

Key Call: 万科 A

2015年销售额预计增长 10%

2015年销售额预计仍将增长 10%

我们以万科 13 年和 14 年新开工面积均值为可售资源指标，作为分母，假设 2015 年去化指标为 90%，预计万科 2015 年销售面积为 1966 万平米。同时预期 2015 年销售均价约 1.17 万/平米，我们得到 2015 年万科销售额预期值为 2300 亿元，同比仍将增长 10%。

23%土地储备位于 10 大精选城市

万科在 58 个城市开发项目,其中位于 10 大精选城市的土地储备为 1469 万平米，占总储备的 23%，项目布局优质。

预计员工合伙人持股比例仍将增加

自 5 月开始，代表万科 1320 名员工合伙人利益的资产管理计划共买入占万科总股本 3.26% 的股权，耗资 31.2 亿，均价 8.72 元/股，我们预计该资产管理计划为投资周期超 3 年的长期投资，并且伴随年度经济奖金池的增加，未来仍将增持，合伙人利益与股东利益有望更趋一致。

估值：目标价上调至 16.53 元，维持买入评级

我们将万科 2014/15/16 年 EPS 预测从 1.48/1.65/1.88 元上调为 1.51/1.74/1.95 元。目前股价对应 15 年 PER7.7 倍，相对 NAV 折价 36%，近四年万科平均 PER7.1 倍，13 年估值高点 PER 达 9 倍，目前瑞银覆盖 A 股公司 15PE 均值 9.5 倍。我们认为公司估值有望继续提升，我们基于 15 年 PE9.5 倍得到新目标价 16.53 元（原基于 2014 年 10 倍 PE 得到 14.8 元），维持 Key Call 买入评级。

Equities

中国

房地产业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb16.53**
之前: **Rmb14.80**

股价 **Rmb13.45**

路透代码: 000002.SZ 彭博代码 000002 CH

交易数据和主要指标

| | |
|------------------|-----------------------|
| 52 周股价波动范围 | Rmb14.91-6.57 |
| 市值 | Rmb150 十亿/US\$24.1 十亿 |
| 已发行股本 | 9,699 百万 (ORDA) |
| 流通股比例 | 79% |
| 日均成交量(千股) | 189,109 |
| 日均成交额(Rmb 百万) | Rmb2,182.2 |
| 普通股股东权益 (12/14E) | Rmb88.5 十亿 |
| 市净率 (12/14E) | 1.7x |
| 净债务 / EBITDA | 1.0x |

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

| | 从 | 到 | % 市场预测 |
|--------|------|------|--------|
| 12/14E | 1.48 | 1.51 | 2.32 |
| 12/15E | 1.65 | 1.74 | 5.51 |
| 12/16E | 1.88 | 1.95 | 3.35 |

丁晓

分析师

S1460515010001

xiao.ding@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

| 重要数据 (Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 71,783 | 103,116 | 127,454 | 143,305 | 169,211 | 193,644 | 203,329 | 166,974 |
| 息税前利润(UBS) | 15,641 | 20,942 | 27,604 | 29,654 | 35,020 | 39,878 | 43,436 | 38,864 |
| 净利润 (UBS) | 9,692 | 12,644 | 15,119 | 16,643 | 19,124 | 21,437 | 25,751 | 22,662 |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | 0.88 | 1.15 | 1.37 | 1.51 | 1.74 | 1.95 | 2.34 | 2.06 |
| 每股股息 (Rmb) | 0.13 | 0.18 | 0.41 | 0.45 | 0.52 | 0.58 | 0.70 | 0.62 |
| 现金 / (净债务) | (50,393) | (71,593) | (32,340) | (28,995) | (38,336) | (38,858) | (33,367) | (83,515) |
| 盈利能力和估值 | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 息税前利润率(%) | 21.8 | 20.3 | 21.7 | 20.7 | 20.7 | 20.6 | 21.4 | 23.3 |
| ROIC (EBIT) (%) | 14.9 | 16.2 | 20.6 | 23.5 | 24.1 | 23.5 | 23.1 | 17.0 |
| EV/EBITDA(core)x | 10.2 | 8.7 | 5.8 | 6.5 | 5.7 | 5.3 | 4.9 | 6.1 |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) (x) | 9.2 | 7.5 | 7.4 | 8.9 | 7.7 | 6.9 | 5.8 | 6.5 |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 % | 3.2 | 3.4 | (1.6) | 23.8 | 49.4 | 63.6 | 14.4 | (46.8) |
| 净股息收益率(%) | 1.6 | 2.1 | 4.0 | 3.4 | 3.9 | 4.3 | 5.2 | 4.6 |

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2015 年 01 月 09 日 22 时 26 分的股价(Rmb13.45)得出;

投资主题

万科 A

投资理由

万科是中国销售额最大的开发商，具有规模优势，在一二线城市土地市场的竞争力强。随着银行开发贷额度持续向大开发商倾斜，公司获取银行贷款的优势也日益增强。同时，公司通过 H 股上市已建立完整的海外融资平台，有助于进一步拓宽公司的低成本融资渠道。万科采取快速周转、开发装修房、探索住宅建造工业化等策略，料将持续实现高水平的资本回报率。此外，公司在推行“小股操盘、管理人跟投”机制、国际化战略、发展社区金融，以及转型城市配套商等方面的努力，有望帮助公司应对商品房需求增速放缓的挑战。公司当前 A 股股价大幅低于 H 股，估值低于 A 股主要开发商的平均水平，我们认为并未反映公司上述竞争优势。我们基于 2014 年 9.5 倍市盈率得到目标价 16.53 元。

乐观情景

如果房地产行业调控政策进一步放松，银行加快放贷，一二线城市商品住宅市场快速回暖，公司的销售可能好于市场预期。公司的“小股操盘”和“管理人跟投”机制如成功加速推广将使公司资本回报率提升。我们估算公司 2015 年市盈率可能上升至 10 倍，每股估值可提升至 17.4 元。

悲观情景

如果流动性持续处于紧张状态，住房按揭贷款发放额度仍低于预期，可能使得一二线城市的住房需求走弱，公司的销售增速或低于预期。我们估算公司 2015 年市盈率可能下降至 6 倍，每股估值将下降至 10.2 元。

近期催化剂

可能的股价催化剂为公司可能扩大与境外房地产企业和战略投资者的合作。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb16.53

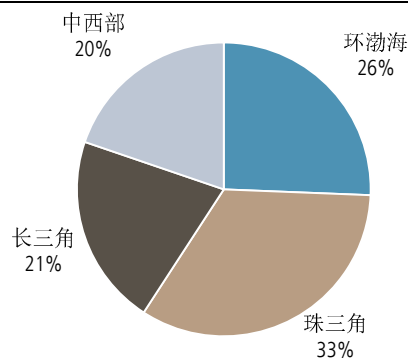
公司简介

万科是中国规模最大的房地产企业之一，以开发住宅项目为主，兼营商业地产开发和物业管理。公司总部位于深圳，业务遍及珠三角、长三角、环渤海及中西部地区，覆盖全国 50 余个城市。公司 2013 年实现销售面积为 1,490 万平方米、销售金额为 1,709 亿元，是当年销售额最高的开发商。

行业展望

一二线城市土地市场门槛正日益提高，资金实力和融资渠道将是决定开发商能否在这些城市生存和扩大市场份额的关键因素。我们认为在获取低成本资金方面有竞争优势的开发商，将在行业集中度提升的过程中受益。

收入按地区别，2013 (%)



来源：公司数据

各类业务的 EBIT (百万元)

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 商品房开发 | 21,067 | 27,590 | 29,436 | 34,735 | 39,572 |
| 物业管理 | 124 | 267 | 294 | 353 | 371 |
| 其他 | (256) | (254) | (76) | (68) | (65) |
| 合计 | 20,942 | 27,604 | 29,654 | 35,020 | 39,878 |

来源：公司数据，瑞银证券估算

图表 30: 截至 14 年 6 月底公司土地储备

| 城市 | 土地储备 (建筑面积, 万平方米) | 城市 | 土地储备 (建筑面积, 万平方米) |
|----|-------------------|----|-------------------|
| 长沙 | 311 | 惠州 | 83 |
| 佛山 | 267 | 漳州 | 81 |
| 重庆 | 249 | 厦门 | 73 |
| 西安 | 310 | 太原 | 73 |
| 沈阳 | 239 | 广州 | 89 |
| 深圳 | 255 | 无锡 | 69 |
| 昆明 | 212 | 三亚 | 67 |
| 天津 | 208 | 苏州 | 63 |
| 武汉 | 204 | 南昌 | 70 |
| 青岛 | 201 | 芜湖 | 58 |
| 吉林 | 190 | 镇江 | 58 |
| 北京 | 198 | 昆山 | 57 |
| 杭州 | 178 | 泉州 | 53 |
| 清远 | 175 | 宁波 | 52 |
| 大连 | 173 | 南京 | 93 |
| 长春 | 162 | 唐山 | 40 |
| 贵阳 | 159 | 南充 | 36 |
| 上海 | 159 | 乌鲁 | 34 |
| 合肥 | 155 | 珠海 | 30 |
| 郑州 | 156 | 晋中 | 26 |
| 烟台 | 145 | 营口 | 26 |
| 中山 | 130 | 常州 | 23 |
| 徐州 | 121 | 秦皇 | 23 |
| 福州 | 111 | 廊坊 | 26 |
| 抚顺 | 110 | 南宁 | 45 |
| 成都 | 104 | 扬州 | 12 |
| 鞍山 | 99 | 嘉兴 | 14 |
| 东莞 | 95 | 莆田 | 6 |
| 济南 | 85 | 南通 | 5 |

来源: 公司公告

万科 A (000002.SZ)

| 损益表(Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|-------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 71,783 | 103,116 | 127,454 | 143,305 | 12.4 | 169,211 | 18.1 | 193,644 | 203,329 | 166,974 |
| 毛利 | 20,776 | 26,778 | 34,558 | 37,186 | 7.6 | 43,575 | 17.2 | 49,668 | 53,309 | 46,973 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | 15,730 | 21,055 | 27,783 | 29,833 | 7.4 | 35,199 | 18.0 | 40,057 | 43,615 | 39,044 |
| 折旧和摊销 | (89) | (114) | (179) | (179) | 0.0 | (179) | 0.0 | (179) | (179) | (179) |
| 息税前利润(UBS) | 15,641 | 20,942 | 27,604 | 29,654 | 7.4 | 35,020 | 18.1 | 39,878 | 43,436 | 38,864 |
| 联营及投资收益 | 700 | 929 | 999 | 1,053 | 5.3 | 966 | -8.2 | 2,005 | 3,442 | 3,678 |
| 其他非营业利润 | 43 | 57 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净利息 | (510) | (765) | (756) | (794) | -5.1 | (587) | 26.2 | (215) | (1,017) | (1,812) |
| 例外项目(包括商誉) | (67) | (93) | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 15,806 | 21,070 | 27,848 | 29,912 | 7.4 | 35,399 | 18.3 | 41,668 | 45,860 | 40,731 |
| 税项 | (4,206) | (5,408) | (9,550) | (9,692) | -1.5 | (11,356) | -17.2 | (12,565) | (14,276) | (13,054) |
| 税后利润 | 11,600 | 15,663 | 18,298 | 20,221 | 10.5 | 24,043 | 18.9 | 29,102 | 31,584 | 27,677 |
| 优先股股息及少数股权 | (1,975) | (3,111) | (3,179) | (3,577) | -12.5 | (4,919) | -37.5 | (7,666) | (5,833) | (5,015) |
| 非常项目 | 0 | 0 | (1) | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净利润(本地 GAAP) | 9,625 | 12,551 | 15,119 | 16,643 | 10.1 | 19,124 | 14.9 | 21,437 | 25,751 | 22,662 |
| 净利润(UBS) | 9,692 | 12,644 | 15,119 | 16,643 | 10.1 | 19,124 | 14.9 | 21,437 | 25,751 | 22,662 |
| 税率(%) | 26.6 | 25.7 | 34.3 | 32.4 | -5.5 | 32.1 | -1.0 | 30.2 | 31.1 | 32.0 |
| 每股(Rmb) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 每股收益(UBS 稀释后) | 0.88 | 1.15 | 1.37 | 1.51 | 10.1 | 1.74 | 14.9 | 1.95 | 2.34 | 2.06 |
| 每股收益(本地会计准则, 稀释后) | 0.87 | 1.14 | 1.37 | 1.51 | 10.1 | 1.74 | 14.9 | 1.95 | 2.34 | 2.06 |
| 每股收益(UBS, 基本) | 0.88 | 1.15 | 1.37 | 1.51 | 10.1 | 1.74 | 14.9 | 1.95 | 2.34 | 2.06 |
| 每股股息净值(Rmb) | 0.13 | 0.18 | 0.41 | 0.45 | 10.5 | 0.52 | 14.9 | 0.58 | 0.70 | 0.62 |
| 每股账面价值 | 4.81 | 5.80 | 6.98 | 8.04 | 15.1 | 9.25 | 15.1 | 10.62 | 12.25 | 13.69 |
| 平均股数(稀释后) | 11,013.72 | 11,013.72 | 11,014.97 | 11,014.97 | 0.0 | 11,014.97 | 0.0 | 11,014.97 | 11,014.97 | 11,014.97 |
| 资产负债表(Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 现金和现金等价物 | 34,240 | 52,292 | 44,365 | 55,087 | 24.2 | 53,538 | -2.8 | 34,498 | 78,430 | 96,837 |
| 其他流动资产 | 248,407 | 310,482 | 397,951 | 408,681 | 2.7 | 437,073 | 6.9 | 459,845 | 475,558 | 541,942 |
| 流动资产总额 | 282,647 | 362,774 | 442,316 | 463,767 | 4.8 | 490,610 | 5.8 | 494,343 | 553,988 | 638,779 |
| 有形固定资产净值 | 2,722 | 3,987 | 3,475 | 3,475 | 0.0 | 3,475 | 0.0 | 3,475 | 3,475 | 3,475 |
| 无形固定资产净值 | 435 | 629 | 263 | 263 | 0.0 | 263 | 0.0 | 263 | 263 | 263 |
| 投资/其他资产 | 10,404 | 11,412 | 33,420 | 34,293 | 2.6 | 35,080 | 2.3 | 36,906 | 40,169 | 43,668 |
| 总资产 | 296,208 | 378,802 | 479,475 | 501,800 | 4.7 | 529,429 | 5.5 | 534,988 | 597,895 | 686,186 |
| 应付账款和其他短期负债 | 177,154 | 224,276 | 296,298 | 296,019 | -0.1 | 297,551 | 0.5 | 298,955 | 299,563 | 298,420 |
| 短期债务 | 23,570 | 35,557 | 32,624 | 37,208 | 14.05 | 38,518 | 3.52 | 41,558 | 31,446 | 54,222 |
| 流动负债总额 | 200,724 | 259,834 | 328,922 | 333,227 | 1.3 | 336,068 | 0.9 | 340,514 | 331,008 | 352,643 |
| 长期债务 | 26,822 | 36,036 | 44,082 | 46,874 | 6.3 | 53,356 | 13.8 | 31,798 | 80,352 | 126,130 |
| 其它长期负债 | 829 | 794 | 1,032 | 1,032 | 0.0 | 1,032 | 0.0 | 1,032 | 1,032 | 1,032 |
| 优先股 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 总负债(包括优先股) | 228,376 | 296,663 | 374,035 | 381,133 | 1.9 | 390,456 | 2.4 | 373,343 | 412,392 | 479,804 |
| 普通股股东权益 | 52,968 | 63,826 | 76,896 | 88,546 | 15.2 | 101,934 | 15.1 | 116,939 | 134,965 | 150,828 |
| 少数股东权益 | 14,865 | 18,313 | 28,543 | 32,121 | 12.5 | 37,040 | 15.3 | 44,705 | 50,538 | 55,553 |
| 负债和权益总计 | 296,208 | 378,802 | 479,475 | 501,800 | 4.7 | 529,429 | 5.5 | 534,988 | 597,895 | 686,186 |
| 现金流量表(Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 净利润(支付优先股股息前) | 9,625 | 12,551 | 15,119 | 16,643 | 10.1 | 19,124 | 14.9 | 21,437 | 25,751 | 22,662 |
| 折旧和摊销 | 89 | 114 | 179 | 179 | 0.0 | 179 | 0.0 | 179 | 179 | 179 |
| 营运资本变动净值 | (12,839) | (33,005) | (16,008) | 463 | - | 47,458 | NM | 53,227 | 70,306 | 22,632 |
| 其他营业性现金流 | 6,514 | 24,066 | (1,288) | 18,362 | - | 7,124 | -61.2 | 20,273 | (74,616) | (115,458) |
| 经营性现金流 | 3,389 | 3,726 | (1,998) | 35,648 | - | 73,886 | 107.3 | 95,116 | 21,620 | (69,984) |
| 有形资本支出 | (262) | (151) | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 无形资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净(收购)/处置 | 0 | 0 | (5,954) | (6,000) | -0.8 | (70,000) | NM | (70,000) | (80,000) | (80,000) |
| 其他投资性现金流 | (5,391) | (2,303) | (3,160) | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 投资性现金流 | (5,653) | (2,453) | (9,114) | (6,000) | 34.2 | (70,000) | NM | (70,000) | (80,000) | (80,000) |
| 已付股息 | (1,100) | (1,429) | (2,181) | (4,993) | -129.0 | (5,737) | -14.9 | (6,431) | (7,725) | (6,799) |
| 股份发行/回购 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资性现金流 | (1,091) | (3,486) | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 债务及优先股变化 | 2,997 | 21,201 | 10,994 | 7,376 | -32.91 | 7,792 | 5.65 | (18,518) | 38,442 | 68,554 |
| 融资性现金流 | 807 | 16,286 | 8,813 | 2,383 | -73.0 | 2,055 | -13.8 | (24,949) | 30,716 | 61,756 |
| 现金流量中现金的增加(减少) | (1,456) | 17,558 | (2,299) | 32,031 | - | 5,941 | -81.5 | 167 | (27,664) | (88,228) |
| 外汇/非现金项目 | (2,121) | 494 | (5,628) | (21,309) | -278.7 | (7,490) | 64.9 | (19,207) | 71,596 | 106,635 |
| 资产负债表现金增加(减少) | (3,577) | 18,052 | (7,926) | 10,721 | - | (1,549) | - | (19,040) | 43,932 | 18,407 |

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

万科 A (000002.SZ)

| 估值(x) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| P/E (本地 GAAP, 稀释后) | 9.3 | 7.5 | 7.4 | 8.9 | 7.7 | 6.9 | 5.8 | 6.5 |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) | 9.2 | 7.5 | 7.4 | 8.9 | 7.7 | 6.9 | 5.8 | 6.5 |
| 股价/每股现金收益 | 9.1 | 7.4 | 7.3 | 8.8 | 7.7 | 6.9 | 5.7 | 6.5 |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 % | 3.2 | 3.4 | (1.6) | 23.8 | 49.4 | 63.6 | 14.4 | (46.8) |
| 净股息收益率(%) | 1.6 | 2.1 | 4.0 | 3.4 | 3.9 | 4.3 | 5.2 | 4.6 |
| 市净率 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 企业价值/营业收入(核心) | 2.2 | 1.8 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.4 |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润(核心) | 10.2 | 8.7 | 5.8 | 6.5 | 5.7 | 5.3 | 4.9 | 6.1 |
| 企业价值/息税前利润(核心) | 10.3 | 8.7 | 5.9 | 6.6 | 5.8 | 5.3 | 4.9 | 6.1 |
| 企业价值/经营性自由现金流(核心) | 10.3 | 8.8 | 5.9 | 6.6 | 5.8 | 5.3 | 4.9 | 6.1 |
| 企业价值/运营投入资本 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 企业价值 (Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 市值 | 99,234 | 105,042 | 127,207 | 149,654 | 149,654 | 149,654 | 149,654 | 149,654 |
| 净债务 (现金) | 48,894 | 60,993 | 23,466 | 30,668 | 33,665 | 38,597 | 36,113 | 58,441 |
| 少数股东权益 | 12,609 | 16,589 | 28,543 | 32,121 | 37,040 | 44,705 | 50,538 | 55,553 |
| 养老金拨备/其他 | 809 | 812 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 企业价值总额 | 161,546 | 183,435 | 179,216 | 212,443 | 220,359 | 232,956 | 236,305 | 263,648 |
| 非核心资产 | (1,000) | (1,000) | (16,898) | (17,851) | (18,869) | (20,679) | (22,911) | (26,606) |
| 核心企业价值 | 160,546 | 182,435 | 162,318 | 194,591 | 201,490 | 212,277 | 213,394 | 237,042 |
| 增长率(%) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 营业收入 | 41.5 | 43.7 | 23.6 | 12.4 | 18.1 | 14.4 | 5.0 | -17.9 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | 41.0 | 33.9 | 32.0 | 7.4 | 18.0 | 13.8 | 8.9 | -10.5 |
| 息税前利润(UBS) | 41.0 | 33.9 | 31.8 | 7.4 | 18.1 | 13.9 | 8.9 | -10.5 |
| 每股收益(UBS 稀释后) | 43.5 | 30.5 | 19.6 | 10.1 | 14.9 | 12.1 | 20.1 | -12.0 |
| 每股股息净值 | 30.0 | 38.6 | 128.0 | 10.5 | 14.9 | 12.1 | 20.1 | -12.0 |
| 利润率与盈利能力(%) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 毛利率 | 28.9 | 26.0 | 27.1 | 25.9 | 25.8 | 25.6 | 26.2 | 28.1 |
| 息税折旧摊销前利润率 | 21.9 | 20.4 | 21.8 | 20.8 | 20.8 | 20.7 | 21.5 | 23.4 |
| 息税前利润率 | 21.8 | 20.3 | 21.7 | 20.7 | 20.7 | 20.6 | 21.4 | 23.3 |
| 净利 (UBS) 率 | 13.5 | 12.3 | 11.9 | 11.6 | 11.3 | 11.1 | 12.7 | 13.6 |
| ROIC (EBIT) | 14.9 | 16.2 | 20.6 | 23.5 | 24.1 | 23.5 | 23.1 | 17.0 |
| 税后投资资本回报率 | 10.8 | 11.9 | 13.3 | 15.6 | 16.2 | 16.1 | 15.4 | 11.0 |
| 净股东权益回报率(UBS) | 19.9 | 21.7 | 21.5 | 20.1 | 20.1 | 19.6 | 20.4 | 15.9 |
| 资本结构与覆盖率 | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 净债务/息税折旧摊销前利润 | 3.2 | 3.4 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 2.1 |
| 净债务/总权益 % | 74.3 | 87.2 | 30.7 | 24.0 | 27.6 | 24.0 | 18.0 | 40.5 |
| 净债务/(净债务 + 总权益) % | 42.6 | 46.6 | 23.5 | 19.4 | 21.6 | 19.4 | 15.2 | 28.8 |
| 净债务/企业价值 | 31.4 | 39.2 | 19.9 | 14.9 | 19.0 | 18.3 | 15.6 | 35.2 |
| 资本支出/折旧 % | NM | 145.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资本支出/营业收入(%) | 0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 息税前利润/净利息 | 30.7 | 27.4 | 36.5 | 37.3 | 59.7 | NM | 42.7 | 21.4 |
| 股息保障倍数 (UBS) | 6.8 | 6.4 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 股息支付率 (UBS) % | 14.7 | 15.7 | 29.9 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 分部门收入 (Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 其他 | 71,783 | 103,116 | 127,454 | 143,305 | 169,211 | 193,644 | 203,329 | 166,974 |
| 总计 | 71,783 | 103,116 | 127,454 | 143,305 | 169,211 | 193,644 | 203,329 | 166,974 |
| 分部门息税前利润 (Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 其他 | 15,641 | 20,942 | 27,604 | 29,654 | 35,020 | 39,878 | 43,436 | 38,864 |
| 总计 | 15,641 | 20,942 | 27,604 | 29,654 | 35,020 | 39,878 | 43,436 | 38,864 |

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。