

绿地控股 (600606)

证券研究报告

2018年04月26日

管理水平提升, 低估值、快增长, 利润拐点显现

业绩拐点显现, 新开工快增长为未来结算及销售资源奠定基础

2017年公司的收入及盈利实现了双增长, 营业收入同比增长 17%, 利润总额同比增长 33%, 归母净利润增长 25%, 增长速度可观。归母净利润增速相比于去年的 4.7% 大幅提升, 全年 160 亿的利润总额目标超额实现, 主要得益于房地产业务结转毛利率增幅明显以及大基建产业利润同比大幅增长。其中, 根据 Wind 数据, 房地产业务销售额同比增长 20% 及新开工面积同比增长 53%, 锁定后续结算及销售资源。

低毛利业务规模缩减、材料成本下降, 利润高增速有望维持

公司业务板块做出调整, 能源及销售商品等低毛利业务规模缩减, 毛利率水平提升, 同时成立了全资材料公司, 改变采购模式为甲供直采, 通过强化管理有效降低材料成本, 综合降本率达 27%。地产业务方面, 商办产品比例不断下降, 2017 年商办销售金额占比由 2015 年的 49% 降低至 31%, 结算周期有望缩短, 综合来看, 我们认为公司利润的高增速有望维持。

战略投资者减持近尾声, 大股东增持彰显信心

2015 年绿地通过资产置换上市, 上市公司向平安创新资本等 5 家战略投资者公开发行 A 股股票共计 24.3 亿股。2016 年二季度解禁后, 五家战略投资开始持续减持公司股票完成资金的退出, 这对公司近两年的股价形成了较强的压制。截至 2018 年一季报, 五家战略投资者仅有一家仍在前十名大股东之列, 即上海国投协力发展减持至 8208 万股, 其他战略投资者已在 2016 年四季度至 2017 年四季度通过减持退出十大持股股东, 我们认为目前公司战略投资者减持已近尾声, 股价最大的压制因素已基本解除。此外, 公司大股东格林兰于 17 年 12 月增持了公司股份 1673 万股, 增持后, 格林兰持有公司 29.13% 的股份, 大股东增持彰显了对公司未来发展的信心, 公司的发展前景值得期待。

估值低, 安全边际高

公司 2017 年 EPS 为 0.74 元, 2017 年房地产销售金额为 3064.7 亿元, 对应 PS 仅为 0.29X, PB 值仅为 1.3X。与同行业其他龙头公司及二线企业相比, 公司估值处于相对较低的水平, 安全边际较高。

投资建议

随着管理水平的提升、能源等低毛利业务的收缩以及商办产品占比降低, 公司迎来利润拐点, 整体经营发生显著积极的变化。公司 2017 年实现销售金额 3065 亿, 对应目前 PS 仅 0.29, 估值低。我们预计公司 18-20 年 EPS 为 0.92、1.09 和 1.29 元, PE 分别为 7.8X、6.6X 和 5.6X, 低于行业龙头平均水平, 鉴于房地产行业整体估值存在修复空间且公司为行业龙头, 我们认为合理估值应在 11 倍左右, 首次覆盖, 6 个月内目标价 10.12 元, 对应 18 年 11 倍 PE, 给予“买入”评级。

风险提示: 特色小镇落地慢于预期, 房地产市场销售低于预期

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	7.18 元
目标价格	10.12 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	12,168.15
流通 A 股股本(百万股)	3,223.37
A 股总市值(百万元)	87,367.35
流通 A 股市值(百万元)	23,143.78
每股净资产(元)	5.27
资产负债率(%)	88.67
一年内最高/最低(元)	10.42/6.97

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

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	247,400.15	290,418.22	356,147.21	422,232.29	504,944.46
增长率(%)	19.21	17.39	22.63	18.56	19.59
EBITDA(百万元)	19,554.63	22,822.33	30,413.70	36,824.96	40,817.31
净利润(百万元)	7,207.30	9,037.77	11,254.96	13,266.48	15,756.14
增长率(%)	4.66	25.40	24.53	17.87	18.77
EPS(元/股)	0.59	0.74	0.92	1.09	1.29
市盈率(P/E)	12.12	9.67	7.76	6.59	5.54
市净率(P/B)	1.55	1.40	1.20	1.00	0.85
市销率(P/S)	0.35	0.30	0.25	0.21	0.17
EV/EBITDA	15.16	10.90	9.23	9.38	6.53

