



东兴证券
DONGXING SECURITIES

多元化布局的“智”造龙头

——美的集团（000333）调研简报

2018 年 01 月 15 日

强烈推荐/维持

美的集团

调研简报

报告摘要：

美的集团是一家全球化科技集团，是国内唯一一家家电行业全产业链、全产品线的家用电器龙头企业。美的紧跟市场发展适时调整经营策略，在中国家电行业发展至今的各个阶段，都体现了其独特的核心竞争力。

- ◆ **紧跟市场变化，创建全球化品牌集群点。**美的集团紧紧把握家电行业不同发展阶段特点，适时调整政策及策略，实现了集团的持续性成长。当前阶段美的着力并购高新技术型企业和国外高端家电制造商，打造高端化、全产业链品牌集群。
- ◆ **坚持研发与创新，打造全产业链多元化产品线。**产品优先，美的持续加大研发投入与产品开发，构建具备全球竞争力的研发体系，以及深化多元化业务发展体系；布局机器人产业，开辟第二跑道。
- ◆ **践行效率驱动，完善内部管理机制和上下游协同体系。**美的公司已形成了成熟的职业经理人管理体制。使用业绩为导向的考评与激励制度，为公司职业经理人的锻炼与成长提供平台。多管齐下构建围绕 T+3 产销模式的高效率生产销售系统。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 2371.42 亿元、2753.08 亿元和 3075.19 亿元，净利润分别为 195.02 亿元、230.77 亿元和 262.34 亿元。基本每股收益分别为 2.75 元、3.29 元和 3.78 元，对应 PE 分别为 22.12、18.45、16.10 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格、汇率大幅波动，市场销量不达预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	139,347.	159,841.	237,142.	275,308.	307,519.
增长率（%）	-2.08%	14.71%	48.36%	16.09%	11.70%
净利润（百万元）	13,624.6	15,861.9	19,501.6	23,077.1	26,233.5
增长率（%）	16.99%	16.42%	22.95%	18.33%	13.68%
净资产收益率（%）	25.83%	24.02%	25.25%	25.87%	25.43%
每股收益（元）	2.99	2.29	2.75	3.29	3.78
PE	20.33	26.55	22.12	18.45	16.10
PB	5.27	6.42	5.58	4.77	4.09

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52 周股价区间（元）	60.8-28.2
总市值（亿元）	3981.5
流通市值（亿元）	3852.8
总股本/流通 A 股（万股）	654853/633685
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.55

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《美的集团（000333）2017 半年报点评：营收实现稳健增长，积极推进全球化战略》2017-08-31
- 2、《美的集团（000333）：牵手小米科技，智能家电再上新台阶》2014-12-15
- 3、《美的集团（000333）：盈利改善显著，彰显公司战略调整成效》2014-08-21
- 4、《美的集团（000333）：净利大增 45%~60%，业绩持续改善》2014-07-16

目 录

1. 核心竞争力铸就全球化全产业链的家电龙头企业	4
2. 紧跟市场变化，创建全球化品牌集群	6
2.1 物竞天择，应势而动，美的生存	6
2.2 布局海外，兼容并购，品牌集群	7
3. 坚持研发与创新，打造全产业链多元化产品线	9
3.1 整合资源，持续研创，产品优先	9
3.2 全链布局，产品多元，内外兼修	10
3.2.1 国内市场地位稳固，市占率稳增	11
3.2.2 国外影响力不断上升，海外业务发展迅速	12
3.2.3 布局机器人产业，开辟第二跑道	13
4. 践行效率驱动，完善内部管理机制和上下游协同体系。	15
4.1 继续完善长效激励机制，公司治理再上台阶	15
4.2 上下游协同，践行效率驱动	16
5. 投资建议	17

表格目录

表 1: 美的集团战略演化过程	7
表 2: 多元化品牌集群	8
表 4: 公司盈利预测表	18

插图目录

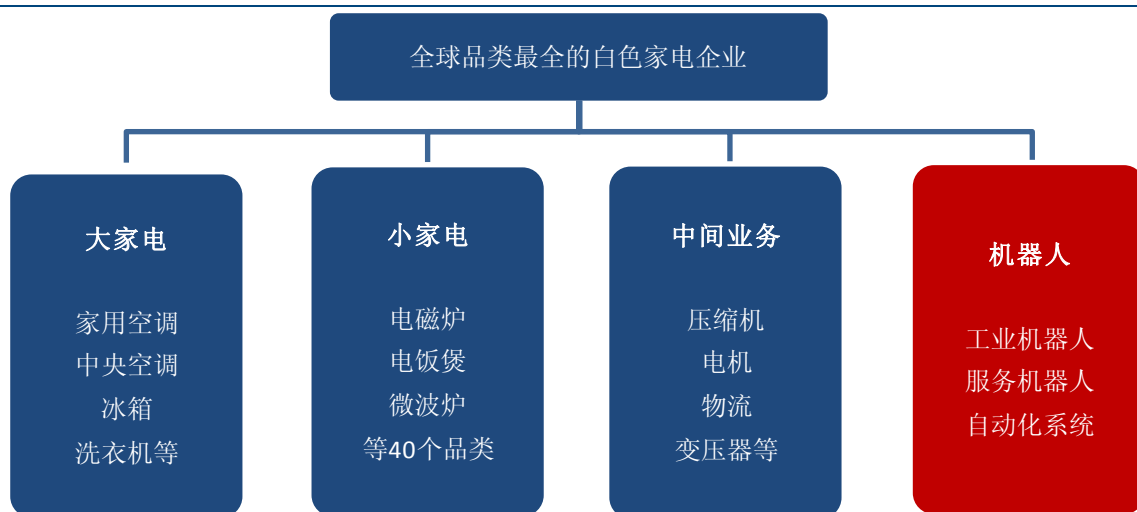
图 1: 全产业链、全产品家电龙头	4
图 2: 整体盈利水平提升	4
图 3: 白电行业收入规模最大（万）	4
图 4: 毛利率变化趋势（%）	5
图 5: 净利润持续上升（万元）	5
图 6: 净利润不断上升（百万）	5
图 7: 营业总收入增长稳定（百万）	5
图 8: 家电产品所处行业周期	6
图 9: 美的 CDOC 研发模式	9
图 10: 四级研发体系	10
图 11: 专利技术丰富	10
图 12: 2017 年美的各业务占比（估）	11
图 13: 收入结构（按产品分类）	11
图 14: 遍布全国的生产基地	12

图 15: 遍布全球的生产基地.....	13
图 16: 2016 年工业机器人销售量.....	13
图 17: 中国机器人销量变化.....	13
图 18: 主要机器人销售国家对比.....	14
图 19: 收购库卡的受益.....	14
图 20: 职业经理人模式.....	15
图 21: 薪酬体系.....	16
图 22: 营业周期缩短（天）.....	16
图 23: 经营周期缩短（天）.....	16
图 24: T+3 模式.....	17
图 25: 存货周转优化明显.....	17
图 26: 营运能力提升显著.....	17

1. 核心竞争力铸就全球化全产业链的家电龙头企业

美的是一家全球化科技集团，产品线和产业链横跨电器、暖通空调、机器人及自动化系统，是国内唯一一家家电行业全产业链、全产品线的家用电器龙头企业。

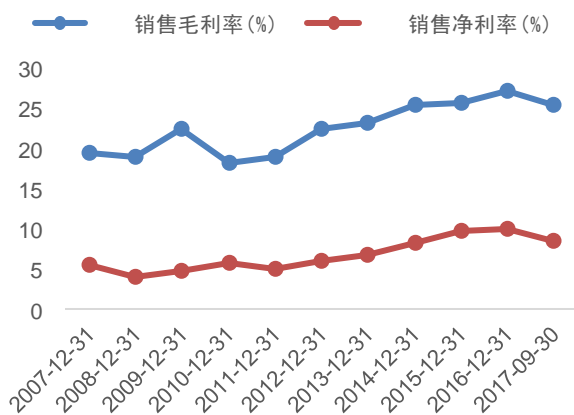
图 1：全产业链、全产品家电龙头



资料来源：企业社会责任书、东兴证券研究所

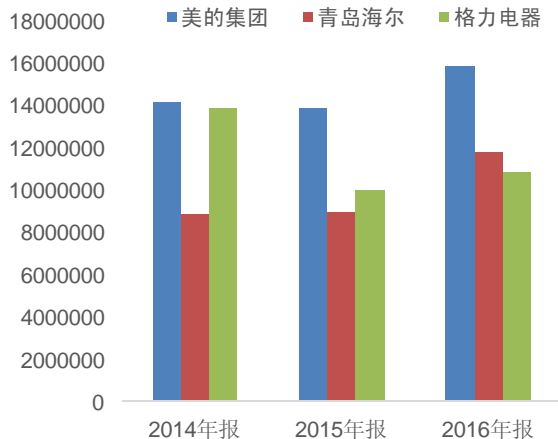
稳定性与成长性兼具的核心竞争力成就美的龙头地位。美的公司通过在家电行业几十年的发展经验，形成了企业独特的核心竞争力。家电产品同质化较高，优秀企业间技术水平相近，家电企业的成功不局限于一项成功产品的开发或者一次市场机遇的浪潮，而是能随着国内外市场发展的变化，为企业带来稳定持续增长能力的核心竞争力上。

图 2：整体盈利水平提升



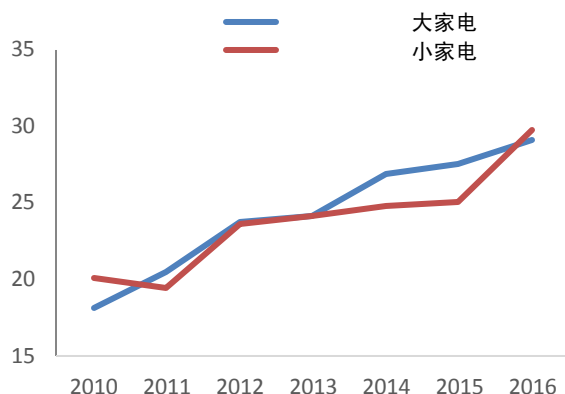
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：白电行业收入规模最大（万）



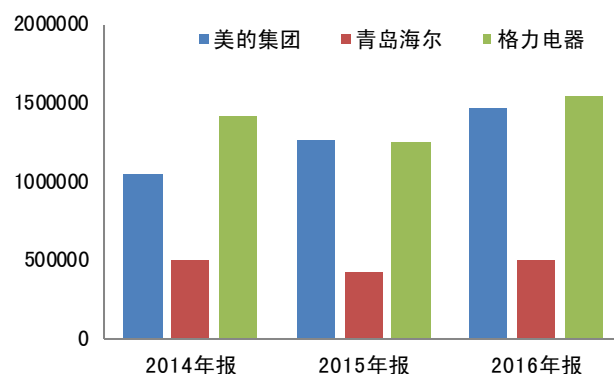
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：毛利率变化趋势（%）



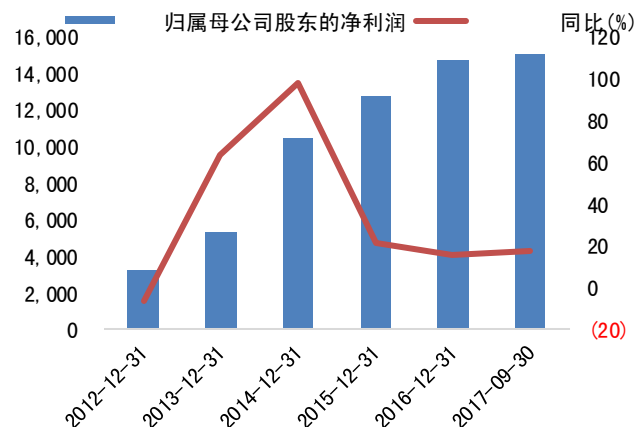
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5：净利润持续上升（万元）



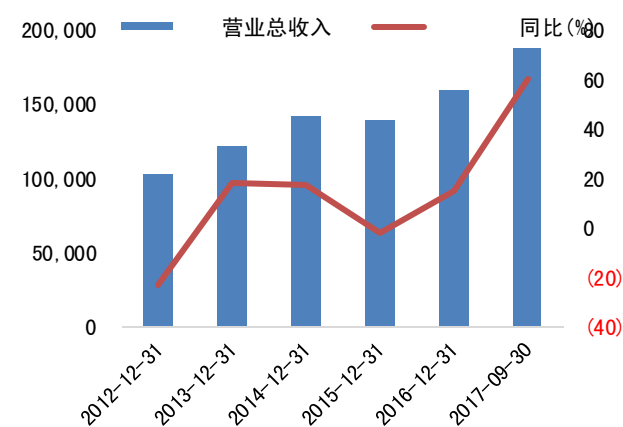
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：净利润不断上升（百万）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：营业总收入增长稳定（百万）



资料来源：wind、东兴证券研究所

美的在家电行业具有价值性、稀缺性、不可替代性和模仿性的。美的紧跟市场发展适时调整经营策略，在中国家电行业发展至今的各个阶段，都体现了其独特的核心竞争力。我们认为美的的核心竞争力主要体现在三个方面：

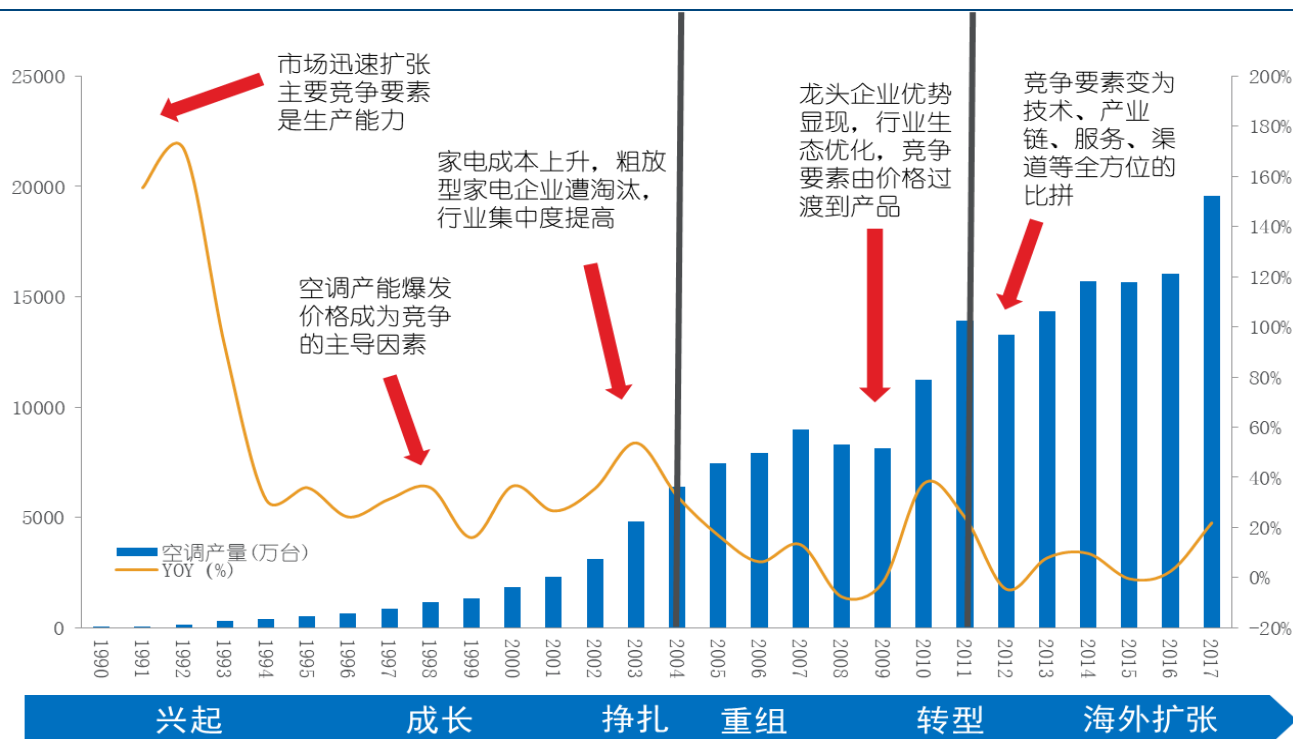
- 紧跟市场变化，创建全球化品牌集群；
- 坚持研发与创新，打造全产业链多元化产品线；
- 践行效率驱动，完善内部管理机制和上下游协同体系。

2. 紧跟市场变化，创建全球化品牌集群

2.1 物竞天择，应势而动，美的生存

自改革开放以来，中国居民收入水平不断提高，中产阶级逐渐崛起，我国家电企业经历了从进口、代工生产、技术合资与合作、独自引进，后来外资竞争力下降、国内品牌市场份额不断扩大，并产生了一批有竞争力的龙头企业，美的就是其中的代表。

图 8：家电产品所处行业周期



资料来源：企业社会责任报告书、东兴证券研究所

应势而动，注定了美的的龙头地位。美的集团的成立早于家电行业的兴起，在几十年的发过程中，美的集团紧紧把握家电行业不同发展阶段的竞争特点和竞争要素，适时调整政策及策略以适应不同行业竞争环境，实现了集团的持续性成长。自 2013 年以集团身份上市以后，截止 2016 年年报集团营业总收入从 1207 亿发展到了 1588 亿，实现 31.59% 的增长。

我们把美的的适时应变的发展策略变化归为一下几个阶段：

兴起阶段：家电行业诞生初期，中国市场以进口为主导，美的在全球产业梯级分布中处在世界工厂的位置，以 OEM 加工业务为主。凭借生产要素廉价带来的成本优势，迅速扩大规模并在代工过程中，逐步学习技术及工艺，在国际产业链上，树立了良好的口碑。

成长阶段：在产品普及阶段，行业快速增长，价格是主要竞争要素。美的集团通过扩充产能，实行以规模导向性的粗放成长，以规模优势降低成本。并且通过多元化来扩充品类，公司收入随着行业增长迅速扩大。

挣扎阶段：行业步入成熟期后，行业增速放缓，公司逐步地探索新的经营方式和战略方向，从规模导向型粗放扩张转变为规模效益型。规模化效应带来的成本控制能力不断提升，改变了以往生产效率不高、盈利能力不强的主要内部矛盾。

重组阶段：家电行业成本上升，粗放型企业遭淘汰，行业集中度提升。美的在价格战时代就已开始着手提升产品力，这一阶段公司营收增长主要来自行业集中度的提升。美的通过引进外来技术和实施质量控制来提升产品竞争力，控制制造成本、降低运营费用，强化成本领先战略。

转型阶段：在 2011 年前后，空调行业全面进入成熟期，行业增长停滞。美的提出“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略，提出差异化战略，在普及结束、消费升级时代全面引领竞争力。并在生产经营上全面变革，在内部效率上要增长。2015 年美的又提出“智慧家居、智能制造”双智战略，积极寻求新的增长点，全面深化差异化战略。

海外扩张阶段：代表中国制造的家电企业开始走向海外并购扩张的道路。美的集团在这一阶段抓住机遇，并购高新技术型企业和国外高端家电制造商，打造高端化、全产业链品牌集群。

表 1：美的集团战略演化过程

维度	1985-2000	2001-2010	2011-2015	2016-
竞争时期	高速成长	激烈竞争	寡头垄断	寡头垄断中后期
公司经营	多元化战略	多元化、国际化战略	“产品领先、效率驱动、全球经营”	“产品领先、效率驱动、全球经营”、“智能家居、智能制造”
市场竞争	成本领先战略	成本领先战略	差异化战略	差异化战略
战略方向	规模导向	规模效益导向	全面引领竞争力，注重效益	巩固竞争力，转型科技集团，寻求新的增长点

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

2.2 布局海外，兼容并购，品牌集群

通过并购建立多层次品牌集群，建立市场区格，全方位发展。美的把握现阶段家电企业全球化趋势，通过合作、收购等方式引入大量高端品牌，同美的本土自有终端品牌结合，形成了企业品牌的多元化和集群优势。通过与伊莱克斯的合资公司引入德国高端家电品牌 AEG，提升美的在厨电领域的竞争力，通过与韩国酷晨的合资公司，生产高端品牌 KUCHEN 电饭煲产品，进一步扩大在小家电的市场份额等。

表 2：多元化品牌集群

	LOGO	品牌	主营	隶属关系
零部件		威灵电机公司(Welling)	电机	隶属美的电机事业部
		GMCC 美芝公司	压缩机	隶属美的压缩机事业部
		AEG	白电	与德国家电制造商 AEG 合资
白电		Toshiba(东芝)	白电	收购于日本东芝株式会社
		小天鹅(Little Swan)	家用洗衣机	收购于无锡国联集团
		Clivet(克莱夫)	中央空调	收购于意大利中央空调企业 Clivet
		Eureka（优瑞卡）	吸尘器	收购于瑞典家电制造商伊莱克斯
小家电		CUCHEN(酷晨)	厨房小家电	与韩国酷晨公司合资
		YASKAWA（安川电机）	机器人	与日本安川电机合资
		KUKA(库卡)	机器人	收购于德国机器人制造商 KUKA
机器人		Swisslog(瑞仕格)	自动化解决方案	收购于德国机器人制造商 KUKA
		Servotronics(高创)	运动控制系统及自动化解决方案	收购于以色列高创公司
渠道		安得物流(Annto)	物流	隶属于美的集团

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

3. 坚持研发与创新，打造全产业链多元化产品线

3.1 整合资源，持续研创，产品优先

产品优先，保持美的竞争优势。美的以消费者为中心，在生产研发环节就将用户体验放在第一位，持续加大研发投入与产品开发，聚焦研发创新，构建具备全球竞争力的研发体系。

注重研发，大力扶持，创新研发体系。在过去5年美的投入研发资金超过200亿元，已在全球8个国家设立了17个研究中心，研发人员整体超过10,000人，外籍资深专家超过300人，研发人员整体超过10,000人，先行研究人员占开发人员比例达10%。

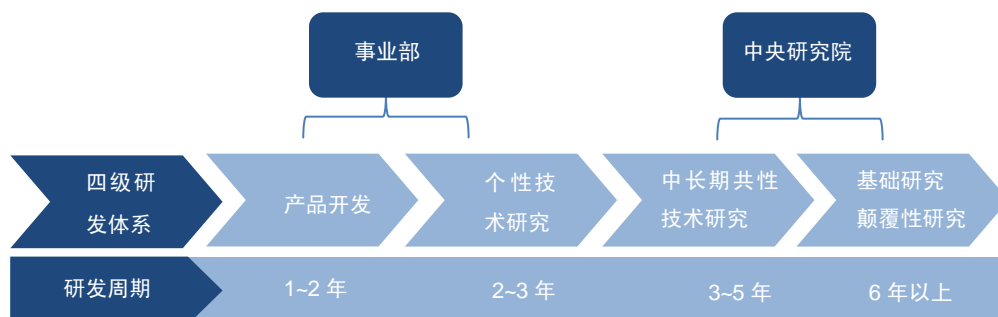
图9：美的CDOC研发模式



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

迎合消费者需求，优化产品设计。为确保产品概念符合市场要求，产品设计效果最好，美的产品开发以用户真实需求为出发点，向概念（concept）、设计（design）、优化（optimize）与能力（capability）四个方向延伸扩散，以CDOC为具体实践方式，通过大量实践调研，探寻出用户真正的需求点，再调用自身专业实力，更准确地满足用户个性化需求。

图 10：四级研发体系



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

四级研发体系，打造美的创新生态系统。美的集团以中央研究院为核心，继续完善事业部四级研发体系，关注先行技术研究，布局中长期技术储备。打造全球创新生态系统，在强化全球研发中心布局的同时，公司也非常注重研发成果的转化，推出了一系列行业内首创的智能王空调，6D 活水热水器，高温蒸汽洗油烟机，精准投放洗干一体机，真空 IH 智能煲，微波煲，清羽风扇等一系列创新产品。

图 11：专利技术丰富

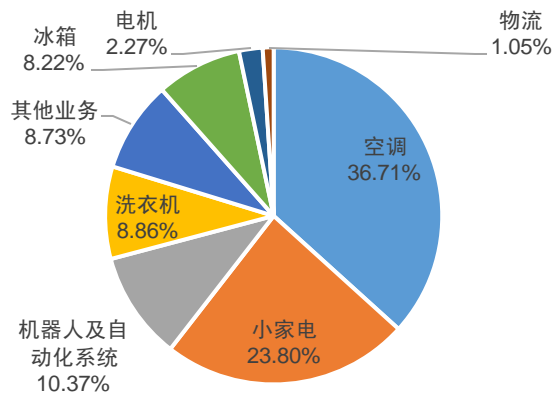


资料来源：企业社会责任书、东兴证券研究所

3.2 全链布局，产品多元，内外兼修

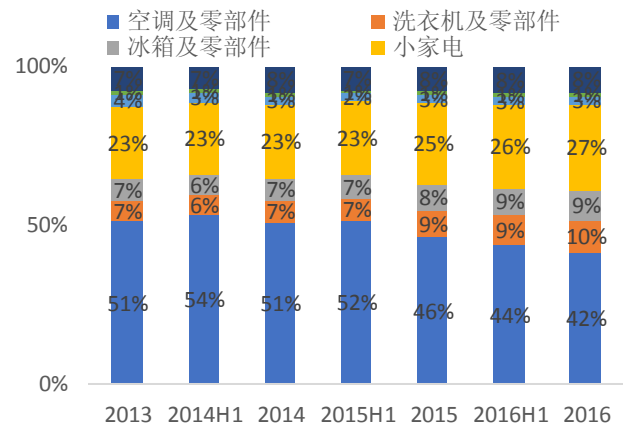
美的集团主营覆盖全产业链、全产品线、国内外业务。公司主营业务主要分为：消费电器业务，暖通空调业务，机器人及自动化系统业务，智能物流集成解决方案的供应链系统四大业务。在国内拥有 15 个生产基地，在国外拥有 6 个生产基地，并拥有十余个国内外知名品牌。

图 12: 2017 年美的各业务占比（估）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13: 收入结构（按产品分类）



资料来源：wind、东兴证券研究所

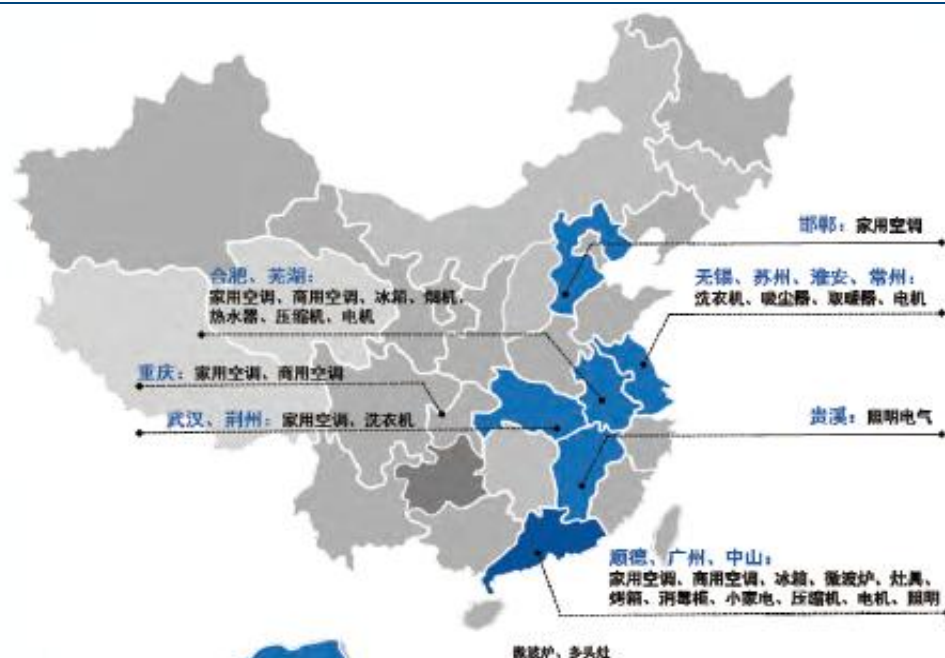
近年来美的逐渐减弱对空调业务的依赖。美的业务收入结构多元化，以大家电为主，占到总营业收入的 60%左右，小家电其次，占到总营业的 25%左右。2016 年，消费电器中的洗、冰、各类小家电分别占主营业务收入的 10.08%、9.36%、27.08%，空调及零部件占主营业务收入的 41.78%。2017 年库卡并表，该项业务约占主营业务收入的 10.89%，由此空调在美的业务中占比小于 40%，进一步缩小对空调业务的倚重。

3.2.1 国内市场地位稳固，市占率稳增

美的公司核心产品市场份额行业领先。美的三大白电业务均稳居二元寡头地位，空调和洗衣机市场占有率自 2013 起至 2016 逐年上升，分别由 21.6% 上升至 23.9%，由 16.8% 上升至 23%。冰箱的市场占有率 2016 年为 10.5%，排名上升迅速。家用小家电包括电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶在内的产品市场占有率排名连续多年稳占市场第一位且市场份额稳定提升。

高效一体的全产业链布局形成强大的市场竞争力。领先的市场份额主要得益于以行业领先的压缩机、电机、电控、磁控管等核心部件研发制造技术为支撑，结合强大的物流、销售、服务能力和品牌效应，形成国内唯一关键部件与整机研发、制造和销售为一体的全产业链。让公司能够提供全面且具竞争力的产品组合，在品牌效应、规模议价、用户需求挖掘及研发投入多方面实现内部协同效应。

图 14：遍布全国的生产基地



资料来源：企业社会责任报告书、东兴证券研究所

3.2.2 国外影响力不断上升，海外业务发展迅速

海外市场业务拓展迅速。营业收入的大幅增长以及海外营业收入在总收入中占比的升高。海外市场总营业收入由 2010 年的 294.51 亿元上升至 2016 年的 640.12 亿元，增幅超过 150%；海外营业收入占美的总营业收入的比率也从 2011 年的 27% 上升至 2016 年的 40%。

励志与全球市场，建设全球化产销体系。美的在国外的生产建设布局给予了美的进一步发展的基础支持。美的全球拥有约 12 万名员工，拥有约 200 家子公司及 10 个战略业务单位；在越南、白俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷、印度建有海外生产基地。每年服务全球超过 3 亿用户。依靠成熟的公司在全球范围内的知名度，强大的品牌影响力以及战略性的生产建设布局，美的未来海外市场份额和营业收入有望进一步扩大，继续致力发展为全球性家电领军企业。

图 15: 遍布全球的生产基地

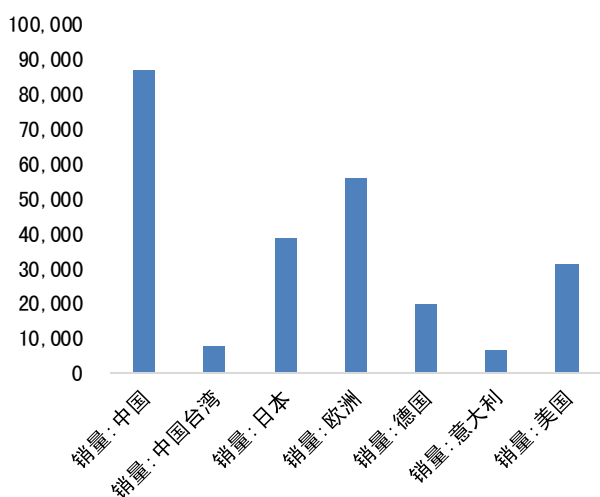


资料来源：企业社会责任报告书、东兴证券研究所

3.2.3 布局机器人产业，开辟第二跑道

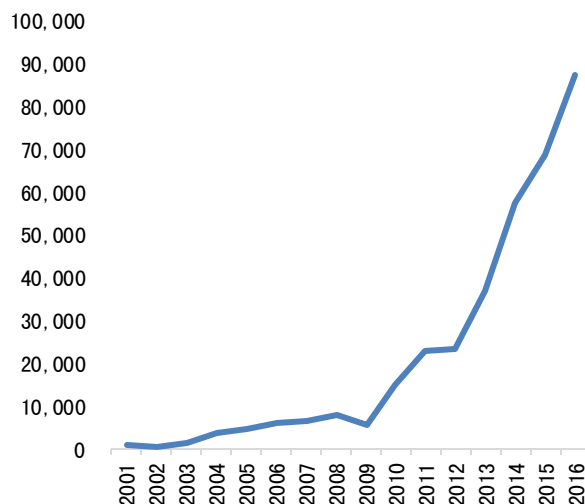
制造过程机器人自动化已成为全球发展趋势。机器人具有的劳动力成本降低、效率高和管理便捷等优势，产业潜力巨大。2016 到 2017 年全球机器人数量增长高达 12%，中国增速 26% 表现突出。2016 年中国机器人销量高达 87000 万台，远高于美国销量的 31404 万台和欧洲的 56043 万台。根据国际联合会数据显示，2017 年末，全球范围内工厂机器人保有量将达到 200 万台，中国机器人保有量将超过 40 万台。

图 16: 2016 年工业机器人销售量



资料来源：国际机器人协会、东兴证券研究所

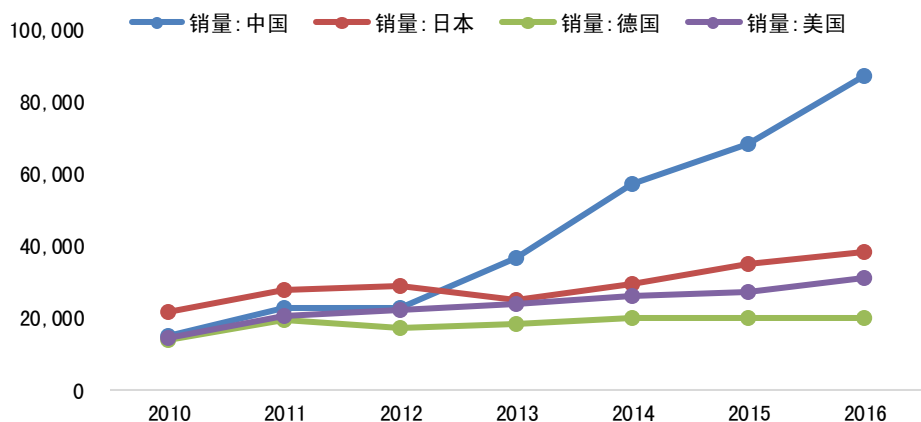
图 17: 中国机器人销量变化



资料来源：国际机器人协会、东兴证券研究所

机器人未来市场竞争激励，收购库卡将带来巨大优势。中国机器人市场增长潜力巨大，未来将有更多的本土机器人供应商进入市场。外资和中国本土机器人供应商之间竞争将会越来越激烈。数据显示中国本土供应商 2016 年市场份额为 30%，同比 2015 年上升了 27%，供应数量接近欧洲和美国供应数量的总和。自 2011 年以来，市场份额增速年均达到 31%。未来有望中国供应商份额进一步提高。

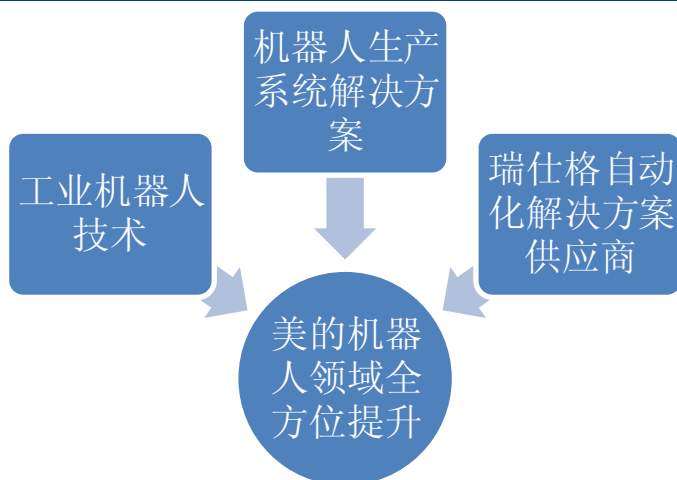
图 18：主要机器人销售国家对比



资料来源：国际机器人协会，东兴证券研究所

美的集团的机器人部门成立于 2015 年，力争在机器人市场上拓展业务。自 2012 年以来，美的已经在公司内部自动化投入改造花费近 50 亿元，使用近千台机器人，使用范围包括订单、供应、研发、生产、乃至配送。

图 19：收购库卡的受益



资料来源：东兴证券研究所

通过对库卡的收购，美的受益主要体现在三个方面：

一、**优化现有生产线。**库卡对工业机器人方面的经验技术可以帮助美的大幅提高生产自动化率，降低生产成本，实现公司制造效率的升级。

二、**扩展工业和服务机器人业务范围。**库卡拥有的机器人与系统解决方案领域领先的技术实力和美的拥有的中国家电制造、销售及市场推广方面的专长相结合，联合开拓广阔的中国机器人市场，并发掘家电行业机器人进一步渗透的空间。

三、**促进美的集团物流业务发展。**瑞仕格是库卡集团的三大主要业务之一，是全球知名的医疗、仓储和配送中心的自动化解决方案供应商，其技术可用于美的集团进一步提升其物流公司自动化物流仓储运输效率，从而提升美的的营运效率和营运能力。

4. 践行效率驱动，完善内部管理机制和上下游协同体系。

4.1 继续完善长效激励机制，公司治理再上台阶

美的公司已形成了成熟的职业经理人管理体制。使用业绩为导向的考评与激励制度，为公司职业经理人的锻炼与成长提供平台。公司的高层经营管理团队，在美的各单位工作超过 15 余年，具备丰富的行业经验和管理经验，拥有管理的有精准的把握。职业经理人制度提高了美的管理层质量，维护了企业长期稳定的增长。

图 20：职业经理人模式



资料来源：企业社会责任书，东兴证券研究所

建立股权激励机制，公司治理进一步优化。提升股权激励长效机制以购买股票额度分配与业绩挂钩、权益分期归属并延长锁定的方式，激励管理层与公司长期价值成长的责任绑定。

图 21：薪酬体系

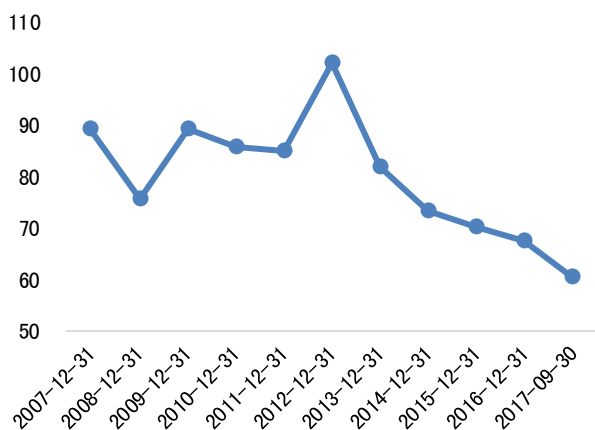


资料来源：企业社会责任书、东兴证券研究所

4.2 上下游协同，践行效率驱动

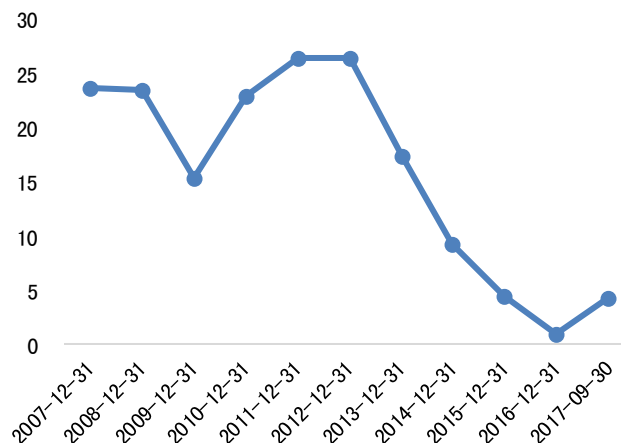
营业周期的缩短和存货周转率不断提高。美的推行精益营运系统（Midea Business System），通过对生产线的精益转换，实现柔性化、标准化、去库存、拉动生产、卓越稳定的日常管理，最终实现减少浪费，驱动增长、达成业绩（品质、交付、效率）。营业周期不断缩短，由 2007 年的 89.12，缩短到 2016 年的 67.56。净营业周期由 2007 年的 23.66 下降至 2016 年的 0.92。

图 22：营业周期缩短（天）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 23：经营周期缩短（天）



资料来源：wind、东兴证券研究所

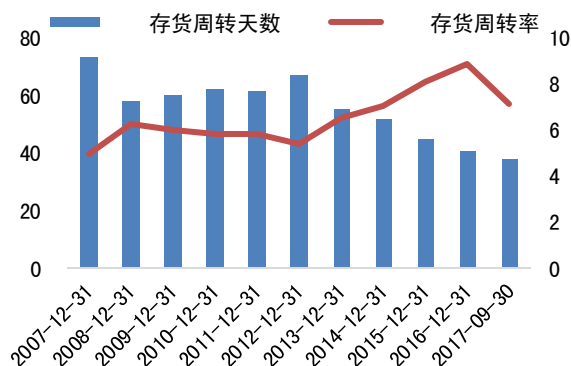
采用产销双向考核倒逼制造力提升，加快周转提升竞争力。上游实行零部件商库存体系（VMI），下游统一经销商库存管理，结合“T+3”以销定产的模式周转天数的缩短和存货周转率的提高。2007年存货周转天数为73.14，2016年仅为40.6，下降幅度超过40%，减少了库存和存贮运输费用。

图 24: T+3 模式



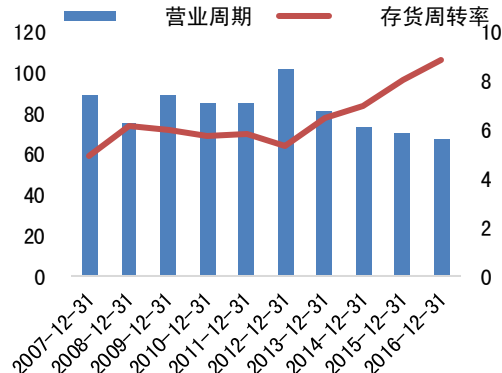
资料来源：企业社会责任书、东兴证券研究所

图 25: 存货周转优化明显



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 26: 营运能力提升显著



资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 投资建议

我们预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 2371.42 亿元、2753.08 亿元和 3075.19 亿元，净利润分别为 195.02 亿元、230.77 亿元和 262.34 亿元。基本每股收益分别为 2.75 元、3.29 元和 3.78 元，对应 PE 分别为 22.12、18.45、16.10 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

表 3：公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表			单位: 百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	93368	120621	201864	235840	269459	营业收入	139347	159842	237142	275308	307519		
货币资金	11862	17196	91631	120480	149972	营业成本	102663	115615	177585	205775	229851		
应收账款	10372	13455	14293	16594	18535	营业税金及附加	911	1077	1352	1569	1753		
其他应收款	1101	1140	1692	1964	2194	营业费用	14800	17678	25707	29844	33336		
预付款项	989	1587	859	16	-927	管理费用	7442	9621	14273	16571	18509		
存货	10449	15627	18532	21474	23986	财务费用	139	-1006	-843	-1815	-3057		
其他流动资产	33828	43530	39742	37872	36293	资产减值损失	4.77	380.81	-338.00	-338.00	-338.00		
非流动资产合计	35474	49979	42839	40305	37825	公允价值变动收益	81.61	117.38	-44.16	-44.16	-44.16		
长期股权投资	2888	2212	2821	2821	2821	投资净收益	2011.27	1285.96	1792.01	1792.01	1792.01		
固定资产	18729.88	21056.79	19161.68	17266.57	15371.46	营业利润	14917	17436	21153	25449	29213		
无形资产	3392	6869	6232	5649	5114	营业外收入	1707.04	1819.01	1452.00	1419.01	1419.01		
其他非流动资产	670	4159	798	798	798	营业外支出	572.56	340.38	-650.00	-650.00	-650.00		
资产总计	128842	170601	244704	276145	307284	利润总额	16051	18915	23255	27518	31282		
流动负债合计	72004	89184	109345	124651	139424	所得税	2427	3053	3753	4441	5049		
短期借款	3921	3024	0	0	0	净利润	13625	15862	19502	23077	26234		
应付账款	17449	25357	27270	31599	35296	少数股东损益	918	1178	1500	1500	1500		
预收款项	5616	10252	15825	22295	29522	归属母公司净利润	12707	14684	18002	21577	24734		
一年内到期的非	0	159	111	111	111	EBITDA	18448	23299	22892	26153	28616		
非流动负债合计	806	12440	54701	57241	58241	BPS (元)	2.99	2.29	2.75	3.29	3.78		
长期借款	90	2254	41754	42754	43754	主要财务比率							
应付债券	0	4819	4621	6161	6161		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
负债合计	72810	101624	164046	181892	197665	成长能力							
少数股东权益	6830	7850	9350	10850	12350	营业收入增长	-2.08%	14.71%	48.36%	16.09%	11.70%		
实收资本 (或股	4267	6459	6549	6549	6549	营业利润增长	10.90%	16.89%	21.32%	20.31%	14.79%		
资本公积	14511	13597	13597	13597	13597	归属于母公司净利润	20.99%	15.56%	22.59%	19.86%	14.63%		
未分配利润	29530	38105	44759	52734	61875	获利能力							
归属母公司股东	49202	61127	71295	83391	97256	毛利率 (%)	26.33%	27.67%	25.11%	25.26%	25.26%		
负债和所有者权	128842	170601	244704	276145	307284	净利率 (%)	9.78%	9.92%	8.22%	8.38%	8.53%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	9.86%	8.61%	7.36%	7.81%	8.05%		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	25.83%	24.02%	25.25%	25.87%	25.43%		
经营活动现金流	26764	26695	37302	31930	34248	偿债能力							
净利润	13625	15862	19502	23077	26234	资产负债率 (%)	57%	60%	67%	66%	64%		
折旧摊销	3392.40	6868.54	0.00	1895.11	1895.11	流动比率	1.30	1.35	1.85	1.89	1.93		
财务费用	139	-1006	-843	-1815	-3057	速动比率	1.15	1.18	1.68	1.72	1.76		
应收账款减少	0	0	-839	-2300	-1941	营运能力							
预收帐款增加	0	0	5573	6470	7227	总资产周转率	1.12	1.07	1.14	1.06	1.05		
投资活动现金流	-17989	-19781	7365	2045	2055	应收账款周转率	14	13	17	18	18		
公允价值变动收	82	117	-44	-44	-44	应付账款周转率	7.41	7.47	9.01	9.35	9.19		
长期股权投资减	0	0	2409	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	2011	1286	1792	1792	1792	每股收益 (最新摊薄)	2.99	2.29	2.75	3.29	3.78		
筹资活动现金流	-8877	160	29768	-5126	-6811	每股净现金流 (最新	-0.02	1.10	11.37	4.41	4.50		
应付债券增加	0	0	-198	1540	0	每股净资产 (最新摊	11.53	9.46	10.89	12.73	14.85		
长期借款增加	0	0	39500	1000	1000	估值比率							
普通股增加	51	2192	90	0	0	P/E	20.33	26.55	22.12	18.45	16.10		
资本公积增加	1486	-915	0	0	0	P/B	5.27	6.42	5.58	4.77	4.09		
现金净增加额	-102	7074	74435	28849	29492	EV/EBITDA	13.64	16.56	15.42	12.49	10.42		

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。