

资产重估盈利大增，土储过亿方奠定地位

——新城控股 (601155.SH) 2018 年报点评

公司动态

◆业绩持续兑现，非经常性收益增加

2018 年公司实现营业收入 541.3 亿元，同比增 33.6%；实现归母净利润 104.9 亿元，同比增 74.0%。其中房地产开发销售、物业出租及管理板块营收分别同比增 31.0%、117.2%。

2018 年公司非经常性收益 28.9 亿元，同比增 182%。扣非后归母净利润 76.0 亿元，同比增 51.9%，仍高于营收增速，显示公司增长质量兼具。

◆销售规模首进前十，2019 年目标 2700 亿

2018 年公司实现销售金额 2211 亿元，同比增速 75%，克而瑞排名行业第八。2019 年公司销售额目标为 2700 亿元，对应增速约 22%；1-2 月销售金额 237 亿元，同比增长 24%。

◆温和扩张，布局下沉

2018 年公司新增土储 4773 万方，总地价 1112 亿元；拿地金额/销售金额的比例约 50%，较 2017 年回落 20pc，扩张相对温和。2018 年末，公司土地储备 1.1 亿方，其中一二线、长三角三四线、其他地区三四线占比分别为 40%、37%、23%。

◆杠杆水平相对健康，融资成本呈改善趋势

2018 年末，公司净负债率（永续债视为负债）约 52%，处于健康区间；平均融资成本提升 1.15pc 至 6.47%，上行相对可控。2019 年公司新发债票面利率环比回落较为明显，融资成本存改善迹象。

◆目标价 47.90 元，维持“买入”评级

考虑到公司当前相对充裕的已售未结资源以及较高的竣工目标增长，我们上调 2019-2020 年预测 EPS 至 5.99、7.29 元（原为 5.61、6.86 元），引入 2021 年预测 EPS 为 8.61 元。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 6.5、5.3、4.5 倍。公司双轮驱动稳健增长，未来业绩确定性较强，融资成本有望重回下行通道。我们维持 2019 年 8 倍 PE 估值，对应目标价上调至 47.90 元，维持“买入”评级。

◆风险提示

三四线城市销售趋冷，导致公司销售回款和毛利水平不及预期；国内经济增长放缓，新开业商场租金水平不及预期；2019 年计划竣工规模大幅扩张，品控压力有所提升。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 40,526 | 54,133 | 76,564 | 101,683 | 127,314 |
| 营业收入增长率 | 44.89% | 33.58% | 41.44% | 32.81% | 25.21% |
| 净利润 (百万元) | 6,029 | 10,491 | 13,511 | 16,448 | 19,428 |
| 净利润增长率 | 99.68% | 74.02% | 28.78% | 21.74% | 18.12% |
| EPS (元) | 2.67 | 4.65 | 5.99 | 7.29 | 8.61 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 29.23% | 34.41% | 33.09% | 31.08% | 28.98% |
| P/E | 14 | 8 | 6 | 5 | 4 |
| P/B | 4.2 | 2.9 | 2.1 | 1.6 | 1.3 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 14 日

买入 (维持)

当前价/目标价：37.85/47.90 元

分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebsec.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebsec.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

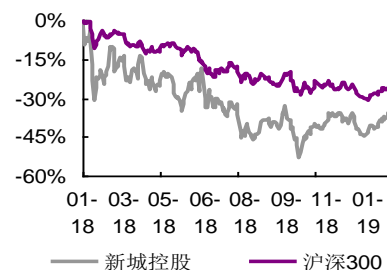
总股本(亿股)：22.57

总市值(亿元)：872.90

一年最低/最高(元)：19.89/39.60

近 3 月换手率：32.71%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 19.06 | 27.26 | 21.76 |
| 绝对 | 27.94 | 42.13 | 12.16 |

资料来源：Wind

相关研报

三因素促业绩大增，缓拿地或改善负债——新城控股 (601155.SH) 2018 年业绩预增公告点评

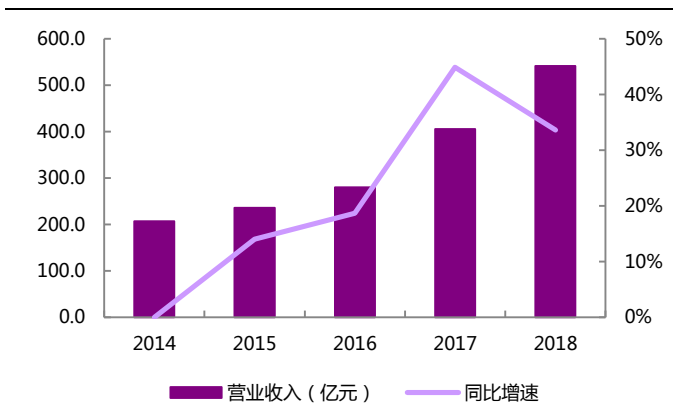
.....2019-01-25
高成长房企典范，拿地下沉优势凸显——新城控股 (601155.SH) 5 月经营数据点评
.....2018-06-03

1、业绩持续兑现，非经常性收益增加

2018 年公司实现营业收入 541.3 亿元，同比增长 33.6%；实现归母净利润 104.9 亿元，同比增长 74.0%，贴近预告业绩区间（90 亿-105 亿）的上限；实现扣非归母净利润 76.0 亿元，同比增长 51.9%。

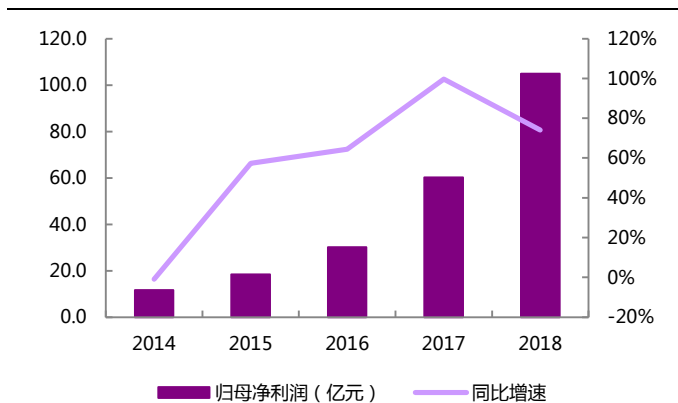
2018 年公司基本每股收益 4.69 元，同比增长 73.1%；加权平均净资产收益率约 41.91%，较 2017 年提升 7.73pc；公司拟每 10 股派息 15 元（含税），现金分红 33.7 亿元（含税），占当期归母净利润比率提升至 32.1%

图 1：公司营业收入及同比增速



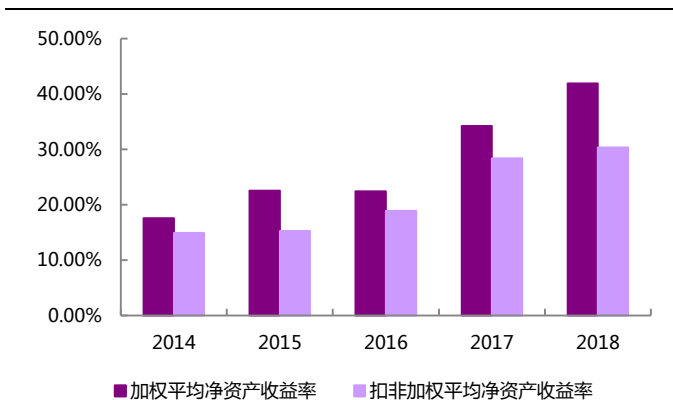
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



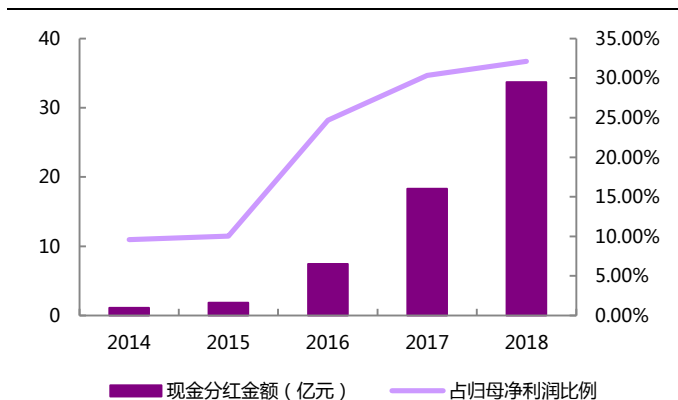
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司净资产收益率水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司现金分红情况



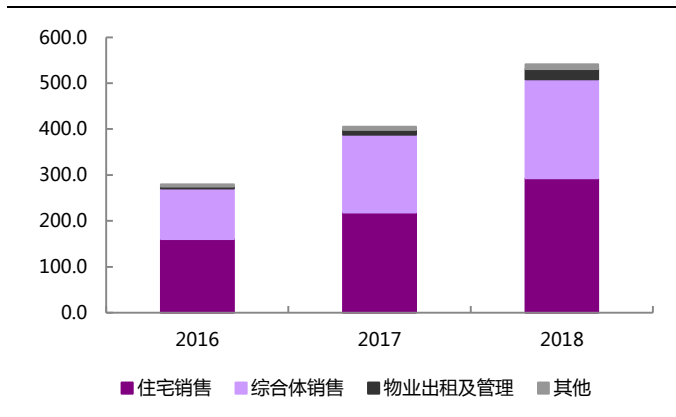
资料来源：公司公告，光大证券研究所

分板块来看，房地产开发销售方面，2018 年公司全口径结算面积、结算金额分别同比增长 13.2%、30.4%，表内确认收入 508.4 亿元，同比增长 31%。其中住宅销售确认收入 292.8 亿元，同比增长 34.1%；综合体销售确认收入 215.5 亿元，同比增长 27.1%。

物业出租及管理方面，得益于新开业 19 座吾悦广场及在运营项目逐渐培育成熟，2018 年实现收入 22.1 亿元，同比大幅 117.2%。

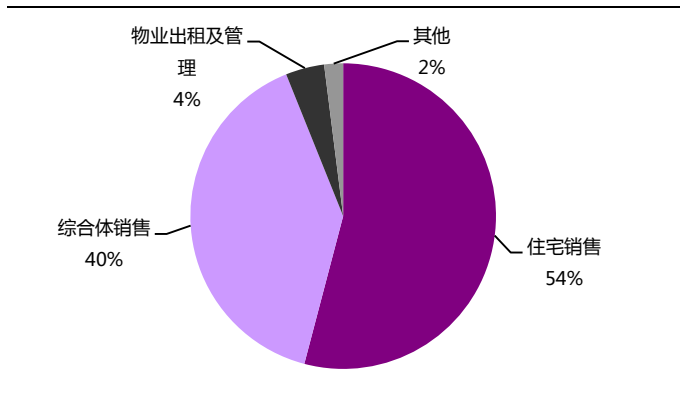
2018 年公司住宅销售、综合体销售、物业出租及管理板块收入占比分别为：54%、40%、4%。双轮驱动效应持续显现。

图 5：公司各板块业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司各板块业务营业收入占比

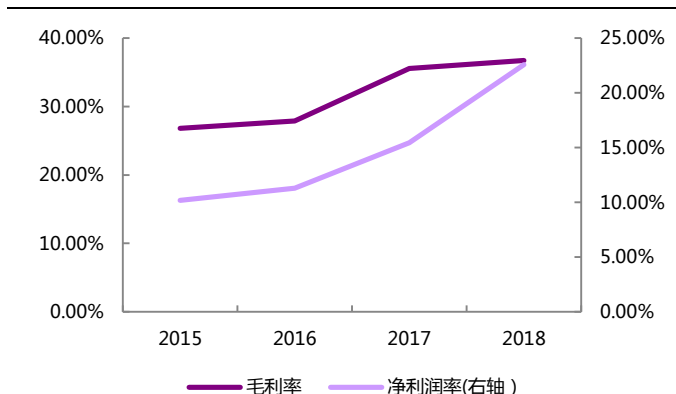


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018 年公司利润增速高于营收增速，净利润率同比提升 7.11pc 至 22.55%，主要系：

