

涨价利尽短期利润率承压，逆势拿地中股权益比提升

——万科A (000002.SZ、2202.HK) A+H 跨市场研究动态报告

跨市场公司动态

◆前端土地投资数据边际向好

2019年初至今公司土地投资呈现了两大特点：1) 补货意愿由弱转强，2019年7-8月合计权益拿地金额(629亿元)已接近上半年整体水平(650亿元)，拿地面积/销售面积比例达到184%，对比2019H1约64%。2) 权益比例或进入回升周期，2019年1-8月公司拿地面积权益比例回升至76% (2013年以来最高水平)，对比2016-2018年分别为60%、60%、53%。

由此我们预计，因待开发面积相对不足引发的对于新开工/供货潜力的担忧，以及随着前期合作项目入账比例提升导致的结算权益利润率下行压力，或将在中期维度得以逐步缓解。

◆短期销售增长更依赖滚存货值去化，压力或小幅提升

2019H1公司新开工面积同比下降16%，预计9-12月销售将更多依赖滚存货值去化，由此对市场需求韧性提出更高的考验，尤其是对于由供给驱动销售较快增长的上海区域，以及涨价周期基本结束的中西部区域。

◆结算保障处历史高位，利润率压力有所显现

截止2019H1，公司表内已售未结合同金额/地产结算收入TTM约1.96，业绩保障力度达到2012年以来最高水平；在建面积/2019年计划竣工面积约3.2倍，隐含中期内存在较大规模竣工需求。

2019H1公司结算均价超过已售未结均价，尤其是合计占公司权益净利润超过70%的南方区域、上海区域2019H1结算均价/销售均价比例分别为114%、100%，显示涨价红利已基本完成兑现。

◆盈利预测与投资建议

公司可结算基础处于历史高位，竣工铺排平稳增长，虽然短期内销售增速受限，结算利润率逐步承压，考虑到拿地意愿及权益比例已现边际向好迹象，中期来看大概率仍可维持平稳增长。我们维持公司2019-2021年预测EPS分别为3.63、4.07、4.69元。综合考虑，我们给予公司A股2019年9.5倍PE估值，对应目标价下调至34.47元，维持“买入”评级。我们给予公司H股2019年8.5倍PE估值，对应目标价下调至34.14港元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

房地产持续调控，公司销售去化及毛利率不及预期；公司竣工、结算进度不及预期；部分新业务盈利兑现不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897	297,679	358,490	431,751	515,723
营业收入增长率	1.01%	22.55%	20.43%	20.44%	19.45%
净利润(百万元)	28,052	33,773	41,011	46,001	53,007
净利润增长率	33.44%	20.39%	21.43%	12.17%	15.23%
EPS(元)	2.48	2.99	3.63	4.07	4.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.14%	21.68%	21.37%	20.54%	20.28%
P/E(A股)	11	9	7	7	6
P/E(H股)	10	8	7	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年9月11日

A股：买入(维持)

当前价/目标价：26.91/34.47元

H股：买入(维持)

当前价/目标价：28.10/34.14港元

分析师

何维南 (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

市场数据

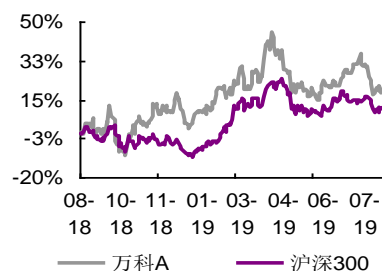
总股本(亿股)：113.02

总市值(亿元)：3041.41

一年最低/最高(元)：19.61/32.30

近3月换手率：23.32%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.58	-6.86	-1.96
绝对	2.58	-1.19	19.94

资料来源：Wind

相关研报

表外及存量潜力大，外资近期增配积极——万科A (000002.SZ、2202.HK) A+H 跨市场研究动态报告

.....2019-04-16

结算或好于预期，上调盈利预测——万科A (000002.SZ) 2018年业绩前瞻

.....2019-03-22

销售增速继续回升，融资优势持续凸显——万科A (000002.SZ) 动态跟踪

.....2018-12-19

1、前端土地投资数据边际向好

我们认为，2019年初至今公司土地投资呈现了两大特点：1) 补货意愿由弱转强；2) 权益比例或进入回升周期。由此，公司中期供货潜力得到提升，同时权益利润率压力或有所缓解。

➤ 补货意愿由弱转强，新开工无需过度担忧

2019年上半年，公司整体保持了审慎投资的态度，新增土储1373万方，同比下降33%；新增项目总地价942亿元，同比下降18%；拿地面积/销售面积的比例约64%，对比2018年全年水平为116%；拿地金额/销售金额的比例约27%，对比2018年全年为42%。

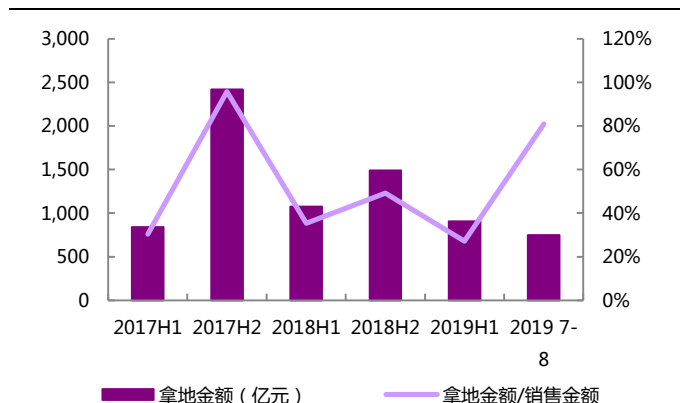
截止2019年中期，公司在建项目总建面9868万方，规划中项目总建面5473万方，合计总土储约1.53亿方，扣除已售未结部分后，我们初步估算未售土储约1.0亿方。按照2018年销售面积4038万方，基本可满足未来2-3年的销售需求。

我们认为，虽然公司储备货值仍可支撑短期销售增长，但存量变现导向下，2018年以来公司新开工面积持续大于拿地面积，土地库存收缩或压制后续新开工增长。截止2019年中期，公司规划中项目总建面占总土储的比例下降至36%，规划中项目总建面/新开工面积TTM降至118%，2019上半年公司新开工面积同比-16%（2018年全年同比+37%）。

值得注意的是，2019年7-8月，在行业流动性全面收紧，土地市场逐步降温的环境下，公司反而加大了土地投资力度，两个月合计权益拿地面积915万方，权益拿地金额629亿元，与上半年整体拿地规模基本相当。2019年1-8月，公司拿地金额/销售金额、拿地面积/销售面积的比例分别回升至39%、90%。

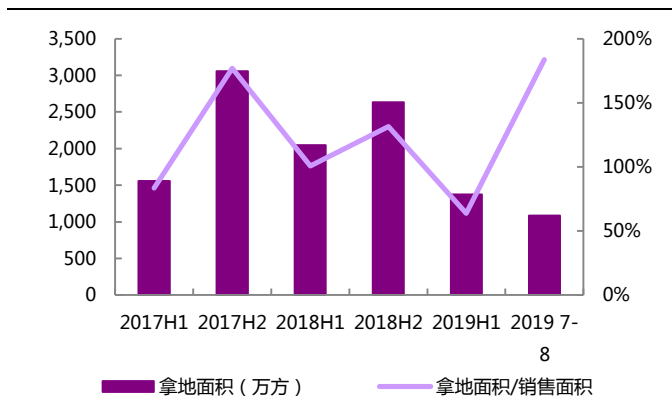
展望未来，考虑到公司现金储备充裕、融资能力优秀、财务杠杆健康，我们认为公司有能力适度增强土地投资“逆周期”属性，进一步平衡补货压力和库存风险，对于后续新开工及中期供货无需过度担忧。

图1：公司拿地金额/销售金额（全口径）



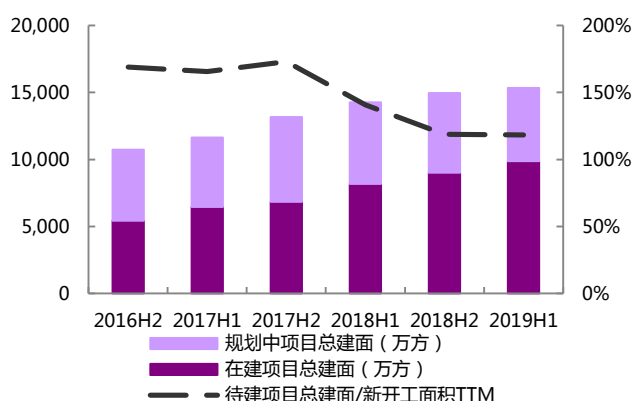
资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：公司拿地面积/销售面积（全口径）



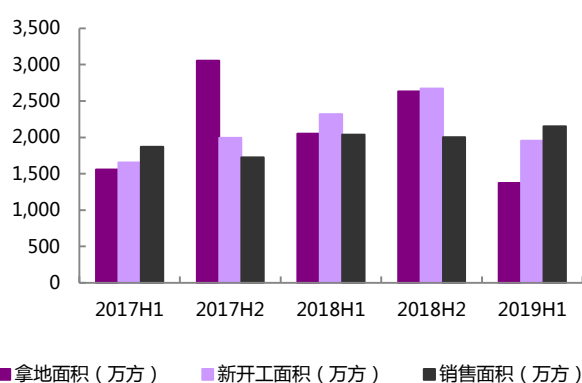
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司规划中项目总建面/新开工面积 TTM



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司半年度拿地面积、新开工面积、销售面积



资料来源：Wind，光大证券研究所

➤ 拿地权益比例或进入回升周期，中期权益利润率压力有所缓解

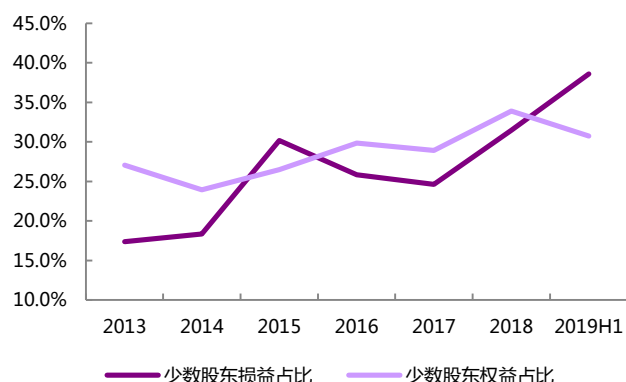
2016-2018 年，公司大规模补充土地储备（三年合计新增项目超过 1.2 亿方），为了控制成本及分散风险，公司合作项目的比例持续提升，整体权益比例有所下降。2016-2018 年公司新增合作项目建面占比分别为 60%、72%、83%，新增土储权益比例分别为 60%、60%、53%（面积口径），总土储权益比例分别为 68%、64%、60%。

由于前期权益比例下降，导致目前结算层面少数股东损益占比明显提升，分薄归母净利润。2019 年上半年公司少数股东损益同比增长 69% 至 74 亿元，少数股东损益占比进一步提升至 38.6%，在净利润率同比提升 1.1pc 至 13.8% 的情况下，归母净利润率却同比下降 0.1pc 至 8.5%。

2019 年上半年，公司拿地面积权益比例回升至 69%，拿地金额权益比例回升至 72%；7-8 月，公司拿地面积权益比例进一步提升至 84%，带动 1-8 月拿地面积权益比例回升至 76%，为 2013 年以来最高水平。

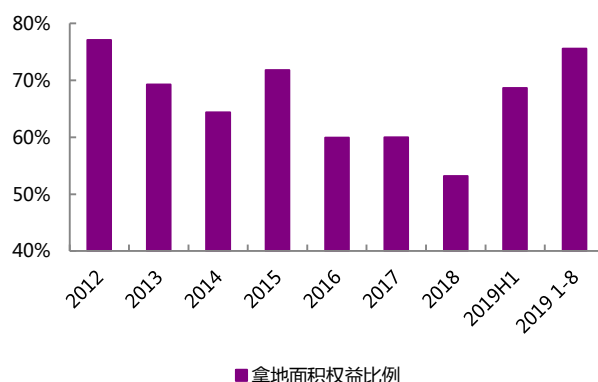
我们认为，这反映了在行业下行周期以及流动性收紧的大环境下，公司拿地策略发生了一定转变，虽然入账权益比例短期或仍然承压，但中期来看已出现底部回升迹象。

图 5：少数股东损益占比及少数股东权益占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：公司拿地面积权益比例

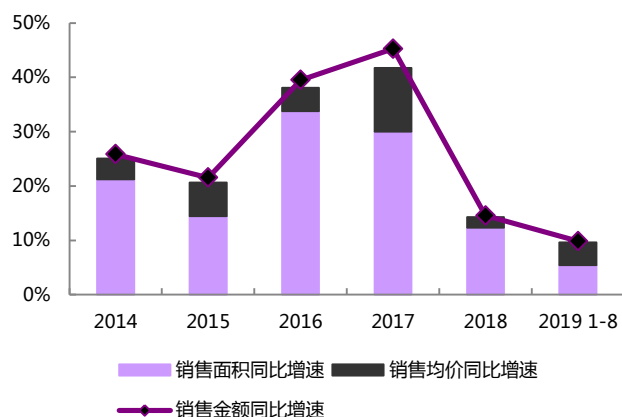


资料来源：Wind，光大证券研究所

2、短期销售增长压力或小幅提升

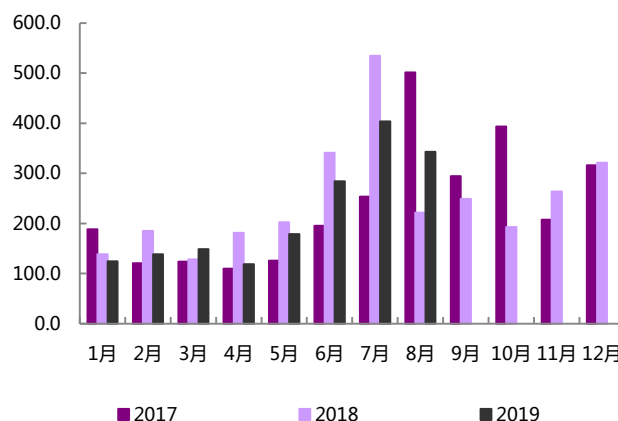
2019 年 1-8 月，公司销售金额 4263 亿元，同比增长 10%；销售面积 2741 万方，同比增长 5%；销售均价约 15554 元/平方米，同比增长 4%。单月来看，3 月-6 月单月销售金额规模保持 500 亿元以上，其余 4 个月单月销售规模在 400-500 亿元之间。随着同期基数走低，6 月-8 月销售额单月增速底部回升（分别为+1%、+7%、+15%）。

图 7：公司销售金额、销售面积、销售均价同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：公司月度销售金额（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

从各区域销售情况来看：

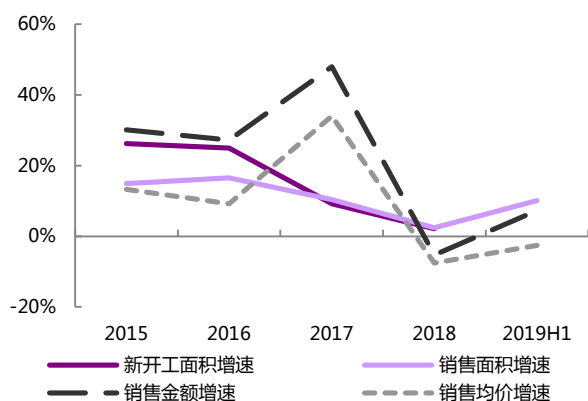
由于 2018 年大本营南方区域新开工面积放缓至 2%，2019 年上半年南方区域销售面积占比进一步降低，叠加销售均价高位回落，销售金额同比增速（+7%）低于公司整体表现（+10%），销售金额占比下降至 19%。

2019 年上半年上海区域销售金额同比增长 20%，继续保持较快增长，销售金额占比提升至 36%，与其他两个传统支柱南方区域、北方区域占比分化进一步扩大。我们认为，2018 年以来公司上海区域较强的销售增长韧性主要来自于供给驱动（2018 年上海区域新开工面积同比+75%），后续销售增长持续性仍需观察货量铺排情况。

2019 年上半年中西部区域销售金额同比增长 16%，其中销售面积增长贡献 15%，销售均价增长贡献 1%，供给驱动下呈现量增价稳的态势。值得注意的是，中西部区域持续三年的涨价周期结束（2016-2018 年中西部区域销售均价分别同比+12%、+15%、+20%），或预示后续去化压力将逐步抬升。

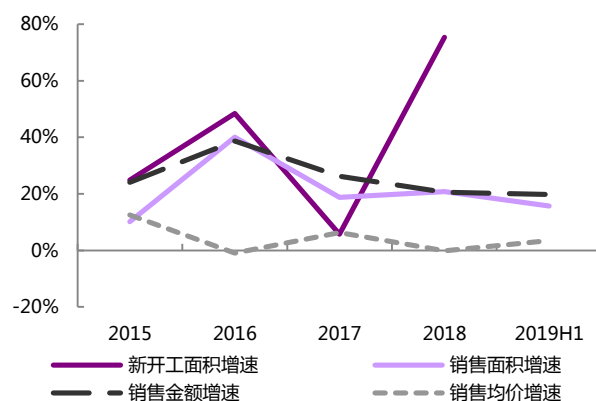
2018 年北方区域新开工面积同比增长 42%，但 2019 年上半年北方区域销售面积同比下降 14%，销售金额同比下降 10%，推测部分系环京调控严格，需求走弱影响。

图 9：公司南方区域新开工、销售同比增速



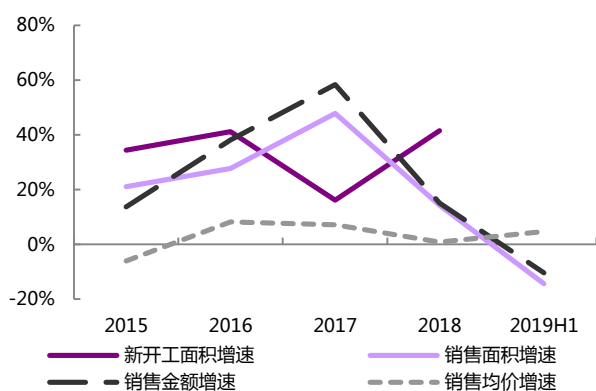
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：公司上海区域新开工、销售同比增速



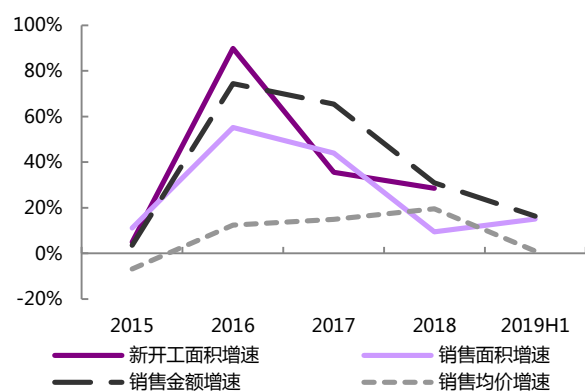
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：公司北方区域新开工、销售同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：公司中西部区域新开工、销售同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

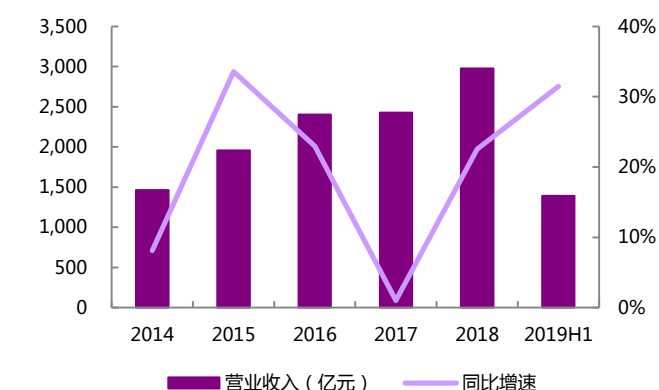
展望未来，2016-2018 年间，公司 9-12 月销售金额占全年销售金额比例基本稳定在 34-36%，如 2019 年仍维持在这一区间（与“极限周转”状态下，规模房企经营惯性存在一定关系），对应 2019 年全年销售金额约 6500-6700 亿元。考虑到公司 2019 年上半年新开工面积同比下降 16%，我们认为 9-12 月销售将更多依赖于滚存货值去化，由此对市场需求韧性（尤其是主力上海区域、中西部区域）提出更高的考验。

从中期来看，一方面公司长期深耕一二线及卫星三线城市，受益于行业销售结构趋势性转换；另一方面，随着土地投资意愿边际回升，后续新开工规模或仍有支撑（具体见第一章节）。整体而言，我们认为公司有条件维持销售平稳增长，市占率持续提升。

3、结算保障处历史高位，利润率压力有所显现

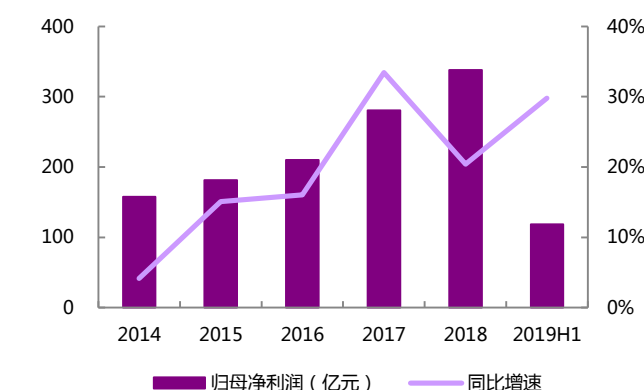
2019 年上半年公司实现营业收入 1393 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 118 亿元，同比增长 30%；实现扣非归母净利润 117 亿元，同比增长 29%；业绩释放节奏略超市场预期。

图 13：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：公司归母净利润及同比增速

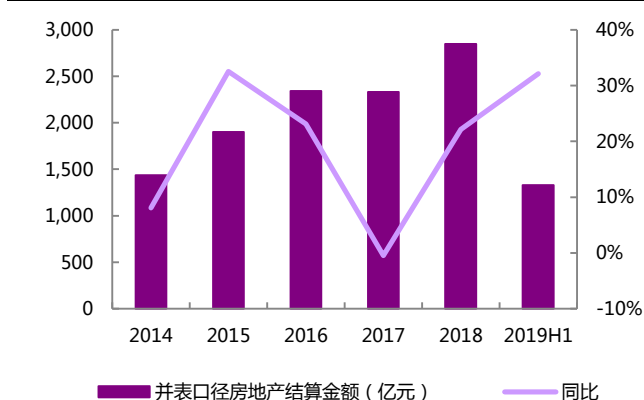


资料来源：Wind，光大证券研究所

2019 年上半年公司收入端弹性主要来自于地产结算量价提升，期内房地产结算金额同比增长 32%，其中结算面积增长贡献 21%，结算均价增长贡献 10%。得益于涨价红利继续兑现，2019 年上半年房地产结算毛利率同比提升 2.1pc 至 36.8%。然而对比 2018 年全年水平来看（37.8%），地产结算毛利率已开始从高位回落，显示成本端压力正逐步显现。

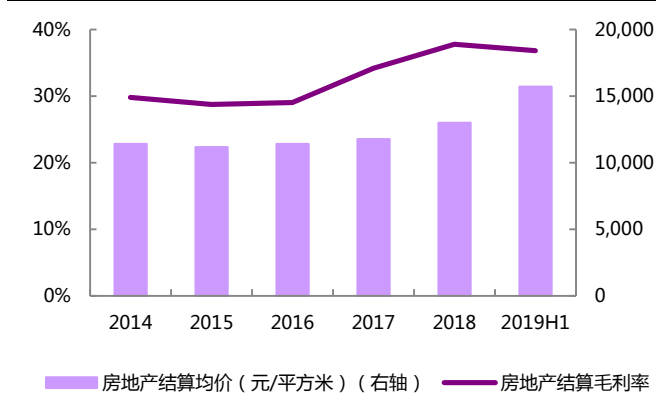
2019 年上半年公司归母净利润率同比微降 0.1pc 至 8.5%，毛利率提升的影响并未传递至权益利润率层面，主要是由于土增税多增以及少数股东损益占比提升。

图 15：公司表内地产结算金额及同比增速



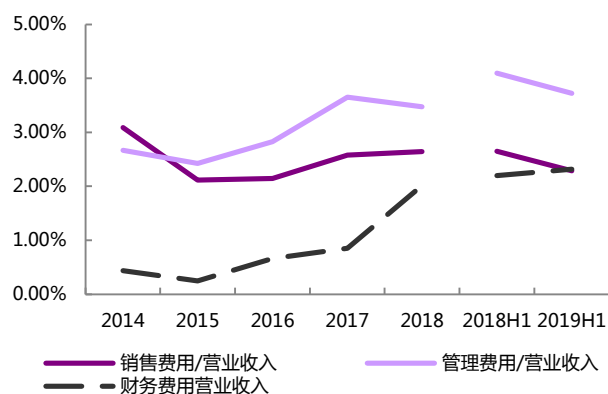
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：公司表内地产结算均价及结算毛利率



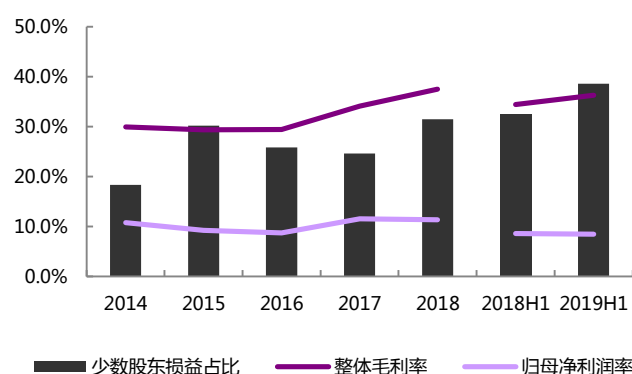
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：公司三费/营业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 18：公司毛利率、归母净利润率、少数股东损益占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

从各区域情况来看：

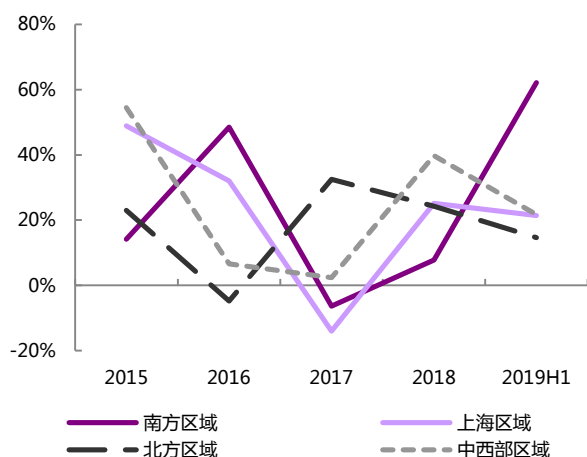
2019 年上半年公司南方区域结算金额同比大幅增长 62%，结算金额占比达到 35%，是公司收入弹性的主要贡献区域。然而区域结算权益净利润率下滑至 9%，结算权益净利润仅同比增长 18%，结算权益净利润占比反而下降至 26%。推测利润表现较弱或系项目结算权益比例下降所致。

2019 年上半年公司上海区域结算继续维持稳定增长，结算金额同比增长 21%，结算权益净利润同比增长 7%。区域结算权益净利润率高位小幅回落至 16%，结算权益净利润占比达 45%，是公司利润的主要贡献区域。

2019 年上半年公司中西部区域结算金额同比增长 22%，同样保持稳定增长。并且得益于涨价红利继续兑现（结算均价同比增长 14%），结算权益净利润率同比大幅提升 8pc 至 12%，结算权益净利润由去年同期的 9 亿元同比大幅增长 230%至 30 亿元，已超过 2018 年全年水平（约 25 亿元），成为公司的主要利润增长点。

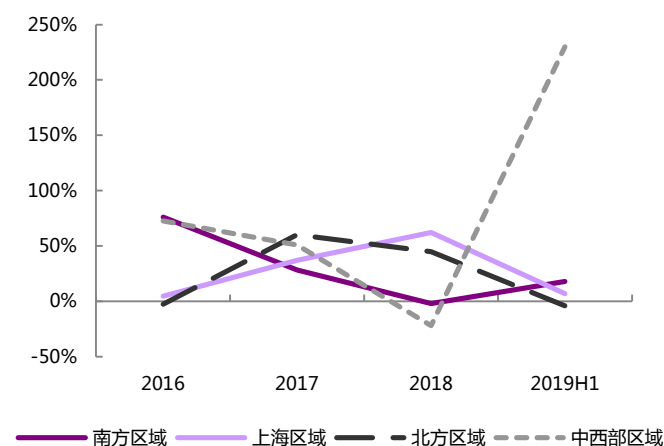
2019 年上半年公司北方区域结算金额同比增速（+15%），结算金额占比（14%），结算权益净利润同比增速（-4%），结算权益净利润率（8%），结算权益净利润占比（9%）均为公司内最弱表现。

图 19：公司各区域结算金额同比增速



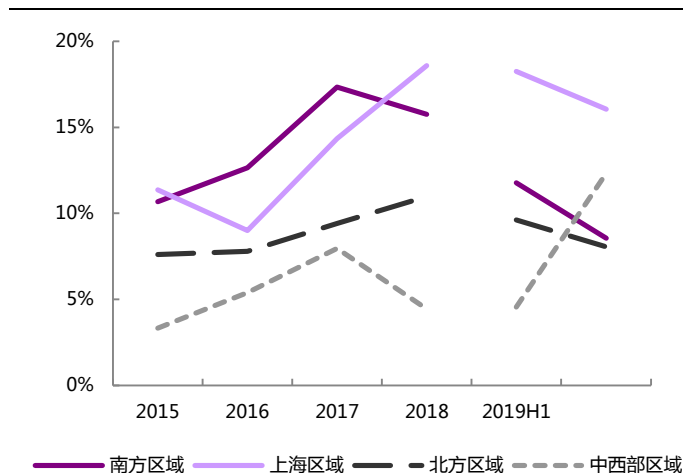
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 20：公司各区域结算权益净利润同比增速



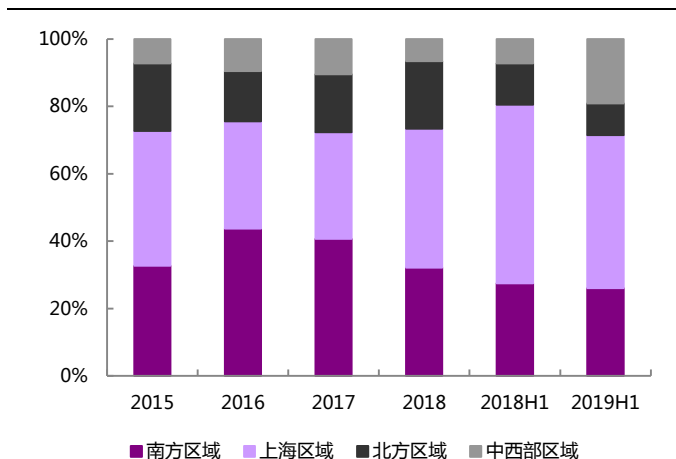
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：公司各区域结算权益净利润率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：公司各区域结算权益净利润结构



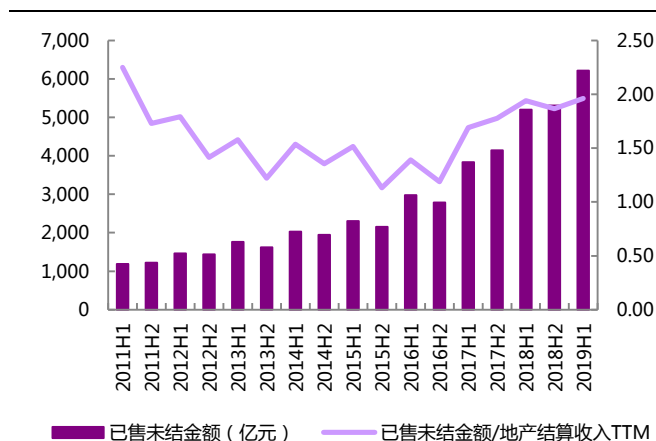
资料来源：Wind，光大证券研究所

截止 2019 年 6 月，公司表内已售未结合同面积 4404 万方，较年初增长 19%；已售未结合同金额 6216 亿元，较年初增长 17%；（预收款项+合同负债）合计余额 5673 亿元，较年初增长 12%。从结算保障力度来看，截止 2019 年 6 月，公司表内已售未结金额/地产结算收入 TTM 约 1.96，为 2012 年以来最高水平。

从竣工节奏铺排来看，2019 年公司计划竣工 3077 万方，较 2018 年实际竣工增长 12%。2019 年上半年公司竣工面积 1060 万方，同比增长 16%，全年目标完成率 34%。公司 2016-2018 年新开工分别同比增长 48%、16%、37%，截止 2019 年 6 月在建面积达到 9868 万方（在建面积/2019 年计划竣工面积约 3.2 倍），中期内存在较大规模的竣工需求。

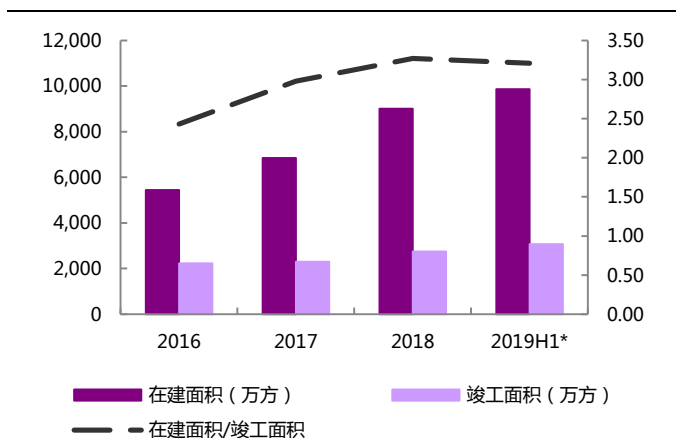
我们认为，公司可结算基础及释放节奏均具备较强潜力，中期内结算收入维持平稳增长确定较高。

图 23：公司表内已售未结金额/地产结算收入 TTM



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：公司在建面积/竣工面积



资料来源：Wind，光大证券研究所

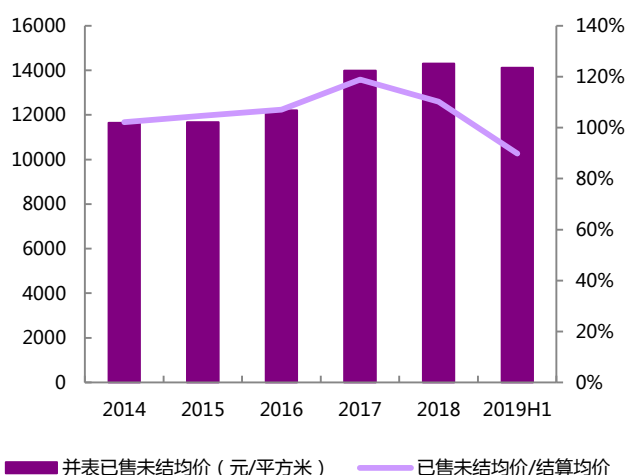
注：2019H1 竣工面积取 2019 年计划竣工面积 3077 万方

利润率方面，截止 2019 年 6 月，公司已售未结合同均价约 14114 元/平方米，较年初下降 1%，进入负增长区间。并且，2019 年上半年公司地产结算均价（15715 元/平方米）已超过已售未结均价，隐含前期涨价红利已基本兑现。

具体分区域来看，2019 年上半年，合计占公司权益净利润超过 70% 的南方区域、上海区域结算均价/销售均价比例分别为 114%、100%，后续利润率或逐步承压。新进主要利润增长点中西部部分区域，2019 年上半年结算均价/销售均价升至 92%，且销售均价增速明显放缓，未来利润率持续大幅提升空间相对有限。北方区域虽然销售、结算表现较弱，但 2019 年上半年结算均价/销售均价比例仅为 78%，后续利润率或存一定改善空间。

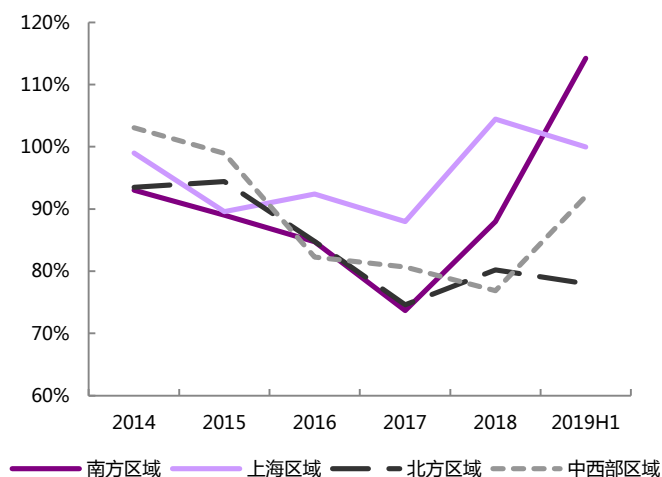
整体而言，我们认为由于前期合作项目入账比例提升，以及利润合计占比超过 70% 的南方区域、上海区域涨价红利基本兑现，公司短期内权益利润率压力有所抬升。然而，从中期来看，随着公司拿地权益比例持续回升，权益利润率下行压力将逐步缓解。

图 25：公司已售未结均价/结算均价



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：2019H1 公司各区域结算均价/销售均价

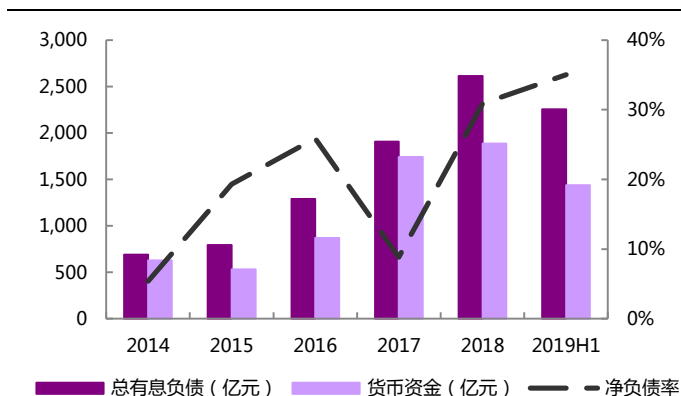


资料来源：Wind，光大证券研究所

4、财务结构稳健，信用优势或可转化为资源优势

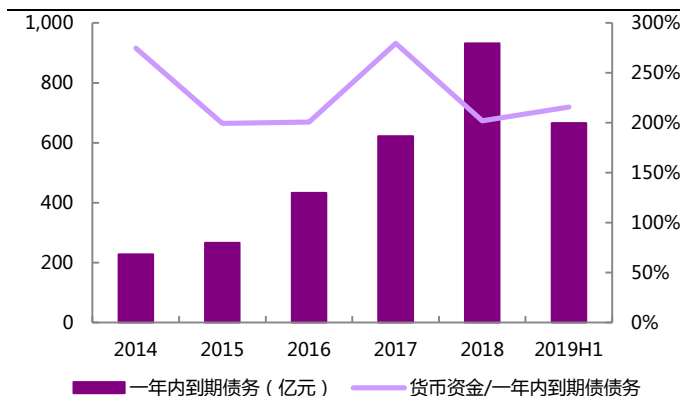
截止 2019 年 6 月，公司有息负债 2253 亿元，较年初减少 14%；货币资金 1439 亿元，较年初减少 24%；净负债率小幅提升至 35%，仍维持行业低位；货币资金/短期债务约 216%，尚未使用银行授信 1766 亿元，短期偿债压力较小。

图 27：公司有息负债、货币资金及净负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所

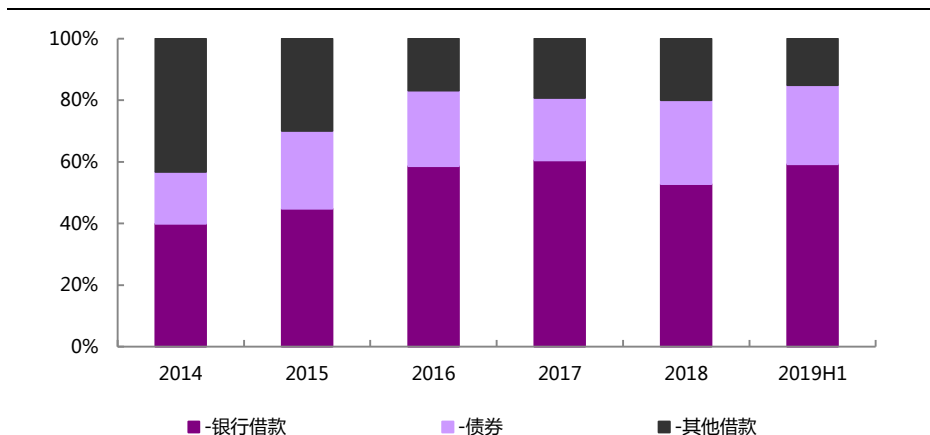
图 28：公司货币资金/一年内到期债务



资料来源：Wind，光大证券研究所

从融资对象来看，截止 2019 年 6 月，公司银行借款 1334 亿元，与年初相比变化不大，总有息负债占比提升至 59%；债券 578 亿元，较年初减少 133 亿元，总有息负债占比约 26%，维持平稳；其他借款 341 亿元，较年初减少 180 亿元，总有息负债占比下降至 15%。

图 29：公司有息负债融资结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

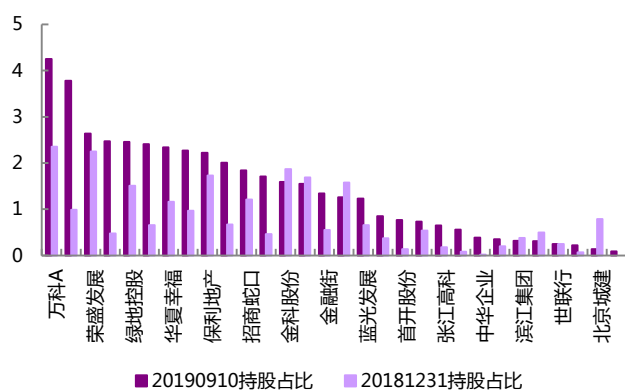
我们认为，一方面，公司借贷中近 6 成均为银行借款，受行业融资管控影响相对较小；另一方面，公司拥有成熟的境内外资本市场平台，以及灵活多样的资金筹资渠道。预计行业融资收紧对于公司流动性和融资成本方面影响有限，反而有望促进信用能力优势转化为资源获取优势。

5、深股通持股占比板块首位，6 月来增配积极

2018 年下半年以来，公司深股通持股量净增 3.25 亿股，持股市值净增 91 亿元，深股通持股占全部 A 股比例提升 3.34pc。其中尤其是 2019 年 6 月以来，深股通持股量净增 1.63 亿股，持股市值净增 46 亿元，深股通持股占全部 A 股比提升 1.67pc。

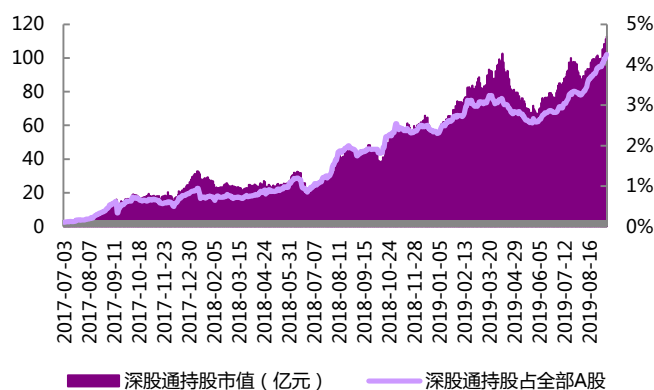
截止 2019 年 9 月 10 日，公司深股通持股达到 4.14 亿股，持股市值达到 113 亿元，持股占全部 A 股比例达到 4.25%，持续创历史新高。同时横向对比来看，公司深股通持股比例以及持股市值亦位列我们跟踪的光大地产 A30 样本库首位。

图 30：光大地产 A30 沪深股通持股占比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：公司深股通持股市值及持股占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

6、盈利预测与估值评级

公司可结算基础处于历史高位，竣工铺排平稳增长，虽然短期内销售增速受限，结算利润率逐步承压，考虑到拿地意愿及权益比例已现边际向好迹象，中期来看大概率仍可维持平稳增长。我们维持 2019-2021 年预测 EPS 分别为 3.63、4.07、4.69 元。

公司当前 A 股股价对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 7.4、6.6、5.7 倍，高于我们对保利地产预测 PE 水平，低于我们对招商蛇口预测 PE 水平。公司当前 H 股股价对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 7.0、6.2、5.4 倍，高于中国海外发展 Wind 一致预测 PE 水平，略低于我们对华润置地预测 PE 水平。

当前行业流动性全面收紧，信用能力优秀的头部企业融资受影响有限。我们给予公司 2019 年 9.5 倍 PE 估值，对应目标价下调至 34.47 元，维持“买入”评级。H 股方面，我们给予公司 2019 年 8.5 倍 PE 估值，对应目标价下调至 34.14 港元，维持“买入”评级。

表 1： 万科 A 股可比公司估值表（股价截止 2019.9.11）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE		
				18	19E	20E	18	19E	20E
600048.SH	保利地产	1,660	13.95	1.59	2.07	2.47	8.8	6.7	5.6
001979.SZ	招商蛇口	1,590	20.09	1.89	2.39	2.7	10.6	8.4	7.4
	平均						9.7	7.6	6.5
000002.SZ	万科 A	3,017	26.91	3.06	3.63	4.07	8.8	7.4	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：万科 A、保利地产、招商蛇口预测 EPS 数据为光大证券研究所预测。

表 2： 万科 H 股可比公司估值表（股价截止 2019.9.11）

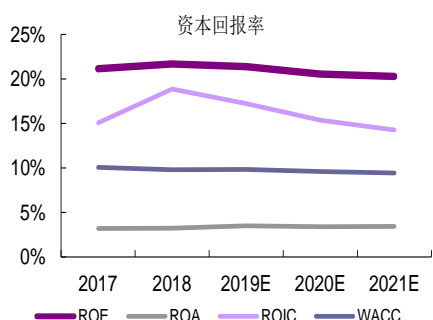
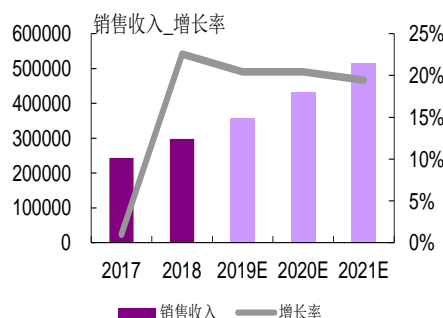
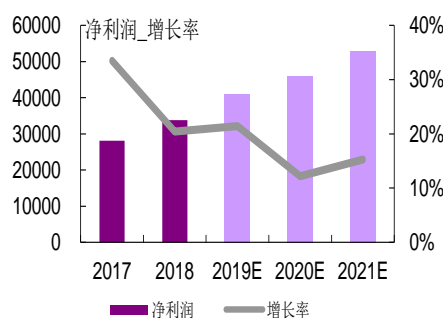
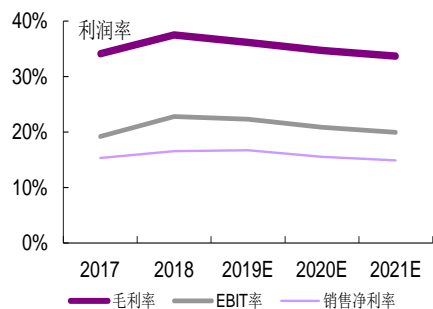
证券代码	公司名称	市值 (亿港元)	股价 (港元)	EPS (元)			PE		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
0688.HK	中国海外发展	2,860	26.10	3.70	4.06	4.65	6.4	5.8	5.1
1109.HK	华润置地	2,253	32.50	3.50	4.03	4.63	8.4	7.3	6.3
	平均						7.4	6.6	5.7
2202.HK	万科企业	3,340	28.10	3.06	3.63	4.07	8.3	7.0	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：1) 汇率取 2019 年 9 月 11 日港元兑人民币中间价：0.9035；2) 华润置地、万科企业预测 EPS 为光大证券研究所预测，中国海外发展为 Wind 一致预测。

7、风险分析

房地产持续调控，公司销售去化及毛利率不及预期；公司竣工、结算进度不及预期；部分新业务盈利兑现不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	242,897	297,679	358,490	431,751	515,723
营业成本	160,080	186,104	228,792	281,972	341,982
折旧和摊销	1,929	2,922	1,502	1,793	2,195
营业税费	19,722	23,176	27,803	33,355	39,688
销售费用	6,262	7,868	9,440	11,325	13,477
管理费用	8,866	10,341	12,417	14,912	17,760
财务费用	2,075	5,999	6,143	7,599	8,974
公允价值变动损益	0	87	0	0	0
投资收益	6,245	6,788	8,146	9,367	11,241
营业利润	50,813	67,499	81,937	91,851	104,979
利润总额	51,142	67,460	81,937	91,851	104,979
少数股东损益	9,157	15,500	18,836	21,086	23,669
归属母公司净利润	28,052	33,773	41,011	46,001	53,007

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,165,347	1,528,579	1,715,372	1,978,301	2,242,119
流动资产	1,017,553	1,295,072	1,437,938	1,674,564	1,919,184
货币资金	174,121	188,417	197,169	237,463	283,648
交易型金融资产	0	11,901	720	720	720
应收账款	1,433	1,586	1,875	2,215	2,595
应收票据	0	3	36	43	52
其他应收款	163,250	244,324	243,773	284,956	330,063
存货	598,088	750,303	878,436	1,012,588	1,143,026
可供出售投资	1,341	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	81,224	129,528	148,957	163,852	172,045
固定资产	7,099	11,534	12,513	16,078	19,150
无形资产	1,438	4,953	4,900	4,850	4,802
总负债	978,673	1,292,959	1,424,787	1,634,573	1,837,355
无息负债	788,049	1,045,740	1,157,695	1,308,915	1,458,100
有息负债	190,624	247,219	267,092	325,658	379,255
股东权益	186,674	235,621	290,585	343,728	404,764
股本	11,039	11,039	11,302	11,302	11,302
公积金	44,229	55,399	61,791	61,791	61,791
未分配利润	77,172	91,725	121,198	153,255	190,622
少数股东权益	53,999	79,857	98,692	119,779	143,447

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	82,323	33,618	20,205	21,999	27,353
净利润	28,052	33,773	41,011	46,001	53,007
折旧摊销	1,929	2,922	1,502	1,793	2,195
净营运资金增加	-37,935	23,815	66,647	85,406	95,435
其他	90,277	-26,892	-88,955	-111,201	-123,284
投资活动产生现金流	-51,613	-67,364	-20,303	-18,728	-10,152
净资本支出	-2,219	-5,849	-5,200	-5,200	-5,200
长期投资变化	-63,706	-59,457	-19,429	-14,896	-8,193
其他资产变化	14,312	-2,058	4,327	1,367	3,241
融资活动现金流	55,265	44,798	8,849	37,023	28,983
股本变化	0	0	263	0	0
债务净变化	61,760	56,594	19,874	58,566	53,597
无息负债变化	247,915	257,692	111,955	151,220	149,186
净现金流	84,836	11,342	8,752	40,294	46,184

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	1.01%	22.55%	20.43%	20.44%	19.45%
净利润增长率	33.44%	20.39%	21.43%	12.17%	15.23%
EBITDA 增长率	32.18%	45.66%	15.09%	12.82%	14.18%
EBIT 增长率	31.03%	45.42%	17.84%	12.70%	14.02%
估值指标					
PE	11	9	7	7	6
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	9	7	7	7	7
EV/EBIT	10	7	7	7	7
EV/NOPLAT	13	10	9	10	9
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	34.10%	37.48%	36.18%	34.69%	33.69%
EBITDA 率	20.00%	23.77%	22.72%	21.28%	20.34%
EBIT 率	19.21%	22.79%	22.30%	20.86%	19.92%
税前净利润率	21.05%	22.66%	22.86%	21.27%	20.36%
税后净利润率 (归属母公司)	11.55%	11.35%	11.44%	10.65%	10.28%
ROA	3.19%	3.22%	3.49%	3.39%	3.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.14%	21.68%	21.37%	20.54%	20.28%
经营性 ROIC	15.06%	18.86%	17.23%	15.38%	14.26%
偿债能力					
流动比率	1.20	1.15	1.15	1.18	1.21
速动比率	0.50	0.49	0.45	0.47	0.49
归属母公司权益/有息债务	0.70	0.63	0.72	0.69	0.69
有形资产/有息债务	6.04	6.08	6.30	5.98	5.83
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.48	2.99	3.63	4.07	4.69
每股红利	0.88	1.02	1.23	1.38	1.59
每股经营现金流	7.28	2.97	1.79	1.95	2.42
每股自由现金流(FCFF)	6.45	2.23	-1.05	-2.03	-2.06
每股净资产	11.74	13.78	16.98	19.81	23.12
每股销售收入	21.49	26.34	31.72	38.20	45.63

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见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