

**【广发地产&海外】万科A (000002.SZ) / 万科企业 (2202.HK)**

## 合作共赢，重回健康发展轨道

**公司评级**
**谨慎增持**

当前价格

23.05 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-8-28

### 核心观点:

#### ● 业绩符合预期，地产结算毛利率回升

17年上半年，万科营收698亿，同比降7%，营业利润137亿，同比升38%，归母净利73亿，同比升36%，EPS为0.66元。因竣工结算节奏收入同比略降，预计全年将完成年初制定竣工计划。已售未结资源较充裕，全年结算收入预计2600亿。高毛利率项目结算占比高推升毛利率，未来保持30%左右。费用率进一步降低，联营合营项目结算投资收益增厚利润。

#### ● 销售保持龙头地位，全年有望突破5100亿元

17年上半年，万科销售2772亿，同比升46%，市占率4.7%，保持龙头地位。坚持城市深耕，16城销售排名第一。继续聚焦主流刚需。中西部区域销售增速较快。根据上下半年货值预测，全年销售有望突破5100亿。

#### ● 投资积极审慎，多渠道获取项目资源，保障可持续发展

17年上半年，万科拿地总建面1748万方，总地价1413亿，力度较强且成本控制较好。招拍挂/合作/收购多渠道拿地。围绕核心都市圈布局，并强化中西部重点城市投资。期末总土储1.1亿方，满足3年开发销售需求。

#### ● 财务保持稳健，引入基石股东夯实长期发展基础

报告期末万科在手现金1076亿，是短期有息负债的214%。净负债率仅20%。地铁集团成为第一大股东，持股29.38%，董事会换届顺利完成。

#### ● 预计17、18年EPS为2.23、2.62元，维持A/H股“谨慎增持”评级

目前万科已重回健康发展轨道，销售业绩均实现较好增长。地铁集团成为基石股东，董事会/高管换届顺利，夯实长期发展基础。万科将继续受益行业集中度提升，深化“轨道+物业”发展模式、推进城市配套服务商转型。

#### ● 风险提示

今年下半年及明年地产销售不及预期。今年全年结算收入低于预期。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元RMB)	195549	240477	265720	312382	364542
增长率(%)	33.6%	23.0%	10.5%	17.6%	16.7%
EBITDA(百万元RMB)	31154	37943	38735	46578	53758
净利润(百万元RMB)	18119	21023	24665	28897	33883
增长率(%)	15.1%	16.0%	17.3%	17.2%	17.3%
EPS(元/股)	1.64	1.90	2.23	2.62	3.07
市盈率(P/E)	14.05	12.13	10.32	8.81	7.51
市净率(P/B)	2.54	2.24	1.85	1.53	1.27
EV/EBITDA	5.77	8.22	7.81	6.63	5.75

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 相对市场表现


**分析师:**

乐加栋, S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

**分析师:**

金山, S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

### 相关研究:

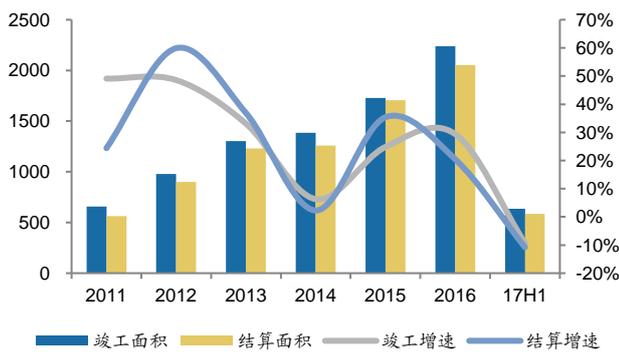
地铁集团成为第一大股东,	2017-06-12
合作共赢更进一步	
激流勇进, 全面发展	2017-03-27
迈向多方共赢的第一步	2017-01-13

## 业绩符合预期，地产结算毛利率回升

2017年上半年，万科实现主营业务收入698亿元，同比下降6.7%，实现营业利润137亿元，同比上升38%，实现归母净利润73亿元，同比上升36%，每股收益0.66元，基本符合预期。

报告期内，万科主营业务收入同比略有下降，主要是受到上半年竣工结算规模较少的影响，上半年万科地产竣工面积637万平米，同比下降9.4%，地产结算面积584万平米，同比下降10.8%，受此影响，万科地产结算金额655亿元，同比下降9.6%。我们预计，随着下半年工程进入集中竣工期，万科全年竣工面积应该可以完成年初制定的2448万平米的计划。从结算资源的角度来看，截至报告期末，万科预收账款余额3579亿元，较去年年末增加833亿元，同比上升29%，而已售未结面积升至2982万平米、已售未结金额升至3838亿元，基本保障了万科全年的结算规模。我们预计万科2017年地产结算收入为2600亿元，同比上升11%。

图1: 万科地产竣工和结算面积 (万平方米)



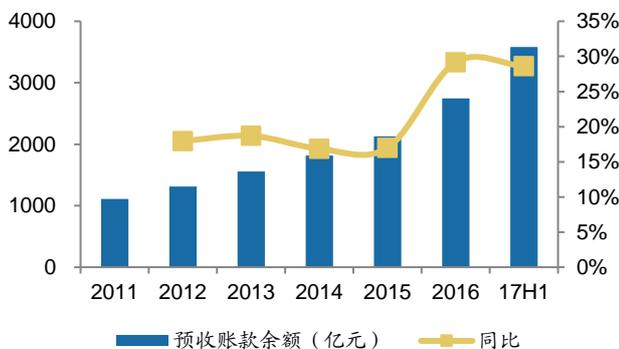
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图2: 万科地产结算金额 (亿元)



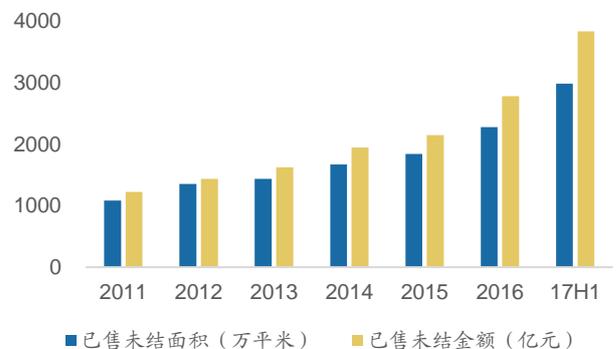
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图3: 万科期末预收账款余额及其同比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

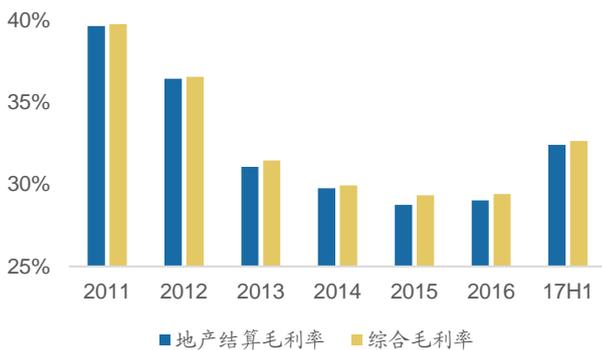
图4: 万科期末已售未结资源规模



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

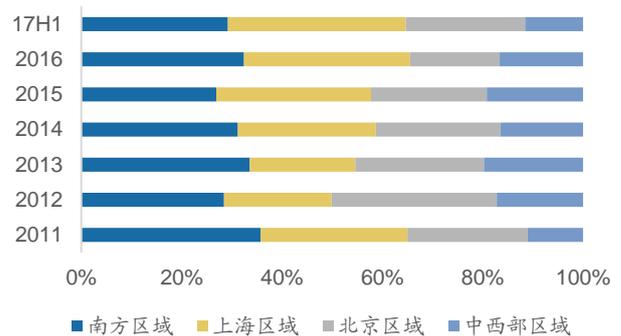
报告期内，在营业收入同比下降的情况下，万科营业利润实现一定幅度的同比上升，我们认为主要有几方面原因。首先是万科地产结算毛利率回升，报告期内至32.4%，较去年全年上升3.4个百分点，主要来自本期结算区域结构的影响，其中，利润率较高的上海区域结算收入占比超过35%，利润率较低的中西部区域占比则不足20%。展望未来，我们认为，随着万科整体销售均价和已售未结算资源均价的继续攀升，预计万科地产结算毛利率未来将保持在30%左右的水平。

图5: 万科地产结算毛利率和综合毛利率



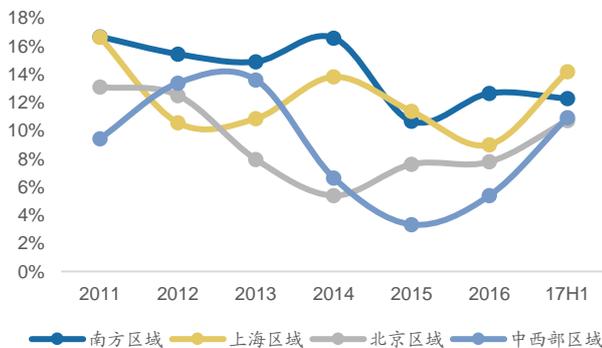
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 万科地产结算金额按区域分布



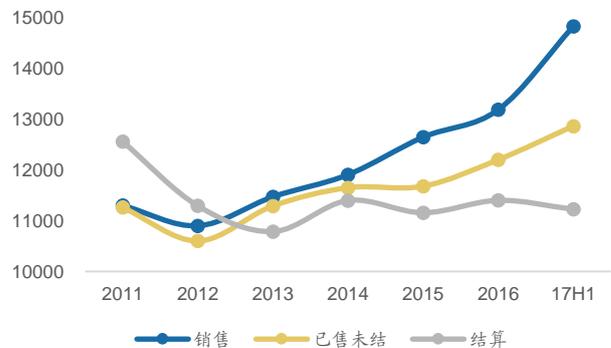
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图7: 万科分区域地产结算净利润率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 万科地产销售/结算/已售未结均价 (元/平方米)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

除了结算毛利率上升之外，报告期内，万科对于销售和管理费用的控制情况也较好，以合同销售金额计算的销售和管理费用率合计进一步下降至1.7%，也体现了万科事业合伙人机制下，一线城市公司对于成本控制的重视。此外，报告期内，来自联营合营企业的投资收益（非并表项目结算）接近15亿元，同比上升16%，也在一定程度上增厚了本期的营业利润。

报告期内，万科规模净利润增速与营业利润增速相当，反映了少数股东损益占净利润比重基本稳定，本期为27%，较去年全年略有上升。

图9: 万科销售和管理费用及费用率 (合同销售金额口径)



数据来源: 公司公告, Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 万科对联营合营企业的投资收益情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 万科少数股东损益及其占净利润比重



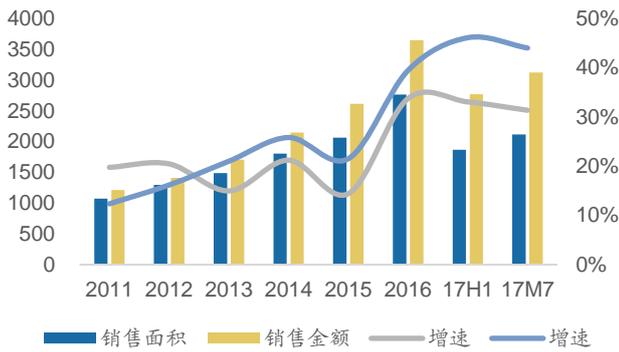
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 销售保持龙头地位, 全年有望突破 5100 亿元

2017年上半年, 万科实现合同销售面积1868万平方米, 同比上升33%, 实现合同销售金额2772亿元, 同比上升46%, 从市占率的角度来看, 销售面积市占率2.5%, 销售金额市占率4.7%, 继续保持行业龙头地位, 全国排名第二。1-7月, 万科销售规模即突破3000亿元大关, 达到3127亿元, 同比上升44%, 保持较为强劲的增长势头。城市深耕战略的执行效果较好, 万科布局的69个城市中, 16个城市销售规模排名第一、33个城市排名前三, 1-7月销售过百亿元的城市更多达12个。

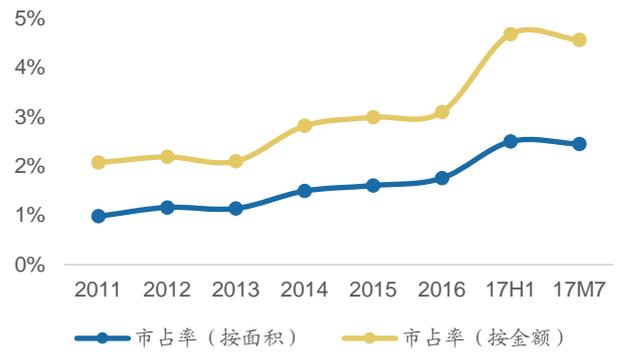
从产品类型来看, 万科坚持“为普通人盖好房子, 盖有人用的房子”的原则, 住宅产品聚焦主流客户自住需求, 2017年上半年, 住宅产品94%为144平米以下的中小户型, 而在主流需求中, 90-144平米偏改善类的需求占比进一步提升至57%, 这也与行业的整体趋势相吻合。

图12: 万科销售规模及其增速 (万平米、亿元)



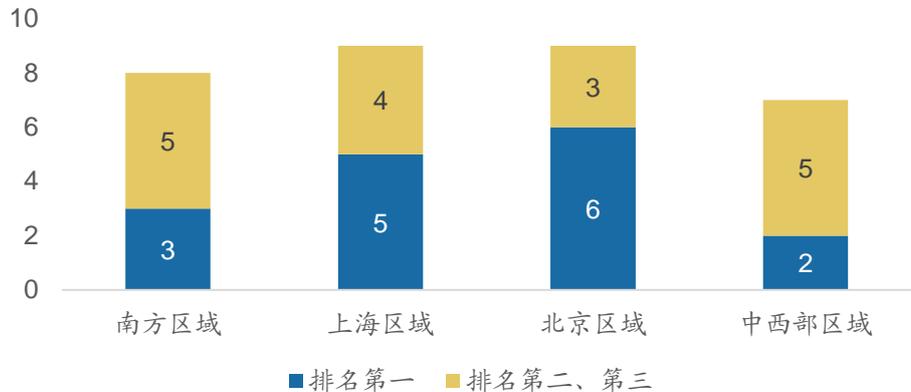
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 万科销售规模全国市占率



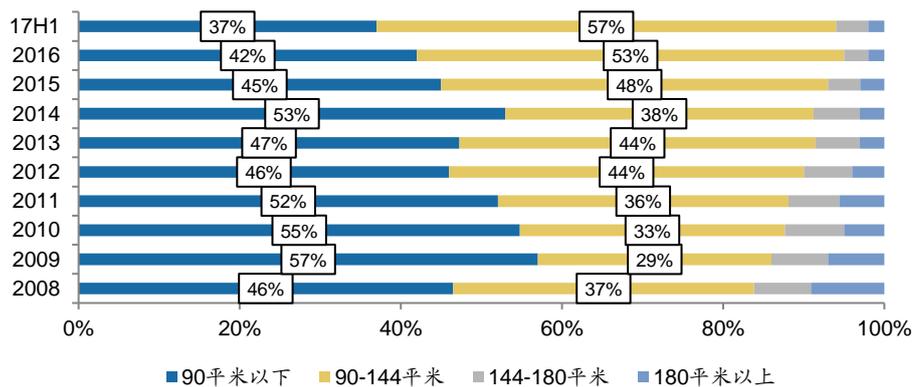
数据来源: 公司公告, 统计局, 广发证券发展研究中心

图14: 万科2017年上半年销售规模排名前三的城市数量 (个)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 万科住宅产品销售类型占比 (按建筑面积)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从销售区域分布来看, 万科北京区域 (环渤海地区城市) 以及中西部地区的销售表现较好, 增速显著超过南方区域 (广深地区城市) 和上海区域 (长三角地区城市), 因为这些地区受调控政策影响相对较小。特别的, 北京区域加中西部区域的销售面积占比, 在今年上半年, 首次超过了50%。

表1: 万科销售区域包含城市明细

区域	包含城市
南方区域	深圳、广州、清远、东莞、惠州、佛山、珠海、中山、厦门、福州、漳州、泉州、莆田、三亚、南宁、长沙
上海区域	上海、杭州、嘉兴、苏州、昆山、常熟、无锡、南京、南昌、宁波、合肥、扬州、温州、芜湖、徐州、南通、镇江、常州
北京区域	北京、秦皇岛、天津、沈阳、抚顺、大连、长春、哈尔滨、吉林、青岛、济南、烟台、太原、晋中、唐山、鞍山
中西部区域	成都、南充、武汉、西安、郑州、重庆、昆明、贵阳、乌鲁木齐

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图16: 万科房地产销售面积按区域分

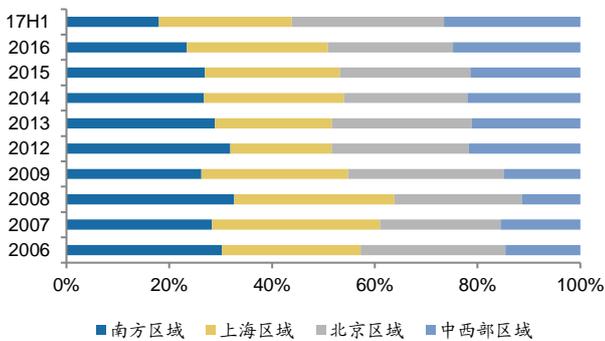
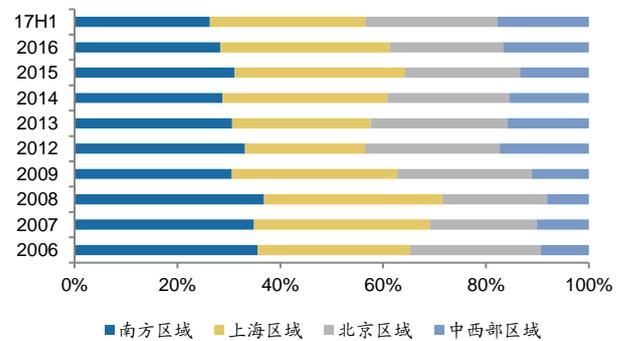


图17: 万科房地产销售金额按区域分



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图18: 万科销售面积 (万平方米) 及其同比分区

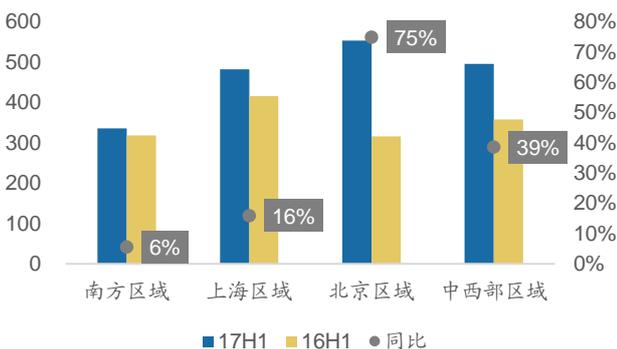
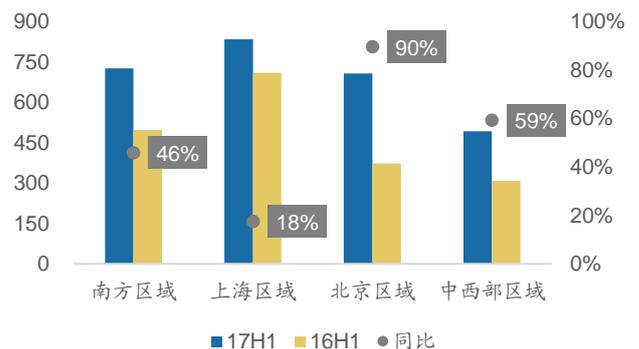


图19: 万科销售金额 (亿元) 及其同比分区



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

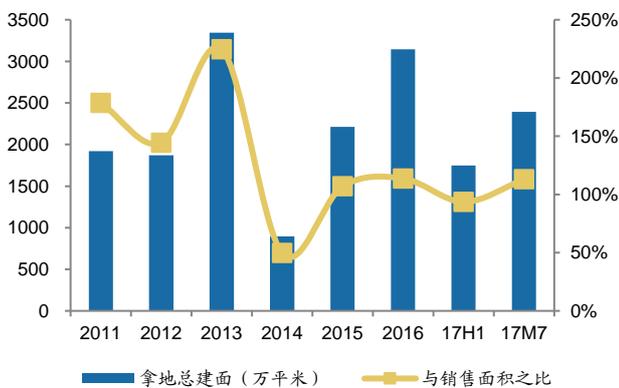
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

综合来看, 在行业调控政策持续深入的背景下, 万科依然取得了较高增速的销售业绩。调控区域内销售平稳增长、非调控区域内销售持续发力, 产品定位符合主流趋势、城市布局更趋完善、营销能力以及品牌影响力强劲, 尽显龙头风范。我们预计万科2017年全年销售规模有望超过5100亿元, 同比去年全年上升40%。

## 投资积极审慎，多渠道获取项目资源，保障可持续发展

2017年上半年，万科新增项目总建面约1537万平方米，总地价约862亿元，如果加上广信资产包，则总建面约1748万平方米、总地价约1413亿元。以此计算，万科拿地建面与销售面积之比约94%，拿地总地价与销售金额之比为51%。自2016年以来万科持续加大了土地投资的力度，这一方面与2014-2015年万科土地投资规模相对收缩、自身有补库存需求有关，另一方面，我们也可以看到万科在政策调控背景下开始积极捕捉土地市场的投资机会。

图20: 万科拿地总建面及其与销售面积之比

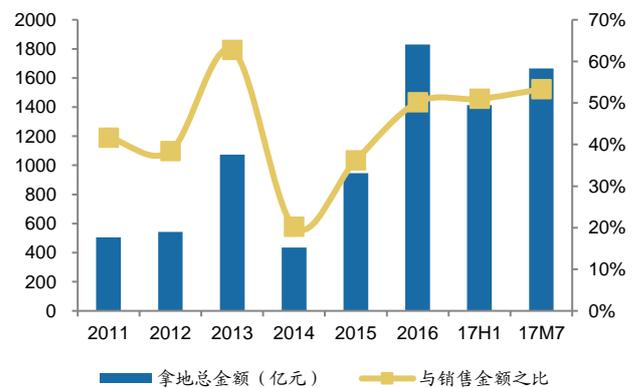


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注1：17H1、17M7数据均包含广信资产包，但不含旧改项目

注2：拿地数据以公司每月通讯为准，与定期报告略有出入

图21: 万科拿地总金额及其与销售金额之比



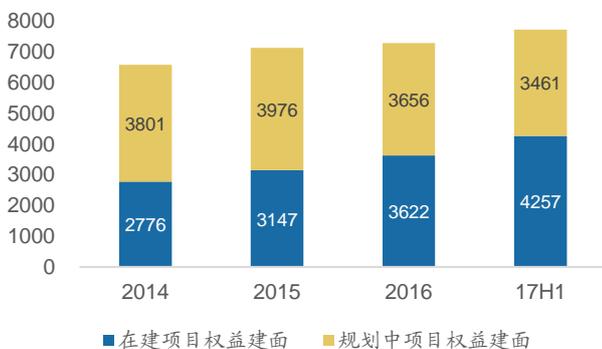
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注1：17H1、17M7数据均包含广信资产包，但不含旧改项目

注2：拿地数据以公司每月通讯为准，与定期报告略有出入

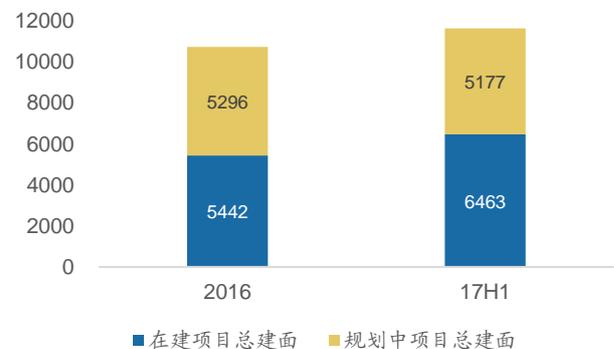
截至报告期末，万科在建项目（已开工项目）权益建面约4257万平方米，规划中项目（未开工土储）权益建面约3461万平方米，合计权益土储约7718万平方米、总土储超过1.1亿平米，基本可以满足未来三年的销售需求。

图22: 万科期末土地储备权益建面（万平方米）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图23: 万科期末土地储备总建面（万平方米）



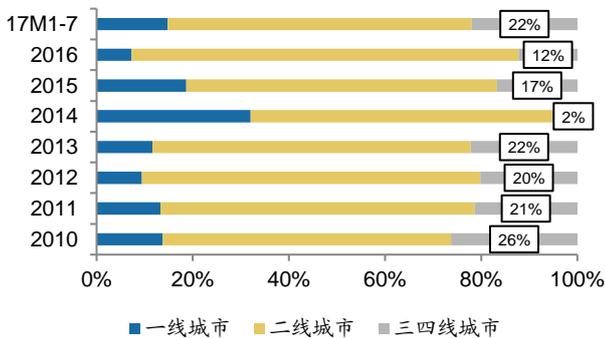
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：万科自2016年起公布土储总建面数据

从拿地区域布局上来看，第一个维度是一线/二线/三四线城市，我们看到，今年1-7月，万科进一步加大了对三四线城市的投资力度，时隔三年，按建面计算的投资占比重新超过20%，当然，总体来看，万科土地投资主要仍是以一二线城市为主；第二个维度是与销售同分类的区域，万科在中西部区域的土地投资按建面计算的占比创历史新高，达到35%。综合来看，万科今年以来加大了中西部地区三四线和重点二线城市的布局，新进入了鄂州、兰州、玉溪等中西部地区城市，而中西部区域今年销售贡献占比也明显提高，这些城市基本没有受到调控政策的影响，未来有望持续发力。

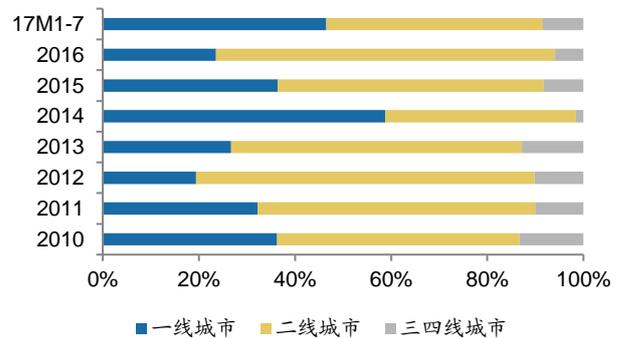
从拿地权益方面来看，万科进一步使用经营杠杆，加强了合作拿地的力度。2017年上半年，按拿地建面计算，万科合作拿地占比达到65%（2016年全年为60%）。我们认为，这里的合作主要有两层意义，第一是在公开招拍挂市场地价仍然不低的情况下，合作有利于分散风险；第二是在获取二手地资源的过程中，很重要的方式就是与存量资源所有者合作开发，万科输出专业能力，双方共享收益。尽管合作增多后，万科权益部分相对减少会影响归母净利润，但是这些归入联合营的项目会在一定程度上贡献投资收益，冲抵对归母净利润的负面影响。并且我们看到，今年上半年，万科土地投资中自身权益占比较2016年已有所回升。

图24: 万科土地投资分城市占比（按总建面）



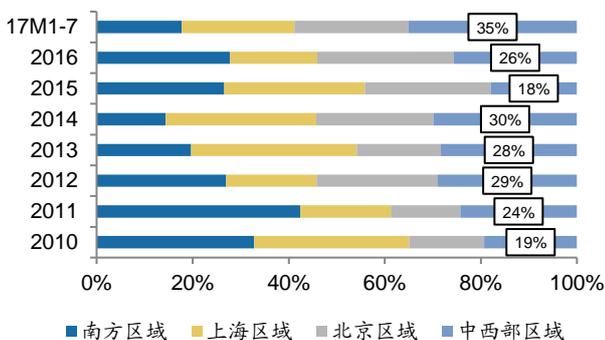
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图25: 万科土地投资分城市占比（按总地价）



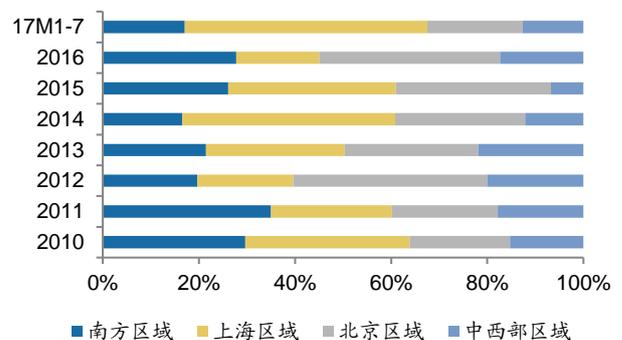
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图26: 万科土地投资分区域占比（按总建面）



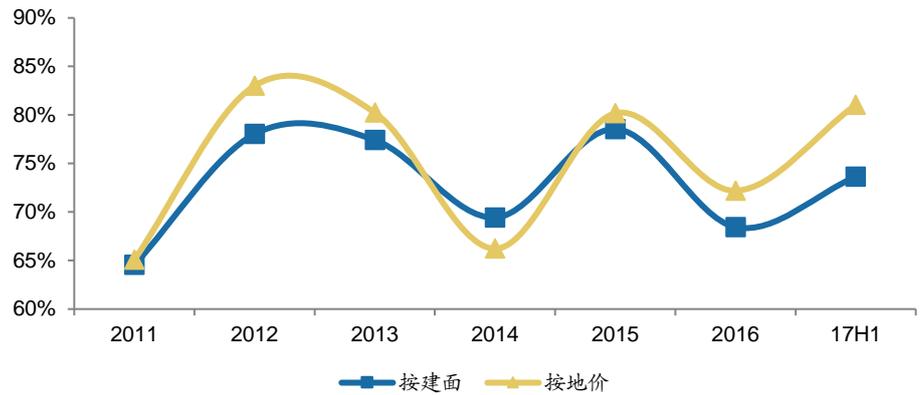
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图27: 万科土地投资分区域占比（按总地价）



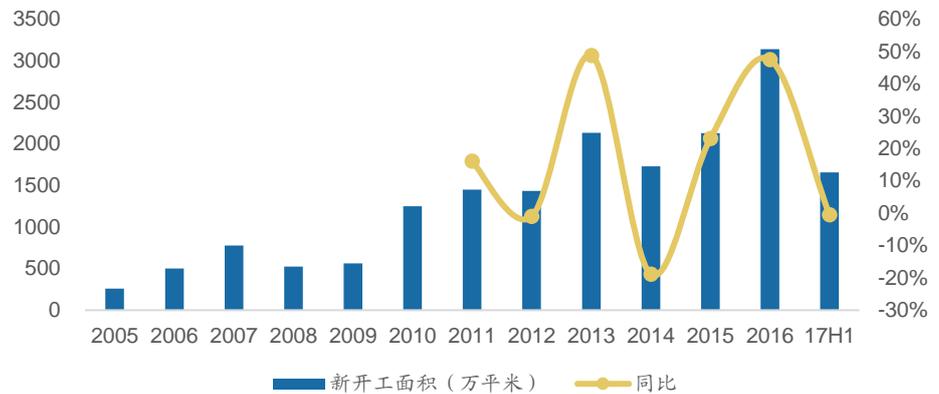
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图28: 万科土地投资自身权益占比情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图29: 万科新开工面积及其同比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

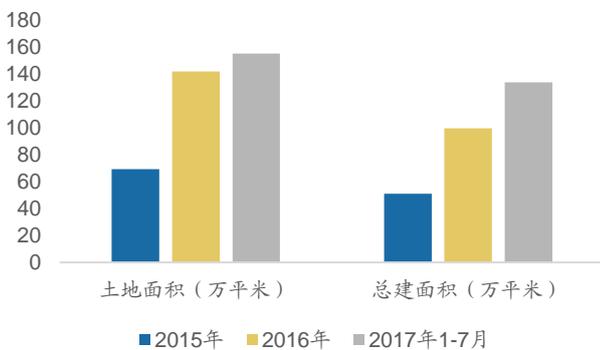
最后从新开工的角度来看, 今年上半年, 万科新开工面积约1656万平方米, 同比去年基本持平, 为年初计划全年新开工面积2924万平方米的57%, 且略低于同期销售面积1868万平方米。我们认为, 报告期末, 万科未开工土储总建面5177万平方米, 按照目前的新开工规模和节奏, 约够一年半的开发需求, 我们预计万科在下半年以及明年会继续积极审慎地补充项目资源。

## 城市配套服务持续推进, 物流地产、长租公寓渐成龙头

万科在2014年年报中正式提出了未来十年的发展版图, 为“三好住宅”+“城市配套服务商”, 经过三年多的发展, 在住宅业务保持龙头地位的同时, 各项城市配套服务业务也持续推进, 特别是在物流地产和长租公寓两个领域, 万科已逐渐成为领跑者。

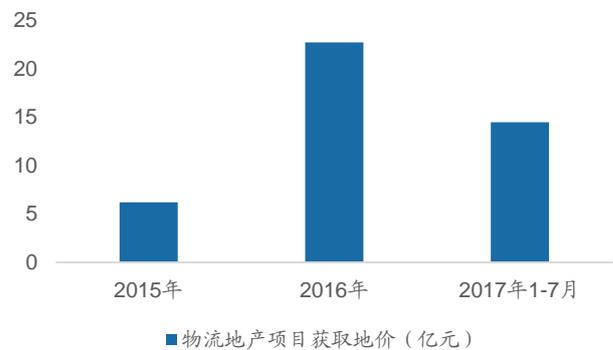
物流地产方面，今年1-7月，万科累计获取物流地产项目14个，总土地面积约155万平方米，总建筑面积约134万平方米，总可租赁面积约108万平方米，总投资规模约14.5亿元。截至目前，万科物流地产已经在全国20个城市共有32个项目，合计总可租赁面积约256万平方米。另外，万科已签约锁定物流地产项目总计35个，总建筑面积约250万平方米。获取项目中已建成运营的共11个，其中稳定运营项目共9个，稳定运营项目平均出租率达到98%。此外，2017年6月，万科联合普洛斯现任CEO梅志明、厚朴投资、高瓴资本、中银集团共同参与普洛斯潜在的私有化。普洛斯为全球领先的现代物流设施提供商，国内在管物流设施总面积高达2870万平方米。此次交易如完成，将是万科实施城市配套服务商战略的重要举措，有助于进一步完善万科在物流地产领域的布局。

图30: 万科物流地产获取规模



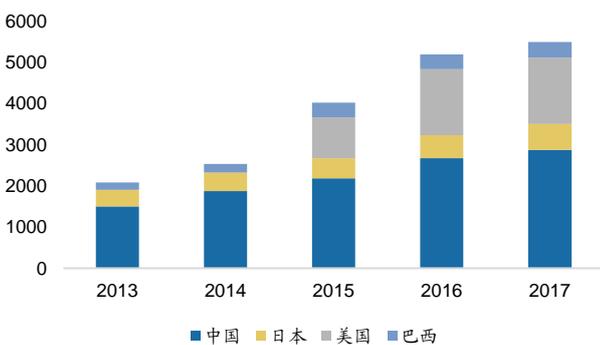
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图31: 万科物流地产获取地价



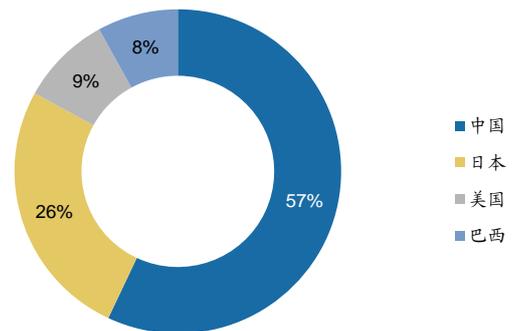
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图32: 普洛斯管理物流设施总面积 (万平方米)



数据来源: GLP公告, 广发证券发展研究中心

图33: 普洛斯资产组合NAV按所在国家分布



数据来源: GLP公告, 广发证券发展研究中心

表2: 普洛斯私有化收购项目概览

	私有化项目信息
交易结构	普洛斯 (GLP) 所有已发行及已缴普通股 (不包括库存股)
收购方	万科 21.4%、厚朴投资 21.3%、SMG (普洛斯 CEO 独资公司) 21.2%、高瓴资本 21.2%、中银集团投资公司 15%
收购计划	以 3.38 新元/股现金收购

估值	160 亿新加坡元（约为 790 亿人民币）
预期完成时间	2018/4/14
不可撤销的承诺	普洛斯第一大股东 GIC（持股比例为 36.84%）向要约人提供了不可撤销的承诺

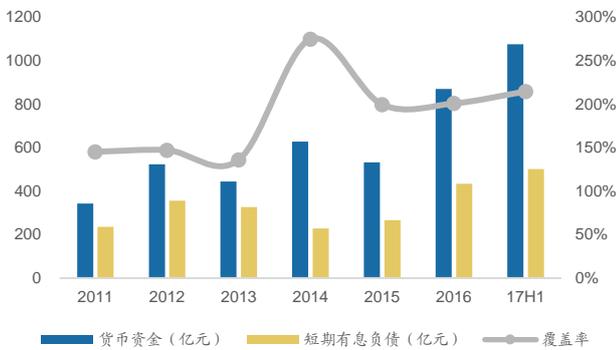
数据来源：GLP公告，广发证券发展研究中心

长租公寓方面，万科自2014年以来积极布局长租公寓市场，目前已整合形成了集中式长租公寓品牌“泊寓”。泊寓以市场化租金定价，致力于满足城市青年人群的中长期租住需求。截至目前，泊寓业务已覆盖21个一线和二线城市，累计获取房间数超过7万间，累计开业超过2万间，开业6个月以上项目的平均出租率约87%。与其他集中式长租公寓运营商相比，万科在资金成本、房源获取、运营能力等方面均有较强的优势，在政策扶持的大背景下，未来发展值得期待。

### 财务保持稳健，引入基石股东夯实长期发展基础

万科财务状况一如既往地保持稳健。截至报告期末，万科在手货币资金约1076亿元，短期有息负债合计501亿元，覆盖率达214%，连续四年在200%以上；扣除预收账款的资产负债率为44%，净负债率仅为20%。

图34：万科货币资金对短期有息负债覆盖情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图35：万科资产负债率\*和净负债率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

此外，万科在融资成本上也具备明显优势。今年以来，万科已先后完成2017年第一期和第二期公司债券的发行，期债券均为5年期品种，发行规模分别为30亿元和10亿元，最终发行票面利率分别为4.50%和4.54%，位于同期发债利率低位。

报告期内，万科股东结构发生一定变化。2017年6月，恒大下属企业将其所持有的15.53亿股万科A股股份，以协议转让的方式转让给地铁集团，交易完成后，恒大下属企业不再持有万科股份，而地铁集团持有33.43亿股万科A股股份，持股比例升至29.38%，进而成为万科第一大股东。此次股权协议转让，一方面是有利于成为第一大股东的地铁集团与万科更加紧密地合作，特别是在“轨道+物业”的发展领域，各自发挥资源和能力的优势共谋发展，另一方面，也是万科当前各个股东方以

及上市公司自身继续走向多赢的重要一步。地铁集团成为万科基石股东、也是第一大股东之后，将进一步夯实万科的长期发展基础。同时，万科董事会也已顺利完成换届工作。

表3: 万科最新股东及其持股情况

万科股东	最新持股数量(股)	占总股本比重
地铁集团	3,242,810,791	29.38%
宝能(钜盛华&前海人寿)	2,803,897,216	25.40%
安邦保险集团	743,106,220	6.73%
国信金鹏分级1号集合资管计划	456,993,190	4.14%
德赢1号专项资产管理计划	329,352,920	2.98%
中国证券金融股份有限公司	232,081,028	2.10%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心, 地铁集团持股数量更新至最新, 其余股东的持股数据均截至2017年6月30日

## 盈利预测与投资评级

万科在经历了过去一段时间的风波之后, 目前已重回健康发展轨道, 销售规模和业绩均实现较好增长。在房地产主业保持龙头地位的同时, 以物流地产、长租公寓、物业管理等为代表的城市配套服务商业业务也大踏步发展。地铁集团成为万科第一大股东、万科董事会换届工作顺利完成, 也将夯实万科长期发展基础。未来万科将继续受益于行业集中度的提升, 同时不断深化“轨道+物业”的发展模式、并推进城市配套服务商转型。我们看好万科的长期发展。预计万科17、18年EPS分别为2.23、2.62元, 从PE估值的角度来看, 略低于规模房企整体中位数, 不过从PB估值的角度看, 则略高于规模房企整体中位数, 维持万科A(000002.SZ)、万科企业(2202.HK)的投资评级, 均为“谨慎增持”评级。

表4: 上市规模房企估值情况

公司名称	代码	PE TTM	PB LF
碧桂园	2007.HK	13.45	2.34
中国恒大	3333.HK	51.33	5.91
绿地控股	600606.SH	12.69	1.59
融创中国	1918.HK	29.90	3.18
中国海外发展	0688.HK	7.74	1.24
龙湖地产	0960.HK	9.66	1.49
华夏幸福	600340.SH	12.37	2.64
金地集团	600383.SH	7.72	1.50
华润置地	1109.HK	9.48	1.32
绿城中国	3900.HK	13.26	0.81

招商蛇口	001979.SZ	16.41	2.71
新城控股	601155.SH	11.74	2.54
旭辉控股集团	0884.HK	6.70	1.69
<b>平均值</b>		<b>15.57</b>	<b>2.23</b>
<b>中位数</b>		<b>12.53</b>	<b>1.96</b>
<b>万科 A</b>	<b>000002.SZ</b>	<b>11.15</b>	<b>2.27</b>
<b>万科企业</b>	<b>2202.HK</b>	<b>9.57</b>	<b>1.95</b>

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，估值指标计算中取2017年8月26日收盘价

## 风险提示

今年下半年及明年房地产销售不及预期。万科今年全年结算收入低于预期。

资产负债表		单位: 百万元RMB				
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>786,515</b>	<b>880,040</b>	<b>960,940</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	542,230	614,156	670,256	
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>148,085</b>	<b>204,462</b>	<b>289,214</b>	
长期股权投资	33,503	61,702	97,576	150,754	231,785	
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	37,591	37,425	37,237	
<b>资产总计</b>	<b>611,296</b>	<b>830,674</b>	<b>934,600</b>	<b>1,084,502</b>	<b>1,250,154</b>	
<b>流动负债</b>	<b>420,062</b>	<b>579,998</b>	<b>669,111</b>	<b>758,575</b>	<b>879,901</b>	
短期借款	1,900	16,577	5,403	12,188	10,309	
应付及预收	393,415	536,649	624,223	719,412	827,374	
其他流动负债	24,746	26,773	39,484	26,975	42,218	
<b>非流动负债</b>	<b>54,924</b>	<b>88,999</b>	<b>72,587</b>	<b>95,978</b>	<b>96,865</b>	
长期借款	33,829	56,406	38,536	60,312	59,328	
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>741,698</b>	<b>854,553</b>	<b>976,766</b>	
股本	11,052	11,039	11,039	11,039	11,039	
资本公积	8,175	8,268	13,201	18,981	25,757	
留存收益	80,667	93,741	113,473	136,590	163,697	
归属母公司股东权益	100,184	113,445	137,713	166,610	200,493	
少数股东权益	36,126	48,232	55,189	63,339	72,896	
<b>负债和股东权益</b>	<b>611,296</b>	<b>830,674</b>	<b>934,600</b>	<b>1,084,502</b>	<b>1,250,154</b>	

利润表		单位: 百万元RMB				
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>265,720</b>	<b>312,382</b>	<b>364,542</b>	
营业成本	138,151	169,742	187,030	219,928	256,735	
营业税金及附加	17,980	21,979	27,723	32,557	39,504	
销售费用	4,138	5,161	5,732	6,238	6,806	
管理费用	4,745	6,801	7,398	8,160	9,034	
财务费用	478	1,592	1,645	1,714	1,783	
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	6,787	5,855	7,538	
<b>营业利润</b>	<b>33,123</b>	<b>39,024</b>	<b>42,978</b>	<b>49,639</b>	<b>58,218</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>42,978</b>	<b>49,639</b>	<b>58,218</b>	
所得税	7,853	10,903	11,357	12,592	14,779	
<b>净利润</b>	<b>25,949</b>	<b>28,350</b>	<b>31,622</b>	<b>37,047</b>	<b>43,439</b>	
少数股东损益	7,830	7,328	6,957	8,150	9,557	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>18,119</b>	<b>21,023</b>	<b>24,665</b>	<b>28,897</b>	<b>33,883</b>	
EBITDA	31,154	37,943	38,735	46,578	53,758	
EPS (元)	1.64	1.90	2.23	2.62	3.07	

现金流量表		单位: 百万元RMB				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,046</b>	<b>39,566</b>	<b>35,790</b>	<b>51,404</b>	<b>85,083</b>	
净利润	25,949	28,350	31,622	37,047	43,439	
折旧摊销	620	1,149	899	1,079	1,295	
营运资金变动	-17,193	3,864	865	11,663	39,062	
其它	6,671	6,203	2,405	1,616	1,287	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20,947</b>	<b>-43,389</b>	<b>-36,277</b>	<b>-53,230</b>	<b>-80,582</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	-46,826	-73,023	
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>-20,545</b>	<b>11,826</b>	<b>7,498</b>	
银行借款	22,910	68,775	27,017	60,939	51,544	
股权融资	4,296	9,735	0	0	0	
其他	-32,310	-47,213	-47,562	-49,113	-44,045	
<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%	10.5%	17.6%	16.7%
营业利润增长	32.6%	17.8%	10.1%	15.5%	17.3%
归属母公司净利润增长	15.1%	16.0%	17.3%	17.2%	17.3%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	29.4%	29.4%	29.6%	29.6%	29.6%
净利率	13.3%	11.8%	11.9%	11.9%	11.9%
ROE	18.1%	18.5%	17.9%	17.3%	16.9%
ROIC	18.1%	18.7%	19.4%	25.1%	39.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	77.7%	80.5%	79.4%	78.8%	78.1%
净负债比率	19.3%	25.9%	24.1%	22.9%	19.4%
流动比率	1.30	1.24	1.18	1.16	1.09
速动比率	0.33	0.35	0.28	0.27	0.26
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.35	0.33	0.30	0.31	0.31
应收账款周转率	88.79	104.88	42.79	22.08	16.31
存货周转率	0.40	0.41	0.37	0.38	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.64	1.90	2.23	2.62	3.07
每股经营现金流	1.45	3.58	3.24	4.66	7.71
每股净资产	9.07	10.28	12.47	15.09	18.16
<b>估值比率</b>					
P/E	14.1	12.1	10.3	8.8	7.5
P/B	2.5	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.8	8.2	7.8	6.6	5.7

## 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 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。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。