

# 万科 A (000002)

证券研究报告

2018 年 02 月 13 日

## 龙头亦能起舞、经营优秀促稳健增长

### 经营管理能力卓越，引领行业制度创新奠定成长基础

万科的职业经理人制度在整个资本市场一直具有典范作用，公司出色的经营管理能力，在过去二十年间获得了市场以及业绩的双重验证。另外，公司制度改革方面在整个行业做出了较多的尝试和表率，如小股操盘及跟投制度等，这些尝试都对公司未来成长奠定了很好的基础，同时引领了行业的制度创新。卓越的经营管理能力推动公司较快发展，近 7 年销售额年复合增长率 25%，2017 年以 45% 的高增速实现了 5300 亿的销售额，同期新增土储货值 6380 亿左右，王者龙头地位固化。

### 行业战略眼光精准，财务健康基础上公司高质量持续成长

在长效机制的新市场环境下，万科的发展模式相比于以前市场快速增长时更具优势，公司坚持做大众住宅、坚持快周转、坚持有限的土地储备，稳健发展，不激进，不盲目悲观，不盲目乐观。公司的盈利能力较强且稳定性高，近几年 ROE 始终维持在 19% 以上的水平、毛利率维持在 29% 以上，公司负债率始终相对较低、追求稳健，净负债率一般不超过 40%。

### 多元发展策略独到，深度把握产业链机会实现多元成长

公司致力于深化城市配套服务商发展战略，始终为满足人民美好生活的需要而贡献力量，近年在物流地产、物业管理、商业地产及教育领域都取得了较大进展，其中，物流地产及物业管理都有望成为行业第一，公司多元化的发展策略为后续的规模及业绩增长以及 ROE 的稳定提供了很好的基础。

### 投资建议

万科作为财务健康，市场地位稳固、业绩增长确定性与持续性强的行业龙头，值得我们看好公司在 2018 年的业绩增长。我们预计公司 17-19 年的 EPS 为 2.53、3.28、4.16 元，PE 对应当前股价为 12.6X、9.7X、7.7X，维持“买入”评级，6 个月目标价维持 42.64 元，对应 18 年 PE 为 13 倍。

**风险提示：** 房地产销售低于预期，政策持续调控

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.90 元
目标价格	42.64 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,709.17
A 股总市值(百万元)	310,201.87
流通 A 股市值(百万元)	309,722.37
每股净资产(元)	10.54
资产负债率(%)	83.53
一年内最高/最低(元)	42.24/18.32

### 作者

**陈天诚** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com  
**付雅婷** 联系人  
fuyating@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《万科 A-公司点评:全年销售稳定增长收关、城市配套服务商继续深化》 2018-01-04
- 《万科 A-首次覆盖报告:新董事、新面貌、大踏步走向前》 2017-11-02

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	195,549.13	240,477.24	313,606.36	402,451.05	524,313.23
增长率(%)	33.58	22.98	30.41	28.33	30.28
EBITDA(百万元)	34,220.08	41,764.48	53,548.00	67,876.83	85,271.10
净利润(百万元)	18,119.41	21,022.61	27,970.80	36,162.70	45,910.06
增长率(%)	15.08	16.02	33.05	29.29	26.95
EPS(元/股)	1.64	1.90	2.53	3.28	4.16
市盈率(P/E)	19.43	16.75	12.59	9.74	7.67
市净率(P/B)	3.52	3.10	2.72	2.34	1.98
市销率(P/S)	1.80	1.46	1.12	0.88	0.67
EV/EBITDA	9.01	6.66	7.53	6.02	4.63

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 经营管理能力卓越，引领行业制度创新奠定成长基础	3
1.1. 毛利大增，推动业绩增长 34.23%	3
1.2. 竣工结算大提速，预计全年结算增长超 30%	3
1.3. 董事会正式换届，祝九胜履新总裁	3
2. 行业战略眼光精准，财务健康基础上公司高质量持续成长	5
2.1. 公司市占率快速提升为未来增长的核心驱动因素	5
2.2. 销售额年复合增长率超 30%，17 年全年销售近 5300 亿	6
2.3. 17 年全年新增货值 6380 亿，审慎拿地严控成本	7
2.4. 净负债率常年低于 40%，对有息负债依赖度小，财务稳健	8
3. 多元发展策略独到，深度把握产业链机会实现多元成长	9
3.1. 物流地产发展加速	9
3.2. 商业地产定位精准	10
4. 坚持大众住宅、坚持城市集聚带投资、坚持快周转战略不变	10
5. 投资建议	10

## 图表目录

图 1：城镇化率趋势	5
图 2：万科销售市占率及拿地市占率	5
图 3：房地产行业集中度变化趋势	6
图 4：公司历年销售情况	7
图 5：公司历年拿地情况	8
图 6：公司历年净负债率情况	8
图 7：万科物流地产项目情况	9
表 1：公司 2017 年大事记	4
表 2：2014 年各国城市化率	5
表 3：万科 2017 年新增物流地产项目情况	9

## 1. 经营管理能力卓越，引领行业制度创新奠定成长基础

万科的职业经理人制度在整个资本市场一直具有典范作用，公司出色的经营管理能力，在过去二十年间获得了市场以及业绩的双重验证。另外，公司制度改革方面在整个行业做出了较多的尝试和表率，如小股操盘及跟投制度等，这些尝试都对公司未来成长奠定了很好的基础，同时引领了行业的制度创新，卓越的经营管理能力推动公司较快发展。

### 1.1. 毛利大增，推动业绩增长 34.23%

2017 年 1-9 月公司营收基本与上年持平，其中房地产主业结算面积 966.6 万方（-2.7%），结算收入 1,102.3 亿元（-1.5%），规模均略有萎缩，主要是由于上半年竣工节奏放缓影响。1-3 季度，公司房地产业务的毛利率达 23.35%，同比去年+5.43 个百分点。公司 1-3 季度毛利总额为 371.6 亿元，比去年同期增加了 61 亿，另外由于投资收益同比+61%，驱动公司业绩增长 34.23%。

### 1.2. 竣工结算大提速，预计全年结算增长超 30%

截至 17 年 9 月底，公司已售未结算合同金额增至 4,321.0 亿元（+41%），其中预收款 4078.83 万（+48.51%），已售未结算面积 3,260.9 万方（+30%），均价 13251 元/平方。Q3 单季公司结算大幅提速，单季结算面积 383.0 万方（13.2%）、金额 447.1 亿（13.4%）。累计竣工面积 1,136.4 万方（+1.1%），其中 Q4 单季竣工 499.9 万方，同比增长 18.7%。前三季竣工占全年计划（2,448.3 万方）的 46.4%，则四季度预计竣工 1,311.9 万方（17.8%），合同金额在 1700+亿左右，我们预计全年结算同比增长 33%。

### 1.3. 董事会正式换届，祝九胜履新总裁

公司 17 年 6 月 30 日股东大会正式选出十八届董事会董事。7 月 1 日第十八届董事会召开第一次会议，新董事会给公司带来全新面貌。2018 年 2 月 1 日，董事会决定聘任祝九胜为公司总裁、首席执行官，任期自董事会审议通过之日起至第十八届董事会任期届满止。董事会主席郁亮不再兼任公司总裁、首席执行官。公司管理层面貌一新，万科的职业经理人制度为企业树立了典范，管理风格稳健、效率高，新的管理层组成将为公司注入新鲜血液，发展前景值得期待。公司 17 年投资力度大增：1）广信资产包：公司 7 月以 551 亿竞得广信资产包，获得剩余权益可开发计建面预计 211 万方（待规划）。2017H3 公司购买商品、接受劳务的现金支出 1820.91 亿，同比+54.33%；2）参与普洛斯私有化：公司 7 月 17 日晚间公告将联合厚朴物流、高瓴资本、中银集团共同私有化新加坡上市公司普洛斯。

表 1: 公司 2017 年大事记

时间	事件	事件类型	事件内容
2017 年 6 月 12 日	深圳地铁入主	股权变动	2017 年 6 月 12 日, 地铁集团收到《深圳市国资委关于地铁集团协议受让恒大所持万科股份有关事项的批复》(深国资委函【2017】485 号), 批复同意地铁集团按照市场化、法治化原则以协议受让方式受让恒大下属企业持有的万科 1,553,210,974 股 A 股股份 (占万科总股本的 14.07%)。
2017 年 6 月 30 日	竞得广信房产资产包	收并购资产	2017 年 6 月 29 日, 公司下属子公司广州市万溪房地产有限公司通过现场公开拍卖成交广信房产资产包, 成交价为人民币 551 亿元。交易标的的核心资产为位于广州市核心区域 16 宗可开发土地, 该等土地的剩余权益可开发计容积率建筑面积约预计为 211 万平方米 (以最终的规划为准), 其中主要位于荔湾区、越秀区, 周边基础设施及配套完善, 地理位置优越。
2017 年 7 月 1 日	董事会换届	管理层变动	1) 选举郁亮先生为公司第十八届董事会主席; 2) 经董事会主席提名, 并经过薪酬与提名委员会委员审查, 同意聘任郁亮先生为公司总裁、首席执行官, 任期三年; 3) 为充分肯定王石先生过去 33 年对公司做出的不可替代的贡献, 经审议, 董事会委任王石先生为董事会名誉主席。作为名誉主席, 王石先生并非本公司之董事、监事或高级管理人员, 不参与公司治理。
2017 年 10 月 12 日	设立物流地产基金	融资	拟共同投资设立一支专业物流地产投资基金, 物流地产投资基金的认缴出资总额为人民币 60 亿元, 未来将投资于中国境内确定区域的拟建、在建及已建成的物流地产项目。基金规模为人民币 60 亿元, 经全体合伙人一致同意, 可增资, 但合伙企业增加出资后的出资总额不得超过人民币 200 亿元。存续期限为 10 年。
2018 年 1 月 23 日	普洛斯私有化	收并购资产	与厚朴、高瓴资本、SMG、中银集团投资有限公司组成财团, 共同参与在新加坡交易所上市的普洛斯私有化。万科地产 (香港) 及其附属公司确认向由其本身及由若干其他财团成员为收购而设立的联接基金的总出资额约为 24.54 亿美元 (按 2018 年 1 月 22 日汇率折算约为人民币 157.33 亿元)。本次收购完成及 GLP 退市后, 本公司的联接基金拥有 Nesta Investment Holdings, L.P. 约 21.4% 的权益 (Nesta Investment Holdings, L.P. 持有 GLP 100% 的实益权益), 相应拥有 21.4% 的 Nesta Investment Holdings, L.P. 普通合伙人的 A 类普通股直接权益, 将成为 Nesta Investment Holdings, L.P. 及其普通合伙人权益的单一最大持有人。
2018 年 2 月 1 日	聘任祝九胜为公司总裁、CEO	管理层变动	依照《公司法》和《公司章程》等有关规定, 经第十八届董事会第六次会议审议通过, 万科企业股份有限公司 (以下简称“公司”或“万科”) 董事会决定聘任祝九胜为公司总裁、首席执行官, 任期自董事会审议通过之日起至第十八届董事会任期届满止。董事会主席郁亮不再兼任公司总裁、首席执行官。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2. 行业战略眼光精准，财务健康基础上公司高质量持续增长

### 2.1. 公司市占率快速提升为未来增长的核心驱动因素

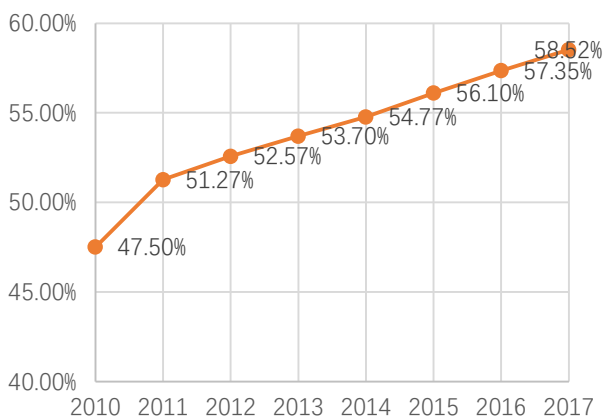
地产行业发展的根本动力为城镇化，我国城镇化率近些年持续不断上升，自 2011 年突破 50% 大关以来，每年都以超过 1 个百分点的速度增长，根据国家统计局，截止到 2017 年末，中国的城镇化率已达到 58.52%。尽管城镇化水平提升很快，但相比于大多数发达国家 75% 以上的城镇化率水平，我国的城镇化率仍有较大提升空间。因此，随着城镇化率的继续提升，长期来看（10-15 年），中国房地产行业整体规模将维持低速稳定增长。

表 2：2014 年各国城市化率

国家	2014 年城市化率 (%)
美国	81.45
英国	82.34
法国	79.29
德国	75.09
加拿大	81.65
日本	93.02
巴西	85.43
俄罗斯	73.92
韩国	82.36
阿根廷	91.60
澳大利亚	89.29
墨西哥	78.97
荷兰	89.91
沙特阿拉伯	82.93
西班牙	79.35
瑞士	73.84
土耳其	72.89

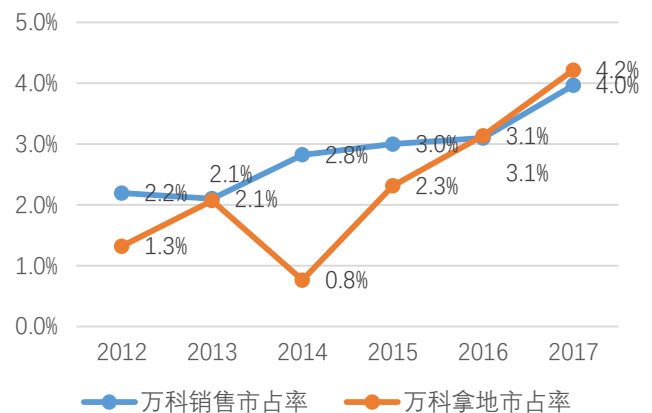
资料来源：联合国，天风证券研究所

图 1：城镇化率趋势



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

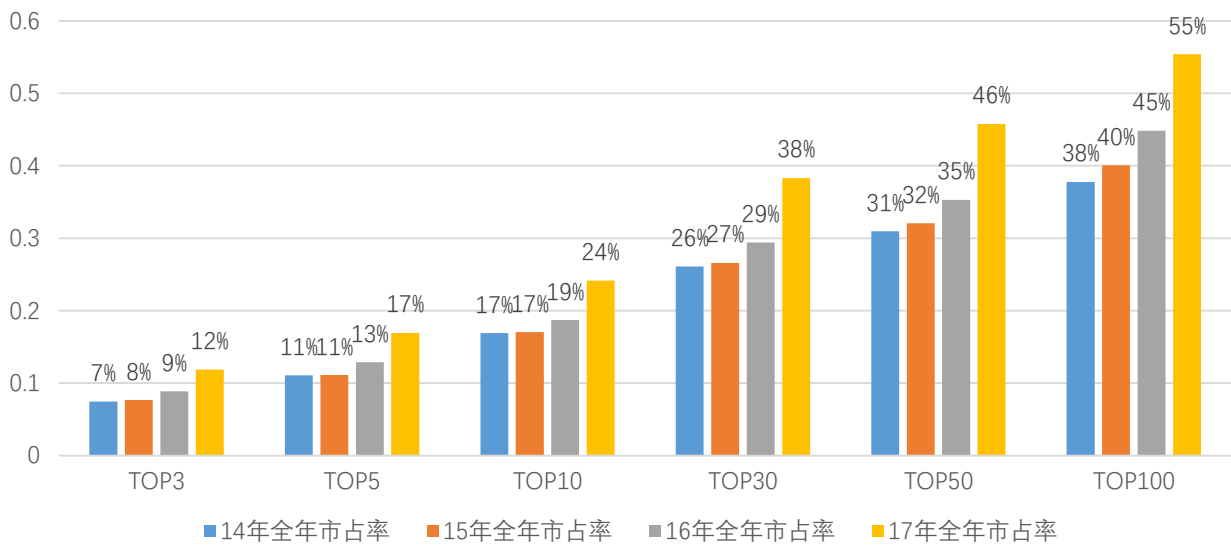
图 2：万科销售市占率及拿地市占率



资料来源：公司公告，wind，国家统计局，天风证券研究所

房地产行业 17 年最重要的特点是行业集中度快速提升，以前十大房企为例，14-16 年市占率均在 17-19%左右，每年提高幅度不超过 2 个百分点，17 年增长超过 5 个百分点，市占率跳增至 24.2%，行业前一百大房企更是由每年增幅不超过 5 个百分点到 17 年增幅近 10 个百分点，TOP100 市占率 17 年达 55.4%。未来 3-5 年，从销售和业绩角度看，龙头房企仍将维持较快的增速，而行业整体面临较低的销售增速。万科作为房地产行业龙头，2009-2017 年九年间，销售金额六年排在克而瑞榜单第一名、三年第二，2017 年以 45%的高增长实现了 5300 亿的销售额，同期新增土储货值 6380 亿左右。通过分析万科 2012-2017 年的拿地市占率，可以看到除 2014 年以外，拿地市占率不断提升，从 1%提高到超过 4%，在土地资源不断向优质房企倾斜的市场环境中，拿地市占率的提升也意味着将传导至商品房的销售，按照拿地到销售 3 年的周期估算，公司 18-20 年的销售额将继续增长，在行业整体增速较低的环境下，公司销售市占率将继续快速提升，我们认为公司未来几年推盘量值得期待，这也是未来几年增长的主要驱动因素，王者龙头地位固化。

图 3：房地产行业集中度变化趋势

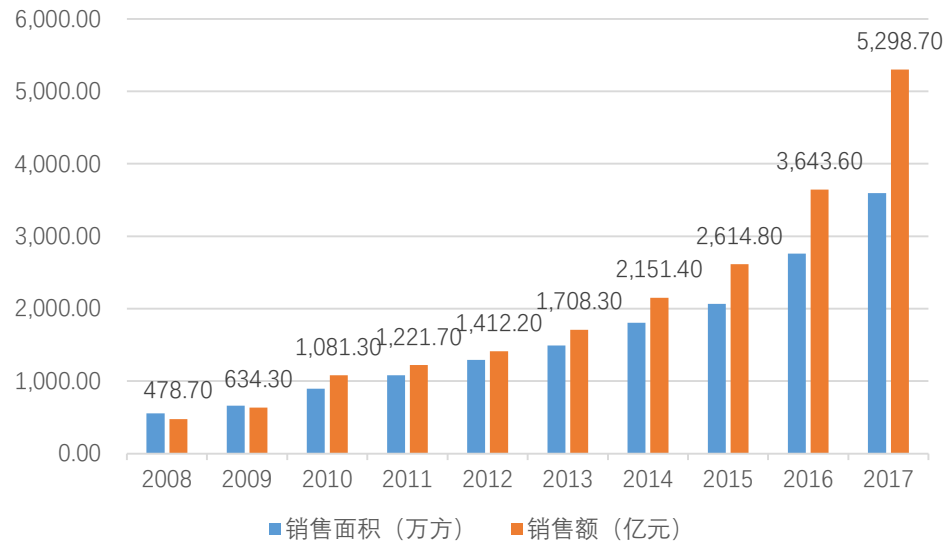


资料来源：国家统计局，克而瑞，天风证券研究所

## 2.2. 销售额年复合增长率超 30%，17 年全年销售近 5300 亿

公司 17 年 12 月实现销售面积 453.2 万平方米，环比+97.4%，同比+171.9%；实现签约销售金额 622.3 亿元，环比+79.1%，同比+165.8%；1~12 月公司累计实现销售面积 3595.2 万平方米，同比+30%，实现签约销售金额 5298.8 亿元，同比+45.3%。单月来看，万科 12 月销售环比同比均实现大幅增长；全年来看，据克而瑞数据，万科 2017 年度销售以 5300 亿仅次于碧桂园 5500 亿排第二，实现了高基数下高增长。销售均价方面，12 月公司实现销售均价 13731 元/平方米，环比 11 月下降了 9.28%，1~12 月销售均价 14739 元/平方米，同比去年上涨 11.7%。公司通过加强非限购地区推盘力度，在成交规模上实现了可观的提升。纵观近 9 年，公司的销售额年复合增长率达 30.6%，成长较快，且销售均价稳定攀升，体现了公司较强的操盘能力、品牌影响力及综合管理能力。

图 4：公司历年销售情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

签约认购方面，根据公司公告，12月签约600多亿，仅次于3月水平，主要原因是12月推盘比较多，为17年推盘最多的月份，其次，12月客户认购率较高，达到60%。

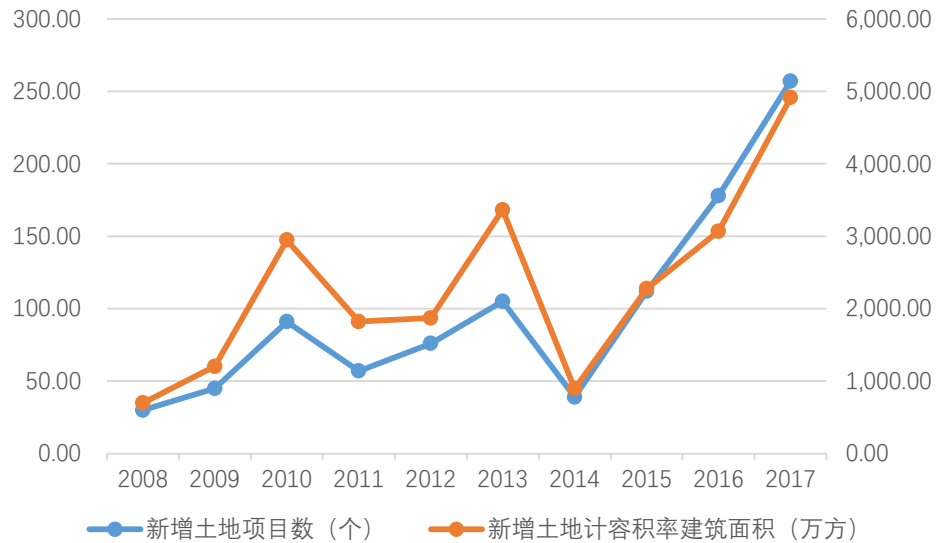
销售区域分布方面，根据公司公告，南方区域的销售金额占比最高，销售均价也最高，其次是上海区域，再次是北方区域，东西部区域的销售占比是第四名，但销售占比比以前年度有明显提升。

按揭及首付比例方面，17年全年来看，一次性付款的比例占27%左右，按揭付款比例73%左右，按揭中首付比例保持45%的水平。

### 2.3. 17年全年新增货值6380亿，审慎拿地严控成本

公司17年12月单月合计获取土地项目26个，合计建面524.7万方，其中归属万科的权益建面276.9万方；单月获取土地金额316.4亿，权益地价款188.8亿，权益比例为56.2%，单月拿地成本为6210.9元/方；全年看，1-12月公司累计获取土地建面（含物流用地不含广信资产包）4913万方，同比+60.1%，为今年销售面积的136.7%，整体土地储备规模进一步提高，从土储购入时间分布看，上半年1618万方，下半年3294万方，其中有上半年有地价较高拿地时机不佳的因素，同时也会有公司董事会换届后拿地风格转变的原因；全年拿地总金额2872.6亿元，其中权益拿地1993.5亿元，同比+50.7%，据克而瑞统计，万科2017年全年新增土储货值6379.7亿元，为明年推盘加量奠定基础。拿地均价方面，1-12月拿地均价5847元/平，同比-1.6%，为公司今年销售均价的39.7%，拿地成本较低一方面因为今年拿地包含少部分价格较低物流用地稀释均价，另一方面有公司成本控制的因素。

图 5：公司历年拿地情况



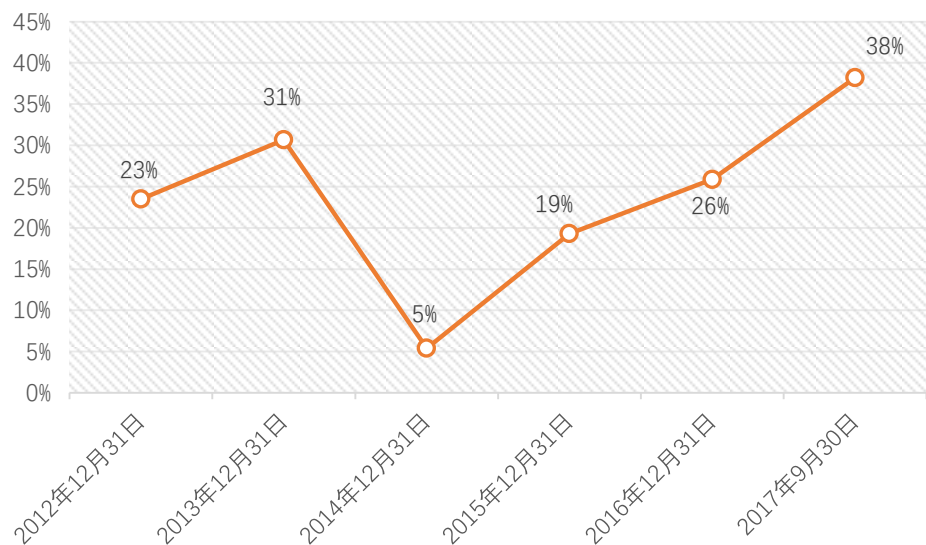
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 14-16 年拿地增速低于销售增速，但 17 年拿地大幅增加。我们认为，明年整个行业销售有压力的情况下，是有利于优质企业拿地的。因为开发商的资金来源依赖销售，在销售放慢的情况下，土地市场的竞争就会相对减弱，对于像万科这样财务状况稳健、实力强的企业，拿地预计会更多。拿地资金方面，房地产开发商资金来源核心是销售，根据公司三季报，三季度末有息负债 1500 亿，预收账款 4000 亿，资金来源相对充足。

#### 2.4. 净负债率常年低于 40%，对有息负债依赖度小，财务稳健

万科的负债率不高，净负债率更是常年低于 40%。过去公司净负债率水平很低，2017 年随着新增项目快速增加，公司净负债率提高到 17 年第三季度的 38%。公司净负债率低，资金来源对于有息负债依赖小。在有息负债中，从 14 年以来，资本市场的融资（公司债券）、银行间市场（中期票据）等都向开发商开放，并且成本更低，公司利用这些渠道的有息负债比例也在增加，使用非标渠道融资的必要性进一步降低，融资成本下降。

图 6：公司历年净负债率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所



### 3. 多元发展策略独到，深度把握产业链机会实现多元成长

公司致力于深化城市配套服务商发展战略，始终为满足人民美好生活的需要而贡献力量，近年在物流地产、物业管理领、商业地产及教育领域都取得了较大进展，其中，物流地产及物业管理都有望成为行业第一，公司多元化的发展策略为后续的规模及业绩增长以及 ROE 的稳定提供了很好的基础。

#### 3.1. 物流地产发展加速

公司 12 月份新增了四个物流的项目，分别分布在广州、浙江的嘉兴、杭州和苏州，广州的是在花都区，它的占地面积是 24.5 万平方米，建筑面积 22.7 万平方米，其中万科的权益建筑面积是 15.9 万平方米。嘉兴的项目在嘉善，万科有 100%的权益，8.1 万平方米。杭州的在萧山地区，万科也是 100%权益，建筑面积有 14 万平方米。苏州是在望亭区，建筑面积 3.9 万平方米，权益是 100%。根据公司公告，截止到 12 月底万科已经累计获取了物流地产的项目 54 个，建筑面积是 418 万平方米，其中今年 1—12 月我们新增项目 36 个，建筑面积是 270 万平方米，超过总量的一半以上，可以说 2017 年是物流地产的项目获取比较快、比较多的一个年份。

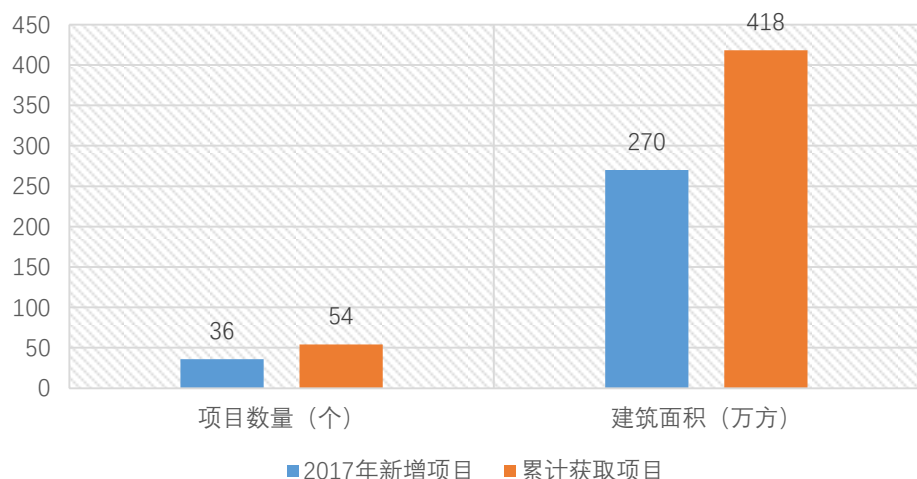
表 3：万科 2017 年新增物流地产项目情况

城市	区域	权益建面（万方）	权益比例是否 100%
广州	花都	15.9	否
嘉兴	嘉善	8.1	是
杭州	萧山	14	是
苏州	望亭	3.9	是

资料来源：公司公告，天风证券研究所

与普洛斯合作方面，物流地产的需求还在快速增加，投资回报率稳定。公司积极寻找物流地产领域的投资机会，参与普洛斯私有化是难得的机会。虽然只是成为第一大股东，在一段时间内，普洛斯可能还是一个独立的公司，但是它会和万科形成紧密的协同。对客户而言，在万科和普洛斯仓储空间网络上找到可用仓库的可能性将增加，对客户的吸引力就会更加，这对万科和普洛斯都有好处。对普洛斯来说更多的意义还在于，传统单一的物流地产服务商增加新项目越来越难，而与万科这样的综合发展商合作获取新增项目的机会将更多。万科物流地产自有体量目前 418 万方，公司计划要增加到普洛斯目前 2000 万方左右的规模。公司物流地产的土地成本较低，建安成本也低，因此 NOI 投资回报率相对较高，预计可以超过 7%。

图 7：万科物流地产项目情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 商业地产定位精准

商业地产方面，万科和印力以及其他的资本共同组建了财团，收购了凯德的 20 家购物中心。因为自从印力集团成为公司的商业平台之后，公司的商业地产领域提出了比较高的目标，秉承着为家而建的理念。公司认为一二线优质的商业地产仍有广阔的前景，特别是城市里面定位很精准，注重体验消费和业态丰富的购物中心，每年会有较好的增长。此次万科收购的凯德 20 家购物中心，平均建面 4 万多平方米（不包括停车场），总建面 95 万平方米左右，交易完成以后这些购物中心都会交给印力来运营和管理。这次的收购因为 20 个购物中心本身就在印力商业管理平台的六大城市的管理半径内，其实是有助于提升万科商业网络和印力网络的深度。很多项目当时就是印力和凯德共同选址和开发的，基本是所在城市的核心商圈。印力对这些项目一直是比较了解和长期关注，对未来运营也有比较好的保障。通过这次的收购以后，公司以印力为平台的商业平台管理的面积估算已超过 1100 万平方米，进一步扩大了在手的持有商业地产运营面积。

### 4. 坚持大众住宅、坚持城市集聚带投资、坚持快周转战略不变

公司坚持大众住宅的定位，在城市化还会继续快速深入的环境下，公司规模会持续扩大。公司会坚持做好产品，不断提升服务质量。在现有平稳的长效机制环境下，万科的战略更有优势，过去市场快速增长的时候，快速增加土地的企业可能回报会更好，从未来看，公司的模式优势会更明显。万科坚持自己的战略，坚持做大众住宅、坚持城市集聚带投资，坚持快周转、坚持相对少的土地储备。

### 5. 投资建议

万科在 2017 年以 45% 的高增长实现了 5000 亿销售额的目标，达到 5300 亿，同期新增土储货值 6380 亿，18 年推盘量值得期待。万科作为财务健康，市场地位稳固、业绩增长确定性与持续性强的行业龙头，值得我们看好公司在 2018 年的业绩增长。我们预计公司 17-19 年的 EPS 为 2.53、3.28、4.16 元，PE 对应当前股价为 12.6X、9.7X、7.7X，维持“买入”评级，6 个月目标价维持 42.64 元，对应 18 年 PE 为 13 倍。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	53,180.38	87,032.12	113,494.14	145,647.03	189,748.96	营业收入	195,549.13	240,477.24	313,606.36	402,451.05	524,313.23
应收账款	77,996.30	107,510.26	105,340.18	177,564.45	198,732.12	营业成本	138,150.63	169,742.40	222,548.66	286,592.15	374,389.26
预付账款	39,646.97	50,262.54	64,318.50	83,235.87	111,371.53	营业税金及附加	17,980.43	21,978.75	28,600.90	36,743.78	47,764.93
存货	368,121.93	467,361.34	617,083.83	763,877.97	982,559.72	营业费用	4,138.27	5,160.72	6,648.45	8,451.47	11,115.44
其他	8,078.80	9,129.17	10,042.09	9,083.35	9,418.20	管理费用	4,745.25	6,800.56	8,686.90	8,813.68	11,587.32
<b>流动资产合计</b>	<b>547,024.38</b>	<b>721,295.43</b>	<b>910,278.73</b>	<b>1,179,408.68</b>	<b>1,491,830.53</b>	财务费用	477.74	1,592.07	2,003.11	2,247.63	2,401.26
长期股权投资	33,503.42	61,701.99	66,356.89	72,982.42	78,415.39	资产减值损失	495.95	1,192.79	826.17	689.24	902.73
固定资产	4,917.48	6,810.79	6,659.92	6,485.05	6,287.17	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	598.36	765.31	825.31	905.31	955.31	投资净收益	3,561.91	5,013.84	6,517.99	5,965.91	6,141.95
无形资产	1,044.99	1,260.36	782.50	317.18	19.43	其他	(7,123.82)	(10,027.67)	(13,035.97)	(11,931.82)	(12,283.90)
其他	24,206.94	38,840.33	38,800.27	43,220.88	48,001.74	<b>营业利润</b>	<b>33,122.78</b>	<b>39,023.78</b>	<b>50,810.16</b>	<b>64,879.00</b>	<b>82,294.22</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>64,271.19</b>	<b>109,378.79</b>	<b>113,424.89</b>	<b>123,910.84</b>	<b>133,679.05</b>	营业外收入	855.43	398.31	927.47	1,001.59	584.83
<b>资产总计</b>	<b>611,295.57</b>	<b>830,674.21</b>	<b>1,023,703.62</b>	<b>1,303,319.52</b>	<b>1,625,509.58</b>	营业外支出	175.59	168.48	170.98	161.68	257.05
短期借款	1,900.09	16,576.59	40,255.74	59,218.11	76,589.31	<b>利润总额</b>	<b>33,802.62</b>	<b>39,253.61</b>	<b>51,566.65</b>	<b>65,718.91</b>	<b>82,622.00</b>
应付账款	153,796.68	244,627.82	280,957.36	374,206.85	500,817.20	所得税	7,853.18	10,903.36	13,546.56	15,969.69	19,383.12
其他	264,365.06	318,794.08	430,268.46	554,253.77	687,175.83	<b>净利润</b>	<b>25,949.44</b>	<b>28,350.26</b>	<b>38,020.09</b>	<b>49,749.21</b>	<b>63,238.88</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>420,061.83</b>	<b>579,998.49</b>	<b>751,481.56</b>	<b>987,678.73</b>	<b>1,264,582.34</b>	少数股东损益	7,830.03	7,327.65	10,049.30	13,586.51	17,328.82
长期借款	33,828.58	56,406.06	58,869.30	70,012.70	67,002.92	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>18,119.41</b>	<b>21,022.61</b>	<b>27,970.80</b>	<b>36,162.70</b>	<b>45,910.06</b>
应付债券	19,015.81	29,108.38	22,278.81	19,902.31	23,763.16	每股收益(元)	1.64	1.90	2.53	3.28	4.16
其他	2,079.73	3,484.72	3,310.48	3,144.96	3,313.39						
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,924.12</b>	<b>88,999.16</b>	<b>84,458.60</b>	<b>93,059.97</b>	<b>94,079.47</b>						
<b>负债合计</b>	<b>474,985.95</b>	<b>668,997.64</b>	<b>835,940.16</b>	<b>1,080,738.70</b>	<b>1,358,661.81</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	36,126.10	48,231.80	58,281.10	71,867.61	89,196.43	<b>成长能力</b>					
股本	11,051.61	11,039.15	11,039.15	11,039.15	11,039.15	营业收入	33.58%	22.98%	30.41%	28.33%	30.28%
资本公积	8,174.81	8,268.27	8,334.67	8,404.39	8,477.60	营业利润	32.60%	17.82%	30.20%	27.69%	26.84%
留存收益	88,841.43	102,009.31	118,443.21	139,674.05	166,612.18	归属于母公司净利润	15.08%	16.02%	33.05%	29.29%	26.95%
其他	(7,884.34)	(7,871.96)	(8,334.67)	(8,404.39)	(8,477.60)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>136,309.62</b>	<b>161,676.57</b>	<b>187,763.47</b>	<b>222,580.82</b>	<b>266,847.77</b>	毛利率	29.35%	29.41%	29.04%	28.79%	28.59%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>611,295.57</b>	<b>830,674.21</b>	<b>1,023,703.62</b>	<b>1,303,319.52</b>	<b>1,625,509.58</b>	净利率	9.27%	8.74%	8.92%	8.99%	8.76%
						ROE	18.09%	18.53%	21.60%	23.99%	25.84%
						ROIC	25.04%	21.16%	23.62%	28.14%	31.30%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	77.70%	80.54%	81.66%	82.92%	83.58%
						净负债率	191.34%	211.73%	241.31%	259.26%	285.10%
						流动比率	1.30	1.24	1.21	1.19	1.18
						速动比率	0.43	0.44	0.39	0.42	0.40
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.04	2.59	2.95	2.85	2.79
						存货周转率	0.57	0.58	0.58	0.58	0.60
						总资产周转率	0.35	0.33	0.34	0.35	0.36
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.64	1.90	2.53	3.28	4.16
						每股经营现金流	1.45	3.58	2.20	2.28	4.62
						每股净资产	9.08	10.28	11.73	13.65	16.09
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	19.43	16.75	12.59	9.74	7.67
						市净率	3.52	3.10	2.72	2.34	1.98
						EV/EBITDA	9.01	6.66	7.53	6.02	4.63
						EV/EBIT	9.18	6.85	7.64	6.09	4.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com