

# 万科 A (000002.SZ)

## 激流勇进，全面发展

### 核心观点:

#### ● 业绩符合预期，毛利率继续企稳回升

16年万科营收2405亿，同比增23%，归母净利润210亿，同比增16%，EPS为1.90元，符合预期，利润分配拟10派7.9。结算毛利率企稳微升0.28个百分点至29.03%，随着均价上升毛利率将保持小幅升势。预计17年地产结算2800亿，同比增20%。费用率低位稳定，少数股东损益占比有所下降。

#### ● 销售保持领先、投资审慎合理，受益行业集中度提升

16年万科销售3648亿，同比增40%，市占率升至3.1%，行业政策收紧但对龙头而言相对优势反会更明显，我们测算万科17年总可售货值6200亿，预计销售4500亿，同比增23%。16年拿地审慎合理中相对积极，二线城市占比提升，聚焦核心城市圈。17年有能力和空间持续获取优质资源。

#### ● 转型之路越走越宽，城市配套服务持续发展

14年万科提出“三好住宅”+“城市配套服务商”的发展战略，目前，物业管理服务（16年收入42.6亿，同比增43%）、物流地产（累计16城150万方）、商业地产（收购印力集团）、长租公寓（“泊寓”）等均取得长足发展。

#### ● 财务状况稳健，引入重要股东深圳地铁集团

16年末万科在手现金870亿，对短期有息负债覆盖率200%，净负债率仅为26%，各类票据融资成本低于4%。引入深圳地铁集团成为重要股东，探索“轨交+物业”的发展模式有助万科获得可持续发展的稀缺土地资源，同时亦有助拓展“城市配套服务商”的业务边界。

#### ● 预计公司17、18年EPS分别为2.27、2.62元，维持“谨慎增持”评级

#### ● 风险提示

受政策调控销售低于预期。地价上升使得利润和规模的平衡难度更大。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	195549	240477	285720	327382	379542
增长率(%)	33.6%	23.0%	18.8%	14.6%	15.9%
EBITDA(百万元)	31154	37943	42384	48820	56485
净利润(百万元)	18119	21023	25087	28976	33270
增长率(%)	15.1%	16.0%	19.3%	15.5%	14.8%
EPS(元/股)	1.64	1.90	2.27	2.62	3.01
市盈率(P/E)	13.10	11.31	9.46	8.19	7.13
市净率(P/B)	2.37	2.09	1.72	1.42	1.18
EV/EBITDA	5.77	8.22	6.70	5.93	5.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

谨慎增持

当前价格 21.49元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-03-27

### 相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001

021-60750620

lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003

010-59136622

guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001

021-60750652

jinshan@gf.com.cn

### 相关研究:

迈向多方共赢的第一步 2017-01-13

齐心协力，稳健发展 2016-11-01

曲折中继续前行 2016-09-02

联系人: 李飞

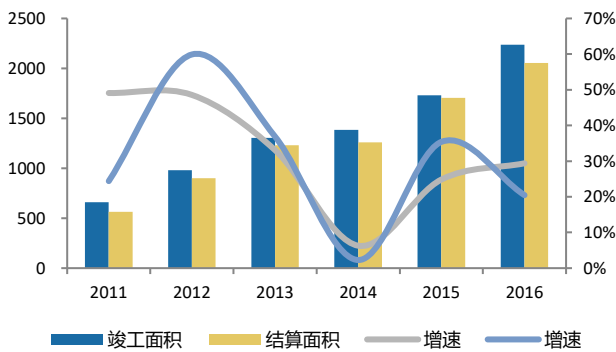
gflifei@gf.com.cn

## 业绩符合预期，毛利率继续企稳回升

2016年，万科实现营业收入2405亿元，同比增长23%，营业利润390亿元，同比增长18%，归母净利润210亿元，同比增长16%，每股收益1.90元，符合预期，利润分配拟10派7.9。

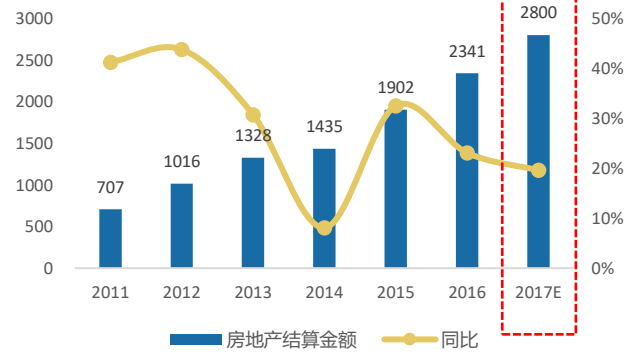
万科营业收入增长较快，源于竣工结算面积的增长和销售结算均价的上升，2016年实现房地产竣工面积2237万平方米、结算面积2053万平方米，同比分别增长29%、20%；同时，2016年的结算均价11403元/平方米，同比上升2.2%。展望未来，根据年报披露，2017年万科预计实现房地产竣工面积2448万平方米，预计同比增长9.4%；受益于过去三年销售均价同比持续上升，预计2017年结算均价也将继续小幅增长，截至2016年年末，万科已售未结资源均价为12205元/平方米，同比增长4.5%。综合预收账款余额的规模变动，我们预计，2017年万科房地产结算收入同比2016年将有20%左右的增长，约为2800亿元。

图1: 万科竣工和结算面积 (万平方米)



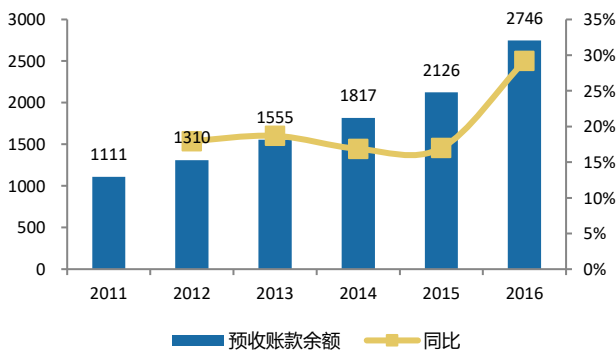
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2: 万科房地产结算金额 (亿元)



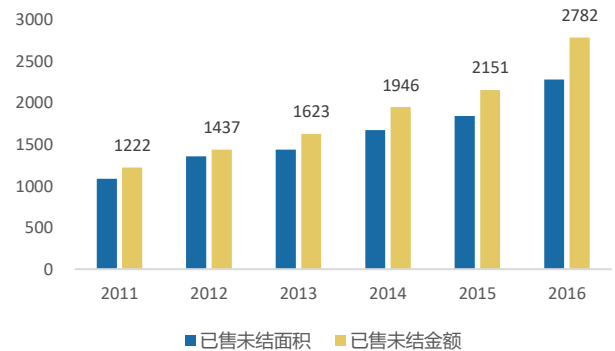
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3: 万科预收账款余额 (亿元)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

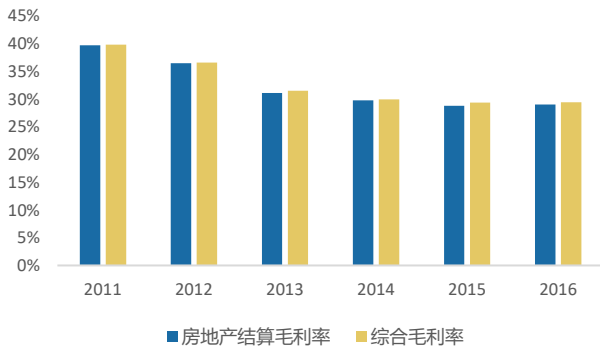
图4: 万科已售未结资源 (万平方米、亿元)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

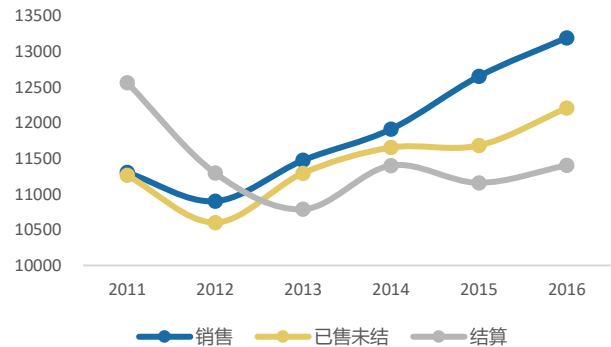
报告期内，万科房地产结算毛利率企稳并小幅回升，2016年为29.03%（未扣除营业税金及附加），较2015年的28.75%微升0.28个百分点，我们认为，随着万科销售均价以及已售未结资源均价增长，未来结算毛利率将会继续回升。同时，万科的销售和管理费用率继续保持低位稳定，在事业合伙人机制下，各个业务条线都更注重成本费用的管控。

图5: 万科房地产结算和综合毛利率



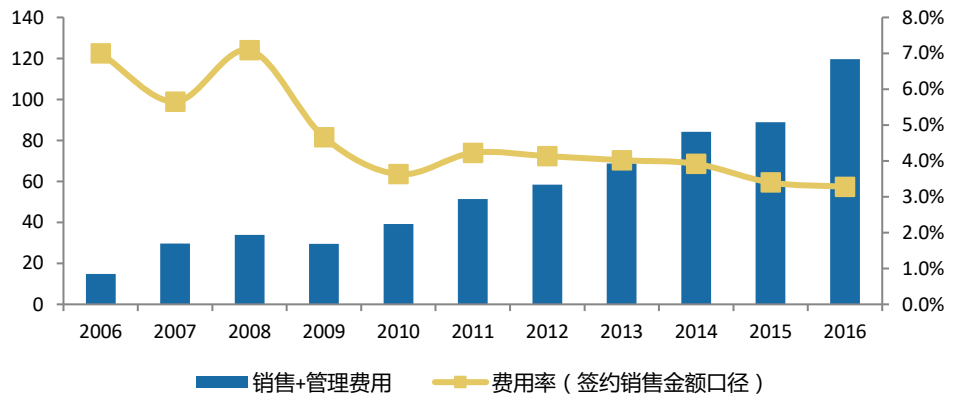
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6: 万科销售、已售未结和结算均价（元/平米）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

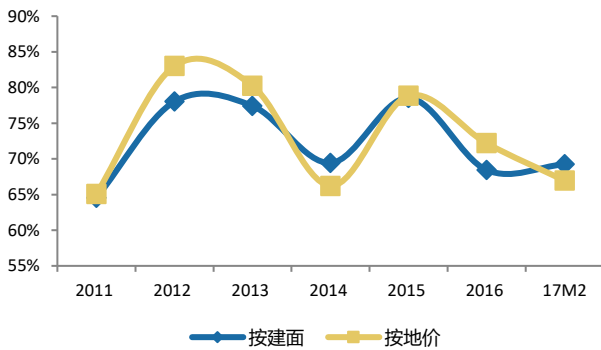
图7: 万科销售和管理费用（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

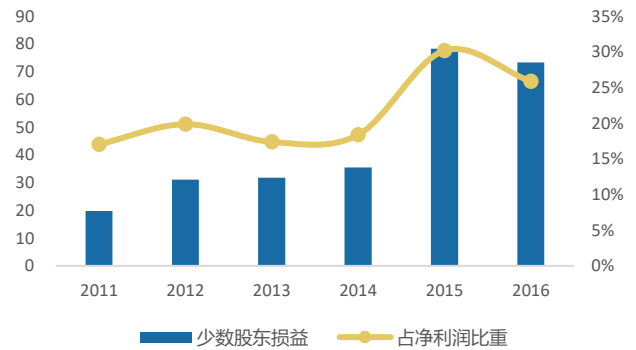
报告期内，万科归母净利润增速略低于营业利润增速，主要是因为实际所得税税率上升4.5个百分点至27.8%。而少数股东损益占净利润的比重则有所下降，从2015年的30.2%，下降至25.8%，从万科披露的拿地权益数据来看，近年来自身的权益占比大约在65%-80%之间（对应少数股东权益占比在20%-35%之间），我们预计未来万科的少数股东损益及其占净利润的比重，仍将维持在这一区间，这也是行业进入白银时代以及土地价格居高不下的背景下，万科寻求更多的合作开发、联合开发（特别是在存量土地市场）的自然结果。

图8: 万科拿地自身权益占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图9: 万科少数股东损益 (亿元)

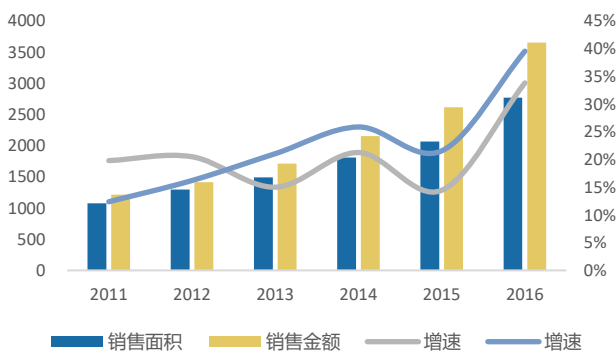


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 销售保持领先、投资审慎合理, 受益行业集中度提升

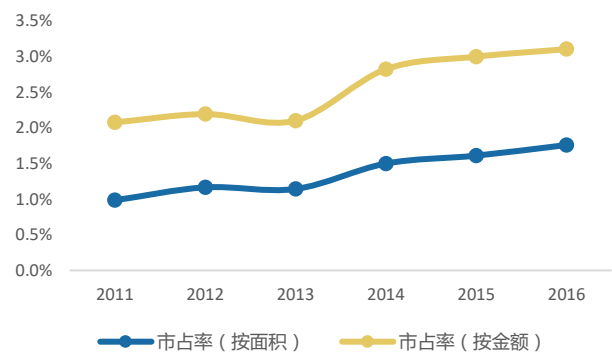
2016年全年, 万科实现地产销售面积2765万平方米, 同比增长34%, 销售金额3648亿元, 排名全国第2, 同比增长40%, 市场占有率按面积升至1.8%、按金额则升至3.1%。2017年1-2月, 万科实现地产销售金额866亿元, 同比增长108%, 这个数字超过了去年排名12名之后的房企2016年全年的销售规模, 行业集中度快速提升可见一斑, 作为行业龙头之一, 在市场整体政策环境收紧的情况下, 万科在融资、拓地、营销等方面, 相对优势反而会更加明显。

图10: 万科房地产销售规模 (万平方米、亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

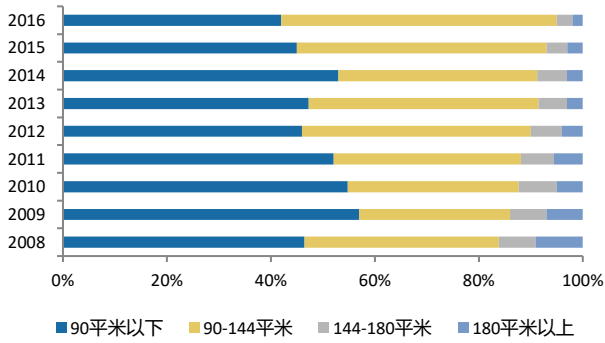
图11: 万科房地产销售全国市占率



数据来源: 公司公告, 统计局, 广发证券发展研究中心

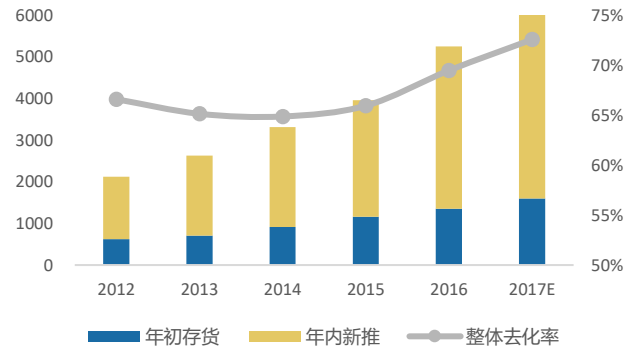
我们预计, 万科今年年初结转存货规模约1200万平方米, 今年新推货规模约3500万平方米, 按照去年全年1.32万元/平米的销售均价计算, 2017年全年可售货值合计约6200亿元, 假设73%的去化率, 预计2017年万科销售规模约4500亿元, 同比增长23%左右。

图12: 万科住宅销售户型结构分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

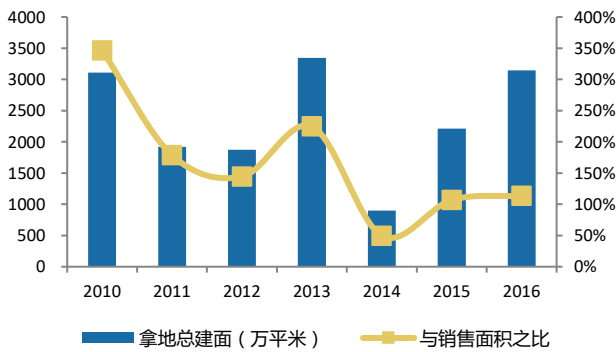
图13: 万科年度可售货值分拆及测算 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

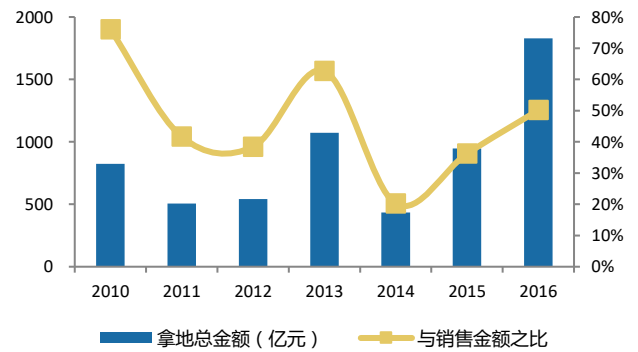
土地投资方面, 万科加大了补库存的力度, 特别是在下半年, 2016年全年拿地总建面约3145万平方米, 仅次于2013年水平, 是销售面积的114%, 拿地总地价为1829亿元, 与销售金额之比超过50%, 是近两年最高水平。从区域布局来看, 万科继续聚焦主流城市主流区域, 特别是加大了对二线城市土地投资力度, 建面占比和金额占比分别为81%和71%, 创2010年以来的新高。

图14: 万科拿地建面及其与销售建面之比



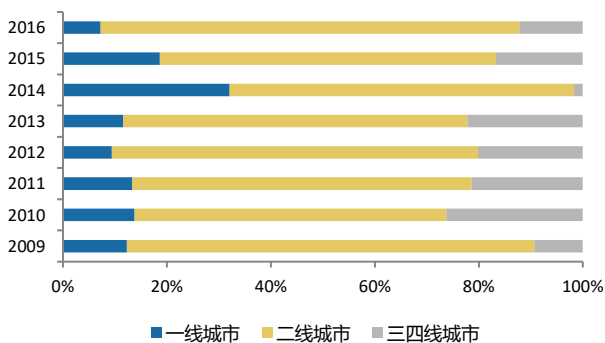
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 万科拿地金额及其与销售金额之比



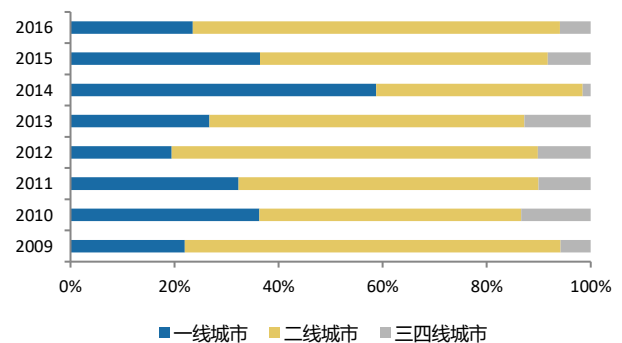
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图16: 万科拿地城市分布 (按建面)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图17: 万科拿地城市分布 (按地价)

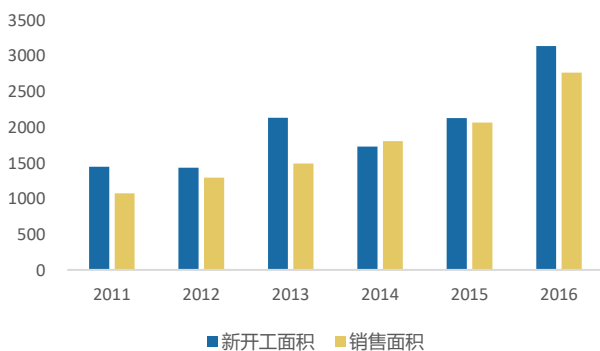


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

我们预计，2017年万科对土地市场态度仍将较为积极，聚焦城市经济圈，深耕现有城市（已进入65个城市），尽管土地价格从目前来看没有下降，但溢价率有所回落，并且从财务的角度看，万科有能力也有空间适当提高杠杆水平，审慎合理地获取可持续增长所需要的土地储备资源，特别是在存量土地市场的合作机会，万科将会积极关注。

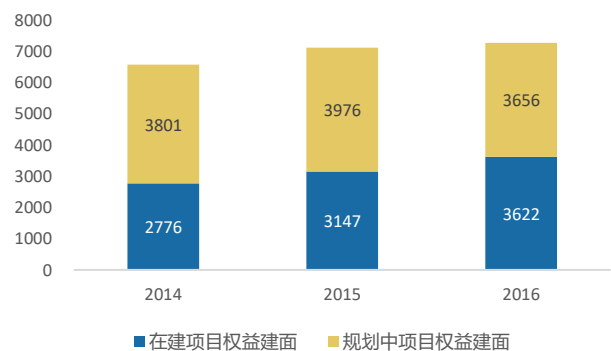
新开工方面，2016年全年万科新开工面积3137万平方米，同比增长48%，较年初计划增长43%，也超过了全年的销售面积2765万平方米。尽管2017年万科计划新开工2924万平方米，略有下降，不过目前公司整体在可开发资源充足，规划中和在建项目权益建面合计近7300万平方米，基本可以保障未来2-3年的开发需求。

图18: 万科新开工面积与销售面积比较



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图19: 万科年末土地资源权益建面 (万平方米)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 转型之路越走越宽，城市配套服务持续发展

万科在2014年年报中正式提出未来十年的发展版图为“三好住宅”+“城市配套服务商”，在住宅业务板块持续保持领先的同时，向“城市配套服务商”的转型之路也越走越宽，几大业务板块都在过去的三年中获得了长足的发展。

物业管理方面，截至2016年H1末，万科物业的合同管理面积达到2.67亿平米，并且，万科物业蝉联中国指数研究院发布的“2016中国物业服务百强企业综合实力TOP100”第一名。2016年全年，万科物业服务合并报表收入42.6亿元，同比上升43%，毛利率（未扣除营业税金及附加）为22%，保持高位稳定。

表1: 2016中国物业服务百强企业综合实力TOP10

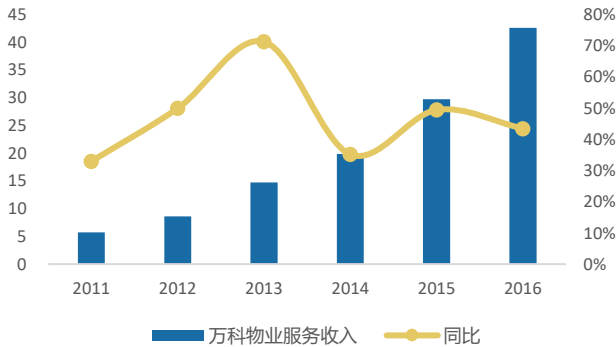
序号	单位名称
1	万科物业发展有限公司
2	绿城物业服务集团有限公司
3	保利物业管理有限公司
4	长城物业集团股份有限公司
5	广东碧桂园物业服务股份有限公司



6	中海物业集团有限公司
7	彩生活服务集团有限公司
8	万达物业管理有限公司
9	金科物业服务集团有限公司
10	深圳市金地物业管理有限公司

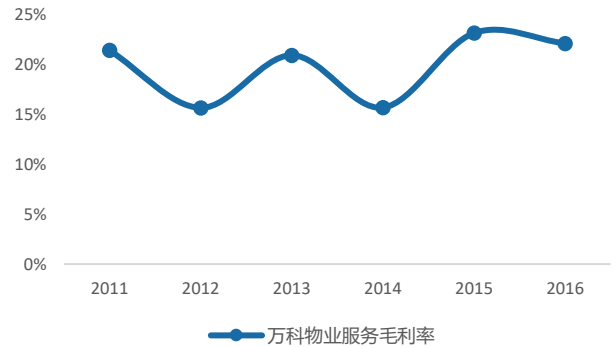
数据来源：中国指数研究院，广发证券发展研究中心

图20: 万科物业服务收入 (亿元)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

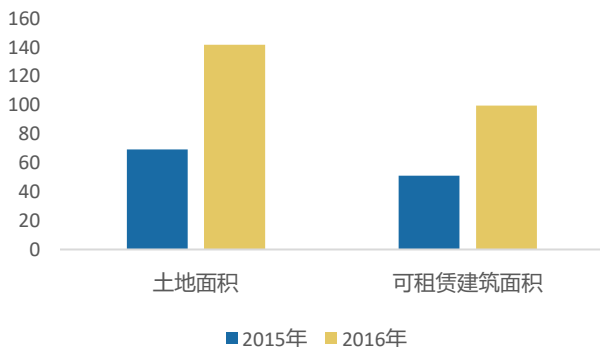
图21: 万科物业服务毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

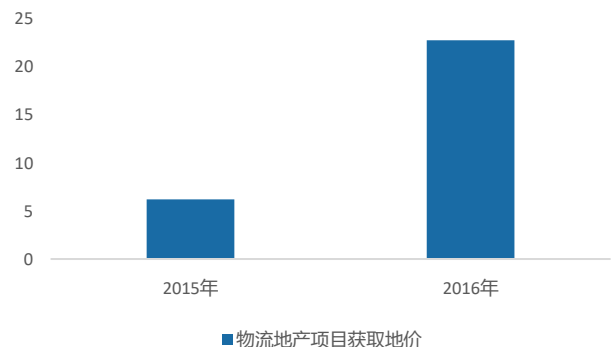
物流地产方面，万科秉承“聚焦大客户，聚焦重点城市，主打高标库产品”的战略，持续稳健扩张。截至2016年年末，万科物流地产累计获取18个项目，总建面约150万平米，其中2016年新获取项目10个，新增建面100万平米，项目拓展投资超过20亿元。

图22: 万科物流地产项目获取情况 (万平方米)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图23: 万科物流地产项目获取地价 (亿元)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

商业地产方面，万科通过与部分合作方组成的联合收购平台收购了印力集团96.55%股权，并在今年3月正式将印力集团定位为万科商业开发和管理平台。与此同时，万科也将联合其他合作方共同组建两支专业商业地产投资基金，并将公司所拥有的商业地产项目（含在建和已完工项目）中的42个项目的部分或全部权益转让

给投资基金，投资基金各参与方同意，委托印力集团或其下属公司运营管理标的资产包。商业地产是与万科各项业务存在广泛的协同效应，也是城市配套服务商不可或缺的业务板块，未来万科将依托印力集团成熟的商业开发和经营管理能力、以及大量长期稳定的优质客户资源，继续发展商业地产业务。

表 2: 万科已开业商业广场项目

项目名称	所处商圈	商业面积 (万平方米)	开业时间	项目简介
上海七宝 万科广场	闵行区七宝	9.0	2016 年 11 月	定位上海西南娱乐体验购物公园，同时也是首个以万科命名的商业中心。项目由地上 5 层和地下 3 层组成，配备 1500 余个车位，囊括零售、餐饮、娱乐、影院、儿童、文化等多业态同时打造运动主题空间。
宁波 1902 广场	镇海区庄市	7.6	2016 年 10 月	项目由地上 4 层加地下 1 层组成，是宁波万科转型城市服务配套商精工力作。项目定位宁波中心北区域级购物中心，是集购物、餐饮、休闲、娱乐于一体的一站式购物广场商业综合体。
贵阳万科 广场	花溪区黄河路	6.6	2016 年 9 月	项目由地面 5 层加地下 2 层组成，配有 1000 个车位，是集超市、影院、亲子、餐饮、购物、娱乐、运动、文化为一体的情景式欢乐主题购物中心，致力为顾客缔造一个充满欢声笑语的生活空间。
北京住总 万科广场	大兴区旧宫	6.3	2016 年 5 月	项目由地上 5 层加地下 2 层组成，拥有 588 个车位，定位中高端社区，目标群体为都市中产阶级，项目将“体验式”逛街模式融入每一个商业版块，是聚合时尚百货、大型超市、品牌餐饮、星级影院的“全家庭一站式生活广场”。

数据来源：赢商网，万科官网，广发证券发展研究中心

在其他业务方面，包括长租公寓（万科“泊寓”品牌）、社区养老（杭州随园嘉树项目）、滑雪业务（教育营地类）业务都有不同程度的进展。整体来看，围绕“城市配套服务商”的转型方向，依托于自身品牌、资源、运营管理能力等优势，万科不仅向城市居民提供有品质的住房产品，同时更多地提供全方位的配套服务，转型发展之路越走越宽。

## 财务状况稳健，引入重要股东深圳地铁集团

截至报告期末，万科在手货币资金870亿元，短期有息负债合计434亿元，覆盖率超过200%，净负债率虽然有所上升，但仅为26%，依然处于行业较低水平，财务状况十分稳健。2016年全年，万科经营活动现金流流入2865亿元，净额则高达396亿元，自2009年以来连续第8年实现净流入，销售回款率超过95%。融资成本方面，万科继续保持行业领先优势，报告期内各类票据融资年成本均低于4%。

表3: 万科票据融资情况

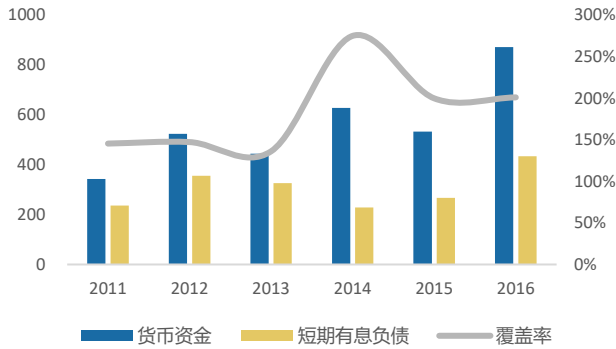
时间	融资工具	融资规模	期限	年利率
2016 年上半年	中期票据第一期	15 亿人民币	5 年	3.20%
2016 年上半年	中期票据第二期	15 亿人民币	5 年	3.20%



2016年4月	定息票据	36.5亿港币	3年	2.50%
2016年10月	定息票据	2.2亿美元	5年	2.95%
2016年12月	定息票据	6亿美元	3年	3.95%

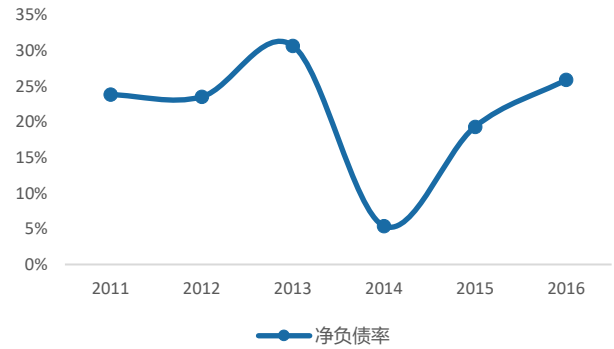
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图24：万科货币资金与短期有息负债（亿元）



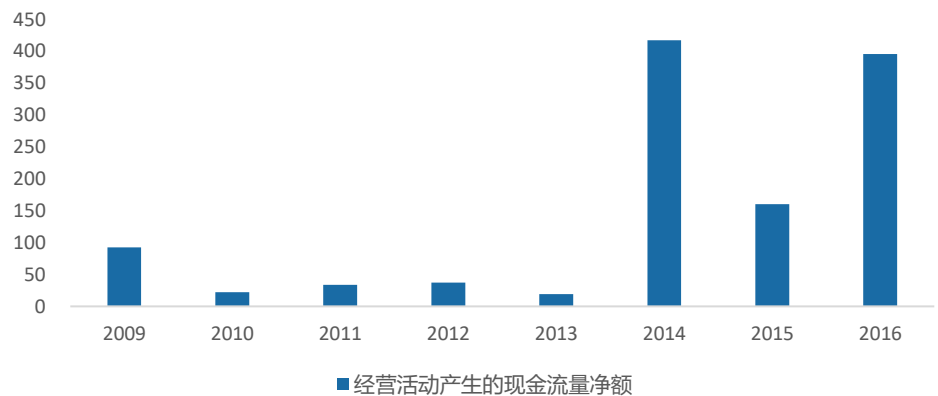
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：万科净负债率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：万科经营活动现金流净流入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2017年1月，深圳地铁集团以协议受让的方式受让公司15.31%股份，成为公司重要股东，为双方共同探索TOD模式奠定了良好的基础。在核心城市土地供应日益稀缺的背景下，万科也将继续携手合作方，积极探索包括“轨道+物业”、城市产业升级在内的各类资源获取和开发模式，实现可持续发展。

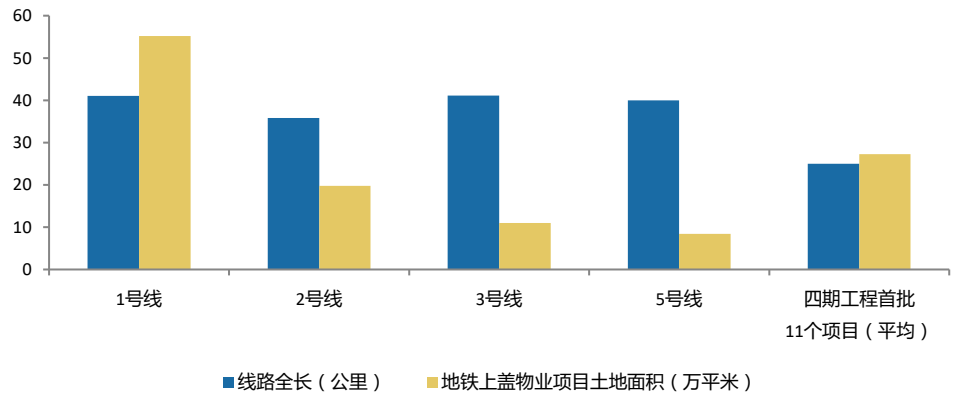
表4：深圳地铁集团承建深圳市地铁线路情况

工程项目	规划地铁线路	当前状态	总投资(亿元)	线路里程(公里)
二期工程项目	1、2、3、5号线等	已开始运营	847	158
三期工程项目	6、7、8、9、11号线等	2012年开始承建	2000	257

四期工程 第一批项目	6号线支线、8号线东延线、10号线南延线、11号线东延线、12、13、14、15、16、17、20号线等	2016年开始承建	1647 (预期)	275
四期工程 第二批项目	笋岗线、107线、中轴线、宝龙线、19号线、8号线与16号线连接线、8号线二期延长至新大集散中心等	待定	1028 (预期)	171
小计			5522	861

数据来源：深圳地铁集团官网，广发证券发展研究中心

图27：深圳地铁集团承建地铁公里数与地铁上盖物业已获取规模



数据来源：地铁集团年报，广发证券发展研究中心，四期工程为预计值

## 盈利预测与投资评级

万科在2016年首次跻身《财富》世界500强，排名地356位。住宅业务方面保持行业领先地位，未来必将充分受益于行业集中度的快速提升。同时，在物业服务、物流地产、商业地产、长租公寓、养老地产等城市配套服务方面，也不断取得新的发展。引入重要股东深圳地铁集团之后，“轨交+物业”发展模式也有助于万科获得可持续发展的稀缺土地资源，进一步拓展城市配套服务商的业务边界。事业合伙人制度的稳定运行，也将继续激发公司持续增长的活力。我们预计，公司17、18年EPS分别为2.27、2.62元，维持“谨慎增持”评级。

## 风险提示

行业受到政策调控，公司销售低于预期。土地价格上升使得利润和规模的平衡难度更大。

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>547,024</b>	<b>721,295</b>	<b>772,255</b>	<b>854,974</b>	<b>924,994</b>
货币资金	53,180	87,032	66,000	76,000	88,000
应收及预付	117,643	157,773	169,614	181,214	194,014
存货	368,122	467,361	527,971	589,090	634,310
其他流动资产	8,079	9,129	8,671	8,671	8,671
<b>非流动资产</b>	<b>64,271</b>	<b>109,379</b>	<b>146,580</b>	<b>201,551</b>	<b>283,089</b>
长期股权投资	33,503	61,702	96,206	148,061	225,978
固定资产	4,917	6,811	8,173	9,808	11,769
在建工程	598	765	2,323	4,053	6,001
无形资产	1,695	2,422	2,422	2,422	2,422
其他长期资产	23,557	37,678	37,456	37,208	36,919
<b>资产总计</b>	<b>611,296</b>	<b>830,674</b>	<b>918,836</b>	<b>1,056,525</b>	<b>1,208,083</b>
<b>流动负债</b>	<b>420,062</b>	<b>579,998</b>	<b>651,915</b>	<b>728,300</b>	<b>836,306</b>
短期借款	1,900	16,577	5,414	12,142	10,001
应付及预收	393,415	536,649	607,017	689,152	784,204
其他流动负债	24,746	26,773	39,484	27,006	42,100
<b>非流动负债</b>	<b>54,924</b>	<b>88,999</b>	<b>72,631</b>	<b>95,810</b>	<b>95,585</b>
长期借款	33,829	56,406	38,579	60,143	58,049
应付债券	19,016	29,108	29,108	29,108	29,108
其他非流动负债	2,080	3,485	4,943	6,558	8,428
<b>负债合计</b>	<b>474,986</b>	<b>668,998</b>	<b>724,546</b>	<b>824,109</b>	<b>931,890</b>
股本	11,052	11,039	11,039	11,039	11,039
资本公积	8,175	8,268	13,286	19,081	25,735
留存收益	80,667	93,741	113,811	136,992	163,608
归属母公司股东权益	100,184	113,445	138,135	167,112	200,382
少数股东权益	36,126	48,232	56,154	65,304	75,811
<b>负债和股东权益</b>	<b>611,296</b>	<b>830,674</b>	<b>918,836</b>	<b>1,056,525</b>	<b>1,208,083</b>

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>195,549</b>	<b>240,477</b>	<b>285,720</b>	<b>327,382</b>	<b>379,542</b>
营业成本	138,151	169,742	201,373	230,841	267,730
营业税金及附加	17,980	21,979	29,743	34,036	41,020
销售费用	4,138	5,161	5,721	6,604	7,007
管理费用	4,745	6,801	7,398	8,160	8,594
财务费用	478	1,592	1,646	1,713	1,762
资产减值损失	496	1,193	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3,562	5,014	4,936	5,003	5,182
<b>营业利润</b>	<b>33,123</b>	<b>39,024</b>	<b>44,775</b>	<b>51,032</b>	<b>58,611</b>
营业外收入	855	398	0	0	0
营业外支出	176	168	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>33,803</b>	<b>39,254</b>	<b>44,775</b>	<b>51,032</b>	<b>58,611</b>
所得税	7,853	10,903	11,766	12,905	14,834
<b>净利润</b>	<b>25,949</b>	<b>28,350</b>	<b>33,009</b>	<b>38,127</b>	<b>43,777</b>
少数股东损益	7,830	7,328	7,922	9,150	10,506
<b>归属母公司净利润</b>	<b>18,119</b>	<b>21,023</b>	<b>25,087</b>	<b>28,976</b>	<b>33,270</b>
EBITDA	31,154	37,943	42,384	48,820	56,485
EPS (元)	1.64	1.90	2.27	2.62	3.01

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,046</b>	<b>39,566</b>	<b>35,737</b>	<b>50,954</b>	<b>85,212</b>
净利润	25,949	28,350	33,009	38,127	43,777
折旧摊销	620	1,149	899	1,079	1,295
营运资金变动	-17,193	3,864	-2,082	9,416	37,032
其它	6,671	6,203	3,911	2,333	3,108
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20,947</b>	<b>-43,389</b>	<b>-36,277</b>	<b>-52,545</b>	<b>-79,235</b>
资本支出	-2,063	-2,147	-7,061	-6,404	-7,558
投资变动	-8,786	-25,699	-29,216	-46,141	-71,677
其他	-10,098	-15,543	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5,104</b>	<b>31,297</b>	<b>-20,492</b>	<b>11,591</b>	<b>6,023</b>
银行借款	22,910	68,775	27,072	60,712	50,007
债券融资	-17,104	-27,180	-43,350	-44,899	-39,148
股权融资	4,296	9,735	0	0	0
其他	-15,206	-20,033	-4,214	-4,222	-4,836
<b>现金净增加额</b>	<b>-9,906</b>	<b>27,742</b>	<b>-21,032</b>	<b>10,000</b>	<b>12,000</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>61,653</b>	<b>51,748</b>	<b>79,490</b>	<b>58,458</b>	<b>68,458</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>51,748</b>	<b>79,490</b>	<b>58,458</b>	<b>68,458</b>	<b>80,458</b>

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	33.6%	23.0%	18.8%	14.6%	15.9%
营业利润增长	32.6%	17.8%	14.7%	14.0%	14.9%
归属母公司净利润增长	15.1%	16.0%	19.3%	15.5%	14.8%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	29.4%	29.4%	29.5%	29.5%	29.5%
净利率	13.3%	11.8%	11.6%	11.6%	11.5%
ROE	18.1%	18.5%	18.2%	17.3%	16.6%
ROIC	18.1%	18.7%	20.9%	25.4%	38.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	77.7%	80.5%	78.9%	78.0%	77.1%
净负债比率	19.3%	25.9%	24.0%	22.5%	18.6%
流动比率	1.30	1.24	1.18	1.17	1.11
速动比率	0.33	0.35	0.29	0.29	0.27
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.35	0.33	0.33	0.33	0.34
应收账款周转率	88.79	104.88	46.01	23.15	16.99
存货周转率	0.40	0.41	0.40	0.41	0.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.64	1.90	2.27	2.62	3.01
每股经营现金流	1.45	3.58	3.24	4.62	7.72
每股净资产	9.07	10.28	12.51	15.14	18.15
<b>估值比率</b>					
P/E	13.1	11.3	9.5	8.2	7.1
P/B	2.4	2.1	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.8	8.2	6.7	5.9	5.1

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。