

中航善达 (000043) 2019年三季报点评

地产业务逐步剥离，物管业务表现良好

❖ 3Q19 业绩同比-83%、扣非后同比+18%，地产业务萎缩、物管增长良好

3Q19 营业收入 39.2 亿元，同比-2.3%；归母净利润 1.4 亿元，同比-83.4%；扣非后 1.23 亿元，同比+17.6%；基本每股收益 0.21 元，同比-83.4%；毛利率和归母净利率分别为 19.1%和 3.5%，同比-3.1pct 和-17.2pct。业绩同比大降源于 18 年同期公司转让贵阳中航房地产 70%股权、惠东康宏发展 51%股权等确认投资收益 8.9 亿元，3Q19 投资收益同比-98.2%。此外，3Q19 公司销售费用同比-38.0%，说明房地产开发业务正在逐步剥离，并考虑到 19H1 地产业务为亏损拖累业绩状态，剔除地产业务后，物业管理业绩预计仍保持良好增长。

❖ 规模：合并后在管 1.5 亿方、非住宅物管龙头成型，后续规模望保持高增

19H1 末，中航善达、招商物业管理面积分别达 7,634、7,292 万平米，分别较 18 年末+43.8%、+5.5%，合并后在管面积达 1.49 亿方。中航善达管理面积获得跨越式增长，显示出较强的物管拓展能力，并考虑到招商蛇口 16-18 年新开工面积同比增速持续维持高位，有望推动后续竣工高增，预计招商物业未来的管理面积有望稳定快速增长。中航善达深耕机构类物管，招商物业服务业态丰富（住宅、非住宅面积分别占比 68%、32%），并且招商系拥有大量的商办物业，中航善达与招商物业强强联合，合力打造非住宅物业管理龙头。

❖ 业绩：预计 19 年业绩 4.3 亿、同比+40%，合并后业绩将实现量质齐升

我们按 14-18 年上、下半年管理面积与收入对应关系，并考虑到 19H1 管理面积大增，预计 19 年中航物业业绩为 3.0 亿元，但鉴于公司重组进程或影响业绩释放节奏，因而仍维持预计 19 年中航物业业绩 2.3 亿，但将推动 20 年业绩超预期。预计招商物业 19 年业绩 2.0 亿元，合计物管业绩预计 4.3 亿元，同比+41%，并存在超预期可能。考虑到招商蛇口 16-18 年新开工面积同比增速分别为 23%、65%、60%，将推动销售、竣工持续高增，预计后续营收稳步增长。目前中航善达、招商物业物管利润率较行业仍有较大提升空间，考虑到后续毛利率提升、费用率改善等，预计合并后利润率望逐步修复，业绩有望实现量质齐升。

❖ 估值：20PEG 0.85 倍、PE 35 倍对应物管市值 221 亿，合理总市值 255 亿

估算 2019-22 年业绩 CAGR 达 41.6%，预计 20、21 年业绩分别为 6.3、8.8 亿元。考虑到物管行业的高成长性，以及后续业态重定义、增值服务爆发带来的二次空间，并参考 6 家主流物管公司（3 家海外、3 家 H 股）平均 PEG0.85 倍，考虑到合并后公司背靠招商局集团的强大央企开发背景，并具备 A 股龙头物管及非住宅物管公司的双重稀缺性，我们按 20 年 PEG0.85 倍、PE35 倍，对应物管市值 221 亿元，估算地产及其它业务对应市值约 34 亿元，合并后公司合理市值约 255 亿元，按扩股后总股本约 10.6 亿股，对应合理股价为 24.04 元。

❖ 投资建议：地产业务逐步剥离，物管业务表现良好，重申“强推”评级

中航善达逐步剥离地产开发业务，战略聚焦物业管理优质赛道，并深耕机构类物管，与招商物业强强联合，合并后在管面积达 1.49 亿方，将有望成为非住宅类物管龙头，并且新增招商局集团背景，后续规模扩张得以较强保障。招商物业定位提升，将逐步从“成本中心”转向“利润中心”，同时后续或通过组织架构改革提升人均效能，有望推动利润率提升，实现量质提升。考虑到中航善达 19 年中期规模超预期增长，我们上调 19 年、20 年合并后物管业绩预测合计分别为 4.3、6.3 亿（原预测值 4.2、5.5 亿），考虑到公司双重稀缺性，按 20 年目标 PE35 倍，上调目标价至 24.04 元，重申“强推”评级。

❖ 风险提示：物业管理拓展不及预期、利润率提升不及预期。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	6,656	9,012	11,191	14,114
同比增速(%)	13	35	24	26
归母净利润(百万)	857	494	678	907
同比增速(%)	469	(64)	37	34
每股盈利(元)	1.28	0.47	0.64	0.86
市盈率(倍)	15.5	42.8	31.2	23.3
市净率(倍)	2.7	3.8	3.5	3.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 30 日收盘价

强推 (维持)

目标价：24.04 元

当前价：19.96 元

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

公司基本数据

总股本(万股)	66,696
已上市流通股(万股)	66,679
总市值(亿元)	133.13
流通市值(亿元)	133.09
资产负债率(%)	60.6
每股净资产(元)	7.2
12 个月内最高/最低价	20.38/6.26

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中航善达 (000043) 2019 年中报点评：物管业绩量质齐升，管理规模跨越式增长》

2019-08-11

《中航善达 (000043) 重大事项点评：重组定价诚意十足，非住宅物管龙头成型》

2019-08-25

《中航善达 (000043) 重大事项点评：重组获国资委批复，非住宅物管龙头成型》

2019-09-11

一、3Q19 业绩同比-83%、扣非后同比+18%，地产业务萎缩、物管增长良好

公司 3Q19 实现营业收入 39.2 亿元，同比-2.3%；归母净利润 1.4 亿元，同比-83.4%；扣非后归母净利润 1.23 亿元，同比+17.6%；基本每股收益 0.21 元，同比-83.4%；毛利率和归母净利率分别为 19.1%和 3.5%，较 3Q18 分别下降 3.1pct 和 17.2pct。公司业绩同比大幅下降，主要源于 18 年同期公司转让贵阳中航房地产开发有限公司 70% 股权、惠东县康宏发展有限公司 51% 股权等确认投资收益 8.9 亿元，3Q19 公司投资收益同比-98.2%。此外，3Q19 公司销售费用同比-38.0%，说明房地产开发业务正在逐步剥离，并考虑到 19H1 地产业务为亏损拖累业绩状态，剔除地产业务后，物业管理业绩预计仍保持良好增长。

图表 1、公司 2019Q3 业绩摘要

(人民币, 百万)	2018Q3	2019Q3	同比变动 (%)
营业收入	4,009	3,918	(2.3)
营业成本	(3,117)	(3,169)	1.7
营业税	(154)	(50)	(67.2)
毛利润	892	749	(16.1)
其他收入	(7)	4	NA
销售费用	(81)	(50)	(38.0)
管理费用	(296)	(260)	(12.0)
营业利润	980	196	(80.0)
投资收益	850	16	(98.1)
财务费用	(219)	(176)	(19.7)
营业外收支	5	4	(28.2)
税前利润	985	200	(79.7)
所得税	(173)	(75)	(56.6)
少数股东权益	19	14	(26.7)
归属上市公司股东净利润	831	138	(83.3)
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	22.3	19.1	(3.1)
经营利润率	24.5	5.0	(19.4)
归母净利率	20.7	3.5	(17.2)

资料来源：公司公告，华创证券

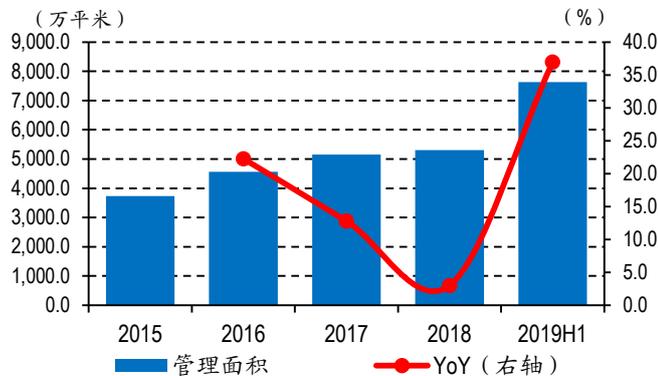
二、规模：合并后在管 1.5 亿方、非住宅物管龙头成型，后续规模望保持高增

截至 2019H1 末，中航善达物业管理项目共 613 个，管理面积达 7,634 万平方米，较 2018 年末+43.8%，获跨越式增长，显示出了公司较强的物业管理拓展能力。目前物管业务布局珠三角、长三角、华中、华北、华南各个区域，拥有庞大的机构物业客户服务群体。

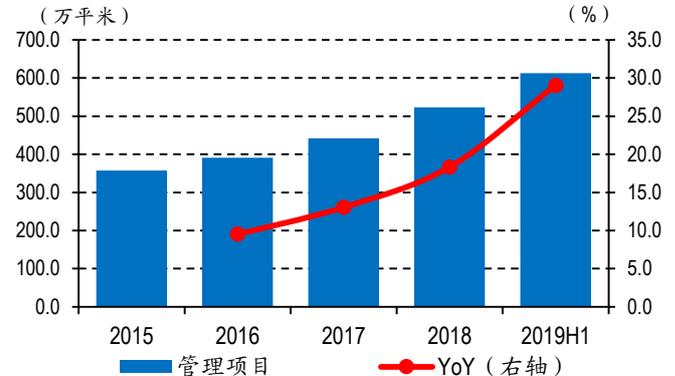
截至 2019H1 末，招商物业管理项目共 548 个，管理面积达 7,292 万平方米，较 2018 年末+5.5%。其中住宅总管理面积为 4,988.7 万平方米，占比 68.4%；非住宅业态管理面积为 2,303.3 万平方米，占比 31.6%。考虑到招商蛇口 2016-2018

年新开工面积同比增速持续维持高位，推动销售高增，并预计后续竣工高增，我们预计招商物业未来的管理面积和营收有望稳定快速增长。

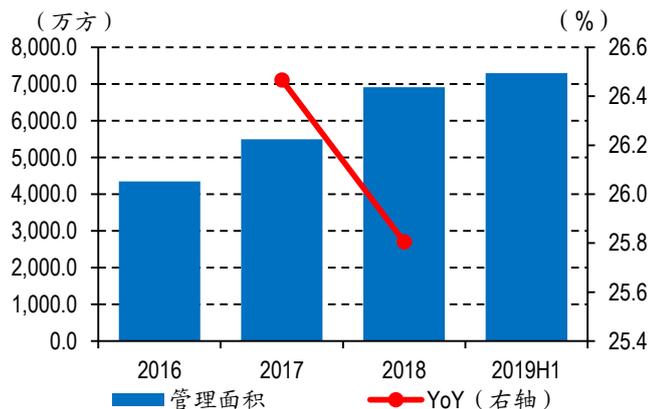
中航善达深耕机构类物管，而招商物业同样服务业态丰富，并且招商系拥有大量的商办物业，包含国家级写字楼、高端商业中心等优质商办物业，未来招商物业有望继承招商系商办物业管理，成为潜在的商办物业管理巨头。另一方面，招商物业背靠国资委直管正部级央企招商局集团，由于集团本身具备政府行政级别属性，在国资兼并收购上拥有实力对等、对接机制成熟、沟通交流顺畅、审批流程迅速甚至特事特办等诸多优势，另外基于集团正部级地位，可在未来进一步支持公司获取政府、公众、办公总部等机构类物业，强化公司在机构类物业的龙头地位。中航善达与招商物业强强联合，合并后在管面积达 1.49 亿方，将成为非住宅类物管龙头，并且新增招商局集团背景，后续规模扩张得以较强保障。

图表 2、中航善达历年管理面积及增速


资料来源：公司公告，华创证券

图表 3、中航善达历年管理项目数及增速


资料来源：公司公告，华创证券

图表 4、招商物业历年管理面积及增速


资料来源：公司公告，华创证券

图表 5、招商物业历年管理项目数及增速


资料来源：公司公告，华创证券

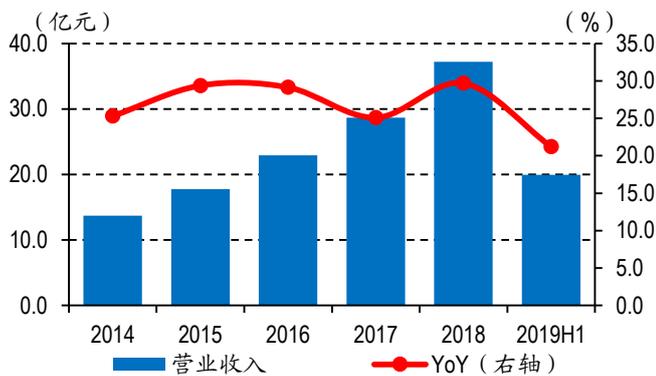
三、业绩：预计 19 年业绩 4.36 亿、同比+41%，合并后中航善达业绩将实现量质齐升

(一) 中航物业：预计 19 年业绩 2.34 亿、同比+43%，并 19H1 管理面积大增推动 20 年业绩超预期

2019H1，中航善达物业管理业务实现营收 20.0 亿元，同比+21.2%；实现净利润 1.03 亿元，同比+35.9%，物业净利率 5.2%，同比+0.6pct，较 2018 年+0.8pct，根据公司 2014-2018 年上半年营收、业绩分别占比全年平均 43%、44%，并且假设上下半年净利率保持稳定，同时考虑 2019H1 末管理规模大幅提升，我们估算中航善达全年物管业绩有望超 2.34 亿，同比超+43%。

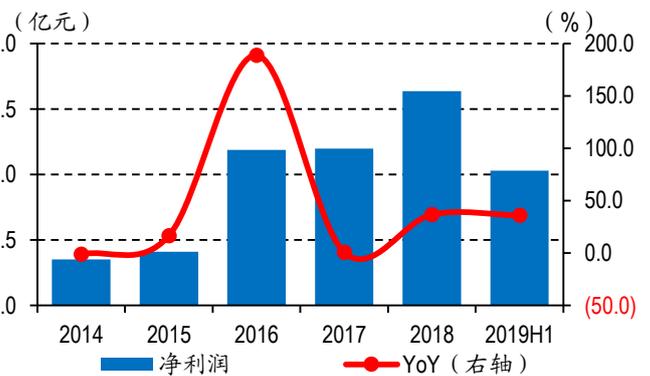
另一方面，我们按照 2014-2018 年，上半年末管理面积对应下半年收入规模，全年末管理面积对应后一年上半年收入规模估算，并且假设上下半年净利率保持稳定，2019 年全年业绩预计将达 2.96 亿元，但考虑到公司重组进程、2019H1 管理面积大幅增长等因素或影响下半年业绩释放节奏，2019H2 部分业绩或将推迟到 2020 年逐步释放，因此我们仍维持预计 2019 年中航物业全年业绩 2.34 亿，并预计 2020 年业绩有望超预期。

图表 6、中航善达物业管理业务营收及增速



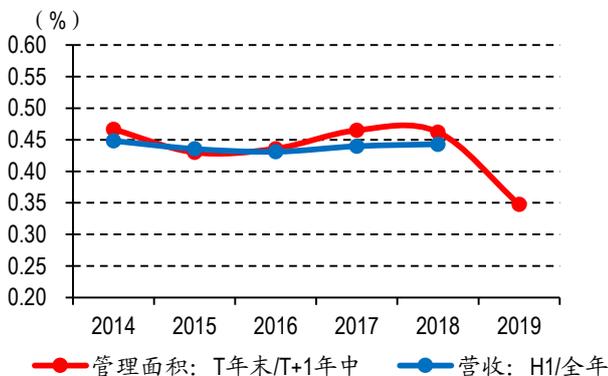
资料来源：公司公告，华创证券

图表 7、中航善达物业管理业务净利润及增速



资料来源：公司公告，华创证券

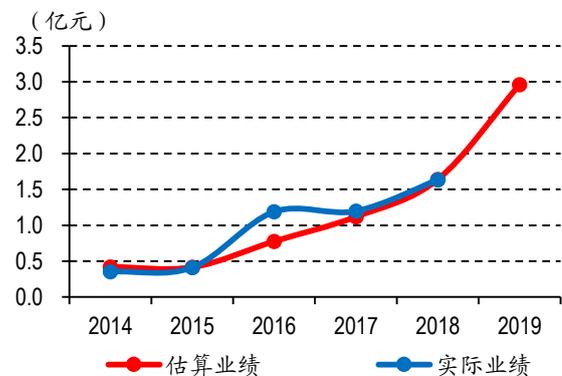
图表 8、中航善达年末与年中面积情况



资料来源：公司公告，华创证券

注：管理面积年末/年中=1/2*(T年末/T+1年中)管理面积

图表 9、中航善达估算业绩及实际业绩情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10、2019 年中航物业业绩估算

	19Q1	19H1	19H2	2019	2018	同比
营业收入	9.8	20.0	25.5	45.4	37.2	22.2%
归母净利润	0.5	1.0	1.3	2.3	1.6	43.2%
净利率	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%	4.4%	0.8pct
附录:						
	2014	2015	2016	2017	2018	平均
营业收入	13.7	17.8	22.9	28.7	37.2	
归母净利润	0.4	0.4	1.2	1.2	1.6	
净利率	2.6%	2.3%	5.2%	4.2%	4.4%	
H1 归母	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8	
H2 归母	0.2	0.2	0.8	0.7	0.9	
全年归母净利润	0.4	0.4	1.2	1.2	1.6	
H1/全年	56%	43%	28%	43%	46%	43%
H1 营收	6.2	7.7	9.9	12.6	16.5	
H2 营收	7.6	10.0	13.0	16.1	20.7	
全年营业收入	13.7	17.8	22.9	28.7	37.2	
H1/全年	45%	44%	43%	44%	44%	44%
H1 净利率	3.2%	2.3%	3.4%	4.1%	4.6%	
H2 净利率	2.1%	2.3%	6.5%	4.2%	4.2%	
全年净利率	2.6%	2.3%	5.2%	4.2%	4.4%	

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

(二) 招商物业: 主流物管公司上市后净利率均明显提升, 预计 19 年招商物业业绩 2.0 亿、同比+37%

2019H1, 招商物业实现营收 16.1 亿元, 归母净利润 8.0 亿元。2019H1 招商物业归母净利率达 4.9%, 较 2018 年 +0.3pct。我们参考中海物业、中航善达、绿城服务 2014-2018 年上半年营收分别占比全年平均 43.7%、43.5%、44.0%, 按上半年占比全年营收 43.7%, 并且参考主流物业公司上市后净利率均有明显提升, 假设全年净利率提升 0.7pct 至 5.4%, 我们估算招商物业全年物管业绩有望达 2.0 亿元, 对应同比+37%。

考虑到招商蛇口 2016-2018 年新开工面积同比增速分别为 23%、65%、60%, 新开工强劲将推动销售持续高增, 并且招蛇 2019 年计划竣工翻番, 预计后续营收稳步增长, 同时考虑到公司后续毛利率提升、费用率改善, 利润率有望逐步提升, 我们预计招商物业后续业绩也将大概率超承诺完成。

图表 11、2019 年招商物业业绩估算

	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019*
营业收入	25.8	31.3	7.3	16.1	36.9
归母净利润	0.68	1.46	0.41	0.80	1.92

毛利率	5.9%	7.8%	6.9%	7.6%	7.6%
归母净利率	2.6%	4.7%	5.6%	4.9%	5.2%

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：中海物业、中航善达、绿城服务3家物业公司14-18年H1营收平均占比43.7%

(三) 合并后：预计19年业绩4.3亿、同比+40%，合并后中航善达业绩将实现量质齐升

我们预计2019年中航物业业绩2.34亿元，招商物业2.0亿元，合计物管业绩预计4.3亿元，同比+40%，并存在超预期可能。目前中航善达、招商物业物管净利率分别为5.2%、4.9%，较行业百强平均8%仍有较大提升空间，较9家主流AH物管公司2018年净利率13.8%空间更大，鉴于主流物业公司上市后利润率均有明显提升，以及后续公司毛利率提升、费用率改善等积极因素，我们预计中航善达与招商物业合并后二者利润率也将逐步修复至百强行业平均8%，并考虑商办物管盈利性更强，后续有望提升至更高水平，业绩有望实现量质齐升。

注：9家主流AH物管公司为碧桂园服务、永升生活服务、新城悦服务、绿城服务、南都物业、中海物业、蓝光嘉宝服务、雅生活服务、彩生活。

图表 12、合并后归母净利润情况

归母净利润	2019E (亿元)	2018 (亿元)	同比
招商物业	2.02	1.46	38.1%
中航物业	2.34	1.64	43.2%
合并后	4.36	3.10	40.8%

资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 13、主流可比物业公司上市后净利率提升明显

公司	上市时间	净利率						
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中海物业	2015/10/23	4.26	4.64	4.49	4.60	8.83	9.14	9.68
绿城服务	2016/7/12	NA	4.75	6.75	6.78	7.67	7.54	7.20
碧桂园服务	2018/6/19	NA	NA	NA	13.18	13.75	12.87	19.75
新城悦	2018/11/6	NA	NA	NA	5.55	7.56	8.47	13.08
永升生活服务	2018/12/17	NA	NA	NA	4.66	7.00	10.54	9.34

资料来源：Wind，华创证券

图表 14、主流 AH 物业公司 2018 年净利率情况

公司	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
新中航善达*	6,848	310	NA	4.5
永升生活服务	1,077	101	28.7	9.3
新城悦服务	1,150	150	29.5	13.1

碧桂园服务	4,677	923	37.7	19.7
绿城服务	6,715	483	17.8	7.2
南都物业	1,059	92	22.1	8.7
中海物业	3,640	352	20.4	9.7
蓝光嘉宝服务	1,466	289	33.2	19.7
雅生活服务	3,379	801	38.2	23.7
彩生活	3,614	485	35.5	13.4

资料来源：各公司公告，Wind，华创证券

四、估值：按 20PEG 0.85 倍、PE 35 倍对应物管市值 221 亿，合理总市值 255 亿

1、物管部分：预计 19-22 年业绩 CAGR 42%，按 20PEG 0.85 倍、PE 35 倍对应市值 221 亿

一方面，考虑到中航善达上半年末管理面积超预期增长，我们预计 2019 年中航物业全年业绩为 3.0 亿元，大幅高于我们之前预测的 2.3 亿元，但考虑到公司重组进程或影响下半年业绩释放节奏，19H2 部分业绩或将推迟到 2020 年逐步释放，因此我们仍维持预计 2019 年中航物业业绩预测 2.3 亿元，而仅考虑中航物业的业绩超预期部分，2020 年业绩预计将由原来预计的 5.5 亿提升至 6.2 亿。另一方面，我们按 25% 收入增速，并考虑到中航善达和招商物业目前净利率较行业有较大提升空间，预计合并后净利率每年提升 0.8pct，估算 2019-2022 年物管业绩 CAGR 达 41.9%，对应 2020、2021 年物管业绩分别为 6.3、8.8 亿元。

考虑到物管行业的高成长性对于高估值的快速消化，以及后续业态重定义、增值服务爆发带来的二次空间，参考 6 家物管公司平均 PEG0.85 倍（其中，3 家海外物管公司 2016 年平均 PEG 约 0.69 倍，3 家 H 股主流物管公司 2020 年平均 PEG1.0 倍），我们认为具备较强开发背景的高成长物管公司合理 PEG0.7-1 倍，考虑到合并后公司背靠招商局集团，拥有强大的央企开发背景，我们按 2020 年 PEG0.85 倍，给予公司 2020 年物管业务 PE35 倍，对应物管市值 221.3 亿元，并且考虑到其 A 股龙头物管公司及非住宅物管公司的双重稀缺性，公司理应享受更高估值溢价。

2、地产部分：地产及其它业务部分净资产 42 亿，按 0.8 倍 PB 估算对应市值 34 亿

截至 2019H1 末，中航善达账面净资产 47.7 亿元，剔除物业管理部分净资产 5.8 亿元，则地产及除物业外的其它业务部分净资产合计 41.9 亿元，按照 0.8 倍 PB 折价，估算中航善达地产及其它业务部分对应合理估值约为 33.5 亿元。

3、合理估值：预计合理估值 255 亿、对应扩股后股价 24.04 元

我们估算公司物业管理部分对应合理市值约 221.7 元，地产及其它业务部分对应合理市值约 33.5 亿元，则公司合并后合理估值约为 254.8 亿元，按扩股后总股本约 10.60 亿股，对应合理股价为 24.04 元。

图表 15、公司业绩及市值估算情况

	2019E	2020E	2021E	2022E
收入 (亿元)	82	103	129	161
规模 YoY		25%	25%	25%
净利率 (%)	5.3	6.1	6.9	7.7

利润率 YoY		15%	13%	12%
业绩 (亿元)	4.3	6.3	8.8	12.3
业绩 YoY		44.0%	41.5%	39.5%
PE	51.0	35.4	25.0	17.9
PEG	1.2	0.85	0.6	0.4
物管市值 (亿元)	221.3	221.3	221.3	221.3
地产市值 (亿元)	33.5	33.52	33.52	33.52
合计市值 (亿元)	254.8	254.8	254.8	254.8
股价 (元)	24.04	24.04	24.04	24.04

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

图表 16、AH 物业公司与其他行业公司 PEG 估值对比

行业	公司	PE (16 年)	15 年归母净利润 (百万美元)	18 年归母净利润 (百万美元)	15-18 年业绩 CAGR (%)	PEG
海外物业管理	世邦魏理仕	20.2	547	1,063	25	0.8
	高力国际	23.3	23	98	61	0.4
	First Service	66.7	21	115	76	0.9
	平均	30.4				0.7
行业	公司	PE (19 年)	18 年归母净利润 (百万元)	21 年预期归母净利润 (百万元)	19-21 年业绩 CAGR (%)	PEG
H 股物业管理	绿城服务	40.3	483	941	25	1.3
	碧桂园服务	43.6	923	2,549	40	0.8
	中海物业	30.3	352	711	26	0.9
	平均	38.1			35	1.0

资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 17、主流 AH 物业公司估值对比

公司	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值 (亿元)	PE-19	PE-20
新中航善达*	6,848	310	NA	4.5	174.8	40.1	27.9
永升生活服务	1,077	101	28.7	9.3	67.5	32.6	21.0
新城悦	1,150	150	29.5	13.1	76.6	33.6	22.9
碧桂园服务	4,677	923	37.7	19.7	639.4	43.6	33.3
绿城服务	6,715	483	17.8	7.2	226.6	40.3	31.2
南都物业	1,059	92	22.1	8.7	25.1	22.9	18.3
中海物业	3,640	352	20.4	9.7	140.3	30.3	24.4
嘉宝股份	1,466	289	33.2	19.7	NA	NA	NA
雅生活服务	3,379	801	38.2	23.7	289.4	25.8	19.0
彩生活	3,614	485	35.5	13.4	54.0	9.4	8.0

中奥到家	1,030	96	27.6	9.3	5.1	4.8	NA
佳兆业物业	896	54	30.9	6.0	20.3	13.9	10.5
滨江服务	510	70	26.5	13.8	17.4	NA	NA
祈福生活服务	342	73	48.7	21.3	5.5	NA	NA

资料来源：各公司公告，Wind，华创证券

注：新中航善达数据仅考虑物业管理业务部分，增发股份后市值约 208 亿元，剔除我们估算其他业务对应市值 34 亿元，物业管理业务对应市值 175 亿元。

五、投资建议：地产业务逐步剥离，物管业务表现良好，重申“强推”评级

中航善达逐步剥离地产开发业务，战略聚焦物业管理优质赛道，并深耕机构类物管，与招商物业强强联合，合并后在管面积达 1.49 亿方，将有望成为非住宅类物管龙头，并且新增招商局集团背景，后续规模扩张得以较强保障。招商物业定位提升，将逐步从“成本中心”转向“利润中心”，同时后续或通过组织架构改革提升人均效能，有望推动利润率提升，实现量质提升。考虑到中航善达 19 年中期规模超预期增长，我们上调 19 年、20 年合并后物管业绩预测合计分别为 4.3、6.3 亿（原预测值 4.2、5.5 亿），考虑到公司双重稀缺性，按 20 年目标 PE35 倍，上调目标价至 24.04 元，重申“强推”评级。

六、风险提示：物业管理拓展不及预期、利润率提升不及预期

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,207	4,377	6,398	8,727
应收票据	6	0	0	0
应收账款	1,039	1,407	1,747	2,203
预付账款	25	35	44	55
存货	1,779	1,622	1,119	706
其他流动资产	157	0	(0)	(0)
流动资产合计	5,212	7,441	9,308	11,691
其他长期投资	6,924	6,578	6,233	5,888
长期股权投资	164	164	164	164
固定资产	610	584	558	533
在建工程	3	3	3	3
无形资产	11	10	10	9
其他非流动资产	312	423	527	665
非流动资产合计	8,023	7,762	7,494	7,261
资产合计	13,236	15,204	16,802	18,952
短期借款	545	757	940	1,187
应付票据	0	0	0	0
应付账款	644	894	1,110	1,402
预收款项	273	370	460	580
其他应付款	514	654	812	1,024
一年内到期的非流动负债	171	173	174	175
其他流动负债	1,300	1,780	2,209	2,789
流动负债合计	3,447	4,628	5,705	7,157
长期借款	2,574	2,574	2,574	2,574
应付债券	1,540	1,540	1,540	1,540
其他非流动负债				
非流动负债合计	4,903	4,941	4,974	5,018
负债合计	8,350	9,569	10,679	12,175
归属母公司所有者权益	4,842	5,591	6,080	6,733
少数股东权益	43	43	43	43
所有者权益合计	4,885	5,635	6,123	6,777
负债和股东权益	13,236	15,204	16,802	18,952

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,281	1,282	1,700	1,943
现金收益	186	1,440	1,816	2,104
存货影响	1,142	157	503	413
经营性应收影响	(61)	(378)	(349)	(468)
经营性应付影响	(83)	847	735	992
其他影响	97	(784)	(1,005)	(1,098)
投资活动现金流	1,378	84	122	167
资本支出	143	0	0	0
股权投资	27	0	0	0
其他长期资产变化	1,208	84	122	167
融资活动现金流	(2,474)	75	(6)	(6)
借款增加	(2,007)	214	184	248
财务费用	510	139	190	254
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	(977)	(277)	(380)	(508)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,656	9,012	11,191	14,114
营业成本	5,348	7,432	9,226	11,648
税金及附加	240	157	165	178
销售费用	111	108	134	169
管理费用	384	451	560	706
财务费用	280	141	111	75
资产减值损失	325	0	0	0
公允价值变动收益	12	12	12	12
投资收益	1,250	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,220	735	1,008	1,349
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1,225	735	1,008	1,349
所得税	401	241	330	442
净利润	824	494	678	907
少数股东损益	(33)	0	0	0
归属母公司净利润	857	494	678	907
NOPLAT	393	581	745	950
EPS(摊薄)(元)	1.28	0.47	0.64	0.86

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13%	35%	24%	26%
EBIT 增长率	20%	51%	28%	28%
归母净利润增长率	469%	-42%	37%	34%
获利能力				
毛利率	20%	18%	18%	17%
净利率	13%	5%	6%	6%
ROE	18%	9%	11%	13%
ROIC	20%	73%	-752%	-86%
偿债能力				
资产负债率	63%	63%	64%	64%
债务权益比	1.7	1.7	1.7	1.8
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	41%	63%	70%	79%
应收帐款周转天数	62	50	51	51
应付帐款周转天数	130	93	98	97
存货周转天数	226	82	53	28
每股指标(元)				
每股收益	1.3	0.5	0.6	0.9
每股经营现金流	1.9	1.2	1.6	1.8
每股净资产	7.3	5.3	5.7	6.4
估值比率				
P/E	15.5	42.8	31.2	23.3
P/B	2.7	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	31.4	29.4	22.3	17.0

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500