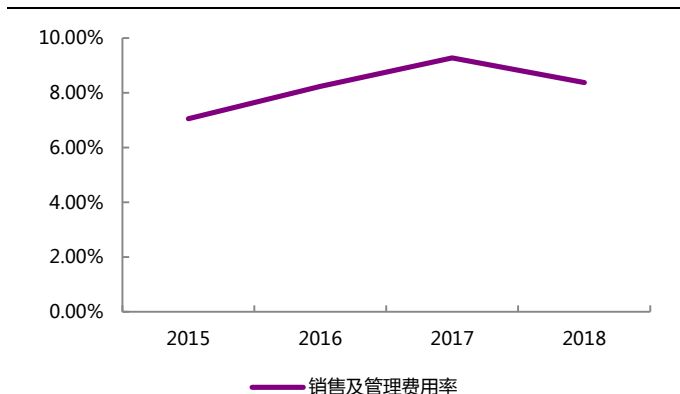
- 1) 毛利率提升。2018 年公司综合毛利率同比提升 1.13pc 至 36.69%，主要贡献来自于综合体销售业务毛利率提升 2.69pc。
- 2) 成本管控优化。2018 年公司销售及管理费用率同比下降 0.9pc 至 8.38%。
- 3) 公允价值变动损益增加。2018 年公司公允价值变动净收益 27.8 亿元，同比增长 206%。其中在建和完工投资性房地产公允价值变动净收益分别为 6.6 亿、21.5 亿。
- 4) 投资净收益增加。2018 年公司投资净收益 22.7 亿元，同比增长 321%。其中权益法核算的长期股权投资收益约 15.1 亿元，合联营企业转子公司投资收益 6.8 亿元。

图 7：公司毛利率及净利润率



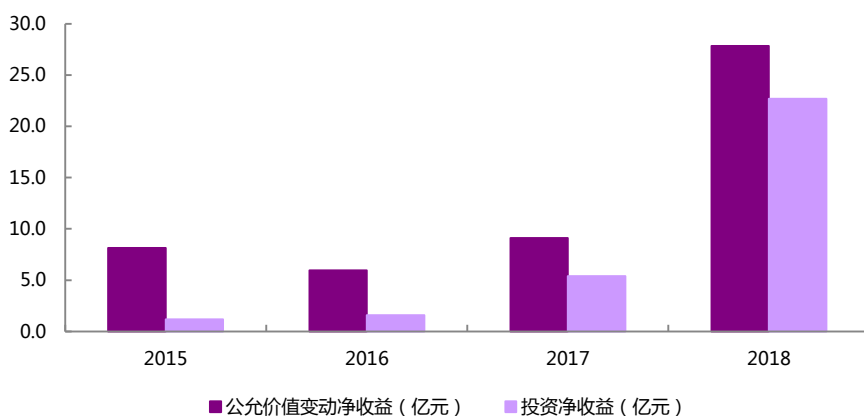
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：公司销售及管理费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：公司公允价值变动净收益及投资净收益

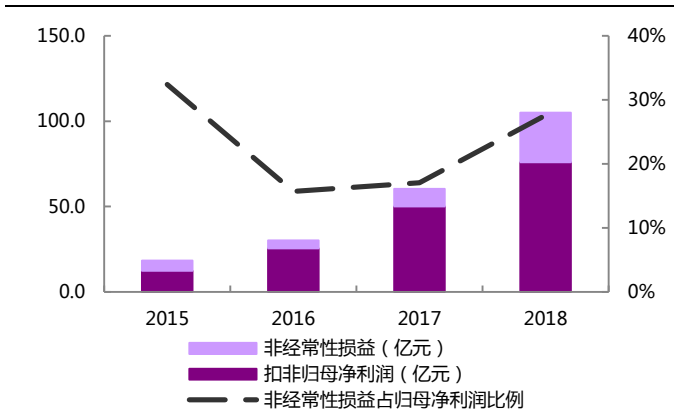


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018 年公司非经常性收益约 28.9 亿元，同比增长 182%，约占归母净利润的 28%。其中主要的两项来自于投资性房地产公允价值变动收益以及合联营企业转子公司投资收益。权益法核算的长期股权投资收益未计入非经常性损益。

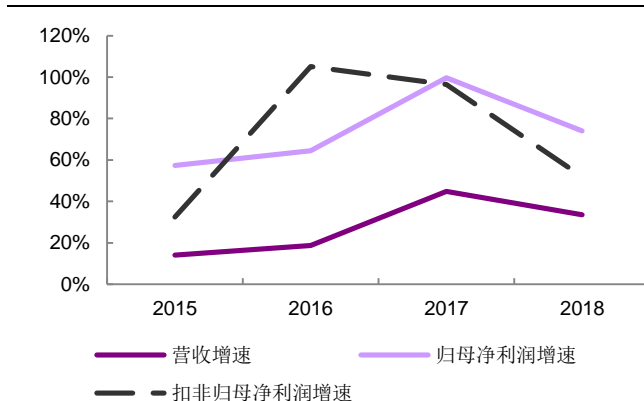
2018 年公司扣除非经常性收益后的归母净利润约 76.0 亿元，同比增长 51.9%，仍高于营收增速，显示公司保持了较高增长质量。

图 10：公司归母净利润结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11：公司收入与净利润增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

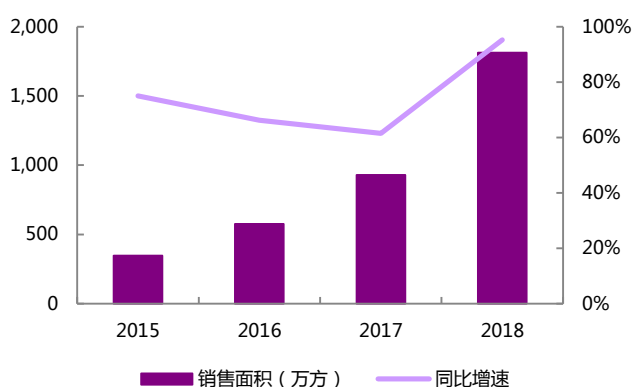
2、销售维持较快增长，2019 年目标 2700 亿

2018 年公司实现销售面积 1812 万方，同比增长 95%；实现销售金额 2211 亿元，同比增长 75%，增速在行业内位居前列。根据克而瑞排名 2018 年公司销售额规模首次进入行业前十（排名第八）。

拉长周期来看，2015-2018 年公司销售面积、销售金额 CAGR 分别达到 74%、85%，成长属性比较明显。

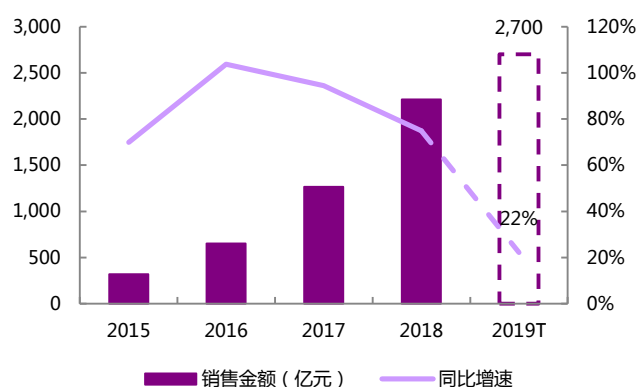
根据公司公告，2019 年销售额目标为 2700 亿元，对应增速约 22%。2019 年 1-2 月，公司实现销售金额 237 亿元，同比增长 24%。

图 12：公司销售面积及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

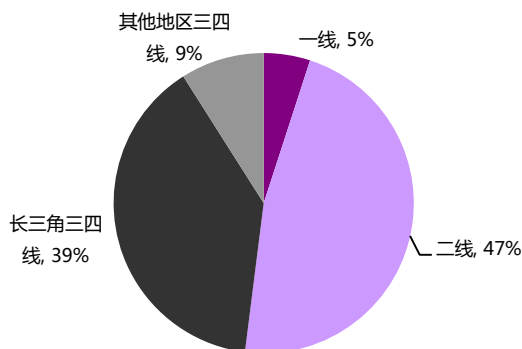
图 13：公司销售金额及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

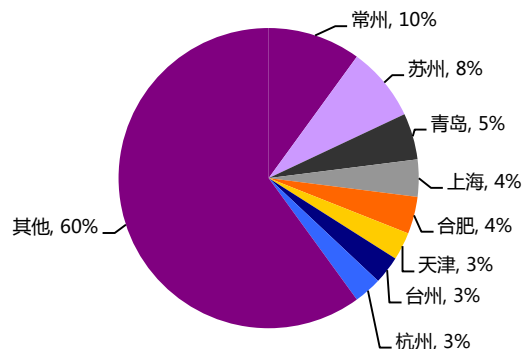
拆分销售结构，按城市能级划分，2018 年公司销售金额中一线、二线、长三角地区三四线、其他区域三四线占比分别为 5%、47%、39%、9%。按区域划分，2018 年销售金额中长三角、珠三角、环渤海、中西部分别占比 61%、3%、15%、21%。2018 年，公司苏州区域销售突破 200 亿，苏南、上海、青岛、杭州、南京等区域销售突破 100 亿，在江苏、安徽、天津、浙江、山东、湖南 6 大省份市场占有率位列前十。

图 14：2018 年公司销售金额结构（按城市能级划分）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 15：2018 年公司销售金额结构（按城市划分）



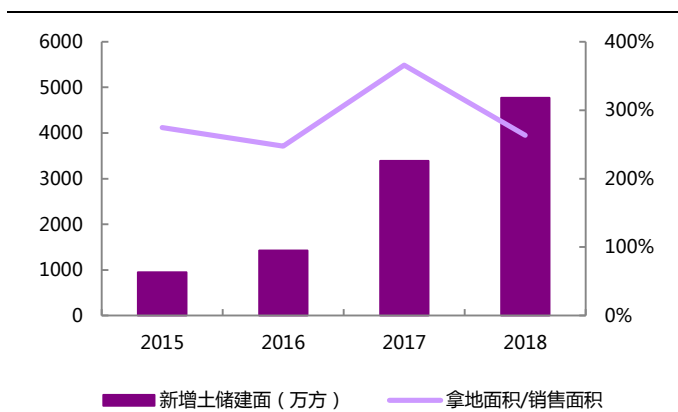
资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、温和扩张，布局下沉

2018 年公司新增 164 个项目，总建面 4773 万方（其中商业综合体项目 1940 万方），同比增长 41%；总地价 1112 亿元，同比增长 24%；由于城市能级下沉，平均楼面地价同比下降 27%至 2330 元/平方米。

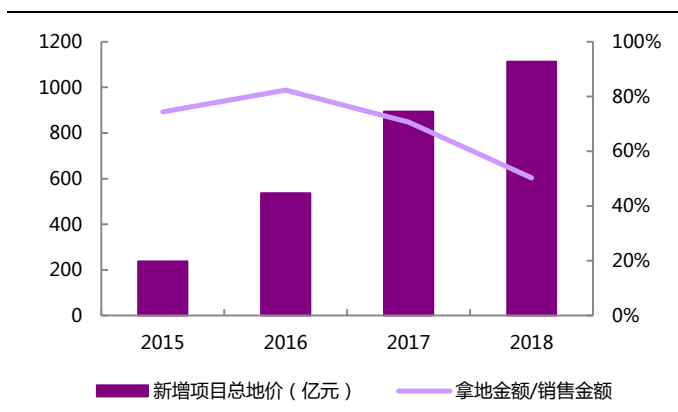
从投资强度来看,2018 年公司新增土储建面/销售面积的比例约 263%，货量得到一定补充；新增土储地价/销售金额的比例约 50%，较 2017 年回落 20pc，投资强度相对温和。

图 16：公司新增土储总建面



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 17：公司新增项目总地价

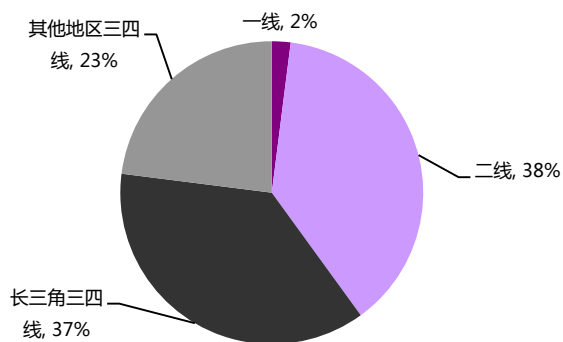


资料来源：公司公告，光大证券研究所

截止 2018 年末，公司土地储备达到 1.1 亿方，分布于 26 个省 98 个地级市。其中深耕的长三角核心区域布局城市 33 个，珠三角区域布局城市 10 个，环渤海区域布局城市 19 个，中西部区域布局城市 36 个。

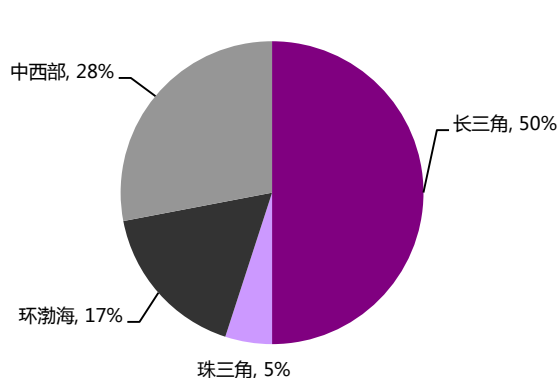
以城市能级划分，一线、二线、长三角三四线、其他地区三四线土储建面占比分别为 2%、38%、37%、23%。以区域划分，长三角、珠三角、环渤海、中西部区域分别占比 50%、5%、17%、28%。

图 18：公司土地储备结构（按城市能级划分）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 19：公司土地储备结构（按区域划分）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、商业规模持续提升

2018年公司新开业19座吾悦广场，新增33个项目。截止2018年末，公司已有42座吾悦广场在运营，已开业面积390万方，出租房地产建筑面积242万方，全年贡献租金收入21.2亿元，同比大幅增长107%，平均出租率约98.83%。

具体来看，2016年之前开业的6家相对成熟的商场合计贡献租金6.4亿，同比增长24%，平均出租率99.55%；2016-2017年开业的17家培育期商场合计贡献租金11.5亿元，同比大幅增长128%，平均出租率约98.05%；2018年新开工的19家商场合计贡献租金3.3亿元，平均出租率99.31%。

根据公司公告，公司2019年计划新开业22座吾悦广场，租金及管理费收入目标超过40亿元，对应增速达89%。

表1：公司吾悦广场经营情况

| 编号 | 项目 | 开业时间 | 出租房地产的 建筑面积 (万平方米) | 出租率 | 2018年租金 收入 (万元) | 同比增幅 | 是否采用公 允价值计量 模式 | 租金收入/房 地产公允价 值(%) |
|----|----------|----------|--------------------------|---------|-----------------------|----------|----------------------|-------------------------|
| 1 | 常州吾悦广场 | 2012年4月 | 9.88 | 99.63% | 17,942 | 23.74% | 是 | 11.14 |
| 2 | 常州国际广场 | 2012年12月 | 6.20 | 99.79% | 13,453 | 16.85% | 是 | 7.50 |
| 3 | 青浦吾悦广场 | 2014年12月 | 5.86 | 100.00% | 12,113 | 19.11% | 否 | 不适用 |
| 4 | 吴江吾悦广场 | 2015年6月 | 6.20 | 100.00% | 5,520 | 55.18% | 是 | 7.11 |
| 5 | 张家港吾悦广场 | 2015年9月 | 5.95 | 97.85% | 7,116 | 19.86% | 是 | 7.05 |
| 6 | 丹阳吾悦广场 | 2015年12月 | 6.76 | 100.00% | 7,881 | 31.07% | 是 | 8.50 |
| 7 | 海口吾悦广场 | 2016年10月 | 6.58 | 100.00% | 8,988 | 36.35% | 是 | 8.24 |
| 8 | 南昌吾悦广场 | 2016年11月 | 6.09 | 99.95% | 6,409 | 33.58% | 是 | 6.90 |
| 9 | 金坛吾悦广场 | 2016年12月 | 6.17 | 99.60% | 7,345 | 40.87% | 是 | 12.62 |
| 10 | 安庆吾悦广场 | 2016年12月 | 6.57 | 100.00% | 5,782 | 27.40% | 是 | 7.96 |
| 11 | 成都吾悦广场 | 2016年12月 | 5.18 | 100.00% | 7,675 | 57.91% | 是 | 14.06 |
| 12 | 桐乡吾悦广场 | 2017年5月 | 5.57 | 99.49% | 7,538 | 73.88% | 是 | 11.91 |
| 13 | 衢州吾悦广场 | 2017年6月 | 5.84 | 99.76% | 6,000 | 85.07% | 是 | 9.87 |
| 14 | 长春吾悦广场 | 2017年7月 | 5.75 | 95.91% | 8,052 | 92.03% | 是 | 9.11 |
| 15 | 诸暨吾悦广场 | 2017年7月 | 7.20 | 91.30% | 4,275 | 189.42% | 否 | 不适用 |
| 16 | 镇江吾悦广场 | 2017年8月 | 5.30 | 99.32% | 6,802 | 147.60% | 是 | 10.80 |
| 17 | 青岛吾悦广场 | 2017年9月 | 7.83 | 98.82% | 9,683 | 279.14% | 否 | 不适用 |
| 18 | 嵊州吾悦广场 | 2017年10月 | 5.99 | 99.83% | 6,283 | 279.63% | 是 | 10.22 |
| 19 | 如皋吾悦广场 | 2017年11月 | 5.46 | 100.00% | 6,141 | 402.11% | 是 | 10.72 |
| 20 | 宁波吾悦广场 | 2017年11月 | 6.13 | 99.21% | 5,404 | 368.24% | 是 | 6.82 |
| 21 | 南京鼓楼吾悦广场 | 2017年12月 | 2.72 | 98.63% | 6,048 | 1446.92% | 是 | 4.87 |
| 22 | 成都武侯吾悦广场 | 2017年12月 | 4.89 | 87.25% | 6,403 | 707.46% | 是 | 8.33 |
| 23 | 晋江吾悦广场 | 2017年12月 | 4.98 | 97.86% | 5,814 | 962.86% | 是 | 9.59 |
| 24 | 渭南吾悦广场 | 2018年5月 | 4.22 | 90.30% | 2,106 | / | 否 | 不适用 |
| 25 | 瑞安吾悦广场 | 2018年7月 | 5.46 | 100.00% | 5,171 | / | 是 | 5.59 |
| 26 | 义乌吾悦广场 | 2018年7月 | 5.63 | 97.18% | 4,037 | / | 是 | 4.44 |
| 27 | 淮南吾悦广场 | 2018年8月 | 5.73 | 100.00% | 2,351 | / | 是 | 3.23 |
| 28 | 台州黄岩吾悦广场 | 2018年9月 | 4.46 | 99.58% | 2,350 | / | 是 | 2.64 |

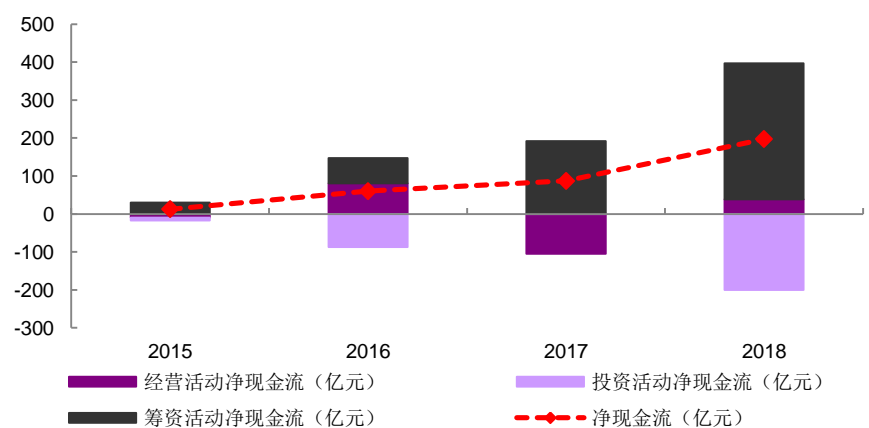
| | | | | | | | | |
|-----------|--------|----------|---------------|---------------|----------------|---|---|------|
| 29 | 平湖吾悦广场 | 2018年9月 | 5.04 | 100.00% | 2,169 | / | 是 | 3.21 |
| 30 | 昆山吾悦广场 | 2018年9月 | 4.63 | 100.00% | 2,081 | / | 是 | 1.77 |
| 31 | 扬州吾悦广场 | 2018年9月 | 4.96 | 99.87% | 2,172 | / | 是 | 3.00 |
| 32 | 南昌新建吾悦 | 2018年11月 | 4.94 | 100.00% | 1,311 | / | 是 | 1.71 |
| 33 | 昆明吾悦广场 | 2018年11月 | 5.54 | 100.00% | 1,428 | / | 是 | 1.87 |
| 34 | 泰兴吾悦广场 | 2018年11月 | 5.64 | 100.00% | 1,254 | / | 是 | 1.88 |
| 35 | 长沙吾悦广场 | 2018年11月 | 5.27 | 100.00% | 1,375 | / | 是 | 1.55 |
| 36 | 南宁吾悦广场 | 2018年12月 | 5.17 | 100.00% | 870 | / | 是 | 1.13 |
| 37 | 句容吾悦广场 | 2018年12月 | 5.35 | 100.00% | 915 | / | 是 | 1.30 |
| 38 | 临沂吾悦广场 | 2018年12月 | 5.82 | 100.00% | 913 | / | 是 | 1.32 |
| 39 | 玉环吾悦广场 | 2018年12月 | 5.58 | 100.00% | 918 | / | 是 | 1.29 |
| 40 | 启东吾悦广场 | 2018年12月 | 4.35 | 100.00% | 610 | / | 是 | 0.92 |
| 41 | 台州仙居广场 | 2018年12月 | 8.98 | 100.00% | 405 | / | 是 | 0.54 |
| 42 | 慈溪吾悦广场 | 2018年12月 | 6.15 | 100.00% | 497 | / | 是 | 0.63 |
| 合计 | | | 242.04 | 98.84% | 211,599 | | | |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

5、杠杆水平相对健康，融资成本呈改善趋势

从现金流的角度看,2018年公司除筹资活动外的现金净流出162亿元,较2017年多流出60亿元;2018年筹资活动现金净流入359亿元,较2017年多流入169亿元;2018年公司净现金流入197亿元,较2017年多流入110亿元。

图 20：公司净现金流入结构拆分

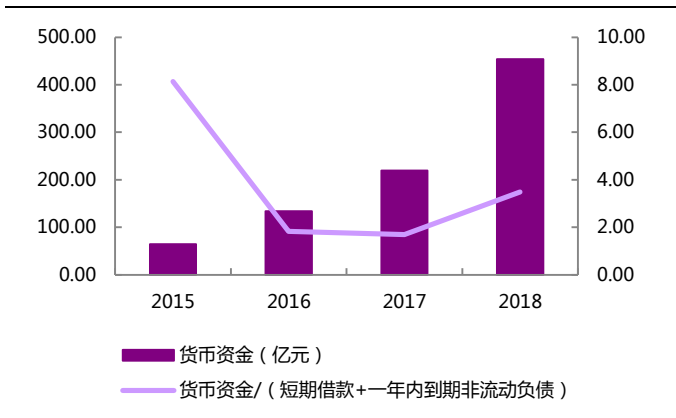


资料来源：公司公告，光大证券研究所

截止2018年末,得益于销售回款增长,公司货币资金同比大幅增长107%至454亿元;货币资金/(短期借款+一年内到期非流动负债)的比例约3.49倍,短期偿债压力较小。

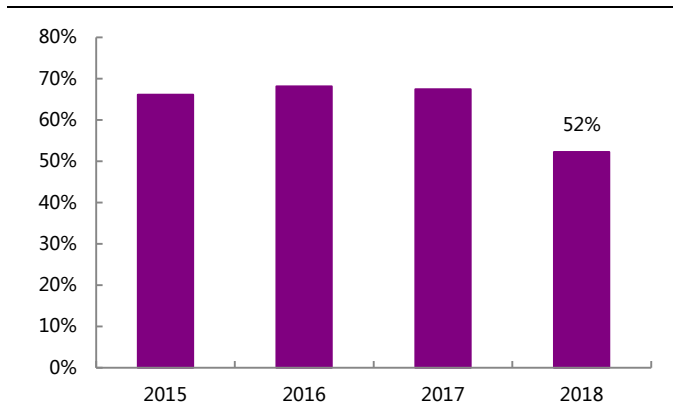
截止 2018 年末，公司融资总额约 705 亿元，同比增长 79%；净负债率约 49%，较 2017 年回落 18pc；如果将永续债视为负债，2018 年末净负债率约 52%，较 2017 年回落 15pc，杠杆水平维持在健康区间。

图 21：公司货币资金及短债覆盖倍数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 22：公司净负债率（永续债视为负债）



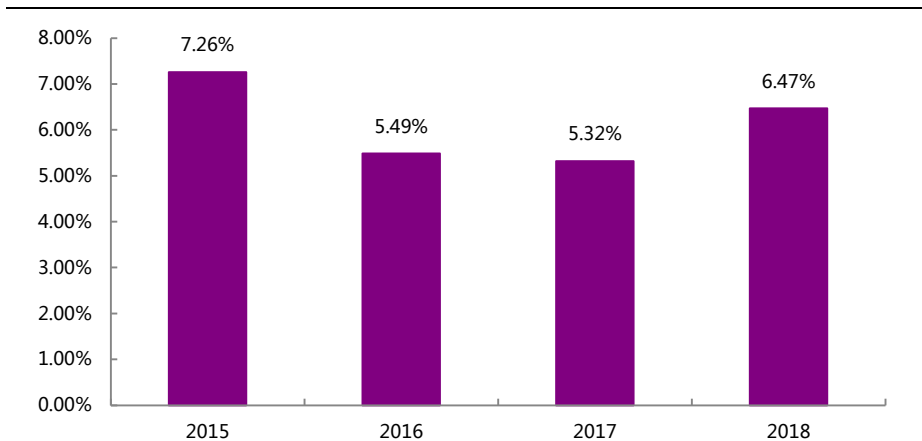
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018 年行业资金面收紧，公司积极拓宽融资渠道，全年平均融资成本提升 1.15pc 至 6.47%，上行幅度相对可控。

2019 年 1 月，公司发行 10 亿元 3 年期中票，票面利率 6.00%，较 2018 年四季度先后发行的 3 笔中票分别回落 139bp、143bp、100bp；发行 6 亿元超短融，票面利率 4.30%，较 2018 年四季度发行的 2 笔超短融分别回落 194bp、168bp。

2019 年 3 月，公司获证监会核准公开发行不超过 80 亿元公司债。

图 23：公司整体平均融资成本



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：2018 年至今公司债券发行情况

| 起息日 | 债券类型 | 期限 (年) | 发行规模 (亿元) | 票面利率 (当期) |
|------------|---------|-----------|--------------|--------------|
| 2018-03-26 | 定向工具 | 5 | 8 | 7.00% |
| 2018-04-27 | 定向工具 | 5 | 10 | 6.90% |
| 2018-08-20 | 私募债 | 3 | 6 | 7.97% |
| 2018-09-04 | 超短期融资债券 | 0.7 | 15 | 6.24% |
| 2018-09-17 | 一般中期票据 | 3 | 9 | 7.39% |
| 2018-09-25 | 超短期融资债券 | 0.7 | 9 | 5.98% |
| 2018-10-15 | 一般中期票据 | 3 | 11 | 7.43% |
| 2018-10-29 | 一般公司债 | 4 | 21.6 | 7.43% |
| 2018-11-07 | 私募债 | 3 | 12 | 7.50% |
| 2018-12-17 | 定向工具 | 2 | 7 | 7.00% |
| 2018-12-28 | 一般中期票据 | 3 | 10 | 7.00% |
| 2019-01-07 | 一般中期票据 | 3 | 10 | 6.00% |
| 2019-01-14 | 超短期融资债券 | 0.7 | 6 | 4.30% |

资料来源：Wind，光大证券研究所

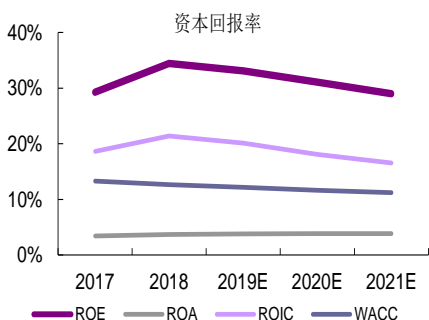
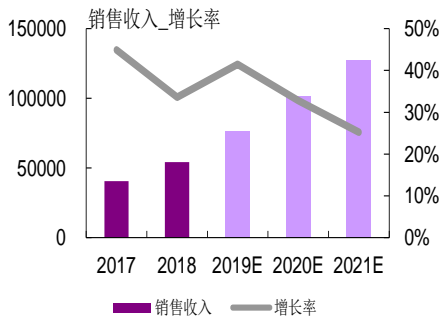
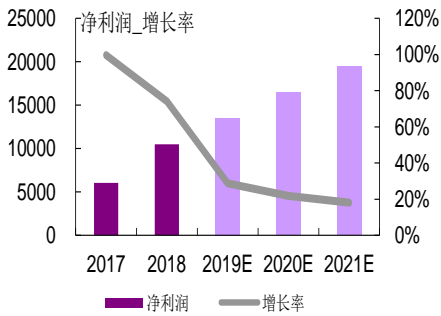
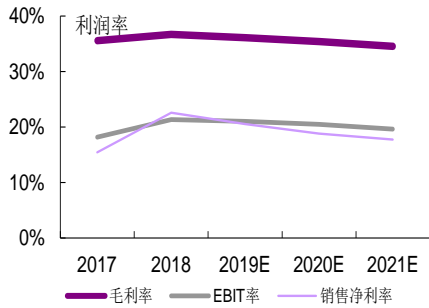
6、盈利预测与估值评级

2015-2018 年，公司销售金额 CAGR 约 85%，对比全口径结算金额 CAGR 约 42%。截止 2018 年末，公司表内合同负债 1182 亿元，约为 2018 年房地产开发销售收入的 2.33 倍。2019 年公司计划竣工 1881 万方，较 2018 年实际竣工面积增长 92%。

考虑到公司当前相对充裕的已售未结资源以及较高的竣工目标，我们上调 2019-2020 年预测 EPS 至 5.99、7.29 元（原为 5.61、6.86 元），引入 2021 年预测 EPS 为 8.61 元。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 6.5、5.3、4.5 倍。公司双轮驱动稳健增长，未来业绩确定性较强。目前已进入龙头梯队，预计随着行业融资环境改善，融资成本有望重回下行通道。我们维持 2019 年 8 倍 PE 估值，对应目标价上调至 47.90 元，“买入”评级。

7、风险分析

三四线城市销售趋冷，导致公司销售回款和毛利水平不及预期；国内经济增长放缓，新开业商场租金水平不及预期；2019 年计划竣工规模大幅扩张，品控压力有所提升。



| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 40,526 | 54,133 | 76,564 | 101,683 | 127,314 |
| 营业成本 | 26,115 | 34,273 | 48,932 | 65,696 | 83,331 |
| 折旧和摊销 | 181 | 264 | 173 | 184 | 195 |
| 营业税费 | 3,266 | 3,500 | 4,950 | 6,574 | 8,231 |
| 销售费用 | 1,776 | 2,267 | 3,207 | 4,259 | 5,333 |
| 管理费用 | 1,983 | 2,266 | 3,205 | 4,257 | 5,330 |
| 财务费用 | 447 | 842 | 935 | 1,058 | 1,170 |
| 公允价值变动损益 | 911 | 2,785 | 2,500 | 2,000 | 2,000 |
| 投资收益 | 539 | 2,267 | 2,562 | 2,895 | 3,271 |
| 营业利润 | 8,360 | 15,643 | 20,225 | 24,633 | 29,091 |
| 利润总额 | 8,371 | 15,767 | 20,289 | 24,699 | 29,175 |
| 少数股东损益 | 231 | 1,718 | 2,199 | 2,678 | 3,163 |
| 归属母公司净利润 | 6,029 | 10,491 | 13,511 | 16,448 | 19,428 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 总资产 | 183,527 | 330,318 | 413,663 | 499,619 | 587,294 |
| 流动资产 | 141,653 | 264,227 | 334,960 | 409,689 | 486,471 |
| 货币资金 | 21,947 | 45,409 | 53,303 | 62,967 | 76,388 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 69 | 217 | 306 | 407 | 509 |
| 应收票据 | 4 | 90 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 28,520 | 45,326 | 65,079 | 86,430 | 108,217 |
| 存货 | 76,379 | 145,573 | 182,498 | 218,986 | 252,963 |
| 可供出售投资 | 325 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 13,387 | 18,809 | 23,420 | 28,631 | 34,520 |
| 固定资产 | 2,183 | 2,112 | 2,168 | 2,212 | 2,244 |
| 无形资产 | 95 | 576 | 567 | 538 | 511 |
| 总负债 | 157,545 | 279,362 | 350,169 | 421,356 | 491,743 |
| 无息负债 | 119,161 | 215,988 | 272,066 | 325,252 | 376,086 |
| 有息负债 | 38,384 | 63,373 | 78,103 | 96,103 | 115,657 |
| 股东权益 | 25,982 | 50,957 | 63,494 | 78,263 | 95,551 |
| 股本 | 2,258 | 2,257 | 2,257 | 2,257 | 2,257 |
| 公积金 | 2,687 | 3,148 | 3,767 | 3,767 | 3,767 |
| 未分配利润 | 15,504 | 23,950 | 33,457 | 45,548 | 59,674 |
| 少数股东权益 | 5,358 | 20,464 | 22,663 | 25,341 | 28,503 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | -10,485 | 3,817 | 5,041 | 3,595 | 6,157 |
| 净利润 | 6,029 | 10,491 | 13,511 | 16,448 | 19,428 |
| 折旧摊销 | 181 | 264 | 173 | 184 | 195 |
| 净营运资金增加 | 6,697 | 12,330 | 20,220 | 26,949 | 27,906 |
| 其他 | -23,392 | -19,268 | -28,863 | -39,986 | -41,372 |
| 投资活动产生现金流 | 244 | -20,013 | -7,769 | -6,516 | -5,817 |
| 净资本支出 | -4,763 | -10,308 | -220 | -200 | -200 |
| 长期投资变化 | 13,387 | 18,809 | -4,612 | -5,211 | -5,889 |
| 其他资产变化 | -8,379 | -28,513 | -2,938 | -1,105 | 271 |
| 融资活动现金流 | 18,970 | 35,891 | 10,621 | 12,586 | 13,081 |
| 股本变化 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 16,429 | 24,989 | 14,730 | 18,000 | 19,553 |
| 无息负债变化 | 54,313 | 96,828 | 56,077 | 53,187 | 50,834 |
| 净现金流 | 8,731 | 19,728 | 7,894 | 9,665 | 13,421 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 44.89% | 33.58% | 41.44% | 32.81% | 25.21% |
| 净利润增长率 | 99.68% | 74.02% | 28.78% | 21.74% | 18.12% |
| EBITDA 增长率 | 92.71% | 56.93% | 37.58% | 28.94% | 20.04% |
| EBIT 增长率 | 96.13% | 57.20% | 39.22% | 29.18% | 20.16% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 14 | 8 | 6 | 5 | 4 |
| PB | 4 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| EV/EBITDA | 13 | 10 | 8 | 7 | 7 |
| EV/EBIT | 14 | 10 | 8 | 7 | 7 |
| EV/NOPLAT | 18 | 13 | 11 | 9 | 9 |
| EV/Sales | 3 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| EV/IC | 3 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 35.56% | 36.69% | 36.09% | 35.39% | 34.55% |
| EBITDA 率 | 18.60% | 21.85% | 21.25% | 20.63% | 19.78% |
| EBIT 率 | 18.15% | 21.36% | 21.03% | 20.45% | 19.63% |
| 税前净利润率 | 20.65% | 29.13% | 26.50% | 24.29% | 22.92% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 14.88% | 19.38% | 17.65% | 16.18% | 15.26% |
| ROA | 3.41% | 3.70% | 3.80% | 3.83% | 3.85% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 29.23% | 34.41% | 33.09% | 31.08% | 28.98% |
| 经营性 ROIC | 18.63% | 21.40% | 20.09% | 18.09% | 16.55% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 1.09 | 1.17 | 1.19 | 1.21 | 1.23 |
| 速动比率 | 0.50 | 0.53 | 0.54 | 0.57 | 0.59 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 0.54 | 0.48 | 0.52 | 0.55 | 0.58 |
| 有形资产/有息债务 | 4.74 | 5.16 | 5.25 | 5.16 | 5.05 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 2.67 | 4.65 | 5.99 | 7.29 | 8.61 |
| 每股红利 | 0.81 | 1.50 | 1.93 | 2.35 | 2.78 |
| 每股经营现金流 | -4.65 | 1.69 | 2.23 | 1.59 | 2.73 |
| 每股自由现金流(FCFF) | -2.55 | -5.83 | -3.38 | -4.77 | -3.75 |
| 每股净资产 | 9.14 | 13.51 | 18.09 | 23.45 | 29.71 |
| 每股销售收入 | 17.96 | 23.99 | 33.93 | 45.06 | 56.42 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 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。 |

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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，本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且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |