成馨园	北京市朝阳区	2011.04	2011.04	15 年	21361.78
28	北京长楹天街	北京市朝阳区	2011.04	2013.06	15 年	13013
29	北京金泰金沟河	北京市海淀区	2011.06	2011.08	15 年	7661.21
30	北京中粮万科长阳半岛	北京市房山区	2011.06	2013.06	15 年	15000
31	天津双街	天津市北辰区	2011.05	2011.06	20 年	13260

资料来源：公司公告、东方证券研究所

以上储备项目合计面积约为 52.85 万平方米，面积增量约为 2010 年底公司总经营面积的 50%。2011 年公司在几个新区域试探性布点并建立配送中心之后，预计 2012 年开始后续的门店会很快展开，公司未来数年内门店规模可以扩张至 300 家以上。

现有区域布局梯度完整，有助于业绩稳定增长

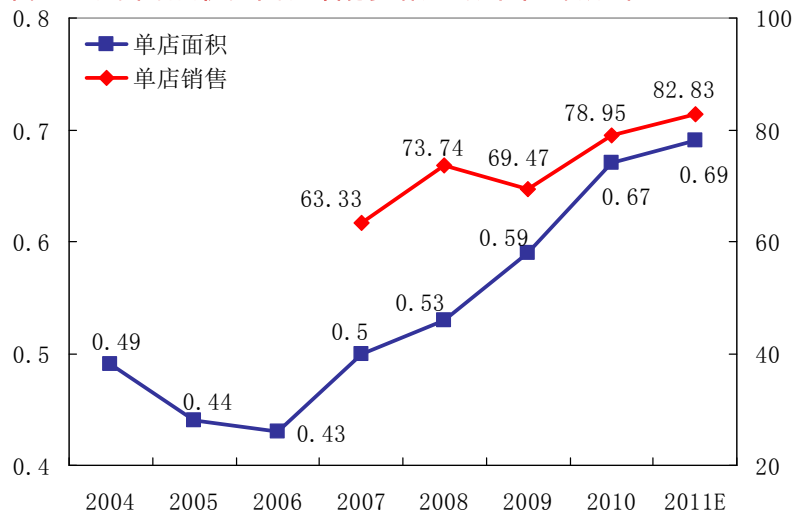
跨区域扩张的其它好处在于，更容易形成梯度式的业务分布，当局部区域快速扩张、或宏观产生变化的时候，不至于对整体业绩产生大的影响；其次，成熟地区的运营经验可以移植应用于新进入趋于；再次，提供较多职位提升机会，有利于管理团队的成长和稳定。

图 10 公司各区域收入占比 %


资料来源：公司公告、东方证券研究所

大店策略将对收入增长形成双轮驱动

2010 年以来公司扩张的重点逐步向大店转移，直接表现在公司单店面积和单店销售的稳步增长。公司在几个主要成熟区域的品牌形象和集客能力已经初步树立，未来随着公司新增门店的平均面积加大，可以不断加入新的品类，直接带动单店销售稳步上升，因此未来公司的收入增长将是双轮驱动，面积扩张及店效上升。

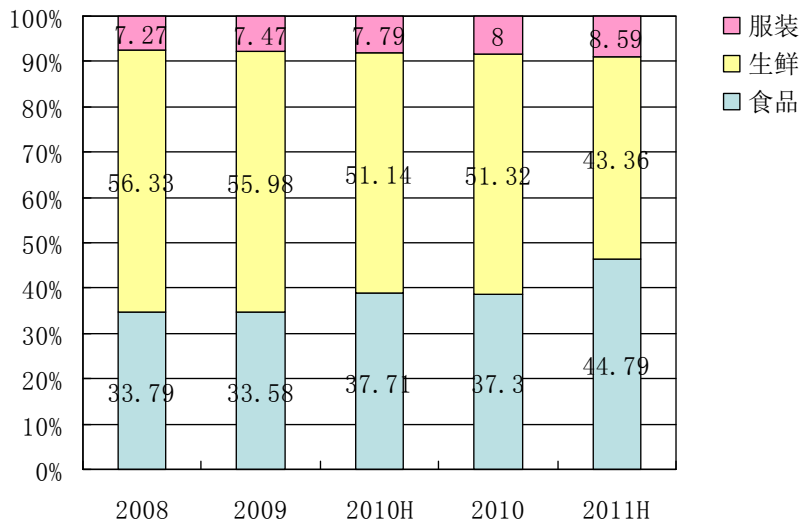
图 11 公司单店面积和单店销售稳步增长 万平米 百万/年


资料来源：公司公告、东方证券研究所

品类扩张将推动毛利率逐步提升

随着门店面积的扩充，公司也在逐步提升较高毛利的包装食品及服装品类的销售。

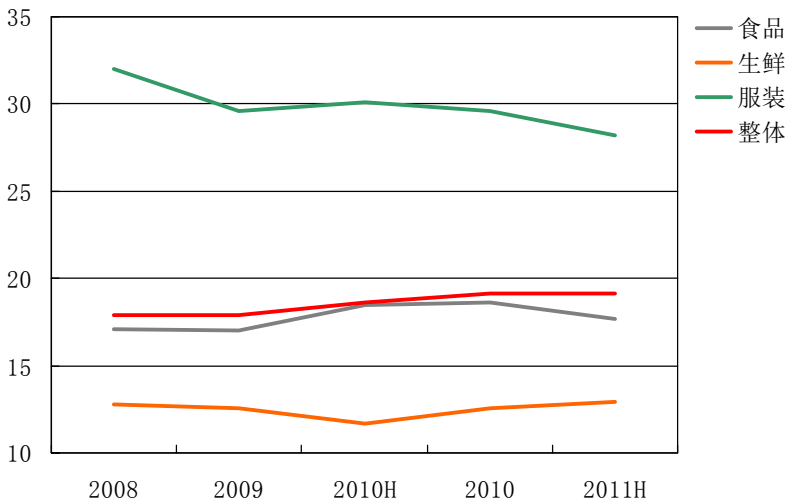
图 12 服装品类销售稳步提升 %



资料来源：公司公告、东方证券研究所

目前公司服装品类占比虽然仍然在 10%以下，但毛利率达到 28%左右，为生鲜品类的 2 倍以上；包装食品品类的毛利率也在 18%左右。两大品类的占比上升，有利于未来公司整体毛利率的稳步提升。

图 13 整体毛利率稳步提升 %



资料来源：公司公告、东方证券研究所

预测及风险

业绩预测及投资建议：我们对公司 2011-2013 年的外延扩张速度分别预计为 50、45、40 家门店，同时考虑毛利率在规模效应体现及高毛利品类增加等经营因素作用下稳步有提升，预测所得公司 2011-2013 年收入分别为 171、226 和 285 亿元，逐年增速分别为 38.5%、32.4%和 26.3%；预测 EPS 分别为 0.68、0.98 和 1.35 元，分别同比增长 70.1%、44.2%和 38.2%。目前公司 33 元左右的股价对应 2012 年业绩为行业最高水平。但考虑到其高成长的相对确定性，给予 12 年 36 倍 PE，对应目标价 36 元，首次给予公司增持评级。

风险：

- ✓ 门店扩张速度及新店培育速度低于预期的风险：公司过去两年持续快速扩张，虽然目前储备项目充足，但是仍然存在管理能力不能匹配扩张速度的风险。以及未来扩张多在全新区域，区域购销规模较小的情况下，存在门店培育周期较长的风险。
- ✓ 食品安全风险：永辉商品结构中生鲜+食品占比超过 90%，在食品安全事件频发的当下，存在一定因产品品质问题影响销售和份额的经营性风险。
- ✓ 租金快速上升的风险：公司快速扩张过程中伴随着经营面积的上升，同样面临着租金快速上升的风险，可能会对整体盈利能力产生影响。

附表：财务报表预测与比率分析
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4677	6275	8294	10460
现金	2639	3413	4520	5708
应收账款	48	92	122	154
其它应收款	220	329	434	549
预付账款	399	512	678	856
存货	1351	1919	2528	3178
其他	20	11	13	15
非流动资产	1934	2909	3960	4963
长期投资	0	0	0	0
固定资产	771	1614	2509	3382
无形资产	239	312	410	491
其他	924	982	1042	1090
资产总计	6611	9183	12254	15423
流动负债	2568	4647	6918	9001
短期借款	895	2204	3750	5090
应付账款	1148	1706	2260	2854
其他	524	737	909	1057
非流动负债	225	275	325	375
长期借款	150	200	250	300
其他	75	75	75	75
负债合计	2793	4923	7244	9376
少数股东权益	4	4	4	4
股本	768	768	768	768
资本公积	2435	2435	2435	2435
留存收益	611	1054	1804	2840
归属母公司股东权益	3814	4257	5007	6043
负债和股东权益	6611	9183	12254	15423

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	683	641	870	1283
净利润	305	520	750	1037
折旧摊销	222	187	273	356
财务费用	70	58	98	155
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	89	-128	-258	-273
其它	-4	5	6	7
投资活动现金流	-942	-1091	-1261	-1329
资本支出	930	893	1000	1051
长期投资	0	0	0	0
其他	-12	-199	-261	-278
筹资活动现金流	2530	1224	1498	1234
短期借款	-97	1309	1546	1340
长期借款	65	50	50	50
普通股增加	110	0	0	0
资本公积增加	2409	0	0	0
其他	43	-135	-98	-155
现金净增加额	2271	774	1107	1188

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12317	17063	22598	28539
营业成本	9962	13734	18095	22748
营业税金及附加	47	64	84	107
营业费用	1558	2167	2861	3596
管理费用	282	358	475	571
财务费用	70	58	98	155
资产减值损失	6	7	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	392	675	977	1354
营业外收入	19	30	38	47
营业外支出	11	21	28	37
利润总额	399	684	987	1364
所得税	94	164	237	327
净利润	305	520	750	1037
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	306	520	750	1037
EBITDA	684	920	1348	1865
EPS (元)	0.40	0.68	0.98	1.35

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	45.3%	38.5%	32.4%	26.3%
营业利润	19.4%	72.4%	44.6%	38.6%
归属于母公司净利润	20.2%	70.1%	44.2%	38.2%
获利能力				
毛利率	19.1%	19.5%	19.9%	20.3%
净利率	2.5%	3.0%	3.3%	3.6%
ROE	8.0%	12.2%	15.0%	17.2%
ROIC	15.9%	18.3%	20.3%	23.0%
偿债能力				
资产负债率	42.3%	53.6%	59.1%	60.8%
净负债比率	37.41%	48.83%	55.22%	57.48%
流动比率	1.82	1.35	1.20	1.16
速动比率	1.29	0.94	0.83	0.81
营运能力				
总资产周转率	2.52	2.16	2.11	2.06
应收账款周转率	204	219	190	186
应付账款周转率	11.17	9.62	9.12	8.90
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.68	0.98	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.84	1.13	1.67
每股净资产(最新摊薄)	4.97	5.54	6.52	7.87
估值比率				
P/E	67.96	39.94	27.69	20.03
P/B	5.44	4.88	4.15	3.44
EV/EBITDA	28	21	14	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn