2017 年 07 月 24 日
证券研究报告•公司研究报告
金地集团（600383） 房地产

买入（首次）
当前价：12.67 元
目标价：16.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

险资入股不改初心，蝶变焕发回归成长

投资要点

- **产品契合市场需求，销售持续超预期。**2011-2012 年公司最初推出的 4 大产品系列定位偏高端，2013 年推出格林、社区商业系列面向城市大众，使得公司年销售增长额首次达到 100 亿元以上水平。2014-2015 年，又推出未来系列和风华系列，分别代表不同生活方式的创新方向。原有的丰富产品线加上紧贴市场需求的创新产品，使得销售持续超预期。2016 年公司房地产项目实现销售金额 1006.3 亿元，销售面积 658.2 万平方米，分别同比增长 63%和 48%，较好地完成了销售目标，行业销售排名上升一位至第 12 位。公司 2017 年可售货值约 1800 亿元（去年转存 600 亿货值+今年新推 1200 亿货值），公司 2017 年上半年销售金额为 703.4 亿元，预计全年销售金额有望超 1400 亿元，同比增速超 40%。

- **拿地积极，扩张态势明朗。**公司 2016 年全年共获取 33 个项目，新增土地储备计容建面约 533 万平方米；截止 2016 年末，公司总土地储备约 2950 万平方米，权益土地储备约 1500 万平方米，足够未来两到三年开发。2017 年上半年，公司又新获取 30 个项目，新增土地储备计容建面约 416 万平方米，同比增长 87.7%，拿地面积接近去年全年水平，主要瞄准二线城市，拿地面积占比达到 77%，三线城市则聚焦长三角和珠三角区域，布局强三线城市。

- **预计净利率将继续提升，负债结构持续优化。**2016 年净利率 15.5%达到近五年最高，毛利率 29.3%也达到近四年最高。2016 年全国主要城市房价都有不同程度的上涨，而结算项目地价已经锁定，预计 2017 年结算毛利率和净利率将继续提升。公司 2016 年的期间费率 4.8%达到公司上市以来的最低点。2016 年末，公司净负债率为 28.4%，债务融资加权平均成本仅为 4.5%。随着公司销售规模的持续扩大，整体融资成本仍处于相对低位，公司 2017 年的期间费率有望进一步下降，负债结构持续优化。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.64 元、1.98 元和 2.35 元，未来三年归母净利润复合增速有望达到 19%，当前股价对应的动态市盈率分别为 8 倍、6 倍和 5 倍。公司是低估值龙头的代表，分红率处于行业较高水平，首次覆盖，给予“买入”评级。按 2017 年 10 倍 PE，目标价 16.00 元。

- **风险提示：**房地产调控风险；项目进度或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	55508.50	73981.88	93916.70	114194.04
增长率	69.43%	33.28%	26.95%	21.59%
归属母公司净利润（百万元）	6300.46	7395.49	8934.34	10586.32
增长率	96.87%	17.38%	20.81%	18.49%
每股收益 EPS（元）	1.40	1.64	1.98	2.35
净资产收益率 ROE	16.15%	16.43%	17.07%	17.37%
PE	9	8	6	5
PB	1.08	0.93	0.80	0.69

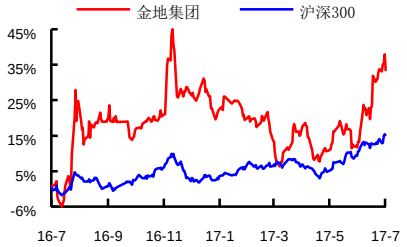
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

分析师：王立洲
执业证号：S1250514080001
电话：023-67914902
邮箱：wanglz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.14
流通 A 股(亿股)	45.05
52 周内股价区间(元)	9.54-14.67
总市值(亿元)	571.88
总资产(亿元)	1634.60
每股净资产(元)	8.48

相关研究

目 录

1 公司概况：老牌龙头房企焕发新生.....1
2 产品契合市场需求，销售持续超预期.....2
3 拿地积极，扩张态势明朗.....5
4 预计净利率将继续提升，负债结构持续优化.....7
5 盈利预测与估值.....8
6 风险提示.....9

图 目 录

图 1：公司销售规模扩张历程 1
图 2：公司股权结构图 2
图 3：公司 8 大产品系列 2
图 4：公司近五年房地产销售金额及同比增速 3
图 5：公司近五年房地产销售单价及同比增速 3
图 6：2016 年销售单价（万元） 3
图 7：2016 年销售单价同比增速 4
图 8：2017 年权益可售货值（亿元） 4
图 9：2017 年权益可售面积分布 4
图 10：2017 年权益可售货值分布 4
图 11：2017 年上半年新增土地储备各线城市占比 5
图 12：部分城市楼面地价对比（单位：元） 5
图 13：各线城市新增土地储备面积对比（单位：万平方米） 6
图 14：2016 年新增土地储备各线城市占比 6
图 15：金地工业区更新单元位置示意图 7
图 16：公司近五年 ROE（摊薄） 7
图 17：公司近五年净利率 7
图 18：公司近五年三项费率 8
图 19：公司近五年负债水平 8

