

## 全国龙头房企，物流地产+长租公寓加速扩张

公司动态

### ◆低负债稳健经营，深圳地铁成为基石股东或将深化合作

2017H1 归母净利润同比增长 36.5%，销售额同比增长 45.8%；净负债率为 19.6%，主体及债券评级均为 AAA 利于融资。深圳地铁集团成为第一大股东，未来或将在“轨道+物业”开发方面深化合作，公司有望受益于优质资源获取能力提升。

### ◆土储丰富，审慎拿地聚焦一二线城市

2017H1 新增土储权益建面 984 万平方米，均价 5468 元/平方米；按建面计算，新增项目 78%位于一二线城市，按金额计算，新增项目 92%位于一二线城市。期末在建及规划中项目权益建面合计达 7718 万平方米。7 月公司以 551 亿元竞得广信资产包，获取广州土储权益建面 211 万平方米，补充核心城市稀缺资源。

### ◆持续增持物流地产项目，参与私有化全球物流巨头普洛斯

截至 8 月公司累计获取 37 个物流地产项目，权益建面约 223 万平方米；主要布局环渤海、长三角、珠三角城市群及中西部省会城市。7 月公告参与私有化全球领先物流设施供应商普洛斯，若私有化完成将显著增强物流地产板块的规模效应与网络效应。

### ◆积极布局长租公寓，“泊寓”业务加速扩张

公司已形成集中式长租公寓品牌“泊寓”。截至 2017H1 泊寓业务已覆盖 21 个一线及二线城市，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%。

### ◆12 个月目标价 30 元，首次覆盖增持评级

预测 2017/2018/2019 年营收分别为 2898 /3355 /3890 亿元，归母净利润分别为 256.91 /298.50 /348.40 亿元，EPS 分别为 2.33 /2.70 /3.16 元。综合考虑给予相对估值 2017 年 PE 13 倍，12 个月目标价 30 元，首次覆盖增持评级。

### ◆风险提示

房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；房地产调控时间过长导致销售不及预期；普洛斯私有化交易进展不及预期；长租公寓发展不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	195,549	240,477	289,840	335,534	388,969
营业收入增长率	33.58%	22.98%	20.53%	15.77%	15.93%
净利润(百万元)	18,119	21,023	25,691	29,850	34,840
净利润增长率	15.08%	16.02%	22.21%	16.19%	16.72%
EPS(元)	1.64	1.90	2.33	2.70	3.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.09%	18.53%	19.70%	19.90%	20.15%
P/E	16	14	11	10	8

资料来源：光大证券研究所

## 增持(首次)

当前价/目标价：26.84/30.00 元

目标期限：12 个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

### 联系人

何緬南

021-22169170

[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

范晓佳

021-22169156

[xifan@ebsec.com](mailto:xifan@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：110.39

总市值(亿元)：2954.08

一年最低/最高(元)：18.32/30.22

近 3 月换手率：34.13%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	18.61	9.50	-8.04
绝对	19.27	14.96	8.60

### 相关研报

## 1、深圳地铁成为基石股东，深化合作可期

万科企业股份有限公司成立于 1984 年，目前已成为国内领先的房地产公司。7 月深圳市地铁集团有限公司受让恒大集团下属企业持有的 15.53 亿股份，合计持股 32.43 亿股，占比 29.38%，为公司第一大股东。

表 1：公司主要股东持股情况

股东	持股数量 (亿股)	持股比例
深圳地铁集团	32.43	29.38%
钜盛华及其一致行动人	28.03	25.40%
安邦保险集团	7.43	6.73%

资料来源：公司公告

深圳地铁集团为深圳市国资委的全资子公司，主要业务包括地铁项目的建设运营、地铁资源和地铁物业的综合开发等。

- 地铁项目建设方面，截至 2016 年末深圳已开通运营线路里程 285 公里，在建线路 148.7 公里。根据《深圳市轨道交通线网规划(2016-2030)》(征求意见稿)，截至 2030 年深圳共规划城市轨道交通线路 32 条，总规模约 1142 公里。
- 地铁物业开发方面，深圳地铁集团实施“轨道+物业”战略：上盖物业及地下空间与轨道交通同步规划、同步设计、同步建设。目前拥有地铁上盖物业开发项目建面约 500 万平方米，产品涵盖住宅、商业、写字楼、酒店等业态，均为大规模城市综合体项目。深圳地铁集团和万科已合作深圳红树湾开发项目、深圳北站开发项目、深湾汇云中心物业服务项目。

我们认为，深圳地铁集团具备土地资源二次开发能力，公司具备物业开发、设计和销售能力，双方强强联合、优势互补，未来或将在“轨道+物业”开发方面深化合作；公司有望受益于优质项目资源获取能力提升。

表 2：深圳地铁集团在开发项目

项目	地点	业态	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)
HBC 汇隆中信	地铁 4、5 号线深圳北站	写字楼、商业、LOFT	2	14
深湾汇云中心	地铁 2、9、11 号线红树湾站	写字楼、商业、酒店、商务公寓	6.8	47
地铁汇通大厦项目	地铁 1 号线车公庙站	写字楼、商业	0.66	11.58
前海枢纽上盖物业项目	地铁 1、5、11 号线前海湾站	写字楼、商业、酒店、商务公寓	20	128
地铁科技大厦项目	地铁 1 号线深大站	写字楼、商业、酒店	0.98	13.3
锦荟 PARK	地铁 3 号线六约站	商业、商务公寓、住宅	11.12	32.2
塘朗城	地铁 5 号线塘朗站	写字楼、酒店、商务公寓、购物中心、住宅	4.36	26
前海时代	地铁 1、5、11 号线前海湾站	写字楼、住宅	33.6	110
龙瑞佳园	地铁 2 号线赤湾站	住宅	12.97	30
合计			92.49	412.08

资料来源：公司官网

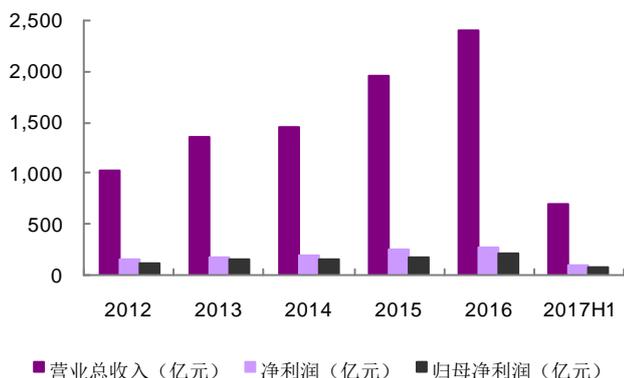
## 2、业绩向好，财务稳健

2017H1 公司营业收入 698.1 亿元，同比减少 6.7%；归母净利润 73.03 亿元，同比增长 36.5%。营收减少的主要原因是竣工规模较少；减收不减利的主要原因是毛利率改善及投资收益增加。

- 2017H1 销售毛利率为 32.65%，较去年同期上升约 6 个百分点；主要原因是结算资源中包括一批在市场回暖期销售、盈利情况较好的项目。
- 2017H1 三费比率为 7.77%，较去年同期上升约 1.5 个百分点。若以销售口径计算，销售费用率、管理费用率较去年同期分别下降 0.3、0.2 个百分点。
- 2017H1 实现投资收益 15.2 亿元，同比增长 13.2%。

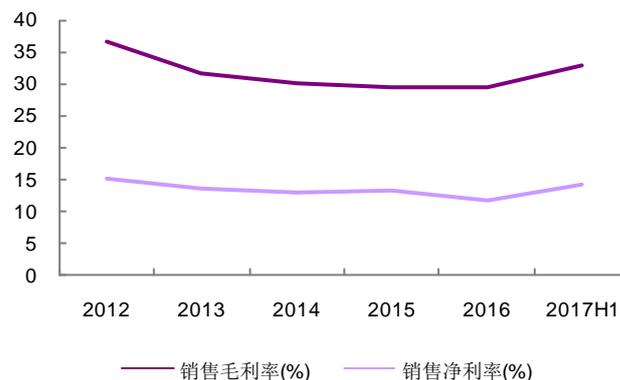
截至 2017H1 扣预收后资产负债率为 71.8%，与年初基本持平；净负债率为 19.6%，较年初下降约 6.3 个百分点，保持在行业较低水平。货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 2.2 倍，短期偿债能力较强，经营稳定性高。公司主体评级与债券评级均为 AAA，为拓宽融资渠道、降低融资成本提供有力保证。

图 1：公司营收及净利润



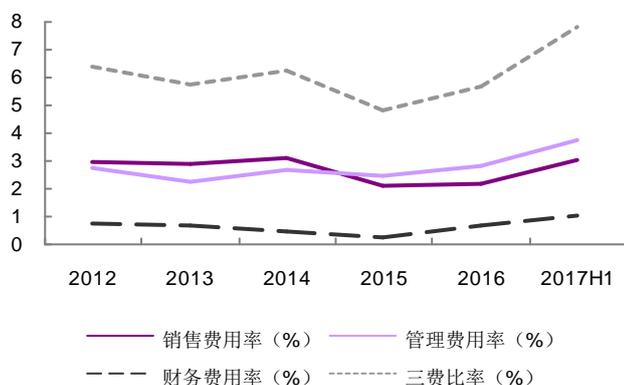
资料来源：Wind

图 2：公司毛利率与净利率



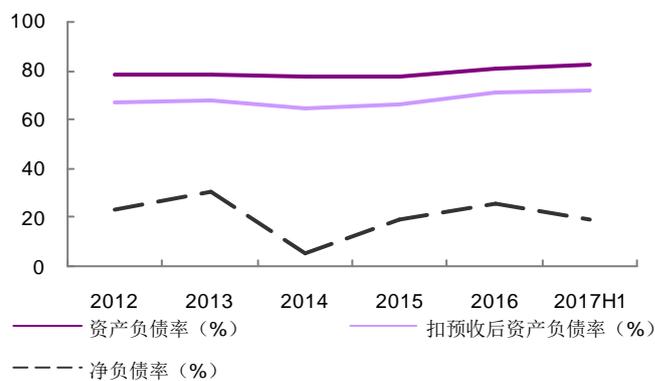
资料来源：Wind

图 3：公司三费比率



资料来源：Wind

图 4：公司资产负债率与净负债率



资料来源：Wind

### 3、土储丰富，审慎拿地聚焦一二线城市

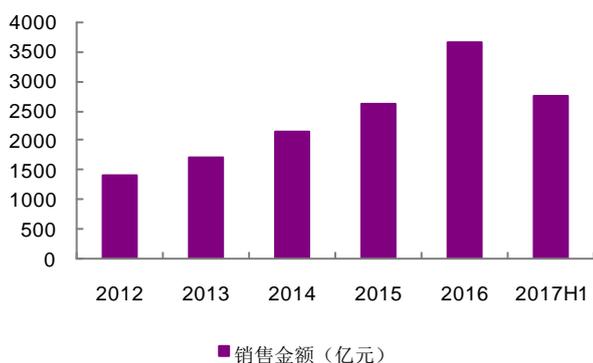
2017H1 公司销售金额 2771.8 亿元，同比增长 45.8%；其中，销售面积 1868.5 万平方米，同比增长 32.6%；销售均价 14834 元/平方米，同比增长 10%。期末已售未结资源达 3828 亿元，较年初增长 37.9%。

公司拥有丰富项目资源，截至 2017H1 在建项目权益建面约 4256.9 万平方米，规划中项目权益建面约 3461.1 万平方米；旧城改造项目权益建面约 294.1 万平方米。

公司审慎拿地，通过合作等多元化渠道以合理价格补充土储资源。2017H1 新增项目权益建面 983.8 万平方米，权益地价 537.9 亿元，分别占销售面积和销售金额的 53%和 19%；均价 5468 元/平方米，较去年均价降低约 1000 元/平方米。7 月公司以 551 亿元竞得广信资产包，获得广州核心区域 16 宗可开发土地，权益建面约 211 万平方米。

公司投资布局聚焦核心城市，按建面计算，2017H1 新增项目 78%位于一二线城市；按金额计算，新增项目 92%位于一二线城市。公司全面布局以珠三角为核心的南方区域、以长三角为核心的上海区域、以环渤海为核心的北京区域，以及中西部区域；按建面计算，南方区域、上海区域、北京区域、中西部区域新增项目占比分别为 17%、30%、18%、35%。

图 5：公司销售金额



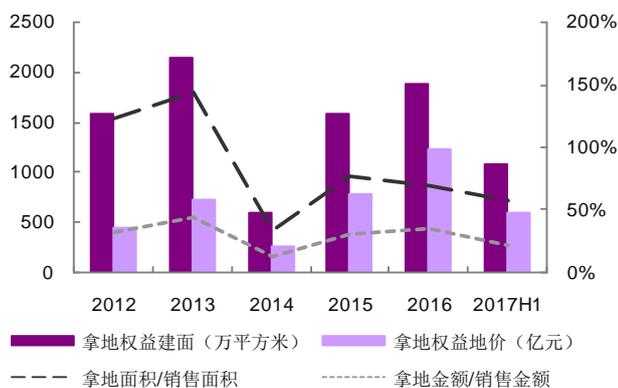
资料来源：公司公告

图 6：公司销售面积与销售均价（右轴）



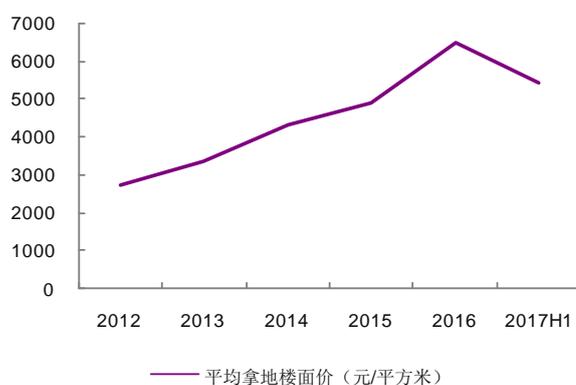
资料来源：公司公告

图 7：公司拿地面积及拿地金额



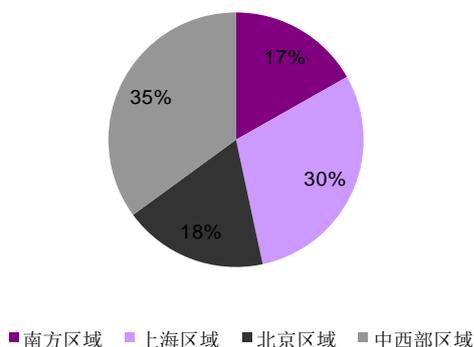
资料来源：公司公告

图 8：公司平均拿地楼面价



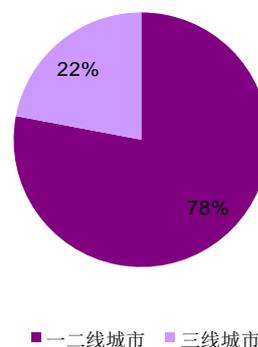
资料来源：公司公告

图 9： 2017H1 新增土储区域分布（按建面）



资料来源：公司公告

图 10： 2017H1 新增土储城市分布（按建面）



资料来源：公司公告

## 4、私有化普洛斯，物流地产业务加速扩张

7 月公司公告间接全资附属公司万科地产（香港）与厚朴、高瓴资本、SMG、中银投组成财团，参与在新加坡交易所上市的 Global Logistic Properties Limited（股票代码：MC0，简称“普洛斯”、“GLP”）潜在的私有化；私有化交易尚需通过 GLP 股东大会及有关监管部门批准。万科地产（香港）的出资将不超过 34 亿新加坡元（按 7 月 14 日汇率折算为人民币 168 亿元），出资比例约为 21.4%。

表 3：财团成员预计出资比例

财团成员	出资比例 (%)
万科地产（香港）	21.4
厚朴	21.3
高瓴资本	21.2
SMG	21.2
中银投	15.0
合计	100.0

资料来源：公司公告

### 4.1、普洛斯：全球领先物流设施供应商，深耕中国

普洛斯是全球领先的现代物流设施提供商，市占率在中国、日本、巴西均排名第一，在美国排名第二。客户涵盖零售业、第三方物流服务业、制造业。2017 财年普洛斯营业收入 8.8 亿美元，归母净利润 7.9 亿美元；期末总资产 217.6 亿美元，归属于股东的净资产 87.1 亿美元。

普洛斯的业务板块包括物业开发、物业运营、基金管理。普洛斯将成熟物业置入物流地产基金，有效提高资本杠杆率并缩短投资回收期；同时回笼的资金用于开发新项目，从而形成物业开发、物业运营与基金管理部门之间的资金循环，实现加速扩张与轻资产化运营。

➤ 物业开发。按照客户需求，开发通用型与个性化物流设施。

- 物业运营。截至 2017 年 3 月，普洛斯管理约 5492 万平方米的物流基础设施，平均出租率达 91%；同时向客户提供集成解决方案与仓库位置优化等服务，客户留存率保持在较高水平。
- 基金管理。截至 2017 年 3 月，普洛斯旗下基金共 12 支，基金管理规模合计 387 亿美元。

中国为普洛斯主要的区域市场，2017 财年营收占比达 67%。普洛斯目前在中国运营 252 个物流园，分布在上海、深圳、北京、哈尔滨、西安等 38 个城市，覆盖华东、华南、华北、东北及中西部地区。

**表 4：普洛斯各区域市场主要业务数据（截至 2017.3）**

业务板块	指标	中国	日本	美国	巴西
物业开发	完工面积（万平方米）	1750	470	1607	280
	计划开发面积（万平方米）	1120	160	0	100
	土地储备（万平方米）	1190			
物业运营	出租率	85%	98%	94%	89%
	平均租金（元/平方米/天）	1.06	2.2	1	1.6
基金管理	基金管理规模（亿美元）	100	108	148	31
	GLP 参与基金投资比例	56.3%	32.8%	10%	38.1%

资料来源：GLP 年报

## 4.2、万科：持续增持物流地产项目，布局核心城市群

万科物流地产业务实施“聚焦大客户，聚焦重点城市，主打高标库产品”战略，通过合作、并购等方式扩张，初步形成以核心城市群为基础的网络化布局。截至 2017 年 8 月累计获取 37 个物流地产项目，权益规划建面约 223 万平方米。项目主要布局以北京、上海、广州为核心的环渤海、长三角、珠三角城市群及武汉、成都等中西部省会城市。

**表 5：公司物流地产项目（截至 2017.8）**

区域	城市	项目名称	权益	占地面积（万平方米）	规划建面（万平方米）	权益规划建面（万平方米）
环渤海	北京	西京项目	100%	2.67	2.16	2.16
	北京	大兴项目	100%	6.40	9.50	9.50
	天津	武清电子商务园项目	50%	16.67	10.45	5.23
	天津	宁河项目	40%	6.20	4.10	1.64
	天津	天津武清项目	95%	13.5	8.6	8.17
长三角	上海	上房物流项目	50%	6.67	4.17	2.09
	上海	金山项目	70%	7.50	4.00	2.80
	南京	溧水物流园项目	50%	11.10	6.34	3.17
	南京	江宁空港物流园项目	50%	12.21	7.63	3.81
	苏州	苏州普泰项目	95%	9.4	8.9	8.46
	杭州	大江东香精厂	50%	10.00	10.00	5.00
	杭州	杭州下沙项目	100%	3.5	6.8	6.80
	合肥	新港物流园项目	50%	13.27	8.50	4.25
嘉兴	海宁汽车城项目	50%	14.00	9.06	4.53	

	嘉兴	湘家荡项目	47.5%	14.90	15.50	7.36
	嘉兴	南湖项目	50%	7.60	7.70	3.85
	嘉兴	海宁项目	100%	13.90	8.20	8.20
	宁波	北仑港项目	50%	19.13	10.68	5.34
	宁波	宁波中兴项目	100%	6.7	4.9	4.90
	湖州	湖州德清项目	95%	8.5	8.9	8.46
珠三角	广州	从化万墩项目	100%	8.60	8.34	8.34
	广州	广州从化祥华项目	80%	5.3	4.9	3.92
	佛山	万佛乐平物流园项目	100%	13.08	14.82	14.82
	佛山	佛山三水白坭项目	100%	16.8	10.1	10.10
	中山	黄圃项目	100%	8.00	7.90	7.90
中西部	贵阳	贵阳龙里物流项目	50%	13.33	10.13	5.06
	武汉	阳逻物流项目	50%	14.92	7.61	3.80
	武汉	武汉江夏项目	95%	14.1	9.3	8.84
	西安	沣西项目	50%	7.70	5.50	2.75
	长沙	望城项目	40%	9.71	5.46	2.18
	成都	空港项目	50%	7.17	7.02	3.51
	成都	天府新区物流园项目	50%	11.00	10.73	5.36
	重庆	空港项目	39.3%	16.90	18.60	7.31
	昆明	万昆长水物流园项目	100%	22.39	12.51	12.51
东北	沈阳	宇麦物流项目	42.5%	5.17	4.14	1.76
	沈阳	沈阳于洪项目	90%	13.4	16	14.40
合计				399.07	314.04	223.17

资料来源：公司公告

我们认为，普洛斯若完成私有化，万科物流地产板块的规模效应与网络效应将显著增强；同时，普洛斯具备成熟的物流地产开发运营经验，万科具备丰富的房地产投资经验，双方强强联合，有望释放协同与共振效应。

## 5、城市配套服务商，积极布局长租公寓

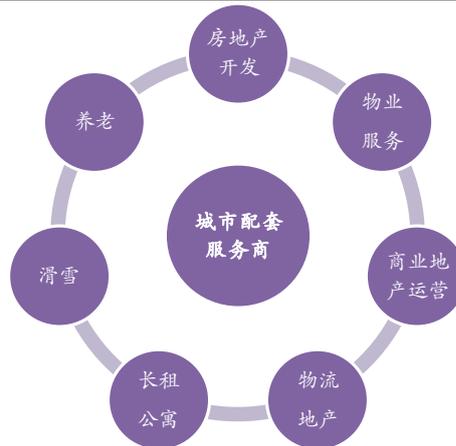
公司定位城市配套服务商，除房地产开发、物业服务两项核心业务外，积极拓展商业地产运营、物流地产、长租公寓、滑雪、养老等多元化业务。2017H1房地产业务营收 655.2 亿元，占比 93.9%；物业管理业务营收 30 亿元，占比 4.3%；其他业务营收 12.9 亿元，占比 1.9%。

- 物业服务。万科物业涵盖住宅物业服务、商写物业服务、开发商服务、资产服务、楼宇智能化服务和生活服务等六大业务单元。截至 2017 年 2 月，万科物业已布局 65 个大中城市，服务项目超 1800 个，合同面积超 3.56 亿平方米。6 月万科物业连续第八次被评为中国物业服务百强企业第一名。
- 商业地产运营。2016 年公司联合其他投资方收购印力集团 96.55% 股权；2017 年 5 月公司与招银资本、长江招银共同设立两支商业地产投资基金，投资公司所持有的商业地产项目，并委托印力集团运营管理；公司出资 50.3 亿元，占比 39%。公司将印力集团定位为商业开发和管理平

台，有利于整合商业地产板块业务资源；同时将商业地产项目置入基金，有效缩短投资回收期、促进轻资产化扩张。

- 长租公寓。公司已形成集中式长租公寓品牌“泊寓”。截至 2017H1 泊寓业务已覆盖 21 个一线及二线城市，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%。7 月九部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，长租公寓市场前景看好。

图 11：公司业务布局



资料来源：公司公告

## 6、盈利预测与投资评级

### 6.1、关键假设和盈利预测

#### 关键假设

1、房地产开发：2016 年末公司预收账款达 2746.5 亿元，预计大部分今年结转。2017 年预计竣工面积 2448 万平方米，较 2016 年实际完成规模增长 9.4%。鉴于目前国家房地产政策不断深入以及我们行业报告分析，房地产投资和销售增速将于 2017 年下半年出现明显下滑。我们假设 2017/2018/2019 年房地产开发业务的营收增速为 20%、15%、15%；毛利率稳定在 29%。

2、物业管理：公司物业管理业务保持行业龙头地位，持续受益于行业集中度提升。我们假设 2017/2018/2019 年物业管理业务的营收增速均为 40%，毛利率稳定在 22.1%。

3、其他业务：公司持续增持物流地产项目，参与私有化全球领先物流设施供应商普洛斯，规模效应与网络效应持续增强；积极拓展长租公寓业务，2017 年预计总获取房间数量超过 10 万间。我们假设 2017/2018/2019 年其他业务的营收增速均为 40%，毛利率稳定在 88%。

表 6: 万科 A 分业务盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入 (亿元)</b>	2,404.77	2,898.40	3,355.34	3,889.69
房地产	2,341.40	2,809.68	3,231.13	3,715.80
物业管理	42.60	59.64	83.50	116.89
其他业务	20.77	29.08	40.71	56.99
<b>主营业务收入增长率</b>	22.98%	20.53%	15.77%	15.93%
房地产	23.09%	20.00%	15.00%	15.00%
物业管理	43.43%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	-12.21%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>毛利 (亿元)</b>	707.35	853.58	991.30	1,153.57
房地产	679.65	814.81	937.03	1,077.58
物业管理	9.41	13.18	18.45	25.83
其他业务	18.28	25.59	35.82	50.15
<b>毛利率</b>	29.41%	29.45%	29.54%	29.66%
房地产	29.03%	29.00%	29.00%	29.00%
物业管理	22.10%	22.10%	22.10%	22.10%
其他业务	88.02%	88.00%	88.00%	88.00%

资料来源: 光大证券研究所

我们预测 2017/2018/2019 年营收分别为 2898.40 亿元/3355.34 亿元/3889.69 亿元, 增长率分别为 20.53%/15.77%/15.93%; 2017/2018/2019 年归母净利润分别为 256.91 亿元/298.50 亿元/348.40 亿元, 增长率分别为 22.21%/16.19%/16.72%; 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 2.33 元/2.70 元/3.16 元。

## 6.2、投资评级

表 7: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS					PE			CAGR-3	PEG	PB	市值
	17.9.27	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年					
保利地产	10.77	1.10	1.23	1.50	1.83	8.3	8.7	7.1	5.8	19%	0.51	1.2	1277	
招商蛇口	18.51	1.21	1.45	1.73	2.08	15.2	12.8	10.7	8.9	18%	0.66	2.1	1463	
碧桂园	12.80	0.52	0.78	1.07	1.43	8.2	13.9	10.1	7.6	35%	0.31	2.8	2732	
融创中国	35.00	0.71	1.67	1.80	2.49	8.8	17.8	16.5	11.9	19%	0.09	2.9	1447	
平均						10.1	13.3	11.1	8.6		0.40	2.3		
万科 A	26.84	1.90	2.33	2.70	3.16	14.1	11.5	9.9	8.5	28%	0.52	2.3	2904	

资料来源: wind 一致预期, 万科 A 数据系光大证券研究所预测

图 12：公司历史 PE 图



资料来源：Wind

根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，并综合考虑可比公司差异等因素，我们认为 2017 年公司合理估值水平 PE 为 13 倍，12 个月目标价 30 元，给予增持评级。

## 7、风险分析

### 1、房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；

如果公司在建房地产项目及储备房地产项目建设进度低于预期，将对房地产业务结算营收产生影响。

### 2、房地产调控时间过长导致销售不及预期；

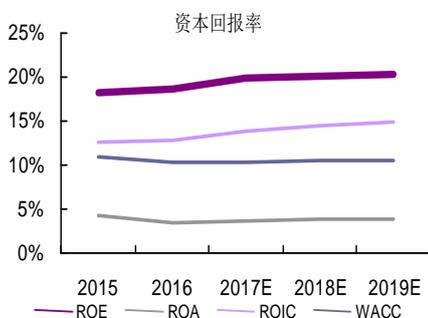
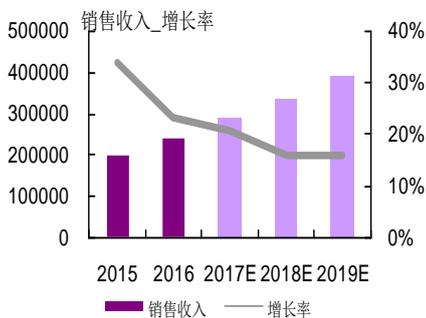
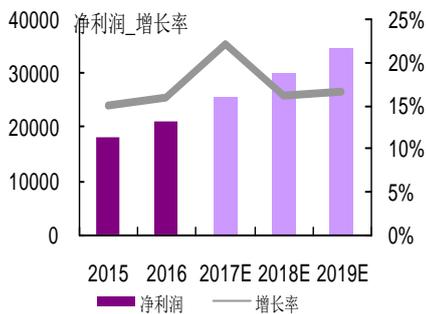
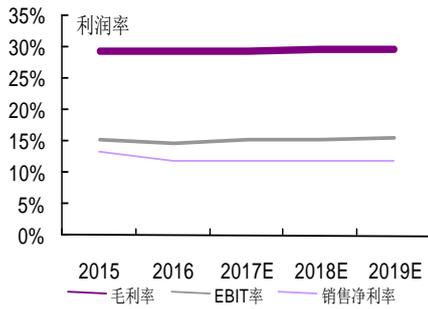
如果房地产调控时间过长，或调控政策进一步趋严，可能导致房地产项目销售情况不及预期，对公司业绩产生影响。

### 3、普洛斯私有化交易进展不及预期；

如果普洛斯私有化交易进展不及预期，将对公司物流地产业务产生影响。

### 4、长租公寓发展不及预期。

如果长租公寓业务拓展进度不及预期，将对公司业绩产生影响。



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>195,549</b>	<b>240,477</b>	<b>289,840</b>	<b>335,534</b>	<b>388,969</b>
营业成本	138,151	169,742	204,482	236,403	273,612
折旧和摊销	716	1,149	845	987	1,130
营业税费	17,980	21,979	26,086	30,198	35,007
销售费用	4,138	5,161	6,376	7,382	8,557
管理费用	4,745	6,801	8,347	9,663	11,202
财务费用	478	1,592	2,029	2,134	2,122
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3,562	5,014	5,000	5,200	5,500
<b>营业利润</b>	<b>33,123</b>	<b>39,024</b>	<b>47,188</b>	<b>54,747</b>	<b>63,761</b>
<b>利润总额</b>	<b>33,803</b>	<b>39,254</b>	<b>47,488</b>	<b>55,347</b>	<b>64,361</b>
少数股东损益	7,830	7,328	8,500	10,000	11,500
<b>归属母公司净利润</b>	<b>18,119.41</b>	<b>21,022.61</b>	<b>25,691.18</b>	<b>29,849.91</b>	<b>34,840.00</b>

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>611,296</b>	<b>830,674</b>	<b>953,845</b>	<b>1,063,129</b>	<b>1,197,879</b>
流动资产	547,024	721,295	841,894	949,565	1,082,845
货币资金	53,180	87,032	101,444	117,437	139,055
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,511	2,075	2,511	2,907	3,370
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	75,486	105,435	126,950	146,964	170,369
存货	368,122	467,361	540,178	600,929	676,458
可供出售投资	1,139	1,328	1,104	1,104	1,104
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	33,503	61,702	61,702	61,702	61,702
固定资产	4,917	6,811	7,820	8,713	9,479
无形资产	1,045	1,260	1,216	1,156	1,098
<b>总负债</b>	<b>474,986</b>	<b>668,998</b>	<b>766,698</b>	<b>846,390</b>	<b>946,755</b>
无息负债	395,495	540,133	638,026	720,874	817,655
有息负债	79,491	128,864	128,672	125,516	129,100
<b>股东权益</b>	<b>136,310</b>	<b>161,677</b>	<b>187,147</b>	<b>216,739</b>	<b>251,124</b>
股本	11,052	11,039	11,039	11,039	11,039
公积金	36,244	40,809	40,809	40,809	40,809
未分配利润	52,598	61,200	78,171	97,763	120,648
少数股东权益	36,126	48,232	56,732	66,732	78,232

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,046</b>	<b>39,566</b>	<b>21,267</b>	<b>26,856</b>	<b>26,875</b>
净利润	18,119	21,023	25,691	29,850	34,840
折旧摊销	716	1,149	845	987	1,130
净营运资金增加	38,366	12,911	27,198	26,308	35,319
其他	-41,155	4,484	-32,468	-30,289	-44,414
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-20,947</b>	<b>-43,389</b>	<b>2,483</b>	<b>3,200</b>	<b>3,500</b>
净资本支出	-2,059	-1,899	-2,020	-2,000	-2,000
长期投资变化	33,503	61,702	0	0	0
其他资产变化	-52,392	-103,192	4,502	5,200	5,500
<b>融资活动现金流</b>	<b>-5,104</b>	<b>31,297</b>	<b>-9,337</b>	<b>-14,063</b>	<b>-8,756</b>
股本变化	14	-12	0	0	0
债务净变化	10,510	49,373	-192	-3,156	3,584
无息负债变化	71,961	144,638	97,893	82,848	96,781
<b>净现金流</b>	<b>-9,906</b>	<b>27,742</b>	<b>14,412</b>	<b>15,993</b>	<b>21,619</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	33.58%	22.98%	20.53%	15.77%	15.93%
净利润增长率	15.08%	16.02%	22.21%	16.19%	16.72%
EBITDA/EBITDA 增长率	39.80%	19.50%	22.61%	16.88%	16.79%
EBIT/EBIT 增长率	40.04%	18.52%	24.20%	16.88%	16.84%
<b>估值指标</b>					
PE	16	14	11	10	8
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	14	12	10	9	8
EV/EBIT	14	12	10	9	8
EV/NOPLAT	18	17	14	13	11
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	29.35%	29.41%	29.45%	29.54%	29.66%
EBITDA 率	15.73%	15.28%	15.55%	15.70%	15.81%
EBIT 率	15.36%	14.80%	15.26%	15.40%	15.52%
税前净利润率	17.29%	16.32%	16.38%	16.50%	16.55%
税后净利润率 (归属母公司)	9.27%	8.74%	8.86%	8.90%	8.96%
ROA	4.24%	3.41%	3.58%	3.75%	3.87%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.09%	18.53%	19.70%	19.90%	20.15%
经营性 ROIC	12.42%	12.68%	13.76%	14.44%	14.85%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.30	1.24	1.25	1.27	1.29
速动比率	0.43	0.44	0.45	0.47	0.48
归属母公司权益/有息债务	1.26	0.88	1.01	1.20	1.34
有形资产/有息债务	7.60	6.37	7.33	8.38	9.19
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.64	1.90	2.33	2.70	3.16
每股红利	0.72	0.79	0.93	1.08	1.26
每股经营现金流	1.45	3.58	1.93	2.43	2.43
每股自由现金流(FCFF)	-1.46	1.20	0.34	0.91	0.68
每股净资产	9.08	10.28	11.81	13.59	15.66
每股销售收入	17.71	21.78	26.26	30.39	35.24

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com