

保利地产 (600048.SH) 一主两翼，发展为先，央企龙头起舞

2020年07月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

陈鹏（联系人）

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790120060038

日期	2020/7/8
当前股价(元)	17.79
一年最高最低(元)	18.70/13.15
总市值(亿元)	2,123.10
流通市值(亿元)	2,123.10
总股本(亿股)	119.34
流通股本(亿股)	119.34
近3个月换手率(%)	34.79

● 一主两翼，均衡发展，规模持续提升

保利地产坚持“一主两翼”战略，房地产主业规模持续提升，土储资源充沛，城市布局完善；同时不动产金融、综合服务两翼持续推进，打造全产业链的不动产生态发展平台。公司管理团队经验丰富，有冲劲，能力强；同时公司强大的央企背景，帮助公司获取品牌溢价和低成本融资，进一步提升竞争力。我们预计2020-2022年EPS分别为2.77、3.27、3.85元，当前股价对应PE分别为6.4、5.4、4.6倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 过往3年销售复合增速30%，领先行业

2016年，公司继续以发展为首要任务，开启新一轮扩规模、补土储进程。2019年，公司销售金额达4618亿元，3年复合增速达30%；投拓力度持续保持高位。除去公开市场获取土地外，公司2016年完成收购中航地产，2017年整合保利置业解决同业竞争。公司城市布局从2016年的68个持续提升至目前的108个（截至2019Q3），攻守兼备。

● “一主两翼”战略蓝图，打造不动产生态发展平台

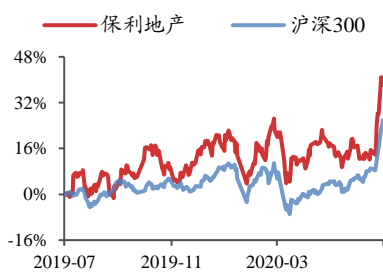
2018年，保利地产“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”。2019年，公司两翼业务收入达113.06亿元；子公司保利物业年内成功上市，2019年保利物业实现营业收入59.67亿元，同比增长41%；归母净利润4.91亿元，同比增长49%，合同管理面积4.98亿平米，同比增长38%。

● 经营稳健，盈利可观，发债成本持续新低

2019年公司营收、归母净利润增速分别达21%、48%。截至2020年一季度末，公司合同负债3163亿元，是2019年营收的1.3倍，有效保障未来业绩增长。2020年上半年，公司累计发行公司债、中票85亿元，加权票面利率仅3.19%。

● **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；棚改货币化不达预期。

股价走势图



数据来源：贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,514	235,934	285,445	340,241	405,182
YOY(%)	32.9	21.3	21.0	19.2	19.1
归母净利润(百万元)	18,904	27,959	33,023	38,966	45,936
YOY(%)	21.0	47.9	18.1	18.0	17.9
毛利率(%)	32.5	35.0	34.1	34.4	34.3
净利率(%)	9.7	11.9	11.6	11.5	11.3
ROE(%)	14.0	16.4	16.8	16.9	16.9
EPS(摊薄/元)	1.58	2.34	2.77	3.27	3.85
P/E(倍)	11.2	7.6	6.4	5.4	4.6
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、近三十载守业传承，战略远见穿越周期.....	4
2、过往三年销售复合增速 30%，领先行业.....	5
3、“一主两翼”战略蓝图，打造不动产生态发展平台.....	7
3.1、不动产金融翼：基金管理规模破千亿大关.....	8
3.2、综合服务翼：打造产融结合行业新生态.....	9
4、经营稳健，盈利可观，发债成本持续下降.....	10
5、盈利预测与投资建议.....	13
5.1、盈利预测.....	13
5.2、投资建议.....	14
6、风险提示.....	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

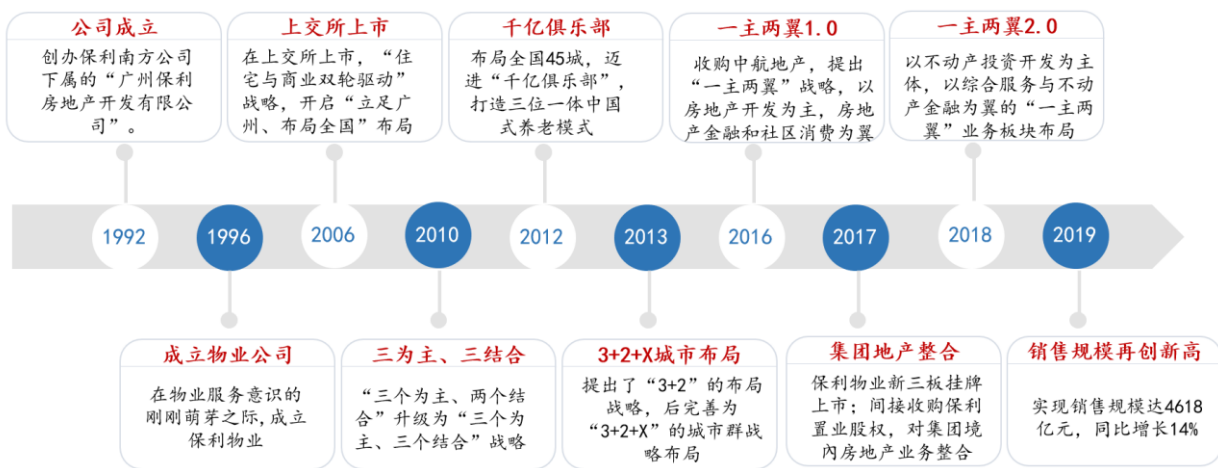
图 1：保利地产成立逾三十载.....	4
图 2：保利地产实控人保利集团合计持股达 40.61%，股权结构清晰.....	4
图 3：保利地产销售规模持续创新高.....	5
图 4：保利地产 2015-2018 年拿地面积复合增速 34%.....	5
图 5：保利地产 2015-2018 年拿地金额复合增速 43%.....	5
图 6：保利地产拿地强度 2015-2018 年持续高位.....	6
图 7：保利地产地货比始终保持合理水平.....	6
图 8：保利地产土地储备规模突破 2 亿平米.....	6
图 9：保利地产城市布局突破 100 城.....	7
图 10：保利地产深耕能力突出（2019 年数据）.....	7
图 11：保利地产“一主两翼”模式得到迅猛发展.....	8
图 12：保利地产基金管理规模持续提升.....	8
图 13：保利物业 2019 年营收维持 40%以上增速.....	10
图 14：保利物业净利润规模破 5 亿元.....	10
图 15：保利地产合约面积近 5 亿平米.....	10
图 16：保利物业综合毛利率稳步提升.....	10
图 17：保利地产 2019 年营收增速达 21%.....	11
图 18：保利地产 2019 年归母净利润同比大增 48%.....	11
图 19：保利地产盈利能力持续改善.....	11
图 20：保利地产合约负债有效保证未来公司业绩释放.....	11
图 21：保利地产 2017 年后有息负债水平维持稳定.....	12
图 22：保利地产净负债率维持 80%左右.....	12
图 23：保利地产融资成本低于 5%.....	12
表 1：公司房地产金融业务架构趋于成熟.....	9
表 2：公司综合服务翼有效整合行业生态系统资源.....	9
表 3：2020 年以来保利地产发债成本持续走低.....	12
表 4：可比主流房企 2020/2021 年 PE 估值均值在 5.7、4.7 倍.....	13

表 5: 可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 1.18、0.98 倍..... 14

1、近三十载守业传承，战略远见穿越周期

保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利地产”或公司）于1992年成立；公司成立至今，持续谋变，2006年成功在上交所挂牌上市；2013年公司进一步提出“3+2+X”的布局战略；2018年升级“一主两翼”战略为以不动产投资开发为主体，以综合服务与不动产金融为翼的业务板块布局。目前公司已覆盖国内外108个城市（截至2019Q3）。2019年公司实现销售金额4618.48亿元，同比增长14.09%，市场占有率提升至2.89%。

图1：保利地产成立逾三十载

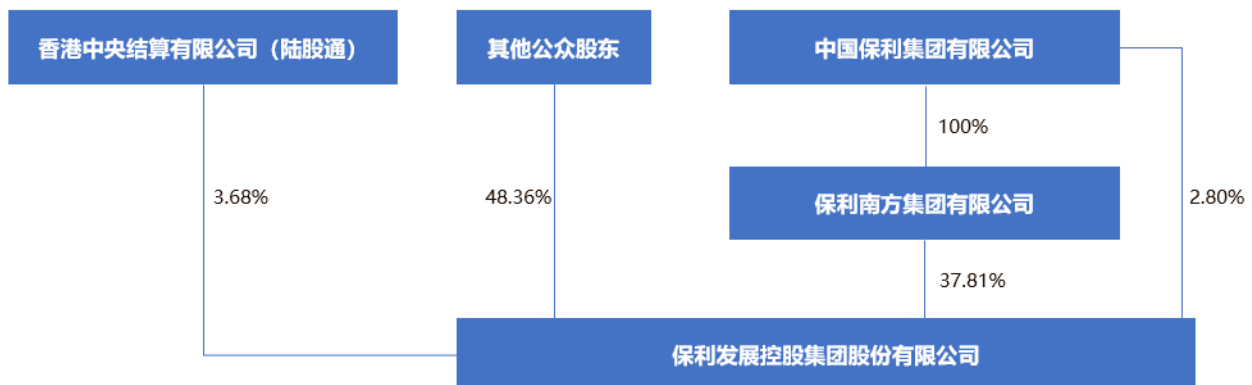


资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司控股股东为保利南方集团有限公司，实际控制人为中国保利集团有限公司，合计持股达40.61%；保利集团为国务院国有资产监督管理委员会管理的大型中央企业。

公司价值得到中长线资金，特别是险资的充分认可。2017年2月，公司公告，泰康保险集团及泰康人寿合计持有保利地产7.35%股份。

图2：保利地产实控人保利集团合计持股达40.61%，股权结构清晰

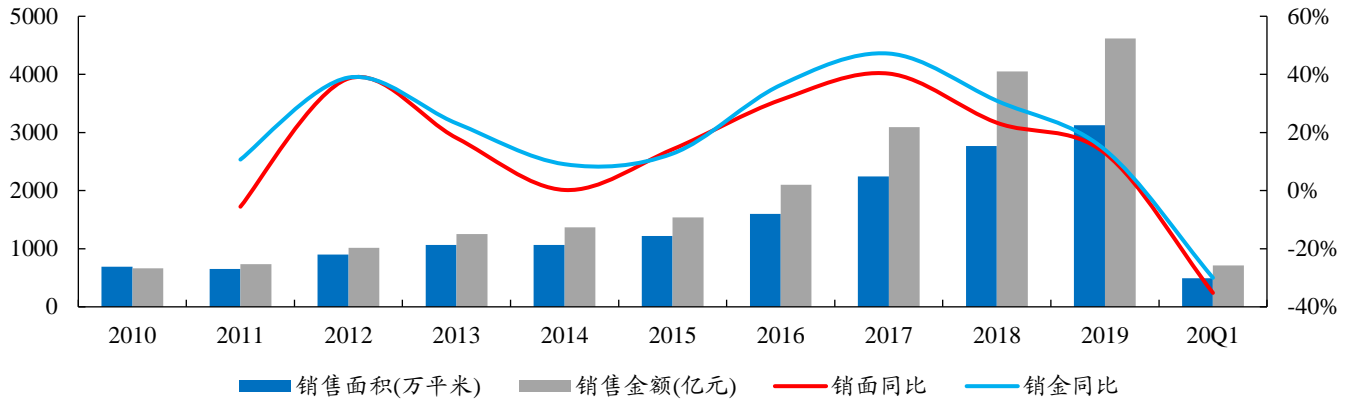


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

2、过往三年销售复合增速 30%，领先行业

2016 年，公司继续以发展为第一要务，开启新一轮扩规模、补土储进程。截至 2019 年末，公司销售金额达 4618 亿元，3 年复合增速达 30%；销售面积 3123 万平方米，复合增速达 25%，远高于行业增速。

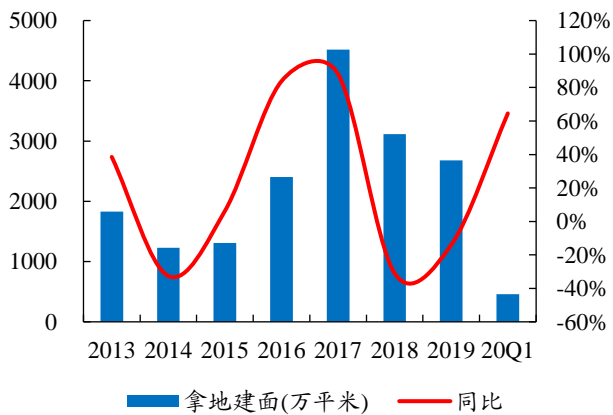
图3：保利地产销售规模持续创新高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

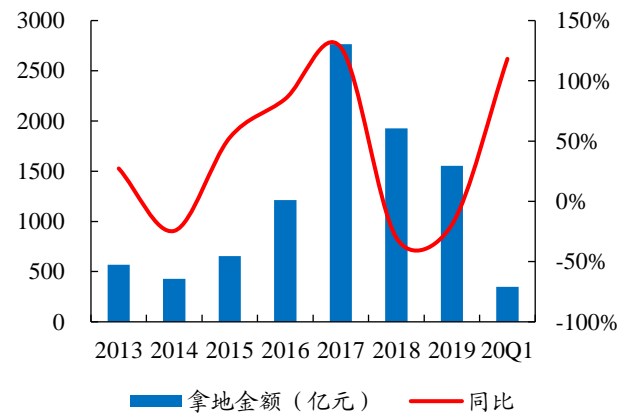
保利地产从 2014 年后投拓力度持续保持高位。从投资力度（使用“拿地金额/销售金额”衡量）看，投资力度自 2014 年开始触底回升，2016-2018 年分别达 58%、89%、48%，显著高于此前阶段投资力度。2019 年土地市场出让底价高位，公司主动调整投资力度，随行就市，投资力度降至 34%；2020 年一季度又回升至 49%。从公司获取的资源看，尽管土地市场出让底价、溢价率持续高位，但公司仍然严控拿地标准，2011-2019 年“楼面价/销售均价”始终保持在 45%以下，有效保障公司未来的盈利能力。

图4：保利地产 2015-2018 年拿地面积复合增速 34%

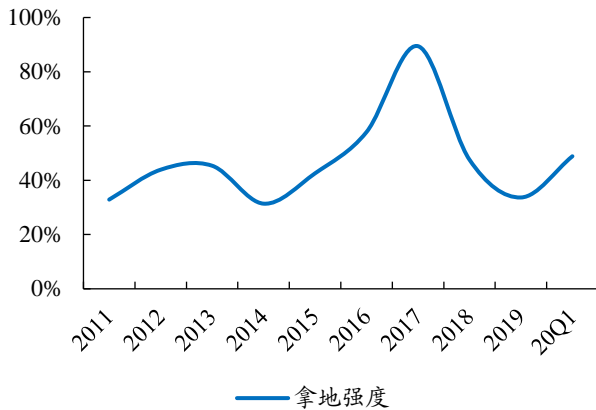


数据来源：公司公告、开源证券研究所

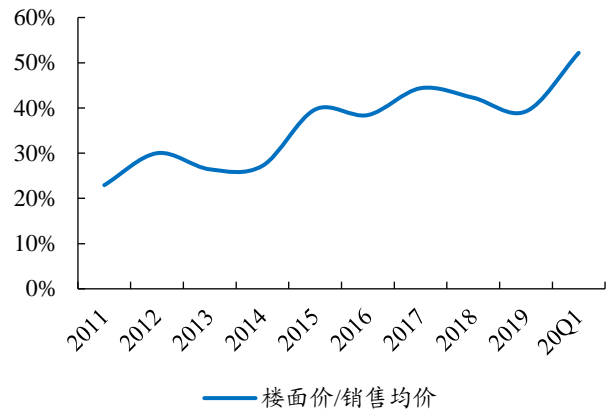
图5：保利地产 2015-2018 年拿地金额复合增速 43%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

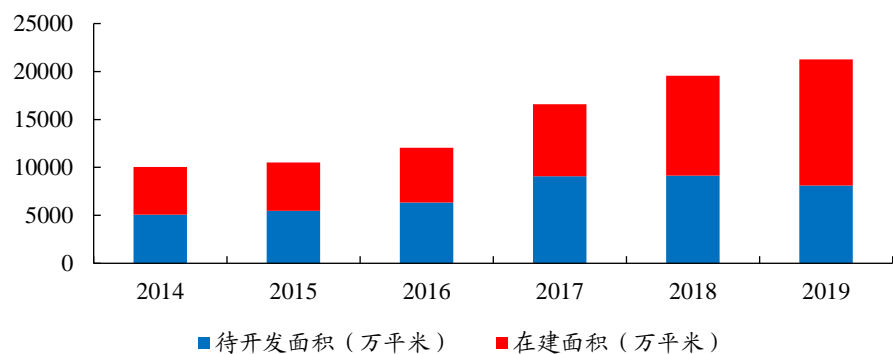
图6: 保利地产拿地强度 2015-2018 年持续高位


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 保利地产地货比始终保持合理水平


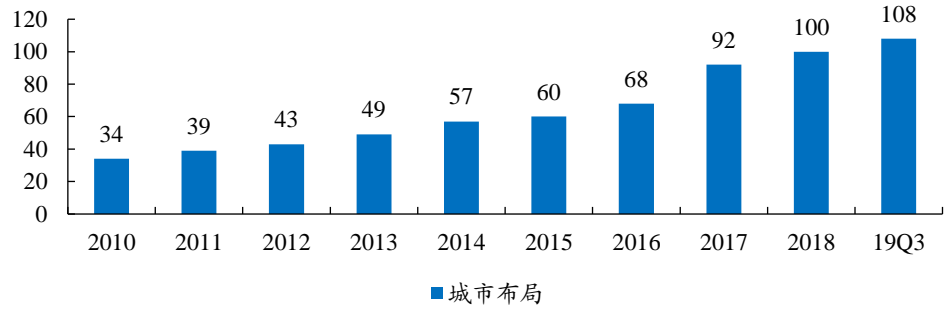
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

除去公开市场获取土地外,公司在2016年完成收购中航地产,2017年整合保利置业解决同业竞争,积极通过收并购提升自身的土储规模。公司通过多元方式土储拓展,公司土储规模增长较为迅猛。2014年公司土储规模仅1亿平米,其中待开发土储5069万平米,在建项目建面4968万平米;仅3年时间,公司2017年土地储备高达1.66亿平米。截至2019年末,公司土地储备达2.13亿平米,其中待开发土储8112万平米,在建项目建面13158万平米。

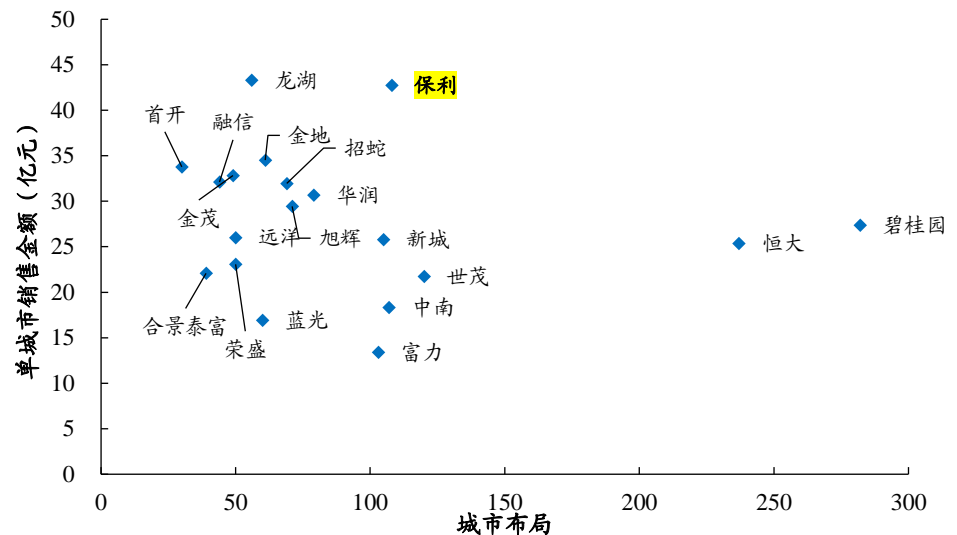
图8: 保利地产土地储备规模突破2亿平米


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从公司布局看,目前公司布局海内外108个城市(截至2019Q3),对应2019年销售金额4618亿元,单城市平均销售规模达43亿元,深耕能力突出;同时公司布局的108个城市基本覆盖核心一二线城市以及都市圈周边的热点三四线城市,攻守兼备,有效抵御各能级城市市场波动带来的经营扰动。

图9: 保利地产城市布局突破 100 城


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 保利地产深耕能力突出 (2019 年数据)


数据来源: 上市公司公告、开源证券研究所

3、“一主两翼”战略蓝图，打造不动产生态发展平台

2018 年，保利地产将“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台。2019 年，公司两翼业务市场化运作和企业经营能力不断提升，两翼业务收入达 113.06 亿元，其中，物业管理平台保利物业成功于香港联交所上市，标志着公司“打造不动产生态发展平台”战略迈出坚实一步。

图11: 保利地产“一主两翼”模式得到迅猛发展



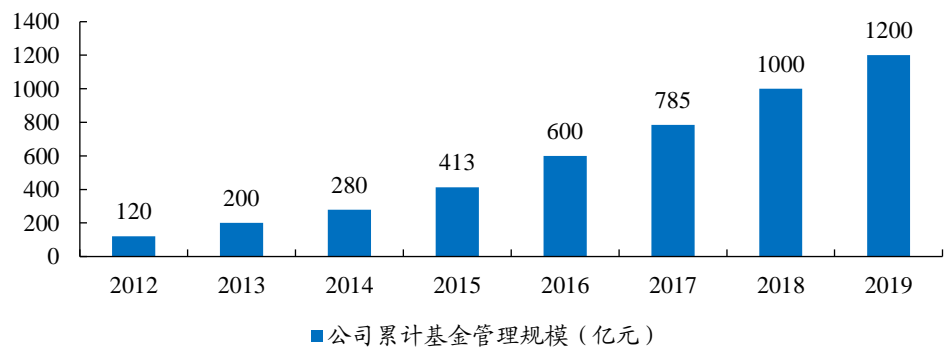
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1、不动产金融翼: 基金管理规模破千亿大关

地产金融业务与公司主业一方面具有很好的协同效应, 另一方面体现了公司对未来金融领域的布局。

- 充分利用信保基金的募集能力, 将地产开发和基金投资相结合, 扩大外源融资规模, 降低融资成本。
- 保利资本专注新经济股权投资, 战略布局未来增长点。
- 与险资合作成立太平保利, 探索保险资金开发养老社区的新模式。

图12: 保利地产基金管理规模持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表1: 公司房地产金融业务架构趋于成熟

持股比例	合并报表核算	合作方	简介
信保基金	40%	子公司	“金融+产业”模式 关注房地产业，以及金融创新、新兴行业和城市空间行业 累计管理规模超 900 亿元
保利资本	45%	长期股权投资	保利集团
太平保利	49%	长期股权投资	太平人寿、太平资产
			投资柔宇科技（柔性显示屏）、商汤科技（人工智能）、滴滴出行、粤港证券等 产业链开发+养老产业优势 探索引入保险资金开发养老社区新模式

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、综合服务翼：打造产融结合行业新生态

通过延展不动产的全产业链，公司有效整合行业生态系统资源，旗下的建筑、物业、代理、资产经营等业务，已达百亿量级；同时在文旅、会展、康养、教育、金服等领域形成精品服务体系，为人民美好生活提供一站式综合解决方案。

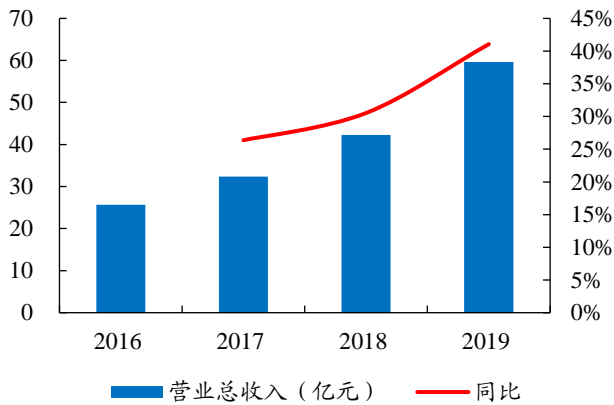
表2: 公司综合服务翼有效整合行业生态系统资源

业务	介绍
保利建筑	富力建设集团和重工院是保利旗下建筑板块的专业运作平台。富力建设集团业务覆盖涵盖土建、装饰装修、家居智能化、市政公用工程、建筑机电工程等领域。重工院以工程设计、工程勘察、工程监理、工程咨询四大板块为主业。
保利物业	保利物业是保利旗下物业板块的专业运作平台，目前运营及管理的业态已涵盖：住宅物业、写字楼物业、购物中心、品牌酒店、长租公寓、会务展览、特色产业等。
保利经纪	保利地产投资顾问有限公司是保利旗下经纪业务的专业运作平台，形成覆盖全国的营销资源网络，销售签约额破千亿，占保利地产公司股份超 50%。
保利商业	保利商业是保利旗下商业地产业务的专业运作平台，公司发展及经营购物中心、酒店、社区商业、公寓，业务覆盖购物休闲、商旅度假、社区消费服务领域。
保利酒店	保利酒店是保利旗下的酒店管理专业运作平台，包含保利公寓及比邻洗衣两大业务板块。
保利公寓	保利公寓是保利旗下公寓业务的专业运作平台，坚持专业化、规模化、集约化的运营创新，致力于打造公寓市场核心竞争力。
保利会展	保利锦汉和保利国贸是保利旗下会展业务的专业运作平台。保利锦汉致力于打造世界一流会展品牌，提供国际性的展示与交流平台。保利国贸在商业综合体开发、展馆经营、会展投资及物业管理等多个行业领域积极发展业务。
保利康养	保利健投和保利和品是保利旗下健康板块的专业运作平台。保利健投以中高端养老项目和健康医疗服务为基础，通过健康产业投资，建立信息互通、分级诊疗、医养融合的健康医疗服务体系。保利和品主要专注于适老化产品的设计、研发及整体配置。
保利教育	保利和乐教育是保利旗下教育板块的专业运作平台。以青少年儿童艺术培养与启蒙为主营业务，拥有保利和乐早教中心、保利和乐幼儿园、保利和乐青少年宫、和乐华美国国际学校等四大产品体系。
保利文旅	保利文旅和航空大世界科技文化有限公司是保利旗下文旅板块的专业运作平台。保利文旅是高尔夫专业管理运营公司，航空大世界科技文化有限公司是保利集团促进文化产业进步、推进科技创新发展的重要载体。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

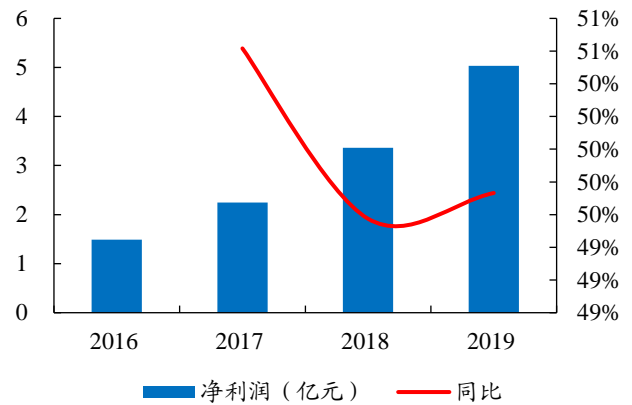
控股子公司保利物业已于2019年成功上市,2019年保利物业实现营业收入59.67亿元,同比增长41%;归母净利润4.91亿元,同比增长49%,合同管理项目高达1490个,布局170多个城市,合约面积4.98亿平米,同比增长38%;在管面积2.87亿平米,同比增长51%,合约管理面积与在管面积比例处于高位,已锁定待转入在管项目规模可观。

图13: 保利物业2019年营收维持40%以上增速



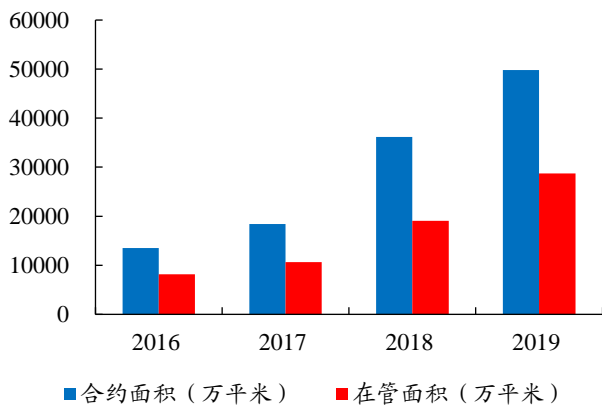
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 保利物业净利润规模破5亿元



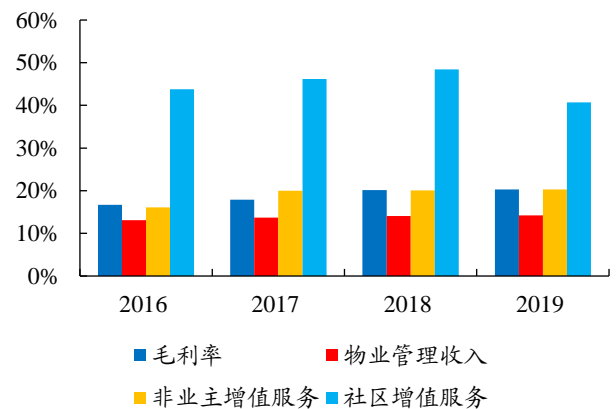
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 保利地产合约面积近5亿平米



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 保利物业综合毛利率稳步提升

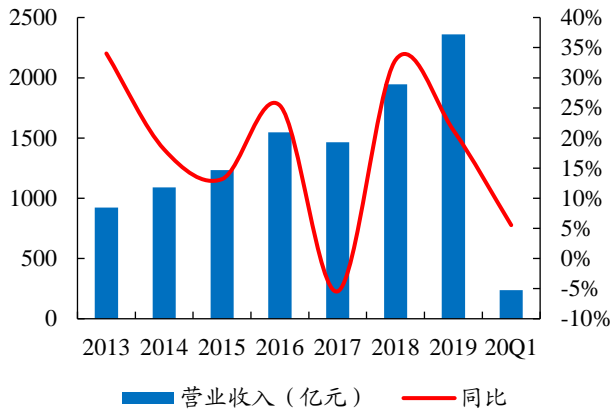


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、经营稳健，盈利可观，发债成本持续下降

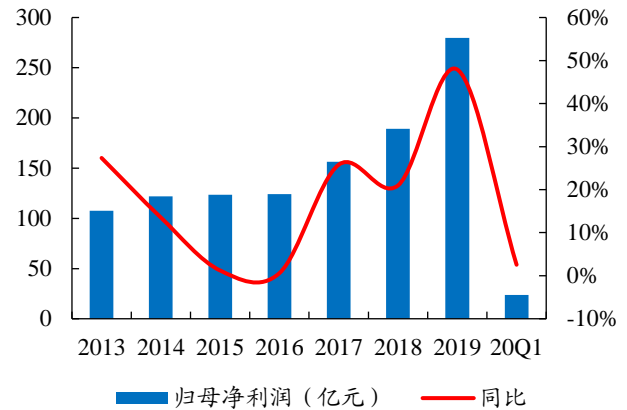
2019年公司实现营业收入2359.81亿元,同比增长21.29%;归母净利润279.59亿元,同比增长47.90%,业绩增长靓丽。公司运营管理能力提升,毛利率提升2.48个百分点至34.97%,其中房地产结转毛利率提升2.69个百分点至35.38%;截至2020年一季度末,公司合同负债3163.46亿元,同比减少3%,是2019年全年营收的1.3倍,有效保障未来业绩增长。

图17: 保利地产 2019 年营收增速达 21%



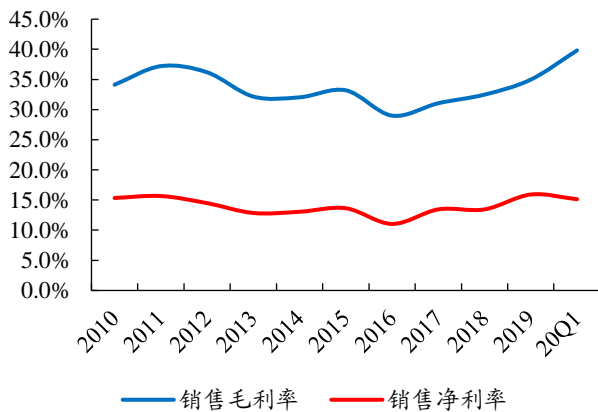
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 保利地产 2019 年归母净利润同比大增 48%



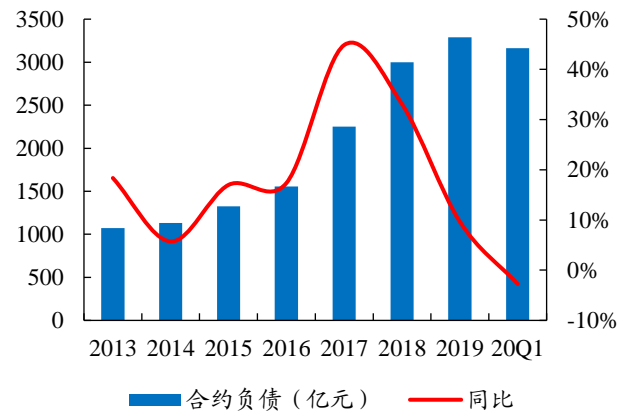
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 保利地产盈利能力持续改善



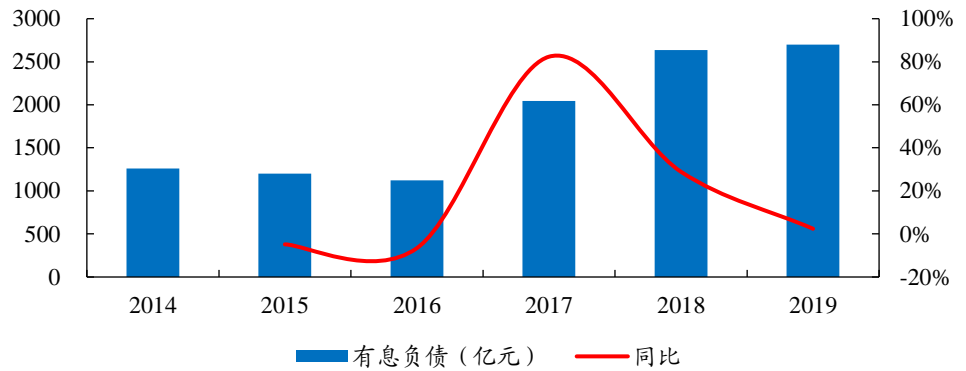
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 保利地产合约负债有效保证未来公司业绩释放

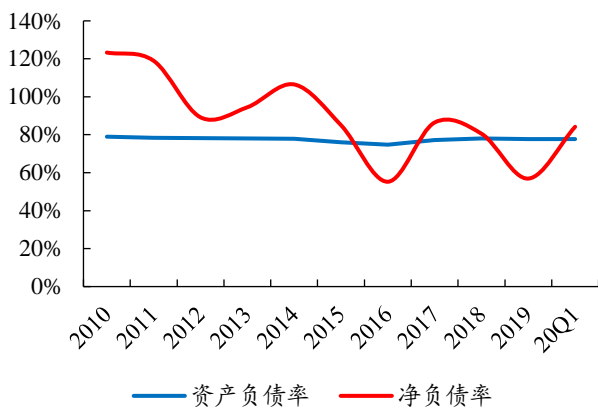


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

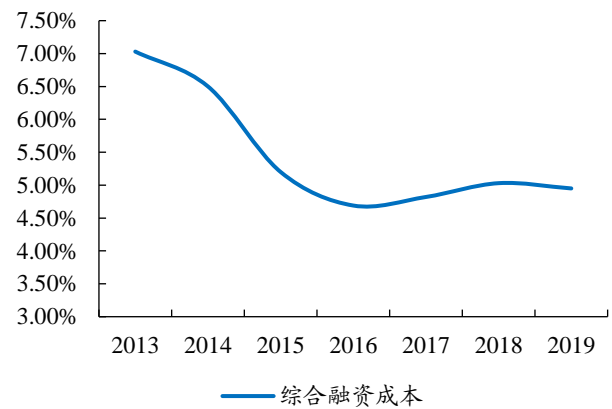
公司 2019 年有息负债 2700 亿元，同比仅小幅增长 2%，单位有息负债撬动的销售规模更高，公司资金利用效率更高。2019 年末公司资产负债率 77.8%，净负债率 56.9%。与同类公司相比，公司具备央企强大的信用背书，因此在融资成本上具备较大优势。2019 年末公司融资成本仅 4.95%，在土拍成本高位、房价受政策限制背景下，行业利润率持续被压缩，公司融资端的优势有效保障未来盈利能力优于行业平均水平。

图21: 保利地产 2017 年后有息负债水平维持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22: 保利地产净负债率维持 80% 左右


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23: 保利地产融资成本低于 5%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

保利地产作为在土储、销售、操盘、品牌等方面具备较大优势的龙头房企，发债利率处于较对水平。2020 年上半年，公司累计发行公司债、中票 85 亿元，加权票面利率仅 3.19%。

表3: 2020 年以来保利地产发债成本持续走低

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)
102000152.IB	20 保利发展 MTN001	中期票据	2020-02-24	2023-02-24	9.00	3.39
163301.SH	20 保利 01	公司债	2020-04-01	2025-04-01	20.00	3.00
102000627.IB	20 保利发展 MTN002	中期票据	2020-04-13	2023-04-13	15.00	3.07
102000761.IB	20 保利发展 MTN003	中期票据	2020-04-22	2025-04-22	6.00	3.49
102001073.IB	20 保利发展 MTN004	中期票据	2020-05-27	2023-05-27	15.00	3.18
163634.SH	20 保利 04	公司债	2020-06-22	2027-06-22	5.00	3.78

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)
163633.SH	20保利03	公司债	2020-06-22	2025-06-22	15.00	3.14

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

保利地产 2017-2019 年销售金额 3 年复合增速达 30%，同时合约负债复合增速也达 28%，公司可结算资源仍然较为充沛；考虑销售至结算有 2-3 年滞后期，我们预计 2020-2022 年营收增速分别为 21.0%、19.2%、19.1%；

盈利能力相对稳定。2019 年公司毛利率高达 35%，毛利率创 2013 年后新高，考虑到行业限价政策仍然对盈利空间造成较大压制，预计公司毛利率将小幅回落，未来三年稳定在 34% 左右；

最终我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 330、390、459 亿元，增速分别为 18.1%、18.0%、17.9%，公司对应 2020/2021 年 PE 估值分别为 6.4、5.4 倍。对比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.7、4.7 倍，保利地产作为行业内老牌龙头房企，在土储、资金、操盘、运营上具备更为独特的优势，但并未体现较明显的龙头溢价，公司估值仍有较大修复空间。

表4：可比主流房企 2020/2021 年 PE 估值均值在 5.7、4.7 倍

上市公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	3442	389	454	530	605	8.86	7.58	6.49	5.69
金地集团	600383.SH	749	101	119	140	163	7.44	6.30	5.36	4.59
中南建设	000961.SZ	407	42	71	90	107	9.78	5.75	4.50	3.79
金科股份	000656.SZ	512	57	71	88	105	9.01	7.16	5.81	4.85
阳光城	000671.SZ	314	40	54	69	81	7.80	5.76	4.51	3.86
蓝光发展	600466.SH	181	35	50	61	70	5.22	3.61	2.97	2.59
荣盛发展	002146.SZ	420	91	113	133	153	4.61	3.70	3.15	2.74
绿地控股	600606.SH	1045	147	175	204	235	7.09	5.98	5.11	4.46
可比公司均值							7.48	5.73	4.74	4.07
保利地产	600048.SH	2123	280	330	390	459	7.59	6.43	5.45	4.62

资料来源：开源证券研究所数据来源：上市公司公告、Wind、开源证券研究所（除保利地产外，其余为 Wind 一致预期）

从市净率角度看，公司 2020/2021 年市净率分别为 1.29、1.07 倍，主流房企 PB 均值分别为 1.18、0.98 倍，但考虑到保利地产目前持有物业较销售物业体量相对较小，且投资性房地产仍然以成本模式入账，使得净资产规模较小，推动表现市净率较高。与龙头公司万科 A、金地集团、中南建设以及金科股份相比，公司 PB 水平仍处于健康水平。

表5: 可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 1.18、0.98 倍

上市公司	代码	收盘价 (元)	每股净资产(元)				PB 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	30.40	16.64	19.56	23.27	27.42	1.83	1.55	1.31	1.11
金地集团	600383.SH	16.60	11.96	14.04	16.46	19.35	1.39	1.18	1.01	0.86
中南建设	000961.SZ	10.82	5.71	7.28	9.34	11.79	1.90	1.49	1.16	0.92
金科股份	000656.SZ	9.58	4.98	6.10	7.30	8.85	1.93	1.57	1.31	1.08
阳光城	000671.SZ	7.66	5.33	7.79	9.22	10.95	1.44	0.98	0.83	0.70
蓝光发展	600466.SH	5.95	5.06	8.65	10.37	11.79	1.18	0.69	0.57	0.50
荣盛发展	002146.SZ	9.66	9.40	11.41	13.84	16.69	1.03	0.85	0.70	0.58
绿地控股	600606.SH	8.59	6.32	7.72	9.12	10.75	1.36	1.11	0.94	0.80
可比公司平均							1.50	1.18	0.98	0.82
保利地产	600048.SH	17.79	11.76	13.71	16.47	19.76	1.51	1.30	1.08	0.90

数据来源: 上市公司公告、Wind、开源证券研究所 (除保利地产外, 其余为 Wind 一致预期)

5.2、投资建议

保利地产坚持“一主两翼”战略, 房地产主业规模持续提升, 土储资源充沛, 城市布局完善; 同时不动产金融、综合服务两翼持续推进, 打造全产业链的不动产生态发展平台。公司管理团队经验丰富, 有冲劲, 品牌意识强; 同时公司强大的央企背景, 帮助公司获取品牌溢价和低成本融资, 进一步提升竞争力。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.77、3.27、3.85 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.4、5.4、4.6 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大: 行业销售规模整体下滑, 房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险: 按揭贷款利率大幅上行, 购房者购房按揭还款金额将明显上升; 税收政策持续收紧, 房地产销售将承压, 带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧: 银行贷款额度紧张, 债券发行利率上行, 加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动, 推货节奏误判导致销售不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	766481	936922	1023473	1197936	1292603
现金	113431	139419	166668	203080	243389
应收票据及应收账款	2044	1845	2233	2628	3160
其他应收款	119352	133125	138728	170582	181750
预付账款	26045	42751	49328	58685	67934
存货	474505	584001	628988	723539	754988
其他流动资产	31104	35780	37529	39422	41381
非流动资产	80012	96287	113052	130995	150249
长期投资	48489	59046	68180	77728	87730
固定资产	4594	7472	8769	10899	13727
无形资产	119	389	378	364	348
其他非流动资产	26810	29379	35724	42004	48444
资产总计	846494	1033209	1136525	1328931	1442852
流动负债	444897	599700	626102	739726	783533
短期借款	3011	3133	3227	3324	3424
应付票据及应付账款	50686	113153	87590	135577	130558
其他流动负债	391199	483414	535284	600825	649551
非流动负债	215103	203986	246328	278842	293906
长期借款	214939	203590	245912	278406	293447
其他非流动负债	164	396	416	437	458
负债合计	660000	803687	872430	1018568	1077439
少数股东权益	64572	73500	84833	98205	113970
股本	11895	11933	11934	11934	11934
资本公积	15246	18323	18323	18323	18323
留存收益	88121	110106	138939	172961	213068
归属母公司股东权益	121923	156022	179262	212157	251443
负债和股东权益	846494	1033209	1136525	1328931	1442852

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11893	39155	11196	2713	24465
净利润	26149	37554	44356	52339	61700
折旧摊销	1015	1259	1340	1762	2344
财务费用	2585	2582	2558	3008	3329
投资损失	-2690	-3702	-4627	-4893	-5421
营运资金变动	-19231	202	-31185	-47998	-35663
其他经营现金流	4066	1261	-1248	-1505	-1823
投资活动现金流	-13459	-10498	-12176	-13306	-14324
资本支出	604	279	5663	6361	6652
长期投资	-14420	-11070	-9134	0	-10002
其他投资现金流	-27276	-21289	-15646	-6945	-17674
筹资活动现金流	46498	-2835	28228	47005	30167
短期借款	-56	122	94	97	100
长期借款	39833	-11349	42322	32493	15041
普通股增加	37	38	2	0	0
资本公积增加	-217	3078	0	0	0
其他筹资现金流	6901	5277	-14189	14415	15026
现金净增加额	45093	25899	27248	36412	40309

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	194514	235934	285445	340241	405182
营业成本	131339	153450	188013	223167	266135
营业税金及附加	16122	21841	26424	31496	37508
营业费用	5912	6681	8083	9634	11473
管理费用	3495	4233	5121	6975	8428
研发费用	41	56	68	81	97
财务费用	2585	2582	2558	3008	3329
资产减值损失	2351	-1048	559	855	1228
其他收益	2	49	51	52	54
公允价值变动收益	190	713	232	284	355
投资净收益	2690	3702	4627	4893	5421
资产处置收益	1	2	2	2	2
营业利润	35593	50402	59530	70255	82817
营业外收入	366	353	423	465	559
营业外支出	179	224	269	296	355
利润总额	35780	50531	59684	70424	83021
所得税	9631	12977	15327	18086	21320
净利润	26149	37554	44356	52339	61700
少数股东损益	7245	9595	11333	13372	15764
归母净利润	18904	27959	33023	38966	45936
EBITDA	44857	58640	62976	74282	87100
EPS(元)	1.58	2.34	2.77	3.27	3.85

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.9	21.3	21.0	19.2	19.1
营业利润(%)	39.4	41.6	18.1	18.0	17.9
归属于母公司净利润(%)	21.0	47.9	18.1	18.0	17.9
获利能力					
毛利率(%)	32.5	35.0	34.1	34.4	34.3
净利率(%)	9.7	11.9	11.6	11.5	11.3
ROE(%)	14.0	16.4	16.8	16.9	16.9
ROIC(%)	8.3	10.0	9.4	9.3	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	78.0	77.8	76.8	76.6	74.7
净负债比率(%)	80.6	56.9	54.5	52.7	44.7
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	99.3	121.3	140.0	140.0	140.0
应付账款周转率	2.7	1.9	1.9	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.34	2.77	3.27	3.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	3.28	0.94	0.23	2.05
每股净资产(最新摊薄)	9.67	11.76	13.71	16.46	19.76
估值比率					
P/E	11.2	7.6	6.4	5.4	4.6
P/B	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	9.5	7.1	7.0	6.4	5.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835