表 目 录

表 1：公司 2016 和 2015 新增拿地情况对比 5
表 2：公司近三年股利支付率和股息率横向对比 8
表 3：分业务收入及毛利率预测 9
附表：财务预测与估值 10

1 公司概况：老牌龙头房企焕发新生

金地集团创立于 1988 年，总部位于中国深圳，1993 年开始涉足房地产业务，2001 年在上海证券交易所挂牌上市，代码：600383.SH。近 30 年来，金地集团已经将业务拓展到住宅开发与销售及装修、商用地产开发与销售及持有运营、房地产金融、物业服务与社区经营、以网球为特色的国际教育及体育产业运营等多个领域。

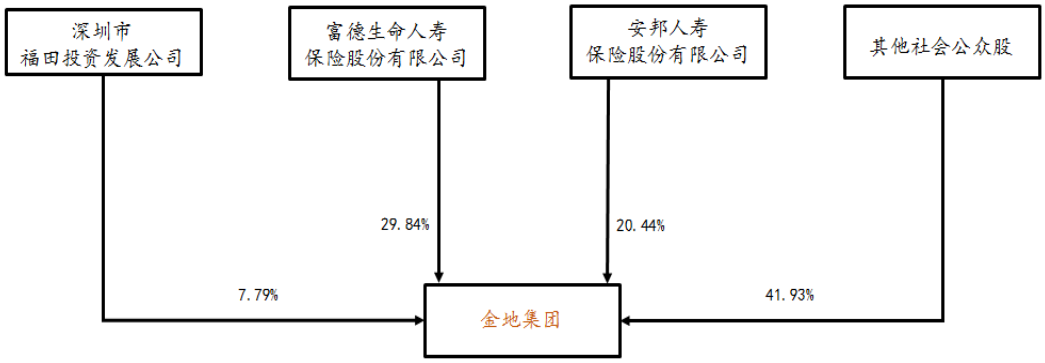
战略方面，公司将继续坚持深耕广拓，做大做强主营业务，同时积极探索和实践地产新业务及多元化业务，继续开拓国际市场，坚持全球化战略。公司 2016 年实现营业收入 555 亿元，同比增长 69.4%；归属母公司股东净利润 63 亿元，同比增长 96.9%。公司在 2016 年实现了销售规模跨越千亿的增长目标。住宅地产开发业务目前已形成华南、华东、华北、华中、西北、东北、东南 7 大区域的全国化布局，精耕包括北京、上海、广州、深圳、杭州、长沙、南京、长沙、昆明、苏州、扬州等全国 34 座城市。公司旗下拥有北京金地中心、深圳威新科技园、西安金地中心等商业物业，可供出租的商业与写字楼面积约 29 万平方米，金地工业区另有约 4 万平方米物业可供出租。

图 1：公司销售规模扩张历程

数据来源：公司公告，西南证券整理

金地集团目前没有实际控制人，第一大股东为富德生命人寿保险股份有限公司。富德生命人寿保险股份有限公司成立于 2002 年，是一家全国性的专业寿险公司，也是一家持有全投资牌照的保险机构，长期为客户提供包括人寿保险、年金保险、意外保险和健康保险在内的全方位保险业务。富德生命人寿通过其持有的“万能 H”、“万能 G”以及“分红”三个账户共持有金地集团 29.8%的股份。

图 2：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 产品契合市场需求，销售持续超预期

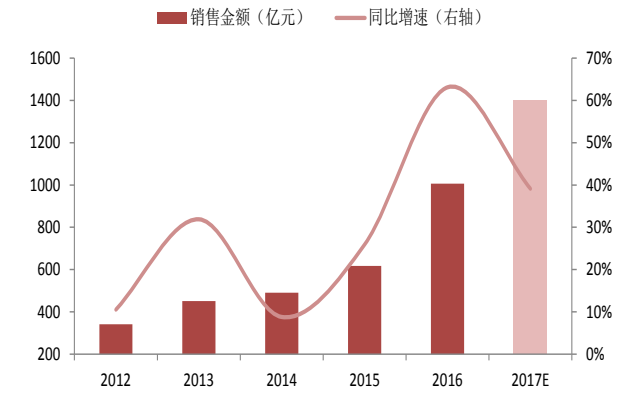
金地自 2011 年推出产品系列，从最初的褐石、名仕、世家、天境 4 大产品系列发展到如今的格林、褐石、名仕、天境、世家、风华、未来和社区商业等 8 大产品系列，基本覆盖各个阶层不同价值观客群的多样化需求。2011-2012 年公司最初推出的 4 大产品系列定位偏高端，2013 年推出格林、社区商业系列面向城市大众，使得公司年销售增长额首次达到 100 亿元以上水平。2014-2015 年，又推出未来系列和风华系列，分别代表不同生活方式的创新方向。公司还推出极公寓和优品宅两大类创新产品，极公寓是为城市青年人群打造面积紧凑而功能全面的小户型产品，而优品宅为改善型客户提供空间更舒适、性能更优异的高品质住宅。公司原有的丰富产品线加上紧贴市场需求的创新产品，使得销售持续超预期。

图 3：公司 8 大产品系列

数据来源：公司官网，西南证券整理

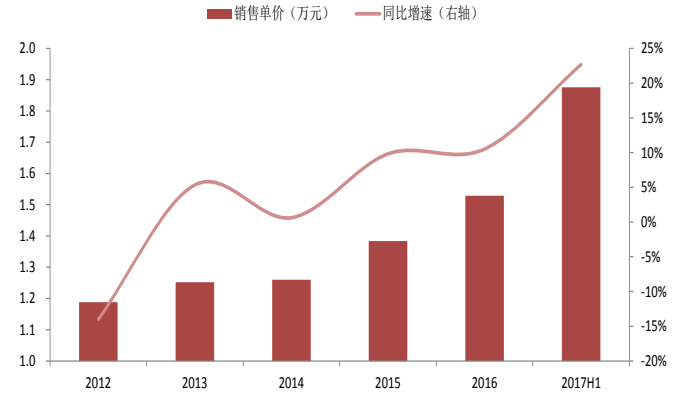
2016 年公司房地产项目实现销售金额 1006.3 亿元，销售面积 658.2 万平方米，分别同比增长 63%和 48%，较好地完成了销售目标，行业销售排名上升一位至第 12 位。公司 2017 年可售货值约 1800 亿元（去年转存 600 亿货值+今年新推 1200 亿货值），公司 2017 年上半年销售金额为 703.4 亿元，预计全年销售金额有望超 1400 亿元，同比增速超 40%。

图 4：公司近五年房地产销售金额及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司近五年房地产销售单价及同比增速

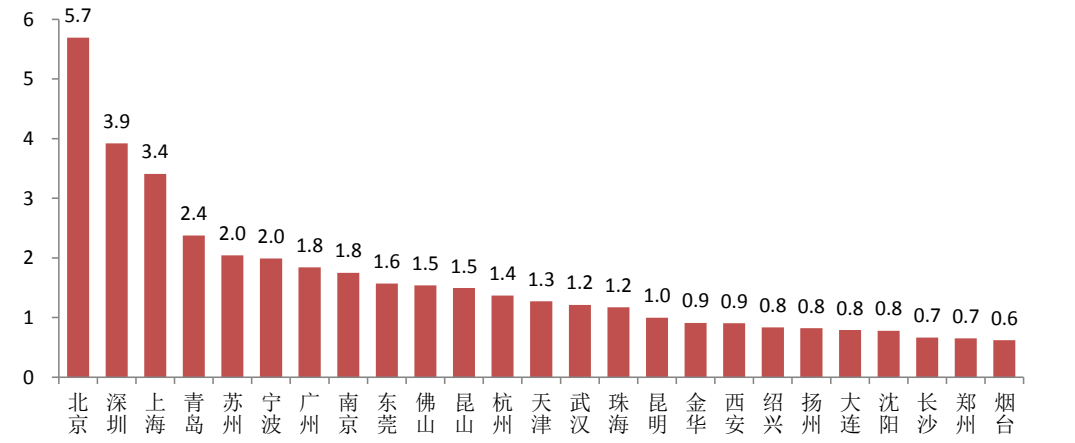


数据来源：公司公告，西南证券整理

从公司 2016 年和 2015 年销售单价对比来看，广州和北京单价涨幅最大，涨幅分别达到 121.7%和 80.6%，而上海、深圳、东莞、青岛和长沙等城市均有 30%以上的涨幅，但也有部分城市由于销售项目结构发生变化，销售单价出现不同程度下降。根据我们测算，公司 2017 年权益可售面积为 932.5 万平方米，权益可售货值为 1336.4 亿元。权益可售面积最大的城市分别是广州和西安，分别达到 244.8 万平方米和 173.3 万平方米；2017 年权益可售货值最大的城市分别是广州、西安和上海，分别达到 450.3 亿元、156.8 亿元和 156.2 亿元。一、二、三线城市权益可售面积占比分别为 33.7%、61.7%和 4.6%；一、二、三线城市权益可售货值占比分别为 52.9%、44.4%和 2.7%。

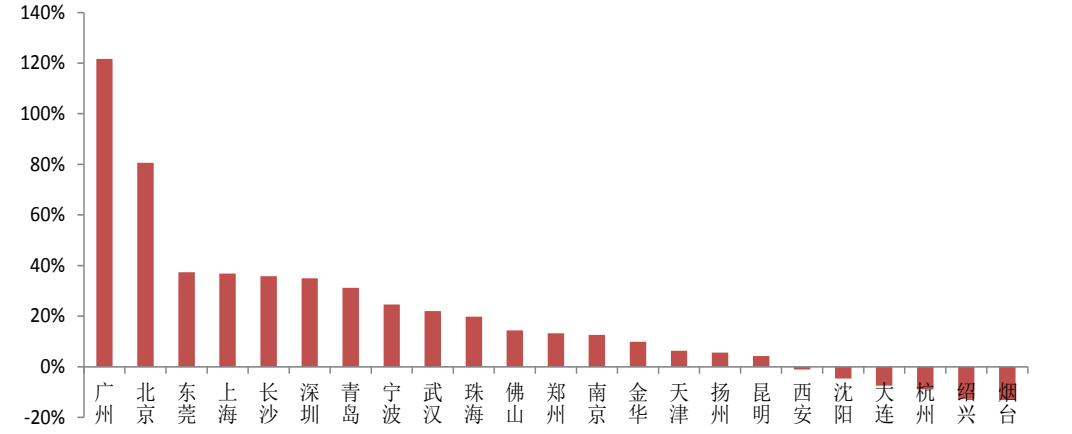
在公司项目布局城市中，广州 2016 年单价涨幅最大，权益可售面积也最大；西安权益可售面积排第二，而西安房价自 2017 年开始有加速上扬的趋势。这充分显示出公司项目布局的前瞻性和准确性，在房价上涨较多的城市拥有大量可售货值将助推公司 2017 年销售额迈上一个新的台阶。

图 6：2016 年销售单价（万元）



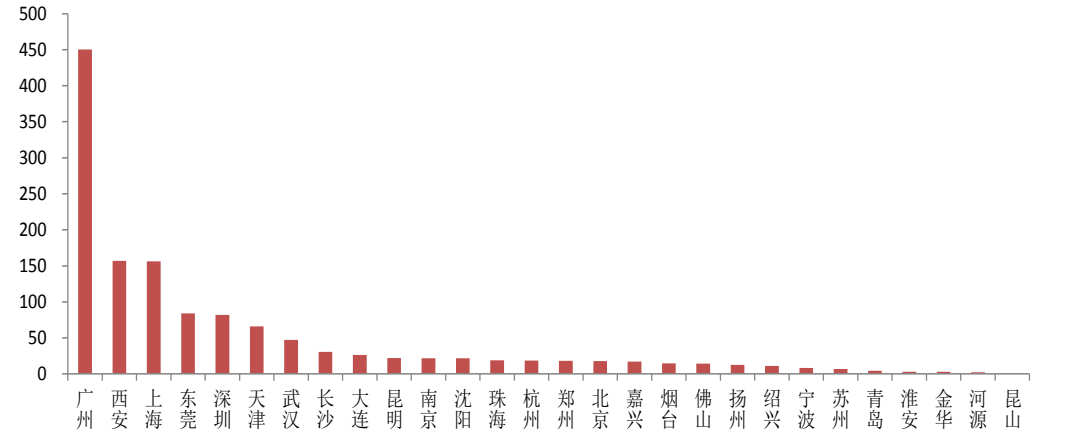
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2016 年销售单价同比增速



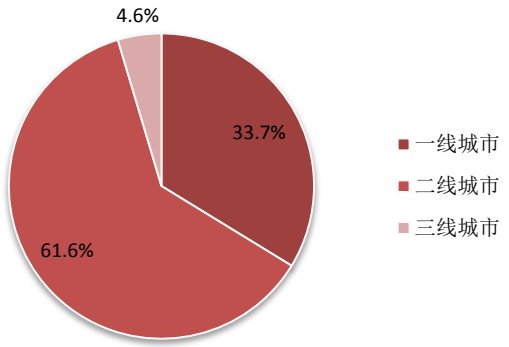
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2017 年权益可售货值（亿元）



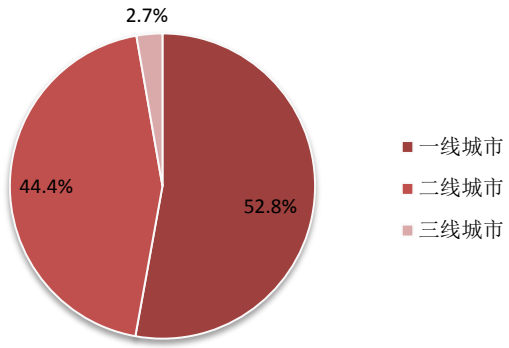
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2017 年权益可售面积分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2017 年权益可售货值分布

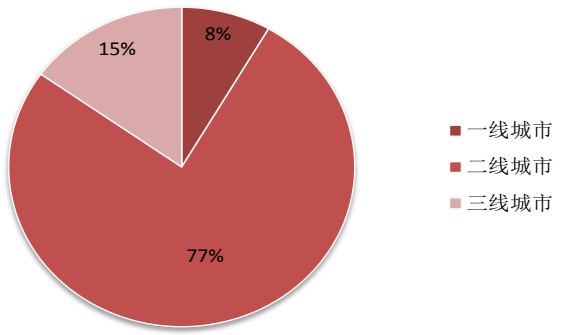


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 拿地积极，扩张态势明朗

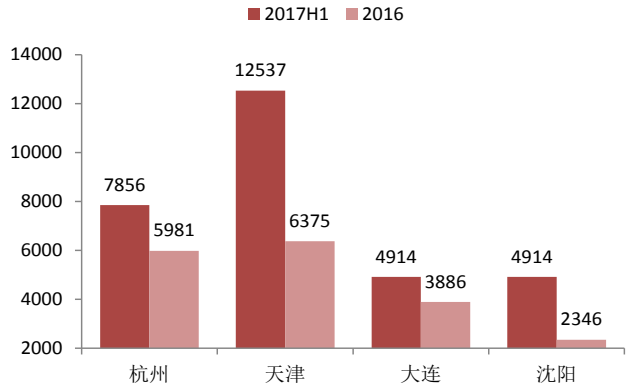
公司 2016 年全年共获取 33 个项目，新增土地储备计容建面约 533 万平方米；截止 2016 年末，公司总土地储备约 2950 万平方米，权益土地储备约 1500 万平方米，足够未来两到三年开发。2017 年上半年，公司又新获取 30 个项目，新增土地储备计容建面约 416 万平方米，同比增长 87.7%，拿地面积接近去年全年水平，拿地主要瞄准二线城市，拿地面积占比达到 77%，三线城市则聚焦长三角和珠三角区域，布局强三线城市。从 2016 年和 2017 年均有拿地的天津、杭州、大连和沈阳等城市来看，2017 年上半年这些城市的楼面地价均有不同程度的上涨。

图 11：2017 年上半年新增土地储备各线城市占比



注：土地储备面积为计容建面口径。数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：部分城市楼面地价对比（单位：元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

从公司 2015 和 2016 新增拿地情况对比可以看出，公司在 2016 年就加大了对二、三线城市的拿地力度。其中，二线城市是拿地主力，拿地权益可售面积达到 189.9 万平方米，同比增长 42.6%，占拿地总面积的 80%，其中在大连、沈阳、天津、郑州等城市都有不错的表现。三线城市主要是长三角和珠三角区域的强三线城市，拿地权益可售面积 34.2 万平方米，虽然同比增速达到 204.8%，但仅占拿地总面积的 14%。一线城市拿地权益可售面积 13.4 万平方米，同比下降 58.1%，因为一线城市地价上涨过快，公司保持理性，减少了在一线城市的拿地。

表 1：公司 2016 和 2015 新增拿地情况对比

	权益地价（亿元）			权益可售面积（万平方米）		
城市	2016	2015	同比增速	2016	2015	同比增速
北京	0.00	6.29	--	0.00	5.17	--
上海	35.47	39.17	-9.4%	13.35	26.65	-49.9%
一线城市合计	35.47	45.46	-22.0%	13.35	31.82	-58.1%
大连	8.41	2.37	254.8%	25.79	9.91	160.4%
东莞	12.13	6.65	82.5%	21.41	16.48	29.9%
杭州	4.93	8.24	-40.2%	7.19	6.51	10.4%
南京	4.77	11.14	-57.2%	2.09	19.64	-89.4%
宁波	0.00	7.95	--	0.00	9.53	--
沈阳	14.28	4.66	206.8%	64.60	17.79	263.2%
青岛	0.00	3.80	--	0.00	6.77	--

	权益地价（亿元）			权益可售面积（万平方米）		
城市	2016	2015	同比增速	2016	2015	同比增速
苏州	1.49	4.00	-62.7%	1.33	6.64	-80.0%
天津	67.68	3.71	1725.2%	35.39	9.19	285.3%
武汉	5.50	10.28	-46.5%	11.11	21.04	-47.2%
郑州	1.96	0.00	--	20.99	0.00	--
长沙	0.00	2.94	--	0.00	9.67	--
二线城市合计	121.15	65.72	84.3%	189.90	133.17	42.6%
淮安	0.00	0.95	--	0.00	7.96	--
河源	0.05	0.00	--	3.63	0.00	--
嘉兴	11.05	0.00	--	30.60	0.00	--
金华	0.00	0.93	--	0.00	3.27	--
三线城市合计	11.10	1.88	491.1%	34.22	11.23	204.8%
总计	**167.73**	**113.06**	**48.4%**	**237.48**	**176.22**	**34.8%**

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：各线城市新增土地储备面积对比（单位：万平方米）

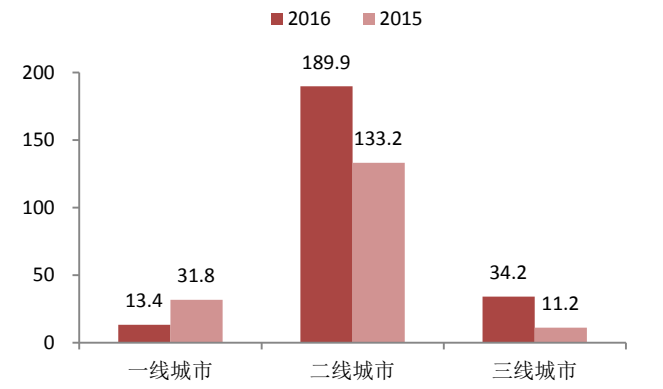
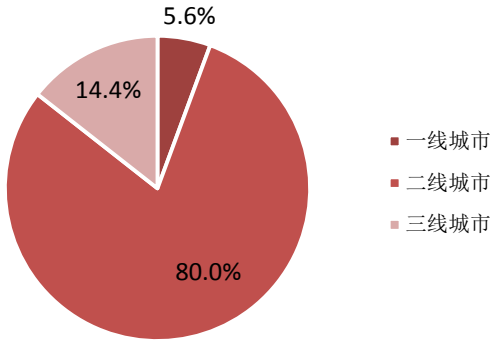


图 14：2016 年新增土地储备各线城市占比



注：图 13、14 土地储备面积均为权益可售面积口径。数据来源：公司公告，西南证券整理

发力深圳旧改

随着深圳的土地资源日益稀缺，通过城市更新对存量土地进行二次开发已经成为房企在深圳拿地的重要途径。金地近年来也积极参与其中。目前金地参与的主要是金地工业区旧改项目。

金地工业区城市更新单元的申报主体为深圳市金地新沙房地产开发有限公司，该公司为金地集团的合营公司。

金地工业区城市更新单元位于深圳市福田区金地-沙头片区，南依金地一路，东邻沙尾路，北靠福强路，西至沙嘴路。项目拟拆除重建用地面积 11.9 万平，开发建设用地面积 6.2 万平，计容总建筑面积 67.4 万平，将为公司在深圳贡献体量巨大的项目储备。其中包括住宅 25 万平（含保障性住房 5 万平），商业、办公及酒店合计 26.7 万平，商务公寓 12.5 万平，公共配套设施 3.3 万平，另允许设置 3.5 万平地下商业建筑面积。目前项目专项规划审批已经通过。

图 15：金地工业区更新单元位置示意图

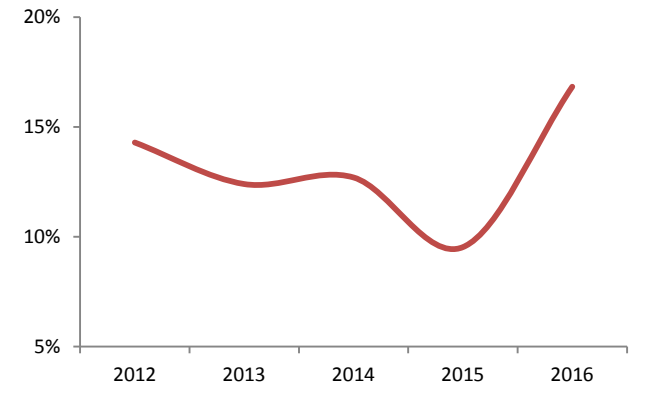
数据来源：深圳市规划和国土资源委员会福田管理局网站，西南证券整理

4 预计净利率将继续提升，负债结构持续优化

公司 2016 年的 ROE 为 16.8%，为近五年的最高值。公司 ROE 自 2010 年开始呈现下行趋势，并在 2015 年达到低点，2016 年 ROE 的逆袭甚至达到公司上市以来的最高点，显示出公司的盈利能力有了质的飞跃。从公司的毛利率和净利率同样可以印证这一点，2016 年净利率 15.5%达到近五年最高，毛利率 29.3%也达到近四年最高。2016 年全国主要城市房价都有不同程度的上涨，而结算项目地价已经锁定，预计 2017 年结算毛利率和净利率将继续提升。

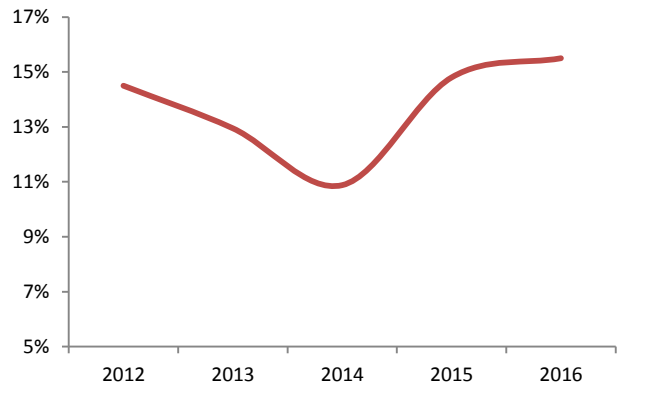
公司 2016 年的期间费率同样得到良好的控制，期间费率 4.8%达到公司上市以来的最低点，销售费率、管理费率和财务费率较 2015 年下降幅度都在 1-1.5 个百分点之间。2016 年末，公司的资产负债率为 65.4%，剔除预收账款后的资产负债率为 57.9%，净负债率为 28.4%，都达到近五年来的最低点。2016 年末，公司债务融资加权平均成本仅为 4.5%。随着公司销售规模的持续扩大，整体融资成本仍处于相对低位，公司 2017 年的期间费率有望进一步下降，负债结构持续优化。

图 16：公司近五年 ROE（摊薄）



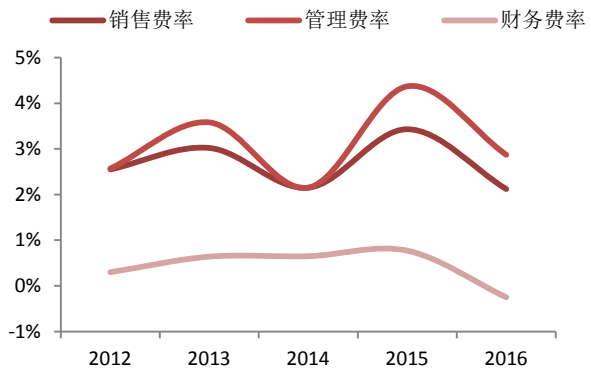
数据来源：WIND，西南证券整理

图 17：公司近五年净利率



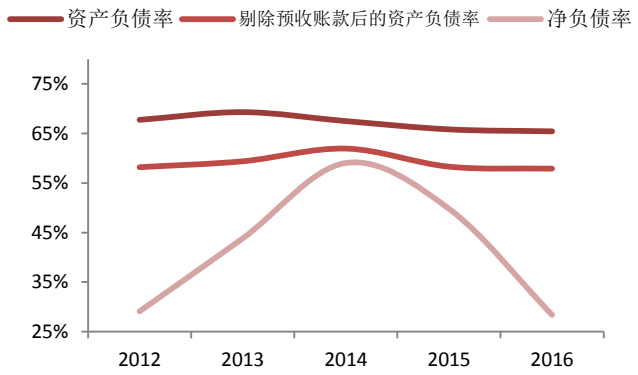
数据来源：WIND，西南证券整理

图 18：公司近五年三项费率



数据来源：WIND，西南证券整理

图 19：公司近五年负债水平



数据来源：WIND，西南证券整理

分红率处于行业较高水平，持续吸引长期投资者

公司 2016 年的股利支付率达到 36.8%，股息率更是达到 5.9%，两项指标均在房地产上市公司中名列前茅，且具有较强持续性，深受长期投资者青睐。

表 2：公司近三年股利支付率和股息率横向对比

	股利支付率			股息率		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
万科 A	28.64%	30.63%	30.76%	3.26%	4.02%	3.19%
保利地产	16.29%	22.05%	21.88%	1.60%	3.85%	3.13%
华发股份	12.99%	25.46%	65.94%	0.72%	1.39%	4.91%
金融街	24.01%	52.78%	42.46%	1.88%	3.97%	4.25%
金地集团	11.76%	39.03%	36.84%	1.06%	3.93%	5.87%

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司房地产业务 2017 年结算金额为 2016 年销售金额的 69%；

假设 2：公司物业管理面积保持较快增长，预计 2017-2019 年同比增速分别为 35%、35%和 30%；

假设 3：公司物业出租面积稳步上升，预计 2017-2019 年同比增速分别为 5%、5%和 5%；

假设 4：公司其他业务平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计营业收入	55508.5	73981.9	93916.7	114194.0
yoy	69.4%	33.3%	26.9%	21.6%
合计营业成本	39133.3	51240.0	65722.1	80386.0
毛利率	29.5%	30.7%	30.0%	29.6%
房地产				
收入	52292.8	69549.4	87632.3	105158.8
yoy	71.3%	33.0%	26.0%	20.0%
成本	37268.6	48684.6	62218.9	75714.3
毛利率	28.7%	30.0%	29.0%	28.0%
物业管理				
收入	1642.2	2217.0	2993.0	3890.9
yoy	36.1%	35.0%	35.0%	30.0%
成本	1625.2	2190.4	2957.1	3844.2
毛利率	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
物业出租				
收入	667.2	720.6	778.3	832.8
yoy	6.9%	8.0%	8.0%	7.0%
成本	25.5	28.8	31.1	33.3
毛利率	96.2%	96.0%	96.0%	96.0%
其他主营业务				
收入	635.3	952.9	1429.3	2144.0
yoy	104.5%	50.0%	50.0%	50.0%
成本	204.2	314.5	471.7	707.5
毛利率	67.9%	67.0%	67.0%	67.0%
其他业务				
收入	271.0	541.9	1083.8	2167.7
yoy	200.3%	100.0%	100.0%	100.0%
成本	9.9	21.7	43.4	86.7
毛利率	96.4%	96.0%	96.0%	96.0%

数据来源：Wind，西南证券

结论与评级：预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.64 元、1.98 元和 2.35 元，未来三年归母净利润复合增速有望达到 19%，当前股价对应的动态市盈率分别为 8 倍、6 倍和 5 倍。公司是低估值龙头的代表，分红率处于行业较高水平，首次覆盖，给予“买入”评级。按 2017 年 10 倍 PE，目标价 16.00 元。

6 风险提示

房地产调控风险；项目进度或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	55508.50	73981.88	93916.70	114194.04
营业成本	39133.26	51239.97	65722.14	80386.00
营业税金及附加	4999.00	6662.68	8457.98	10284.12
销售费用	1176.80	1568.44	1991.06	2420.95
管理费用	1591.00	2120.49	2691.86	3273.06
财务费用	-136.05	468.51	439.06	417.19
资产减值损失	611.58	0.00	0.00	0.00
投资收益	2434.08	1500.00	1600.00	1800.00
公允价值变动损益	546.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	11113.18	13421.79	16214.60	19212.72
其他非经营损益	92.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	11205.26	13421.79	16214.60	19212.72
所得税	2629.41	3355.45	4053.65	4803.18
净利润	8575.85	10066.34	12160.95	14409.54
少数股东损益	2275.39	2670.85	3226.61	3823.21
归属母公司股东净利润	6300.46	7395.49	8934.34	10586.32

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	8575.85	10066.34	12160.95	14409.54
折旧与摊销	90.72	86.34	93.46	101.06
财务费用	-136.05	468.51	439.06	417.19
资产减值损失	611.58	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	9451.56	789.28	-8665.47	-10753.76
其他	-1511.95	-1500.00	-1600.00	-1800.00
经营活动现金流净额	17081.71	9910.47	2428.00	2374.02
资本支出	-897.35	-100.00	-130.00	-130.00
其他	-67.57	1500.00	1600.00	1800.00
投资活动现金流净额	-964.92	1400.00	1470.00	1670.00
短期借款	-721.56	-61.37	0.00	0.00
长期借款	-2457.32	0.00	0.00	0.00
股权融资	-664.17	0.00	0.00	0.00
支付股利	-3159.54	-1890.14	-2218.65	-2680.30
其他	-2549.36	-7714.90	-439.06	-417.19
筹资活动现金流净额	-9551.95	-9666.41	-2657.70	-3097.49
现金流量净额	6615.72	1644.06	1240.29	946.53

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	21564.99	23209.05	24449.34	25395.88
应收和预付款项	24629.50	32825.07	41736.77	50794.95
存货	71776.66	79862.25	104058.53	126716.84
其他流动资产	6773.98	9057.59	11498.21	13980.76
长期股权投资	9882.74	9882.74	9882.74	9882.74
投资性房地产	14773.54	14773.54	14773.54	14773.54
固定资产和在建工程	1195.20	1202.38	1225.29	1243.45
无形资产和开发支出	38.95	53.15	74.50	93.00
其他非流动资产	2998.70	2990.98	2983.25	2975.53
资产总计	153634.26	173856.75	210682.18	245856.69
短期借款	861.37	800.00	800.00	800.00
应付和预收款项	44210.68	58522.67	79374.43	96712.69
长期借款	10108.69	10108.69	10108.69	10108.69
其他负债	45349.65	43145.32	49176.68	55283.71
负债合计	100530.39	112576.68	139459.81	162905.09
股本	4513.63	4513.63	4513.63	4513.63
资本公积	3615.86	3615.86	3615.86	3615.86
留存收益	28762.34	34267.69	40983.38	48889.40
归属母公司股东权益	37430.91	42936.25	49651.95	57557.97
少数股东权益	15672.97	18343.82	21570.43	25393.64
股东权益合计	53103.87	61280.07	71222.37	82951.61
负债和股东权益合计	153634.26	173856.75	210682.18	245856.69

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	69.43%	33.28%	26.95%	21.59%
营业利润增长率	79.25%	20.77%	20.81%	18.49%
净利润增长率	77.07%	17.38%	20.81%	18.49%
EBITDA 增长率	69.98%	26.28%	19.82%	17.82%
获利能力				
毛利率	29.50%	30.74%	30.02%	29.61%
三费率	4.74%	5.62%	5.45%	5.35%
净利率	15.45%	13.61%	12.95%	12.62%
ROE	16.15%	16.43%	17.07%	17.37%
ROA	5.58%	5.79%	5.77%	5.86%
ROIC	17.01%	22.31%	23.76%	22.88%
EBITDA/销售收入	19.94%	18.89%	17.83%	17.28%
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.45	0.49	0.50
固定资产周转率	74.36	61.71	77.37	92.51
应收账款周转率	815.71	1035.25	1012.16	992.90
存货周转率	0.52	0.67	0.71	0.69
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.55%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	65.43%	64.75%	66.19%	66.26%
带息债务/总负债	29.23%	26.05%	21.03%	18.00%
流动比率	1.82	1.80	1.69	1.66
速动比率	0.77	0.81	0.72	0.69
股利支付率	50.15%	25.56%	24.83%	25.32%
每股指标				
每股收益	1.40	1.64	1.98	2.35
每股净资产	11.77	13.58	15.78	18.38
每股经营现金	3.78	2.20	0.54	0.53
每股股利	0.70	0.42	0.49	0.59

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	11067.85	13976.64	16747.12	19730.97
PE	9.08	7.73	6.40	5.40
PB	1.08	0.93	0.80	0.69
PS	1.03	0.77	0.61	0.50
EV/EBITDA	2.26	1.15	0.89	0.70
股息率	5.52%	3.31%	3.88%	4.69%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn