

方正证券研究所证券研究报告

红星美凯龙(01528.HK)

公司研究

轻工制造行业

公司深度报告

2017.08.28/强烈推荐(首次)

分析师 徐林锋
 执业证书编号: S1220517080003
 TEL: 010-68584845
 E-mail: xulinfeng@foundersec.com

联系人: 朱悦

TEL:
 E-mail: zhuyue0@foundersec.com

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资要点:

家居需求空间广阔，连锁市场龙头显著受益。我国家居零售市场 2016 年规模约 2.6 万亿元，预计未来仍将保持 10% 左右增速。同时线下体验式消费仍是首选，而连锁零售模式凭借运作成熟、一站式购买、资源整合能力突出等优势，占据主流家居消费渠道，预计连锁家居市场（特别是龙头）的份额将持续提升。

红星美凯龙是国内家居连锁商场的绝对龙头，综合优势突出：1) 商业模式由自营+委管业务双轮驱动，业绩稳步提升且确定性较强：自营商场议价能力强（同店增速在 5%-8%，出租率 97% 左右）并稳步扩张，保障业绩稳健增长；委管商场业务（轻资产模式）储备项目丰富，将显著受益三四线地产持续回暖与家居板块上市潮，从而带来业绩向上弹性；**2) 安全边际较高，估值中枢有望上移：**预计 2017 年 P/E 9.28 倍（按核心净利润计算），远低于同类型公司；P/B 约 0.58 倍（2016 年自有物业总资产价值为 771 亿元）；股息收益率超过 5%。同时公司目前正在推进 A 股上市（A+H 股方式），将有助于 H 股估值中枢上移。

未来成长后劲十足：1) 项目储备丰富，线下门店对外扩张有望加速；2) 加速家居产业链布局，分享行业成长红利，其中公司目前持有欧派家居 4.5% 股权，市值约 21 亿元（持股成本仅 1.5 亿元）；3) 其他：包括发起类 REITS 计划促进家居市场证券化，搭建全方位物流平台，推广国际自有化品牌吸引消费者，在新疆推出“一店一城”项目打造跨境电商交易平台等。

盈利预测与评级：我们预计公司 2017/2018/2019 年核心净利润为 27.86/30.16/32.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.77/0.83/0.90 元，按当前股价对应 PE 分别为 9.28X/8.57X/7.96X。**红星美凯龙行业地位突出且估值安全边际高，当前基本面正发生积极变化，有望迎来戴维斯双击。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**

风险提示：地产持续低迷，家居行业景气度急剧下降。

盈利预测：

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	9282.39	10253.51	11176.01	12082.64
(+/-) (%)	6.01	10.46	9.00	8.11
核心净利润	2554.75	2785.69	3015.53	3245.61
(+/-) (%)	0.08	9.04	8.25	7.63
EPS(元)	0.70	0.77	0.83	0.90
P/E	10.12	9.28	8.57	7.96

数据来源: wind, 方正证券研究所。 注: 按港币最新汇率换算

目录

1	核心投资逻辑与公司速览	5
1.1	核心投资逻辑	5
1.2	公司概况速览	5
2	行业：家居需求空间广阔，连锁零售商方兴未艾	9
2.1	多因素共同驱动家居需求持续释放	9
2.2	线下体验仍是首选，连锁零售商占据优势	11
2.2.1	体验式消费趋于常态，线下一站式购买仍属首选	11
2.2.2	家居产业链中零售渠道是关键	12
2.2.3	连锁零售模式优势突出，未来发展空间广阔	13
2.3	消费习惯差异明显，国外品牌水土不服	13
3	红星美凯龙：国内家居连锁零售商场龙头持续发力	15
3.1	依托核心竞争力，成就家居零售龙头	15
3.1.1	渠道优势领先，品牌议价能力突出	15
3.1.2	立足“1001 战略”，线上线下相互赋能	17
3.1.3	提供全方位的服务内容，增强客户粘性	18
3.2	商业模式：自营+委管双轮驱动，助力业绩释放	19
3.2.1	自营业务发展稳健，自有物业价值丰富提供高进入壁垒	20
3.2.2	委管业务门店扩张加速，业绩弹性较大	24
4	未来：项目储备丰富，多元布局助力长远发展	27
4.1	公司项目储备丰富，线下门店扩张有望加速	27
4.2	多元化布局，助力公司业绩增长	27
5	盈利预测与投资建议	29

图表目录

图表 1:	红星美凯龙核心投资逻辑	5
图表 2:	红星美凯龙收入	6
图表 3:	红星美凯龙核心净利润	6
图表 4:	红星美凯龙门店数量领先 (2016 年)	6
图表 5:	红星美凯龙收入结构 (2016 年)	6
图表 6:	净资本负债率水平合理	7
图表 7:	持续稳定的高派息政策, 派息率达 60%	7
图表 8:	公司经营性净现金流保持在高位	7
图表 9:	红星美凯龙股权结构分布	7
图表 10:	自营商场主要经营性指标	8
图表 11:	委管商场主要经营性指标	8
图表 12:	国内家居零售商场规模变动趋势	9
图表 13:	国内人均家居消费具有较大提升空间	9
图表 14:	我国人均 GDP2015 年超 8000 美元	9
图表 15:	新房景气度回升, 06 年存量房迎翻新潮	10
图表 16:	存量房翻新量占比逐年提升	10
图表 17:	1985-1995 年出生人口进入结婚高峰期	10
图表 18:	2000-2016 我国城镇化率逐年缓慢上升	11
图表 19:	家居市场结构 (2015 年数据)	11
图表 20:	家居消费线下门店仍是首选	12
图表 21:	红星美凯龙品类全、展示空间充足	12
图表 22:	国内家居装饰行业产业链具体构成	13
图表 23:	连锁家居商场渗透率存在向上空间	13
图表 24:	A 股家居企业迎来上市潮	13
图表 25:	国外品牌水土不服	14
图表 26:	国外品牌相继退出中国市场	14
图表 27:	公司发展历程	15
图表 28:	红星美凯龙门店销售的部分国际和国内品牌	15
图表 29:	商户高度依赖红星美凯龙	16
图表 30:	出租率保持在高位	16
图表 31:	主要连锁家居零售门店数量 (2016 年)	16
图表 32:	国内家居零售龙头, 门店遍布全国	16
图表 33:	公司是消费者最熟知的家居零售品牌	17
图表 34:	凯撒至尊引领高端家居新理念	17
图表 35:	打造 O2O 平台, 立体化营销, 线上线下相互赋能	18
图表 36:	卖场提供精致的设计和装修	19
图表 37:	打造会员社文化营销	19
图表 38:	自营+委管双轮驱动模式	20
图表 39:	各个地区自营商场个数 (家, 2016)	20
图表 40:	各个地区自营商场面积 (万 m ² , 2016)	20
图表 41:	自营业务收入稳定增长	21
图表 42:	自营业务经营利润稳定增长	21
图表 43:	成熟门店同店增长稳定	21
图表 44:	出租率保持高位	22
图表 45:	自营商场类别 (2015 年)	22

图表 46:	自营业务毛利率保持在 70% 以上	22
图表 47:	自营商场信息一览表 (截止 2015 年底)	23
图表 48:	委管业务模式收入组成	24
图表 47:	委管商场数量迅速增加	24
图表 48:	委管商场在各城市数量 (2015 年)	25
图表 49:	委管商场各城市经营面积 (万 m ² ,2015)	25
图表 50:	委管业务业绩略有下滑	25
图表 51:	三四线房地产持续回暖	26
图表 52:	委管业务出租率企稳回升	26
图表 53:	公司项目储备丰富, 或加速推进未来开店计划.....	27
图表 54:	公司加快产业链布局, 分享家居行业成长红利.....	27
图表 56:	分产品收入成本预测	29
图表 57:	分部加总估值表	29
图表 58:	可比公司估值表	30

1 核心投资逻辑与公司速览

1.1 核心投资逻辑

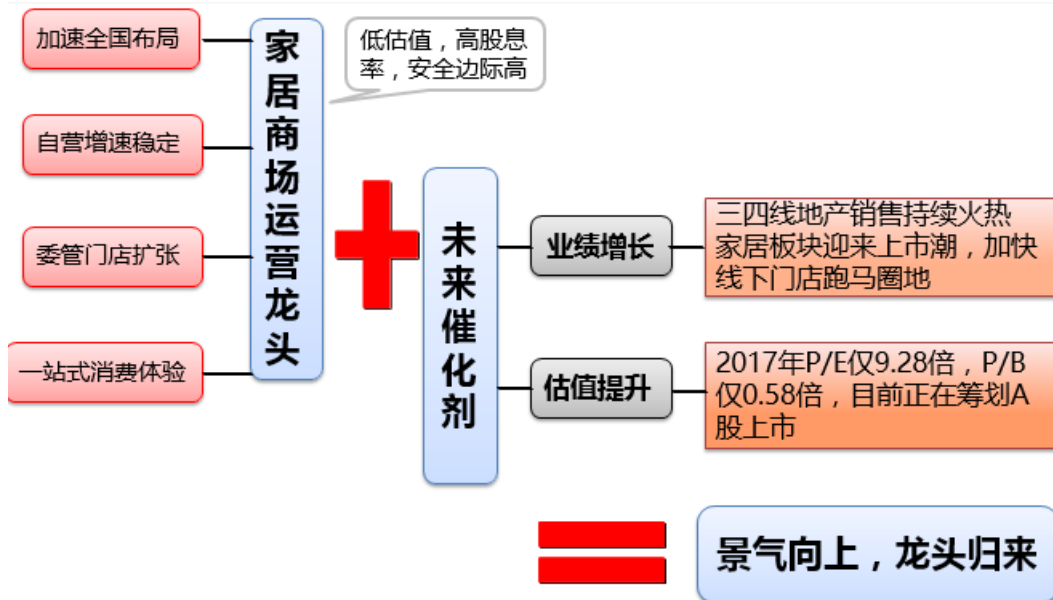
红星美凯龙是国内家居商场运营的绝对龙头，商业模式由自营+委管双轮驱动，具体看，1) 自营业务议价能力强，体现为：一方面同店持续保持较快增长（增速在 5%-8%），另一方面出租率维持高位，2014/15/16 年出租率分别为 96%/94%/97%，自营业务较强的议价能力保障公司业绩稳健增长；2) 委管业务提供业绩向上弹性：因委管服务内容简化，2016 年业绩略有下滑（同比下降 12.8%）。但出租率持续上升（2016 年为 96.2%），委管业务后期扩张有望加速（已经签约合同超过 542 家），带来较大的业绩提升空间。

未来股价上升的催化剂：业绩稳健增长+估值中枢上移。

1) 业绩加速增长可期。家居行业整体景气度较高，同时受益品牌家居公司上市潮以及三四线地产走强等因素，公司线下门店扩张有望加速，从而带来业绩增长提速（特别是轻资产委管业务）。

2) 估值安全边际高，中枢有望上移。公司当前安全边际高，预计 2017 年 P/E 仅 9.28 倍（按核心利润计算），远低于同类型公司（专业连锁市场估值普遍在 15 倍以上）；P/B 仅 0.58 倍，股息收益率超过 5%。同时公司目前正在筹划 A 股上市，有助于估值提升。

图表1： 红星美凯龙核心投资逻辑



资料来源：方正证券研究所

1.2 公司概况速览

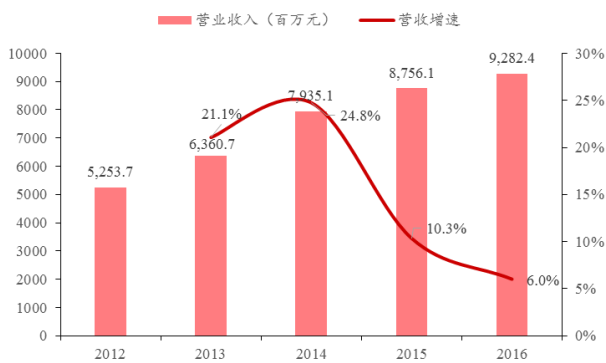
红星美凯龙目前是国内经营面积最大（1,269 万平方米）、商场数量最多（200 家）以及市场份额最高（占连锁家居市场份额 11.8%）的家居零售商，运营模式主要包括自营商场（收入占比 63.2%）和委管商场两种（收入占比 29.5%）。

历史业绩稳健：2016年营业收入92.8亿元，同比增长6.01%，归属于母公司股东的核心利润25.5亿元，同比增长0.08%。历年业绩增长稳健，2012-2016年营业收入和核心利润的复合增速分别为15.3%、18.5%。其中，2016年自营商场业务贡献收入58.7亿元，同比增长11.6%，委管商场业务贡献收入27.4亿元，同比下降12.8%（受委管商场服务精简的影响）。

现金流充足：2016年经营性净现金流39亿元，货币资金60亿元，净资本负债率为33.2%；股息收益率超过5%，现金流充足。派息率（占核心利润）高达60%。公司现金流良好，不排除未来派息力度进一步加大。

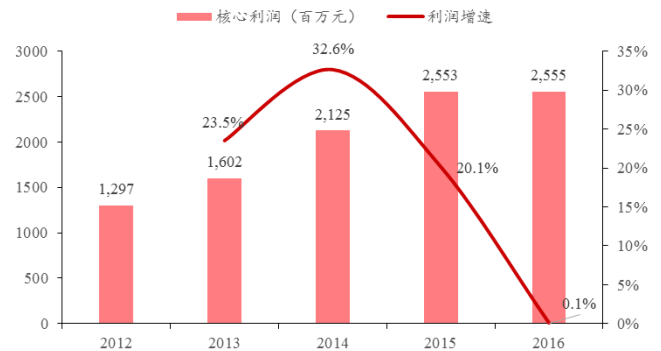
自有物业价值丰富：据仲量联行统计，2016年公司自营商场总资产价值为770.9亿元（按国际准则评估，下同），其中已竣工物业价值717.2亿元。基于分部加总估值法，我们估算2017年公司的公允价值约为442.1亿元（详见“盈利预测”部分）。另外公司已于今年5月向独立第三方信托基金出售两间购物商场（类似REITS），回收26.5亿元现金。

图表2： 红星美凯龙收入



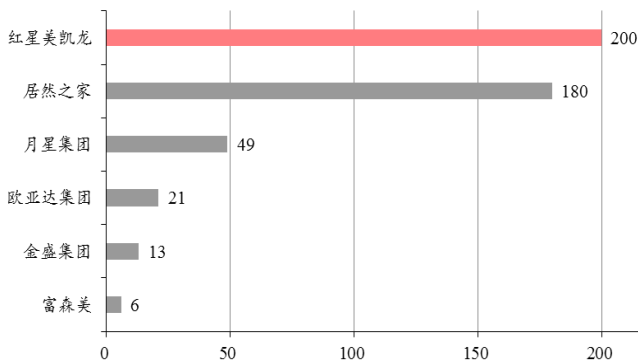
资料来源：招股说明书，公司年报，方正证券研究所

图表3： 红星美凯龙核心净利润



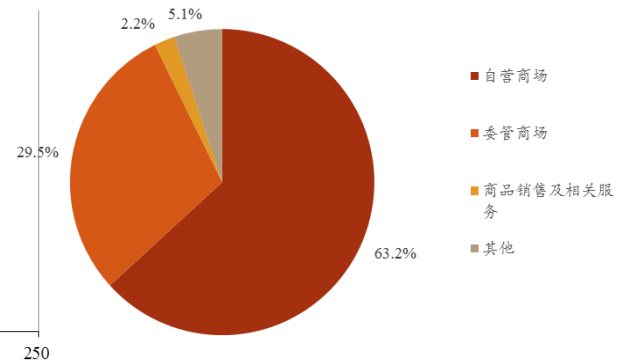
资料来源：招股说明书，公司年报，方正证券研究所

图表4： 红星美凯龙门店数量领先（2016年）



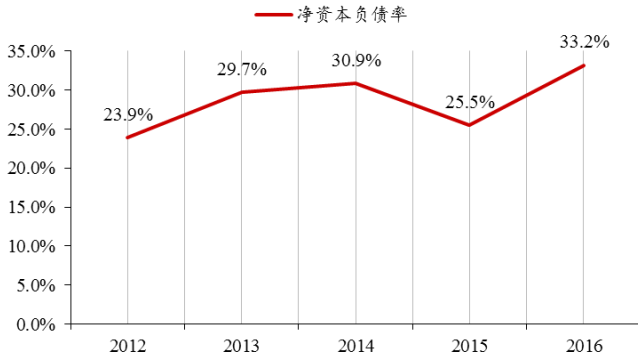
资料来源：招股说明书，公司年报，方正证券研究所

图表5： 红星美凯龙收入结构（2016年）



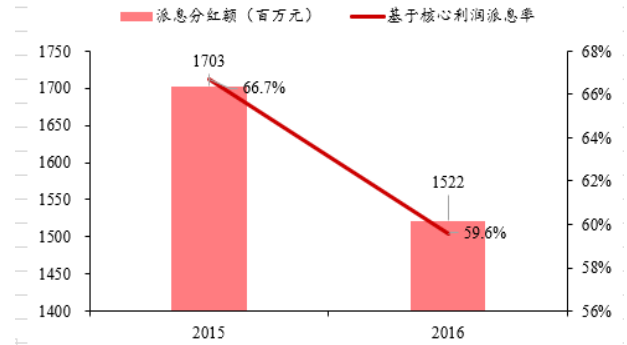
资料来源：招股说明书，公司年报，方正证券研究所

图表6: 净资本负债率水平合理



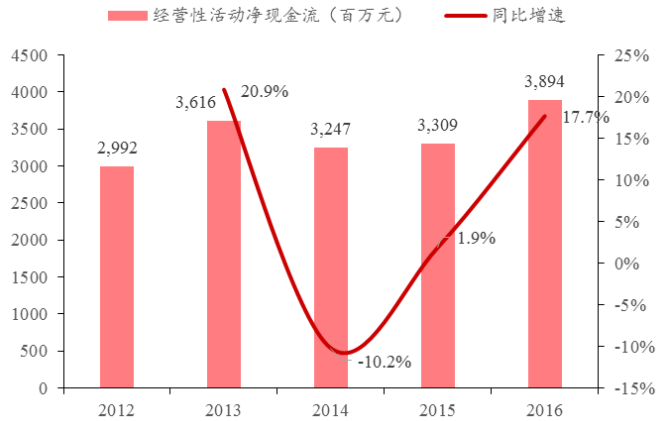
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 方正证券研究所

图表7: 持续稳定的高派息政策, 派息率达 60%



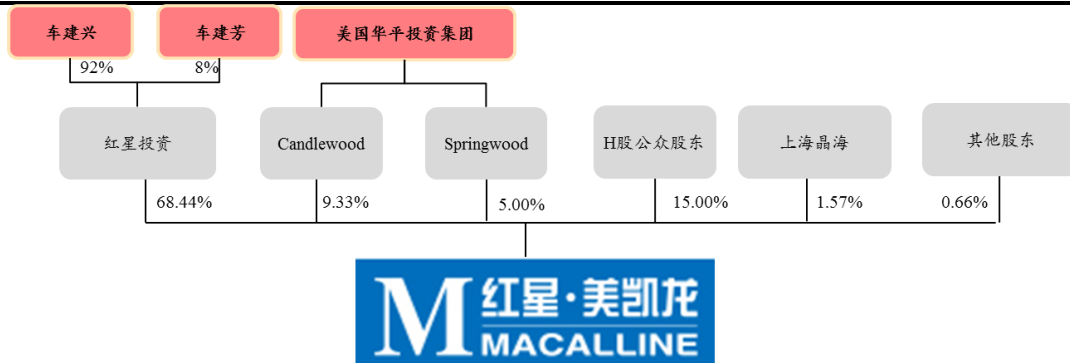
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 方正证券研究所

图表8: 公司经营性净现金流保持在高位



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 方正证券研究所

图表9: 红星美凯龙股权结构分布



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 方正证券研究所

图表10： 自营商场主要经营性指标

自营商场经营性指标	2013	2014	2015	2016
门店数(家)	44	52	55	66
面积(万平方米)	358	403	439	508
单店营业面积(万平方米)	8.1	7.8	8.0	7.7
同店增长(%)	4.7%	8.4%	6.0%	5.2%
出租率(%)	97.0%	96.0%	94.0%	96.7%
自营业务收入(百万元)	4,119	4,884	5,260	5,871
自营业务收入增速(%)	7.0%	18.6%	7.7%	11.6%
毛利率(%)	66.0%	62.2%	76.7%	76.1%

资料来源：招股说明书，公司年报，方正证券研究所

图表11： 委管商场主要经营性指标

委管商场经营性指标	2013	2014	2015	2016
门店数(家)	85	106	122	134
面积(万平方米)	586	672	727	761
单店营业面积(万平方米)	6.9	6.3	6.0	5.7
出租率(%)	90.0%	96.0%	92.7%	96.2%
委管业务收入(百万元)	2,115	2,786	3,142	2,741
委管业务收入增速(%)	51.1%	31.8%	12.8%	-12.8%
毛利率(%)	74.7%	75.8%	73.8%	65.7%

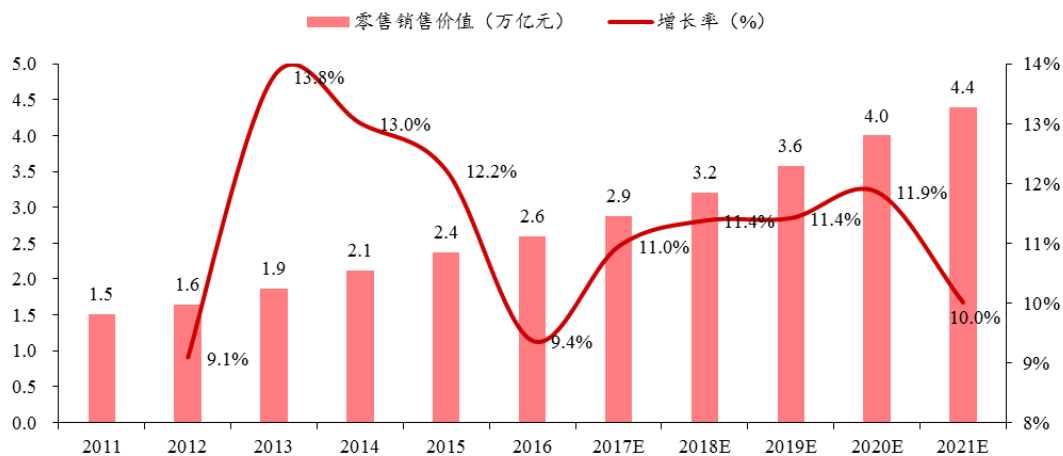
资料来源：招股说明书，公司年报，方正证券研究所

2 行业：家居需求空间广阔，连锁零售商方兴未艾

2.1 多因素共同驱动家居需求持续释放

我国家居市场需求空间广阔：2010-2016 年国内家居零售市场规模由 1.3 万亿元增长至 2.6 万亿元，年复合增速达到 12.91%。受益于消费升级、结婚潮到来、二胎政策放开和城镇化率的提高，未来家居市场具有较大提升潜力。根据 Frost & Sullivan 预计，未来五年家居零售行业的增长速度将保持稳定，2021 年市场规模将有望达到 4.4 万亿元，2017-2021 年复合增速为 11.12%。

图表12：国内家居零售商场规模变动趋势

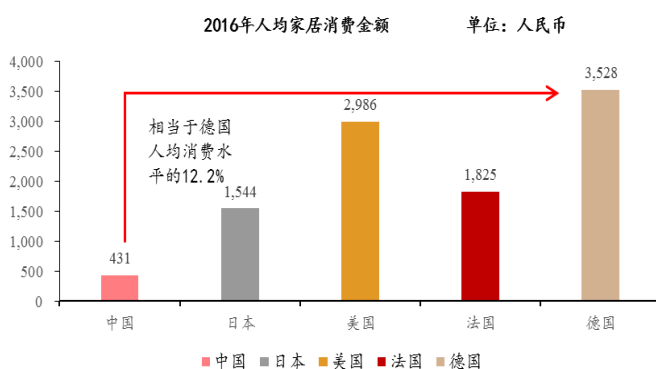


资料来源：Frost & Sullivan, 方正证券研究所

多重因素共同驱动国内家居行业持续高景气度。

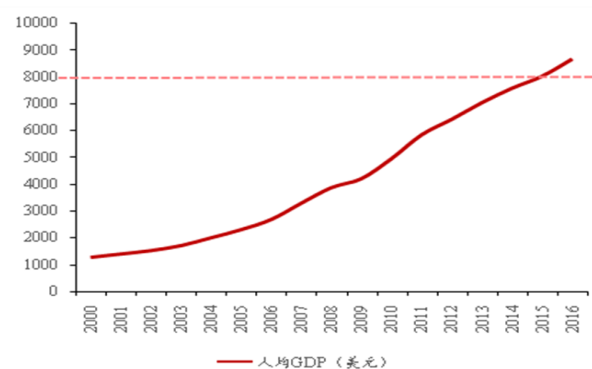
因素之一，消费升级是驱动家居行业高速发展的根本因素。据 Euromonitor 测算，当前国内人均家居消费仅 431 元，和发达国家（德国 3528 元，美国 2986 元）相比差距明显，具有较大提升空间。随着我国人均 GDP 在 2015 年突破 8000 美元（国际标准人均 GDP 达 8000 美元时一国进入经济发达阶段），消费升级趋势明显，逐渐从基础型消费转向高层次消费，消费者选购家具时更倾向高品质的品牌产品，从而刺激在品牌、产品、渠道和信息技术有优势的家居企业快速成长。

图表13：国内人均家居消费具有较大提升空间



资料来源：Euromonitor, 方正证券研究所

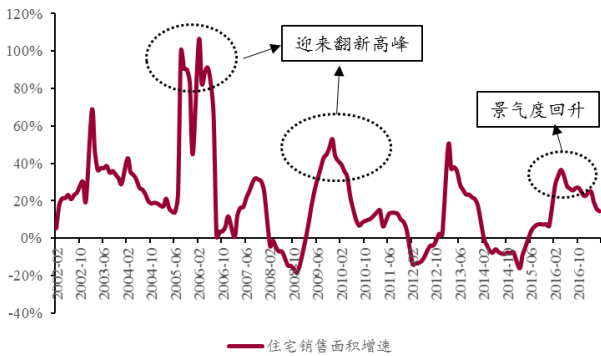
图表14：我国人均 GDP 2015 年超 8000 美元



资料来源：Wind, 方正证券研究所

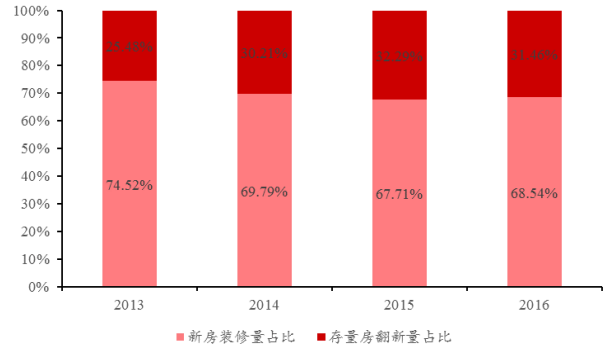
因素之二，地产景气度较高是家居行业持续快速发展的催化剂。由国家统计局发布的数据显示，2016 年城镇居民住宅面积为 290 亿平方米，住宅销售面积约为 13.8 亿平方米且成交量同比增长 34.8%。家居行业作为地产后周期行业（滞后期一般为 6-12 月），直接受益 2016 年地产的快速升温。另外，住房二次翻修周期一般在 10 年左右，2006 年、2009 年前后是我国住房销售高峰期，近年将迎来存量房翻新高峰，存量房翻新量占比逐年提升，也将刺激家居行业进一步增长。

图表 15：新房景气度回升，06 年存量房迎翻新潮



资料来源：Wind，方正证券研究所

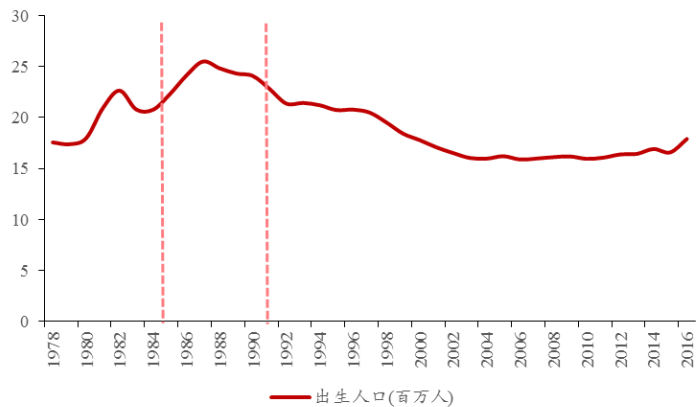
图表 16：存量房翻新量占比逐年提升



资料来源：住建部，Wind，方正证券研究所

因素之三，结婚潮和二胎政策放开带来的家居改善性需求助力行业增长。随着 1985-1995 年出生人口（平均每年近 2,000 万人）进入结婚高峰期以及二胎政策的全面放开，人们对住房和家居的改善性需求提升，也带动家居行业的持续增长。

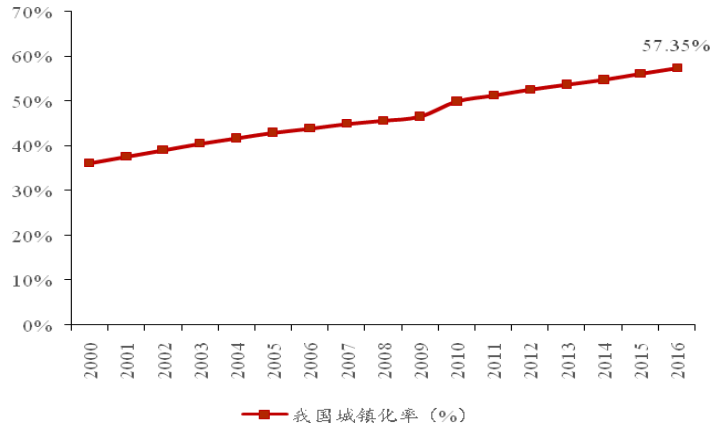
图表 17：1985-1995 年出生人口进入结婚高峰期



资料来源：wind，方正证券研究所

因素之四，城镇化率的稳健提高为家居行业的增长提供源源不断的动力。2016 年我国城镇化率为 57.35%，较去年同比增长 1.25pct，但与世界发达国家（英美国家普遍超过 80%）相比，仍有较大提升潜力。城镇化率的持续提高带来住房需求增长，从而促进家居行业增长。

图表18： 2000-2016 我国城镇化率逐年缓慢上升

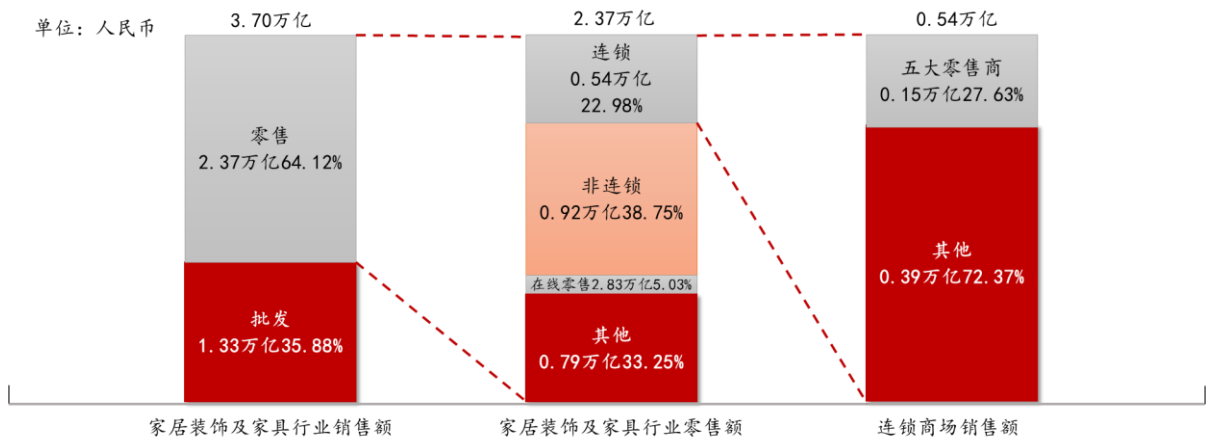


资料来源：国家统计局，方正证券研究所

2.2 线下体验仍是首选，连锁零售商占据优势

按销售模式分类，家居行业分为零售和批发两类。其中零售可按渠道分为四类，包括连锁家居商场、非连锁家居商场、在线零售和其他渠道（品牌专卖店、百货等）。2015年，国内连锁家居市场规模达到5,457亿元。根据Frost & Sullivan预计，2020年连锁家居商场零售额将达到8,854亿元，对应未来五年的复合年增长率为10.2%。同时，线下大型门店仍属消费者首选，而连锁零售运作模式成熟、资源整合能力突出、品牌输出能力强，依然是主流家居消费渠道，我们看好连锁零售细分龙头长期发展前景。

图表19： 家居市场结构（2015年数据）



资料来源：Frost & Sullivan，公司A股招股说明书，方正证券研究所

2.2.1 体验式消费趋于常态，线下一站式购买仍属首选

根据Frost & Sullivan统计，2015年国内家居行业零售渠道的互联网渗透率仅为5.03%。在线销售仍以小型家居装饰品为主，高端定制以及大额标准化产品的主要渠道依然在线下。我们认为线下大型门店具有以下几点优势：

其一，家居商品消费频率低，客单价较高，消费者风险偏好趋于研究源于数据 11 研究创造价值

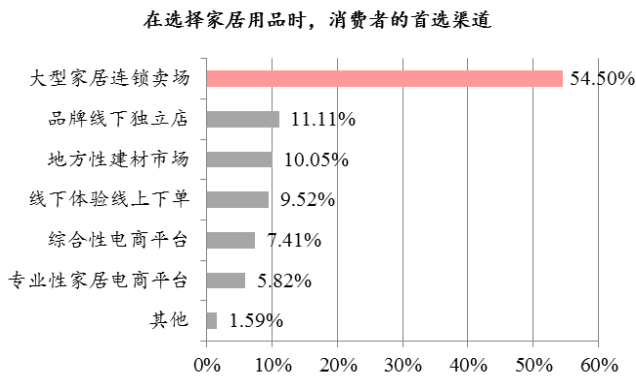
谨慎，倾向于线下消费。家居商品消费频率一般为 8-10 年，平均客单价 2.6 万元，因此，消费者愿意付出时间成本，进店挑选合适的产品。根据家居消费力调查，54.5% 消费者选择家居用品时的首选渠道是大型家居连锁商场。

其二，大型门店提供样板设计展示空间，消费者拥有更直观的体验。虽然线上电商也会展示各种样板设计图片，但线下实景体验式的家居零售展位给与消费者更直观的视觉冲击，大型门店具有充足的展示空间，红星美凯龙平均每个门店面积为 5.7 万平方米，充分满足消费者需求。

其三，大型门店构建一站式购物场景，消费者省事省力省心。大型门店品类齐全，品牌多样，既提高消费者货比三家的效率，也方便消费者一站式购齐所有商品。

因此，品类齐全、样板展示空间充足的大型一站式综合卖场能提供更好的用户体验，仍是消费者家居消费首选。

图表20： 家居消费线下门店仍是首选



资料来源：家居消费力调查，方正证券研究所

图表21： 红星美凯龙品类全、展示空间充足

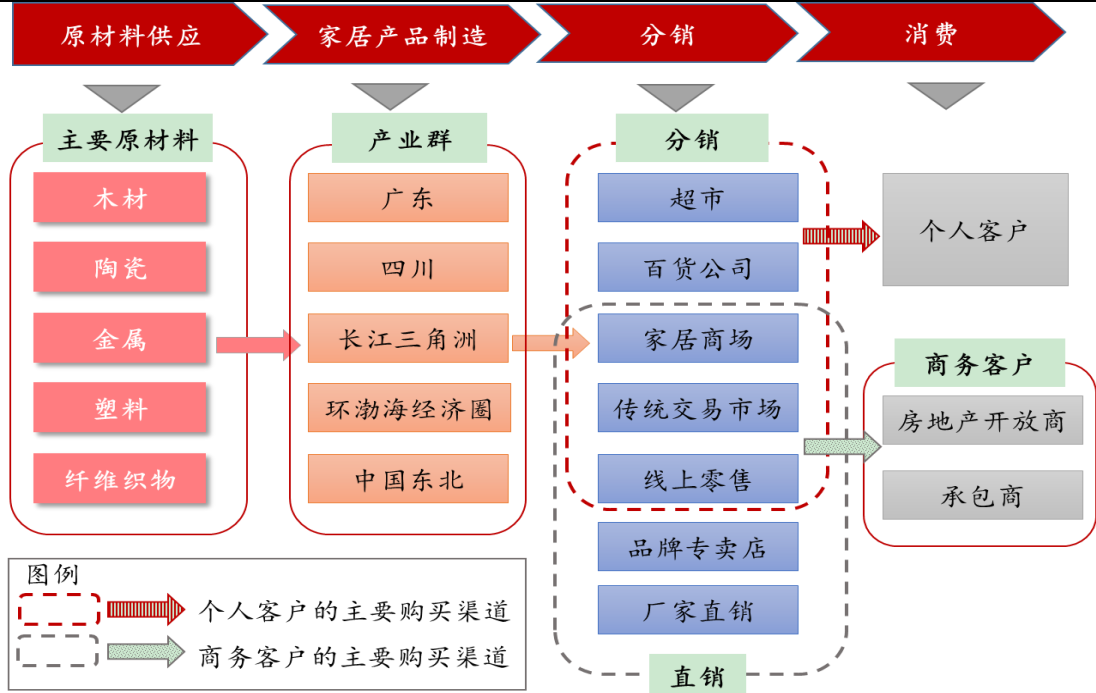


资料来源：公司资料，方正证券研究所

2.2.2 家居产业链中零售渠道是关键

零售渠道是家居产业链中关键一环。国内上游制造商品品牌众多，约有 14,000 家家居装饰生产商，且单个品牌商产品种类有限，难以覆盖所有家居商品。零售渠道商具有卡位优势，向上整合众多家居品牌，产品品类齐全（例如红星美凯龙零售网络拥有 18,000 多个品牌）；向下直面消费者，方便消费者货比三家，进行一站式购物。因此，家居商场对上游品牌商具有较强的议价能力。

图表22：国内家居装饰行业产业链具体构成

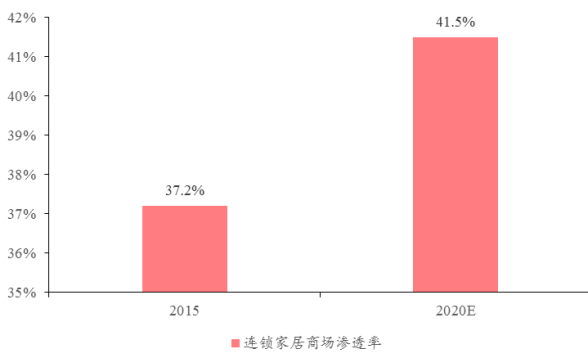


资料来源：Frost & Sullivan，方正证券研究所

2.2.3 连锁零售模式优势突出，未来发展空间广阔

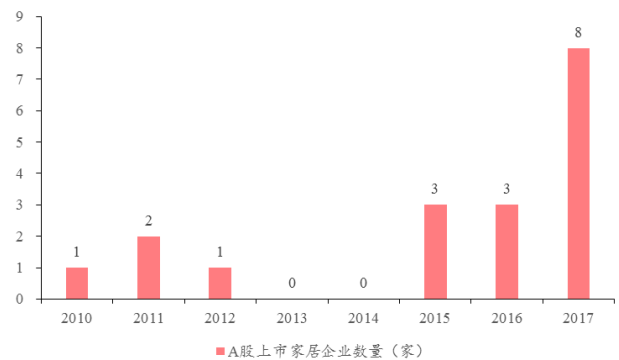
一方面，连锁零售品牌凭借运作模式成熟、资源整合能力突出、品牌输出能力较强等优势，可实现门店快速扩张，渗透率逐步提升，Frost & Sullivan 预计 2020 年连锁商场市场份额将占到 41.5%（2015 年为 37.2%）；另一方面，家居企业近年迎来上市潮且线下跑马圈地加快，未来有望增大零售领域整体业绩弹性，连锁零售品牌也将受益。

图表23：连锁家居商场渗透率存在向上空间



资料来源：Frost & Sullivan，方正证券研究所

图表24：A股家居企业迎来上市潮



资料来源：Wind，方正证券研究所

2.3 消费习惯差异明显，国外品牌水土不服

国内家居消费与国外呈现明显差异。美国国家得宝、百安居等国外家居装饰零售商专注于“自己做”模式，即提供半成品，让客户自行组装家具；而国内更流行“帮我做”模式，即向消费者提供产品“选择-体验-下单-配送-安装”等一条龙服务。国内人工成本低，生活节奏

加快导致消费者购物寻求方便快捷，因此，全面性的服务更受国人青睐，“帮我做”模式较国外品牌的优势得到体现。

图表25：国外品牌水土不服

<p>国外品牌定位模糊，难觅生机</p> <p>水土不服： 家得宝等企业专注于消费者DIY模式但消费者远未养成习惯</p>	<p>本土企业深挖消费需求痛点</p> <p>渠道为王： 红星美凯龙从“产销者”升级为“管理者”为入驻品牌提供统一营销服务，形成品牌捆绑效应</p>
<p>单一模式： 国内消费者家装时需要从送货到售后的全程服务而国外品牌更偏向超市业态</p>	<p>多元业务： 打造电子商务、城市综合体形态打破家居卖场单一销售形式，集吃喝玩乐购于一体</p>

资料来源：方正证券研究所

图表26：国外品牌相继退出中国市场

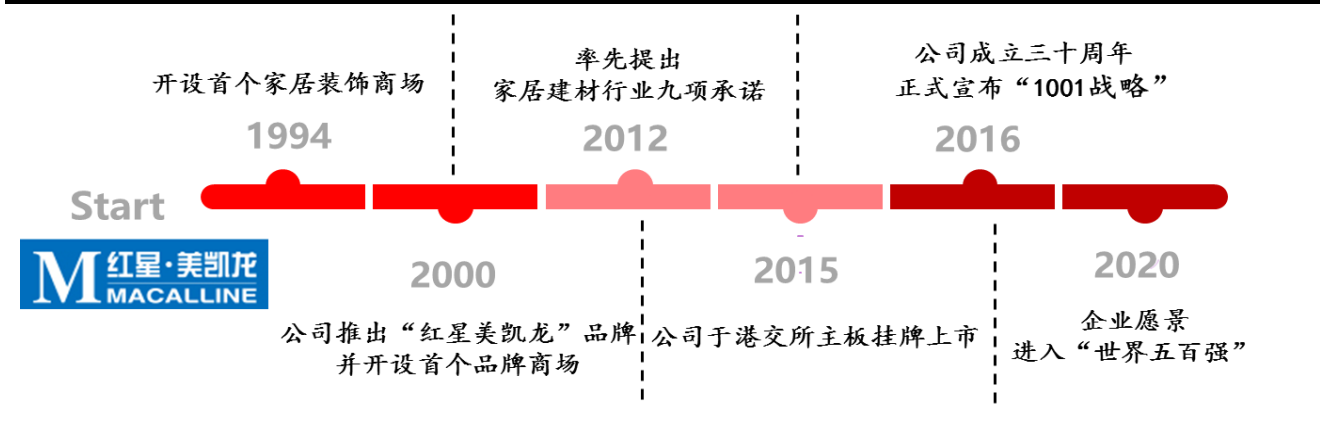


资料来源：公司资料，方正证券研究所

3 红星美凯龙：国内家居连锁零售商场龙头持续发力

2000 年公司推出了“红星美凯龙”品牌，并开设了首个品牌商场。经过多种业务的协同发展，公司现已成为国内最大的家居装饰零售网络。截止 2016 年，公司拥有商场 200 家，分布于全国 28 个省份 142 个城市，经营面积超过 1,200 万平方米。公司运营模式包括自营商场和委管商场两种。

图表27： 公司发展历程



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表28： 红星美凯龙门店销售的部分国际和国内品牌

	国际品牌		国内品牌	
厨卫家具	FERRANINI studio	bau format KÜCHEN	尚品宅配 order your life	zbon 志邦厨柜
餐厅家具	NATUZZI ITALIA	INADA FAMILY	顾家家居 KUKA	左右
卧室家具	喜临门 Sleemon	magniflex	Sleemon 喜临门	Serta
盥洗家具	XANI 奈申	TOTO	SSW 浪鲸卫浴	东鹏陶瓷 Dongpeng 东鹏陶瓷
瓷砖	AJOMI 阿若木	AMBIO	蒙娜丽莎瓷砖 MONALISA TILES	诺贝爾磁砖

资料来源：公司资料，方正证券研究所

3.1 依托核心竞争力，成就家居零售龙头

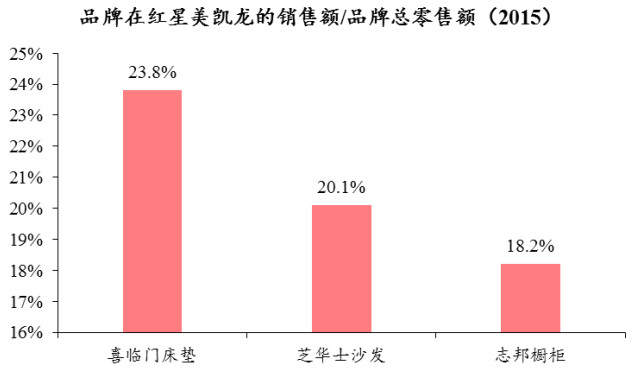
公司凭借其领先的渠道优势、突出的品牌议价能力，完善的 O2O 平台模式和提供的全方面服务，成功成为国内品牌认可度最高、市场份额最大的连锁家居龙头。根据 Frost & Sullivan 的数据，公司 2016 年零售营业额 587 亿元，占连锁家居市场份额的 11.8%，占市场总零售营业额的 4.5%。

3.1.1 渠道优势领先，品牌议价能力突出

红星美凯龙作为国内经营面积最大（1,269 万平方米）、商场数量最多（200 家）以及市场份额最高（占连锁家居市场份额 11.8%）的家居零售商，对于家居品牌商具有较强的议价能力：床垫品牌喜临门、

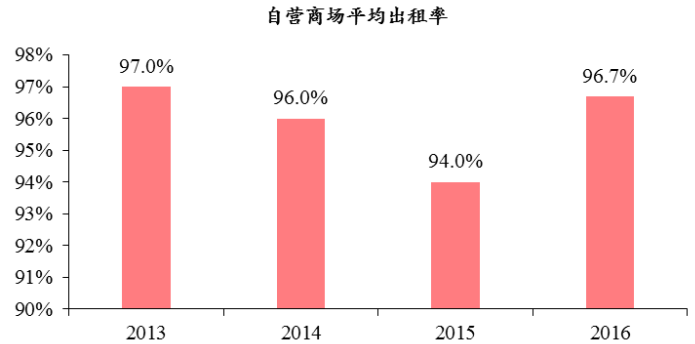
沙发品牌芝华士、厨房家具品牌志邦橱柜等多家厂商 2015 年度约 20% 的总销售是通过红星美凯龙实现的；同时自营商场和委管商场出租率维持在高位，2016 年出租率分别为 96.7%、96.2%。

图表29： 商户高度依赖红星美凯龙



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表30： 出租率保持在高位



资料来源：公司资料，方正证券研究所

我们认为，红星美凯龙品牌议价能力突出的原因如下：

(1) 身处家居产业链核心环节，消费者认知度高

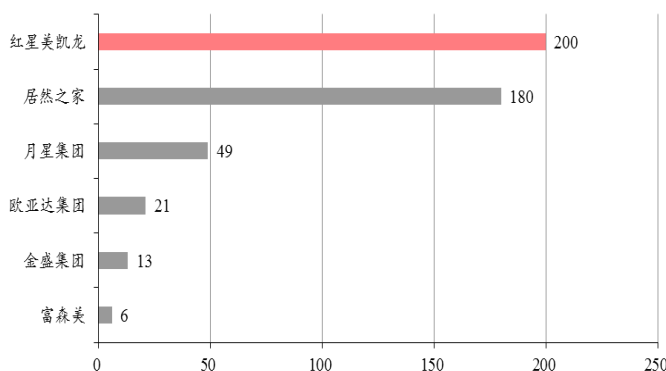
正如前文所述，从产业上游的角度，制造特定品类的厂商一般不具有获得足够客流量的集聚效应，无法平衡在生产制造和品牌推广上的资金投入；从下游需求的角度，消费者倾向于选择一站式购物场景与货比三家的体验，从而购买到更优质而非低价的产品，因此消费者对家居零售品牌认可度更高。公司作为家居零售企业龙头，身处产业链核心，自身不需要依赖固定的商户（2014 年公司的前十大品牌集中度仅为 4.7%），通过设立一站式平台，提供多元化品类和服务，就能吸引品牌制造商，拥有强大的议价能力。

(2) 渠道优势领先，获得区位先发优势

截止 2016 年底，公司拥有门店数量 200 家，遍布全国 28 个省、直辖市、自治区的 142 个城市，经营面积超过 1200 万平方米，具有全国领先的渠道优势，中小品牌商可借助公司全国网络扩大影响力。

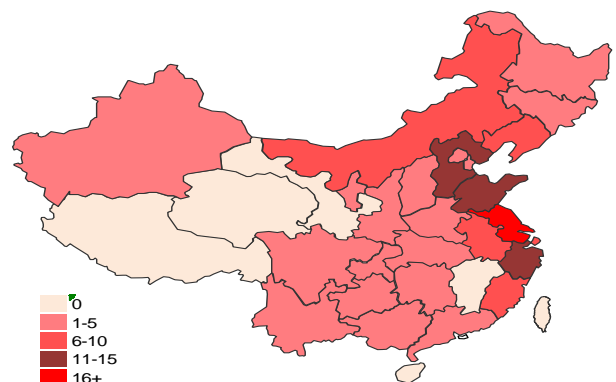
另外，公司自有物业大多数战略性地分布在一、二线城市的优质地段，享受地产增值红利的同时，也拥有区位优势，较高客流量吸引众多商家入驻，公司议价能力提升。

图表31： 主要连锁家居零售门店数量 (2016 年)



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表32： 国内家居零售龙头，门店遍布全国



资料来源：公司资料，方正证券研究所

(3) 品牌价值业内领跑，消费者青睐有加

根据中国产业信息网统计，红星美凯龙在国内家居行业的品牌知名度稳居第一。2013年，公司获建材流通协会认可“中国建材流通行业鼎级品牌”。

图表33： 公司是消费者最熟知的家居零售品牌

品牌知名度排名	Logo	品牌名称
1		红星美凯龙
2		居然之家
3		宜家
4		月星家居
5		欧亚达
6		百安居
7		金海马家居
8		集美家居
9		好百年家居
10		吉盛伟邦

资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

因此，我们认为公司作为国内最具影响力的家居零售标杆，已经实现了众多消费者与合作品牌、经销商的窗口对接，未来将凭借自身强大的议价能力和分销渠道的独特优势，进一步创造价值蓝海。

3.1.2 立足“1001战略”，线上线下相互赋能

公司于2016年推出“1001战略”，将联合泛家居行业，在实体商场拓展到1000家的基础上，打造1个互联网平台，以“家”为核心进行业务的上下游跨界外延；依靠线上线下一体化赋能的互联网+2.0模式，共同打造1个商业生命共同体。

(1) 线下门店为商场合作方、商户和消费者和提供全面服务

对于商场合作方，公司提供从选址到商场规划设计、招商、开业策划等全过程咨询服务和后续的运营及管理；

对于入驻商户，公司提供包括设计商场内展位、员工培训、营销和推广、日常管理和客户服务等项目；

对于消费者，公司提供一站式购物体验、舒适宽敞的购物环境和良好的售后服务。为扩充产品品类，加快国际化步伐，公司推出自营进口家居品牌凯撒至尊，第一家直营店于2017年上半年正式开业。

图表34： 凯撒至尊引领高端家居新理念

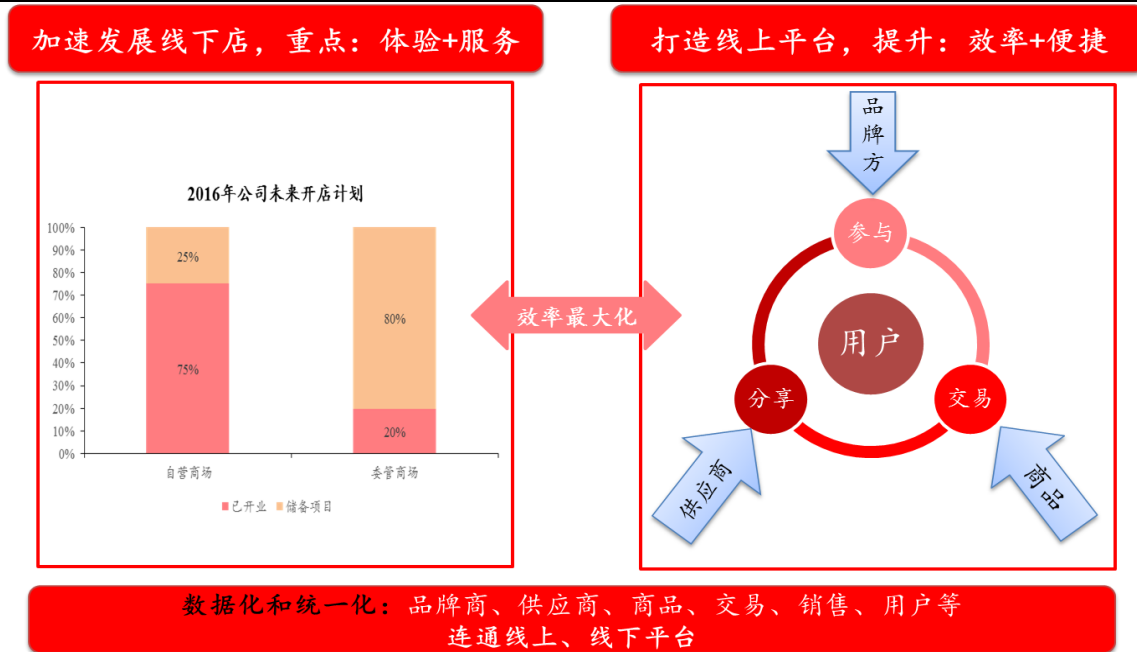


资料来源：公司资料，方正证券研究所

(2) 线上平台与线下门店互为补充，充分发挥协同效应

一方面，线上平台突破门店的展示局限，为入驻商户提供充足的商品展示空间，同时也让消费者更便捷地获取商品和线下门店信息，实现线上向线下导流功能；另一方面，线上平台可以整合并搜集消费者家居消费偏好，进行数据处理与分析，方便家居品牌商进行产品调整和精准化营销。

图表35： 打造 O2O 平台，立体化营销，线上线下相互赋能



资料来源：公司资料，方正证券研究所

3.1.3 提供全方位的服务内容，增强客户粘性

公司通过为消费者提供全方位服务，增强客户粘性，提升品牌知名度，扩大公司影响力。

(1) 产品品类齐全，构建一站式购物场景

公司与约 10,000 个家居品牌工厂和约 32,000 户家居产品经销商达成合作，销售产品覆盖整体家居行业，包括床、衣柜、碗柜、沙发和桌椅等家具；厨具、家电和家纺等住房装修材料；照明设备、地板等轻建筑材料。

(2) 销售服务体系完善透明，售后有保障

公司产品明码标价，规定零售标价折扣不超过 30%；同时承诺 30 天无理由退换产品、7 天完成退货并结算货款，实行“先行赔付”的责任导向机制；另外，公司构建的《红星美凯龙环保质量评价标准》成为流通行业第一套质量类企业标准，同时公司也在 2016 年实现了全年“0”绿色环保质量事故的目标。

(3) 卖场设计装修精致，营造舒适购物体验

公司严控卖场装修设计环节，品类分区标记明确，力求为消费者打造宽敞，舒适，轻松的购物环境。另外公司在深圳、北京等主要城市推进整体客厅及原创设计等新兴品类，同时在全国 12 个商场推行“家装设计体验中心”项目试点，向消费者传递美学和原创设计理念。

图表36: 卖场提供精致的设计和装修



资料来源: 公司资料, 方正证券研究所

(4) 推出会员计划, 差异化营销提高会员粘性

公司于 2015 年推出会员计划, 通过掌握会员消费趋势及消费喜好的第一手数据, 进行差异化市场营销, 提升消费者满意度。截止 2016 年, 公司通过微信、商场、楼盘、在线平台等管道已招募超过 700 万会员, 其中会员的人均消费金额约为人民币 2.8 万元。

图表37: 打造会员社交化营销



资料来源: 公司资料, 方正证券研究所

3.2 商业模式: 自营+委管双轮驱动, 助力业绩释放

公司通过自营和委管两种经营方式助力业绩增长。一方面在一二线核心城市黄金地段开设自营商场, 通过提供场地并收取租金的方式获得稳定经常性收入; 另一方面在二三线城市的新兴核心地段, 通过向委管商场业主提供委管服务的方式获得咨询及管理费。

图表38: 自营+委管双轮驱动模式



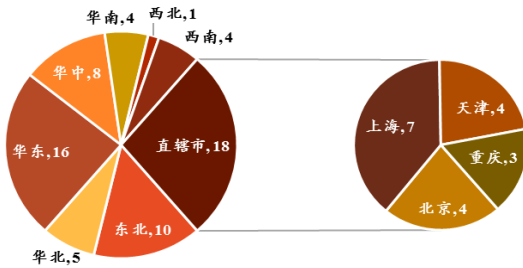
资料来源: 公司资料, 方正证券研究所

3.2.1 自营业务发展稳健, 自有物业价值丰富提供高进入壁垒

自营业务, 即公司自建、购买或租赁商场后, 通过对外招商并对入驻商场提供展位设计、场地租赁、员工培训、市场营销、物业及售后等综合服务, 来获取固定的租赁和管理收入的业务。

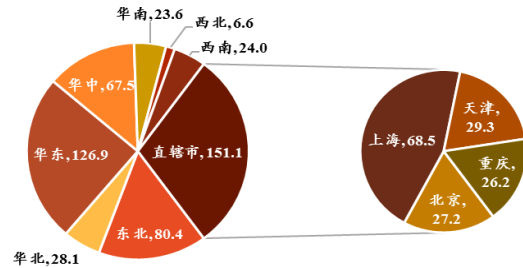
2016年自营商场共有66家, 经营面积达508万平方米, 公司大多数商场战略性地分布在一线城市及二线城市的优质地段, 其中在直辖市共有直营商场18个(占比27.3%), 经营面积151.1万平方米(占比29.7%)。

图表39: 各个地区自营商场个数(家, 2016)



资料来源: 公司资料, 方正证券研究所

图表40: 各个地区自营商场面积(万 m², 2016)

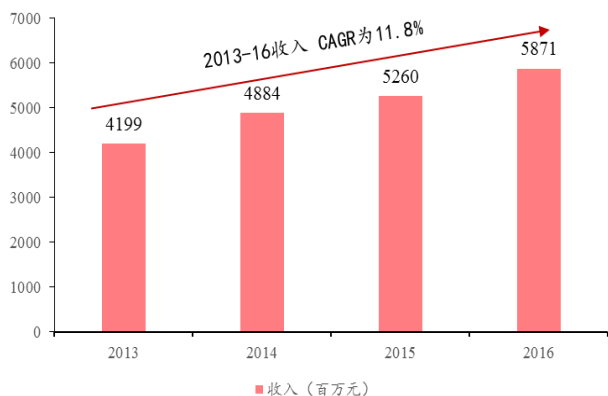


资料来源: 公司资料, 方正证券研究所

(1) 自营业务议价能力强, 保障业绩稳定增长

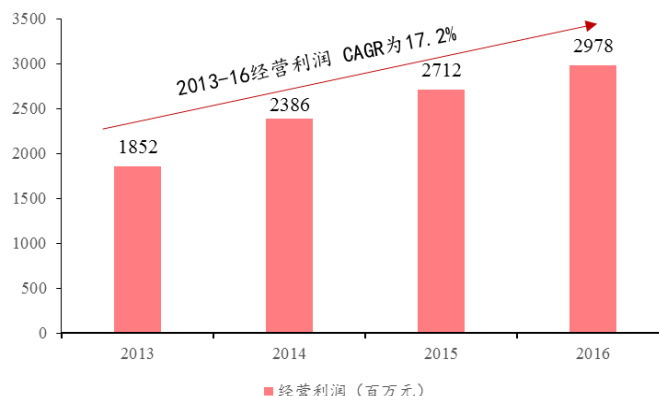
2016年自营商场实现营收58.7亿元(同比+11.6%), 经营利润29.8亿元(同比+9.8%)。2013-2016年营收和经营利润CAGR分别为11.8%/17.2%。

图表41： 自营业务收入稳定增长



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表42： 自营业务经营利润稳定增长

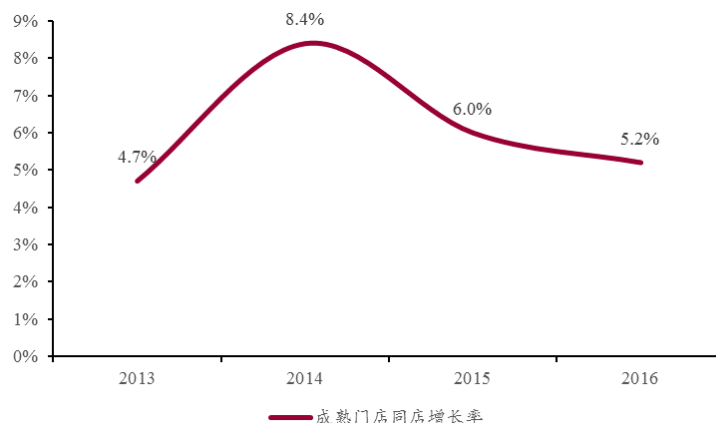


资料来源：公司资料，方正证券研究所

自营业务议价能力强的表现之一：成熟门店同店增长稳定。

2016年自营业务营收同比增长11.6%，其中成熟门店同店增长率达5.2%，增速保持稳定态势。为培养较好的门店经营管理能力，一般需要三年时间。因此成熟门店是指所有经营已满三个完整财政年度的门店。

图表43： 成熟门店同店增长稳定

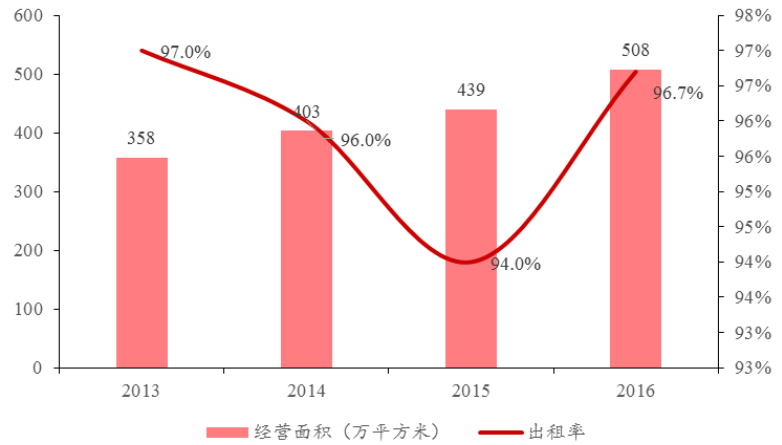


资料来源：公司资料，方正证券研究所

议价能力强的表现之二：出租率保持在高位。

自营商场出租率常年保持在90%以上，2016年出租率为97.0%，同比上升3个pct。出租率常年保持在高位的主要原因是公司具有强大的品牌优势。一方面，品牌优势使公司容易与中高端家居品牌供应商合作，二者协同效应有助于提升商场经营绩效。另一方面，商场经营绩效提升之后又吸引更多的优质合作方入驻，形成经营规模扩张和品牌运营输出的良性循环。

图表44： 出租率保持高位

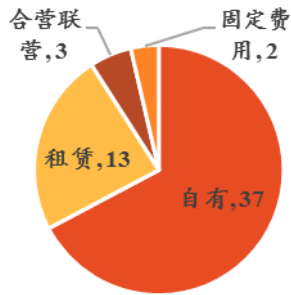


资料来源：公司资料，方正证券研究所

(2) 自营业务自有物业比率高，有升值空间

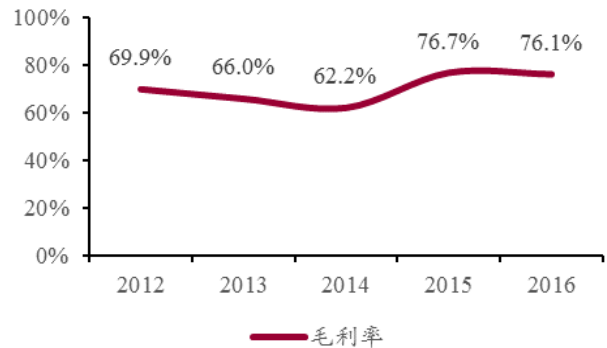
截止 2015 年底，自营商场中公司拥有自有商场 37 家（占比 67.3%），无需承担物业租赁成本。若市场租金大幅上涨，公司依然能保持较为稳定的经营性现金流和利润水平，毛利率保持在 70% 以上。2016 年公司自营商场 66 家，总资产价值为 770.9 亿元，其中已竣工物业价值 717.2 亿元，开发中物业价值为 53.7 亿元，有较大升值空间。

图表45： 自营商场类别（2015 年）



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表46： 自营业务毛利率保持在 70% 以上



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表47: 自营商场信息一览表 (截止 2015 年底)

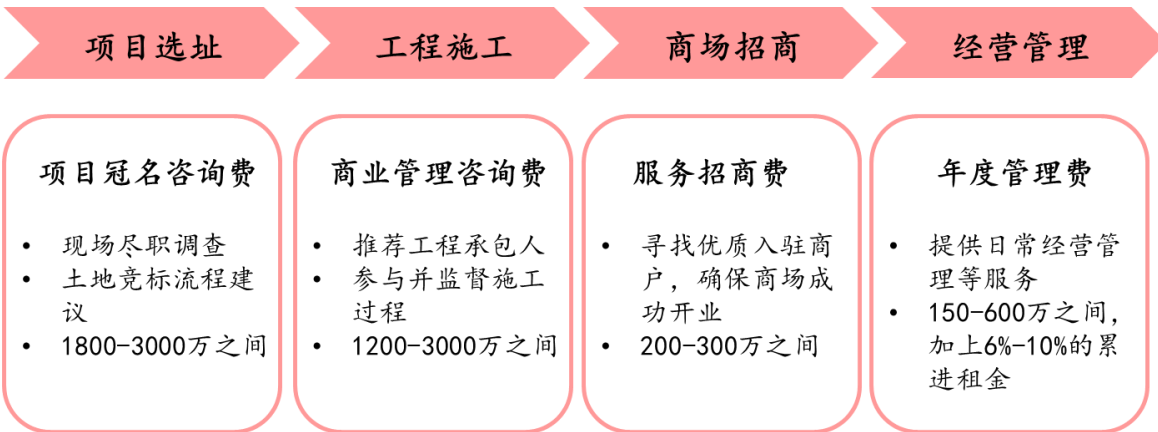
编号	名称	位置	城市级别	类别	经营面积 (万平方米)	总收入(亿元)	开业时间	持股比例
1	北京西四环商场	北京	一线	自有	5.20	1.78	2002年11月	100%
2	北京东四环商场	北京	一线	自有	8.03	3.19	2006年10月	100%
3	北京北四环商场	北京	一线	自有	5.59	1.95	2008年9月	100%
4	北京北五环商场	北京	一线	租赁	8.19	1.18	2010年10月	51%
5	上海真北商场	上海	一线	自有	18.26	4.6	2000年10月	94%
6	上海汶水商场	上海	一线	自有	12.67	2.87	2007年4月	98%
7	上海浦东沪南商场	上海	一线	自有	14.41	3.02	2010年5月	100%
8	上海吴中路商场	上海	一线	自有	4.58	0.99	2013年4月	50%
9	上海浦东金桥商场	上海	一线	自有	8.21	1.22	2013年12月	100%
10	上海浦江商场	上海	一线	自有	4.83	0.52	2014年9月	100%
11	深圳吉龙商场	广东深圳	一线	租赁	3.22	0.2	2009年9月	100%
12	深圳香蜜湖商场	广东深圳	一线	合营联营	8.66	1.93	2008年12月	37%
13	天津河西商场	天津	二线	自有	5.16	1.28	2003年10月	100%
14	天津红桥商场	天津	二线	自有	4.63	0.85	2004年5月	100%
15	天津河东商场	天津	二线	自有	10.76	1.42	2012年2月	65%
16	天津东丽商场	天津	二线	自有	8.39	0.38	2012年9月	51%
17	重庆二郎商场	重庆	二线	自有	7.68	0.71	2014年3月	100%
18	重庆江北商场	重庆	二线	租赁	10.19	2.14	2006年12月	100%
19	重庆南坪商场	重庆	二线	租赁	8.17	1.45	2009年11月	100%
20	成都双楠商场	四川成都	二线	合营联营	7.08	1.62	2011年9月	40%
21	成都武侯商场	四川成都	二线	自有	5.67	1.12	2007年6月	50%
22	兰州高新商场	甘肃兰州	二线	自有	6.60	-	2015年12月	100%
23	郑州商都商场	河南郑州	二线	自有	13.27	2.93	2007年10月	50%
24	武汉额头湾商场	湖北武汉	二线	自有	12.62	0.09	2015年10月	100%
25	长沙岳麓商场	湖南长沙	二线	自有	7.44	0.16	2015年10月	100%
26	长沙韶山商场	湖南长沙	二线	租赁	11.25	1.57	2007年10月	100%
27	长春远达商场	吉林长春	二线	自有	9.41	0.52	2012年5月	70%
28	南京卡子门商场	江苏南京	二线	自有	10.65	2.77	2008年12月	100%
29	苏州园区商场	江苏苏州	二线	自有	9.16	0.65	2013年8月	33%
30	无锡锡山商场	江苏无锡	二线	自有	12.06	1.49	2001年3月	100%
31	无锡滨湖商场	江苏无锡	二线	自有	9.24	-	2015年12月	100%
32	大连华南商场	辽宁大连	二线	自有	7.42	0.98	2013年8月	100%
33	沈阳铁西商场	辽宁沈阳	二线	自有	12.02	2.62	2008年6月	100%
34	沈阳浑南商场	辽宁沈阳	二线	自有	9.97	1.03	2012年5月	75%
35	沈阳铁西二期商场	辽宁沈阳	二线	自有	3.17	0.21	2014年11月	100%
36	沈阳大东商场	辽宁沈阳	二线	租赁	10.70	0.52	2010年9月	100%
37	济南天桥商场	山东济南	二线	自有	9.78	1.72	2010年10月	70%
38	南京中央路商场	江苏南京	二线	租赁	5.74	0.82	1997年7月	100%
39	杭州古墩商场	浙江杭州	二线	租赁	3.82	0.86	2009年5月	100%
40	昆明广福路商场	云南昆明	二线	自有	8.15	0.91	2011年9月	67%
41	宜昌西陵商场	湖北宜昌	三线	固定费用	7.63	0.17	2011年9月	100%
42	鄂尔多斯东胜商场	内蒙古鄂尔多斯	三线	固定费用	3.88	0.1	2009年9月	100%
43	芜湖明辉商场	安徽芜湖	三线	合营联营	9.67	0.08	2011年12月	40%
44	中山港口商场	广东中山	三线	自有	5.93	0.06	2015年10月	100%
45	廊坊凯宏商场	河北廊坊	三线	自有	6.51	0.55	2013年8月	70%
46	大庆世博商场	黑龙江大庆	三线	自有	6.51	0.43	2014年12月	70%
47	常州飞龙商场	江苏常州	三线	自有	8.57	0.88	2001年1月	100%
48	常州武进商场	江苏常州	三线	自有	11.78	0.25	2010年9月	51%
49	烟台二期商场	山东烟台	三线	自有	7.12	0.28	2014年4月	50%
50	常州装饰城商场	江苏常州	三线	租赁	3.58	0.73	1998年10月	100%
51	扬州润扬建材商场	江苏扬州	三线	租赁	4.91	0.41	2006年5月	100%
52	盘锦兴隆商场	辽宁盘锦	其他	自有	4.98	0.24	2013年10月	51%
53	十堰浙江路商场	湖北十堰	其他	租赁	4.76	0.12	2015年8月	100%
54	乌海林荫商场	内蒙古乌海	其他	租赁	3.78	0.1	2015年3月	100%
55	大同东信商场	山西大同	其他	租赁	6.95	0.37	2015年1月	100%

资料来源: 公司资料, 方正证券研究所

3.2.2 委管业务门店扩张加速，业绩弹性较大

委管业务，即公司利用自身品牌优势和丰富的管理经验，通过向委管商场业务提供委管服务（包括商场选址、施工咨询、商场设计装修、招商经营等），以收取咨询和管理费。委管业务收入由项目冠名咨询费、商业管理咨询费、服务招商费和年度管理费四部分组成。

图表48：委管业务模式收入组成

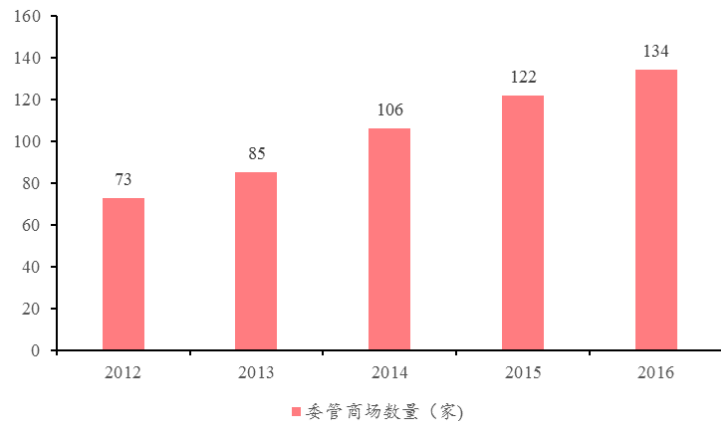


资料来源：公司资料，方正证券研究所

(1) 侧重轻资产模式发展，委管商场数量增长迅速

一方面，委管业务资本开支可控，能以有限的资金快速实现营收，提升投资回报率，另一方面，公司具有较高的品牌知名度、丰富的运营管理经验和庞大的商户资源，能为委管商场合作方带来稳定的租金收入。因此，受益于轻资产模式，委管商场数量迅速增加。截止2016年，委管商场已增长至134家（2012年仅73家，四年间增加61家），经营面积达761万平方米。

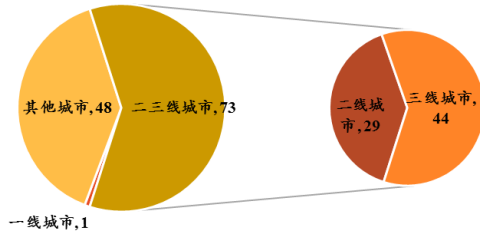
图表47：委管商场数量迅速增加



资料来源：公司资料，方正证券研究所

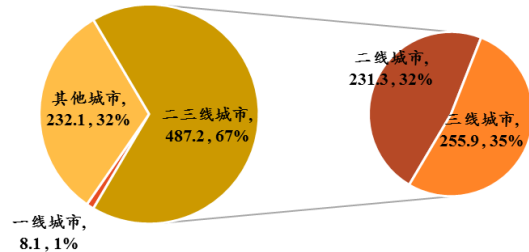
重点布局二三线城市，迅速扩大地域覆盖面。二三线城市数量较多，采用委管业务这种轻资产模式能迅速扩大地域覆盖面，提高市场份额。截止 2015 年底，公司在二三线城市共有委管商场 73 家（占比 59.8%），经营面积 487.2 万平方米（占比 67%）。

图表48：委管商场在各城市数量（2015年）



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表49：委管商场各城市经营面积（万 m²,2015）

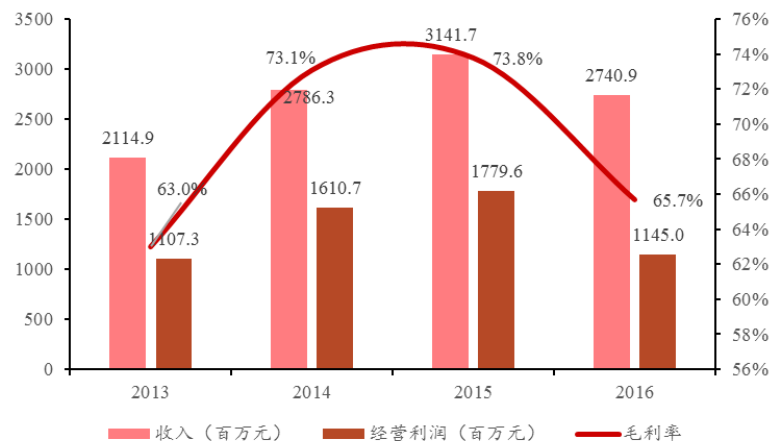


资料来源：公司资料，方正证券研究所

(2) 委管业务业绩弹性大，增长有望提速

因委管服务内容简化，省去原有的建设、施工、商户入驻和招商等费用，2016 年委管业务收入略有下滑，为 27.4 亿元（同比-12.8%），经营利润为 11.5 亿元（同比-35.7%），毛利率下降至 65.7%。但我们认为，后续委管业务将逐步改善，且带来业绩向上弹性。

图表50：委管业务业绩略有下滑

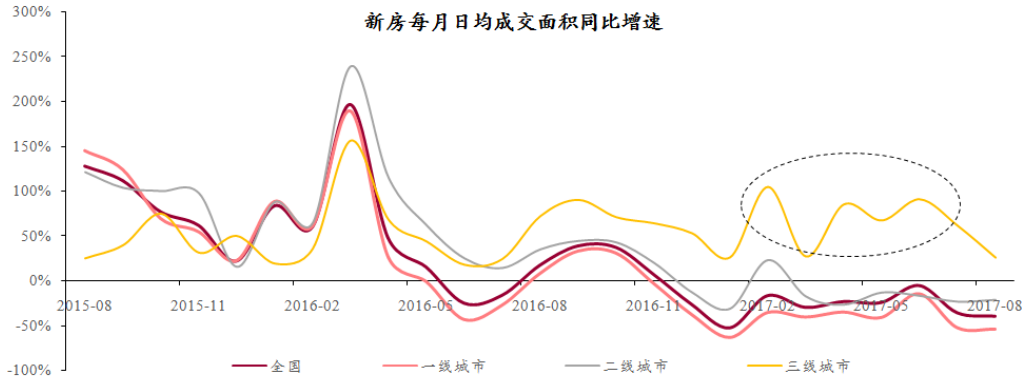


资料来源：公司资料，方正证券研究所

业绩弹性大原因之一：三四线地产回暖

因 2016 年下半年国家出台地产调控政策，地产行业迅速降温。但地产销售整体仍然好于先前悲观预期，特别是三四线城市销售面积增速远高于其他城市。委管业务重点布局三线以及部分四线重点城市，将受益此番地产回暖红利。

图表51: 三四线房地产持续回暖

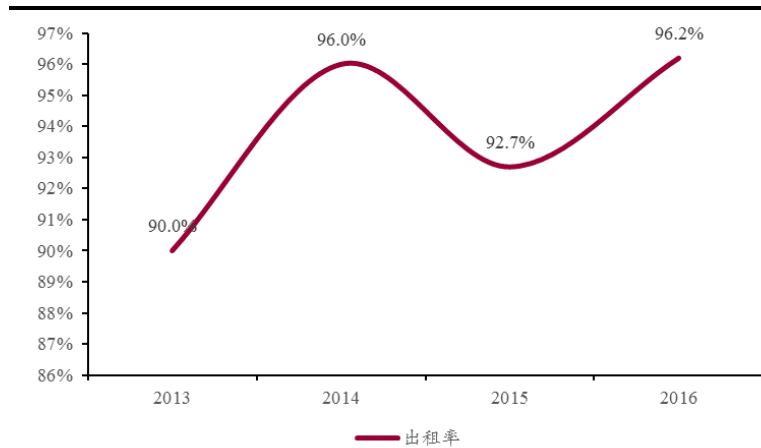


资料来源: Wind, 方正证券研究

业绩弹性大原因之二: 出租率企稳回升, 储备项目增加

一方面公司在经营管理、招商服务等方面做出改善, 另一方面得益于家具行业销售增长, 使得委管业务出租率企稳回升, 从 2015 年的 92.7% 回升至 96.8%。另外, 委管储备项目持续增加, 业绩有望进一步增长。截止 2016 年底, 公司委管储备项目增加至 542 个 (同比 +102 个), 其中获土地证 316 个 (同比 +76 个)。

图表52: 委管业务出租率企稳回升



资料来源: 公司资料, 方正证券研究所

4 未来：项目储备丰富，多元布局助力长远发展

4.1 公司项目储备丰富，线下门店扩张有望加速

截止 2016 年，自营储备项目中在建 12 个，规划中 9 个，其中 2017 年将确定开设 7 家新店；而 2016 年已签约的委管储备项目为 542 个，其中已取得土地证项目有 316 个。随着行业环境向好、A 股家居板块迎来上市潮，公司将加大全国范围的开店力度，助力业绩增长。

图表53： 公司项目储备丰富，或加速推进未来开店计划

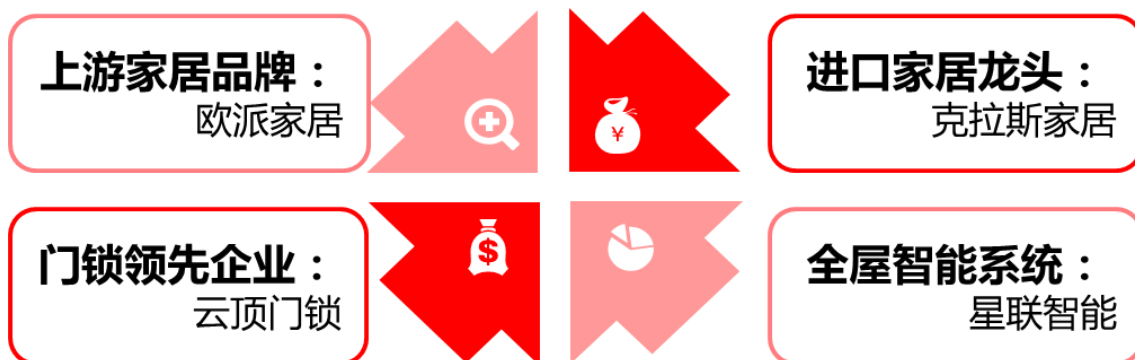
	在建项目	规划中项目	租赁项目	总计	
自营储备项目	12	9	1	22	
	已取得土地证项目			总计	
	2016A	2015A		2016A	2015A
委管储备项目	316	240		542	440

资料来源：公司资料，方正证券研究所

4.2 多元化布局，助力公司业绩增长

其一，外延整合加速，分享家居行业成长红利。公司作为行业内最大的流动平台和市场通道，利用生态链核心地位布局家居全产业链并分享投资红利。一方面，公司投资有品牌优势的制造厂商，目前已持有欧派家居 4.5% 的股权，市值约 21 亿元，持股成本仅 1.5 亿元；另一方面，公司侧重投资与大数据相关的智能家居品类和技术，如云顶门锁、星联智能。

图表54： 公司加快产业链布局，分享家居行业成长红利



资料来源：方正证券研究所

其二，发起类 REITS 计划，促进家居市场证券化。公司计划向独立第三方信托基金出售两间购物商场，预计未来将增加 26.5 亿元现金流。合作不仅将扩大融资渠道，盘活存量，也有利于公司轻资产业务发展。

其三，搭建全方位物流配送平台。由于物流服务的质量对品牌的口碑有一定影响，公司通过推出“最后一公里”专业化的配送安装服务，有效提高消费者满意度及用户粘性。

其四，打造跨境电商交易平台。公司积极响应“一带一路”战略，研究源于数据 27 研究创造价值

推出“一店一城”项目。计划投入 100 亿元，用以建设占地 100 万平方米、完成 100 亿元销量的泛家居商业城，并打造国内家居业唯一一个集展会、仓储、旗舰店为一体的跨境电商交易平台。

其五，推广国际化自营品牌。公司在推出主攻年轻时尚消费群体的“红星·欧丽洛雅”之后，打造自营进口家居平台“凯撒至尊”，目标定位于高端消费者。

5 盈利预测与投资建议

扣除自有物业公允价值变动和一次性因素（与日常活动无关的其他收入、损益及开支等）的影响，我们预计公司 2017/2018/2019 年核心净利润为 27.86/30.16/32.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.77/0.83/0.90 元，按当前股价对应 PE 分别为 9.28X/8.57X/7.96X。

红星美凯龙行业地位突出且估值安全边际高，当前基本面正发生积极变化，有望迎来戴维斯双击。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表56：分产品收入成本预测

单位：百万元（人民币）	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总营业收入	6,361	7,935	8,756	9,282	10,254	11,176	12,083
同比增速		24.8%	10.3%	6.0%	10.5%	9.0%	8.1%
营业成本	1,790	2,054	2,242	2,658	3,009	3,336	3,665
毛利率	71.9%	74.1%	74.4%	71.4%	70.7%	70.1%	69.7%
自营商场收入	4,199	4,884	5,260	5,871	6,169	6,459	6,723
同比增速		16.3%	7.7%	11.6%	5.1%	4.7%	4.1%
自营商场营业成本	1,201	1,266	1,225	1,404	1,480	1,550	1,613
自营商场毛利率		74.1%	76.7%	76.1%	76.0%	76.0%	76.0%
委管商场收入	2,115	2,786	3,142	2,741	3,099	3,400	3,668
同比增速		31.8%	12.8%	-12.8%	13.1%	9.7%	7.9%
委管商场营业成本	536	673	823	940	1,063	1,166	1,258
委管商场毛利率	74.7%	75.8%	73.8%	65.7%	65.7%	65.7%	65.7%
商品及服务收入	37	141	116	205	288	374	467
同比增速		279.2%	-17.8%	77.4%	40.0%	30.0%	25.0%
商品及服务营业成本	35	95	90	135	187	243	304
商品及服务毛利率	6.8%	32.5%	22.3%	34.3%	35.0%	35.0%	35.0%
其他收入	10	124	239	465	698	942	1,225
同比增速		1183.6%	92.4%	95.0%	50.0%	35.0%	30.0%
其他业务营业成本	18	20	104	180	279	377	490
其他业务毛利率	-83.2%	84.0%	56.4%	61.3%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：方正证券研究所

基于分部加总估值法，我们得出红星美凯龙公允价值 442.1 亿元。目前市值 303.7 亿港元，资产净值/市值为 1.7 倍。

图表57：分部加总估值表

资产价值	单位：亿元（人民币）	估值方法
自有物业价值	478.1	物业价值*折价率70%
租赁自营商场价值	39.2	2016年12倍市盈率*净利润
委管商场价值	103.0	2016年12倍市盈率*净利润
债券	103.2	
银行贷款	127.3	
现金	52.3	
资产净值	442.1	
目前市值（港币）	303.7	
资产净值/市值	1.7	

资料来源：方正证券研究所

图表58： 可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 (本地货币)	EPS (元)				PE			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
1528.HK	红星美凯龙	8.38	0.71	0.77	0.83	0.90	10.12	9.28	8.57	7.96
A股标的										
002818.SZ	富森美	38.52	1.26	1.47	1.12	1.11	57.01	24.97	22.38	20.08
002344.SZ	海宁皮城	8.24	0.43	0.37	1.07	1.13	26.46	22.03	20.52	18.22
600415.SH	小商品城	7.10	0.19	0.30	1.37	1.24	68.40	23.97	17.50	14.15
港股标的										
3308.HK	金鹰商贸集团	10.30	0.24	0.47	0.95	0.92	14.90	22.08	23.18	25.18
6808.HK	高鑫零售	7.45	0.27	0.31	1.06	1.13	22.25	24.07	22.77	20.18
0493.HK	国美电器	0.91	0.02	0.03	1.45	1.21	14.32	30.53	21.11	17.50

资料来源：公司资料，方正证券研究所 注：除红星美凯龙外，其他均为 wind 一致性预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9066.61	4104.37	4753.74	5278.98	营业总收入	9282.39	10253.51	11176.01	12082.64
现金	6137.87	1401.86	1648.59	2204.04	营业成本	2658.17	3009.28	3336.13	3664.76
应收账款	826.55	1037.72	994.28	1202.56	营业税金及附加	413.92	457.23	498.36	538.79
其它应收款	1022.08	698.94	1176.92	851.11	营业费用	1205.70	1331.84	1436.12	1534.50
预付账款	164.84	236.40	208.42	280.21	管理费用	1149.31	1269.55	1363.47	1462.00
存货	45.42	60.88	56.97	72.49	财务费用	949.16	733.29	538.84	400.28
其他	668.56	668.56	668.56	668.56	资产减值损失	558.69	274.24	274.24	274.24
非流动资产	69682.31	85222.90	88088.06	91030.75	公允价值变动收益	2652.23	2000.00	2000.00	2000.00
长期投资	1119.60	4208.60	7297.60	10386.60	投资净收益	771.17	389.00	389.00	389.00
固定资产	208.83	29.10	110.64	286.20	营业利润	5770.84	5567.09	6117.84	6597.07
无形资产	484.41	488.79	490.29	492.55	营业外收入	111.28	115.29	114.29	113.29
其他	67869.47	80496.41	80410.81	80437.81	营业外支出	21.00	25.00	24.00	23.00
资产总计	78748.92	89327.26	92841.81	96309.73	利润总额	5861.13	5657.37	6208.13	6687.36
流动负债	8078.55	10295.45	8072.05	8581.34	所得税	1422.36	923.86	1061.55	1181.36
短期借款	500.01	2200.68	0.00	0.00	净利润	4438.77	4733.52	5146.58	5506.00
应付账款	353.22	274.06	421.35	342.57	少数股东损益	332.14	333.83	362.96	388.31
其他	7225.32	7820.71	7650.70	8238.77	核心净利润	2554.75	2785.69	3015.53	3245.61
非流动负债	18772.67	19772.67	20972.67	22372.67	EBITDA	7102.27	6892.53	7403.37	7738.02
长期借款	16881.64	17881.64	19081.64	20481.64	EPS (元)	0.70	0.77	0.83	0.90
其他	6101.06	6101.06	6101.06	6101.06					
负债合计	31061.25	34278.15	33254.75	35164.04	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	4217.05	4762.45	5336.98	5936.87	成长能力				
股本	3623.92	3623.92	3623.92	3623.92	营业收入	0.06	0.10	0.09	0.08
资本公积	5688.13	5688.13	5688.13	5688.13	营业利润	-0.02	0.48	0.06	0.05
留存收益	34158.58	35272.85	36479.06	37777.31	核心净利润	0.00	0.09	0.08	0.08
归属母公司股东权益	43470.63	44584.90	45791.11	47089.35	获利能力				
负债和股东权益	78748.92	89327.26	92841.81	96309.73	毛利率	0.71	0.71	0.70	0.70
					净利率	0.48	0.75	0.73	0.70
					ROE	0.06	0.06	0.07	0.07
					ROIC	0.04	0.10	0.10	0.11
					偿债能力				
					资产负债率	0.39	0.38	0.36	0.37
					净负债比率	0.56	0.59	0.57	0.58
					流动比率	0.12	0.28	0.39	0.41
					速动比率	0.10	0.23	0.33	0.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.12	0.11	0.12	0.13
					应收账款周转率	11.23	9.88	11.24	10.05
					应付账款周转率	58.52	49.43	58.56	50.56
					每股指标(元)				
					每股收益	0.70	0.77	0.83	0.90
					每股经营现金	1.05	1.29	1.12	1.45
					每股净资产	13.16	13.62	14.11	14.63
					估值比率				
					P/E	10.12	9.28	8.57	7.96
					P/B	0.59	0.58	0.56	0.55
					EV/EBITDA	6.60	7.06	6.45	6.33

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的执业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com