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 盈利能力改善，新开工快增长为未来结算及销售资源奠定基础.....	4
1.1. 收入、利润率快增长，业绩拐点显现.....	4
1.2. 地产业务销售额及新开工快增长，锁定后续结算及销售资源.....	4
1.3. 土地储备快增长，特色小镇布局进展快.....	5
1.4. 多元业务快增长，“地产+”产业协同助力发展.....	6
2. 低毛利业务规模缩减、材料成本下降，利润高增速有望维持.....	7
2.1. 能源及销售商品等低毛利业务规模缩减，毛利率持续改善.....	7
2.2. 强化管理，甲供直采降材料成本.....	8
2.3. 商办产品销售占比降低，结算周期有望缩短.....	8
2.4. 轻资产化趋势渐明，负债率有望下降.....	9
3. 战略投资者减持近尾声，大股东增持彰显信心.....	10
3.1. 战略投资者减持近尾声，股价压制因素基本解除.....	10
3.2. 公司前景持续改善预期增强，大股东增持彰显发展信心.....	11
4. 估值低，安全边际较高.....	12
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：公司 2015-2017 营业利润率及净利润率.....	4
图 2：公司 2015-2017 年净资产收益率.....	4
图 3：公司 2015-2017 营业收入、归母净利润及各自增速.....	4
图 4：公司 2015-2017 销售金额及销售均价.....	5
图 5：公司 2015-2017 新开工面积及同比增速.....	5
图 6：2017 年房企权益销售金额排名前十（亿元）.....	5
图 7：“地产+”产业协同助力发展.....	6
图 8：酒店业务历年收入及入住率情况.....	7
图 9：公司各业务 16 年毛利率情况.....	7
图 10：公司 2017 年报各业务收入占比.....	7
图 11：能源业务及销售商品业务历年收入及占比.....	8
图 12：住宅、商办销售额及销售面积占比.....	9
图 13：2015-2017 资产负债率.....	9
图 14：2015-2017 净负债率.....	10
图 15：2015-2017 有息负债率.....	10
图 16：公司 ROE 变化趋势.....	12
图 17：公司股权结构.....	12

表 1: 公司土地储备情况.....	6
表 2: 深圳市平安创新资本投资有限公司持股情况.....	10
表 3: 上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业(有限合伙)持股情况	10
表 4: 珠海普罗股权投资基金(有限合伙)持股情况.....	11
表 5: 宁波汇盛聚智投资合伙企业(有限合伙)持股情况	11
表 6: 上海国投协力发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)持股情况.....	11
表 7: 重点房企估值对比.....	12

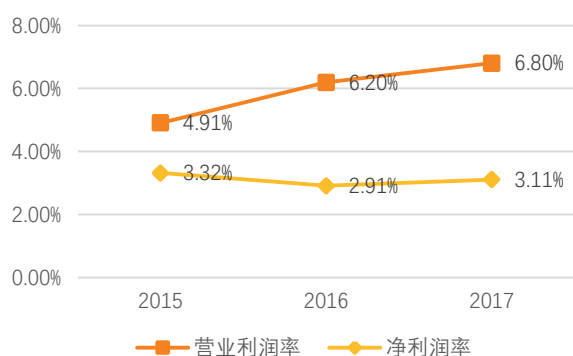
1. 盈利能力改善, 新开工快增长为未来结算及销售资源奠定基础

4月23日, 绿地控股发布2017年年报及2018年一季报, 公司全年营业总收入2904亿元, 同比增长17%; 利润总额192.6亿元, 同比增长33%; 归母净利润90.4亿元, 同比增长25%。公司2018年一季度实现748亿元营业收入, 同比增长27%, 归母净利润34.9亿元, 同比增长30%。

1.1. 收入、利润率快增长, 业绩拐点显现

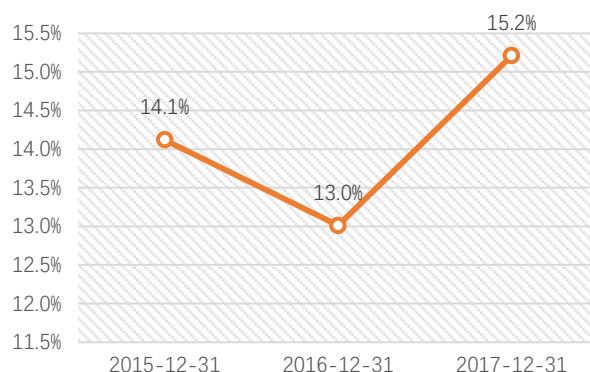
公司全年实现2904亿营业收入、193.6亿利润总额和90.4亿归属于上市公司股东的利润, 同比增长17%、33%和25%, 归母净利润增速相比于去年的4.7%大幅提升, 全年160亿的利润总额目标超额实现, 主要得益于房地产业务结转毛利率增幅明显以及大基建产业利润同比大幅增长。

图1: 公司2015-2017 营业利润率及净利润率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

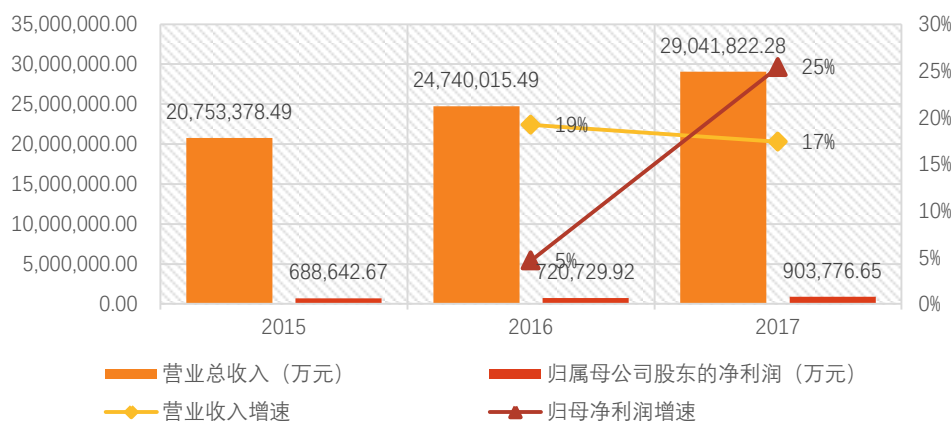
图2: 公司2015-2017 年净资产收益率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司营业利润率连续三年增长, 2017年营业利润率达到6.8%, 净利润率及净资产收益率在2016年有所下滑, 但2017年恢复较快增长, 业绩拐点显现, 根据17年年报, 2017年归母净利润率和ROE分别为3.11%和15.2%。

图3: 公司2015-2017 营业收入、归母净利润及各自增速



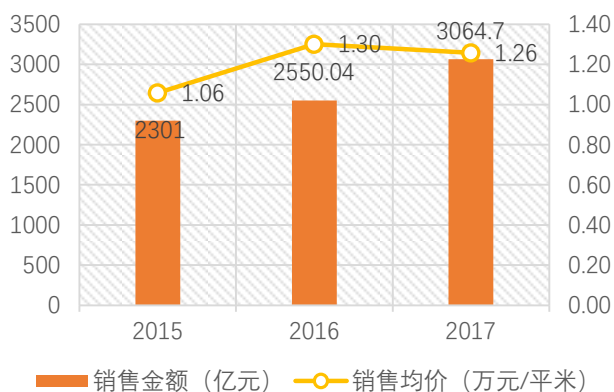
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 地产业务销售额及新开工快增长, 锁定后续结算及销售资源

根据Wind数据, 公司2017年公司实现合同销售面积2438.4万平方米, 比去年同期增长24.3%; 实现合同销售金额3064.70亿元, 比去年同期增长20.2%; 17年销售均价1.26万/平方米, 同比下降3.1%。根据Wind数据, 2017年1-12月, 公司完成新开工面积2948.1万平方米, 比去年同期增长52.5%; 公司新开工面积的大幅增加保证了后续丰富的销售资

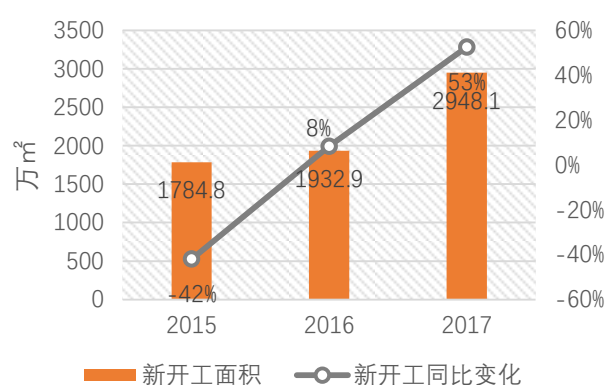
源，加快周转速度，同时，销售金额增速较高，锁定了未来两年内营收的较快增长。

图 4：公司 2015-2017 销售金额及销售均价



资料来源：Wind，天风证券研究所

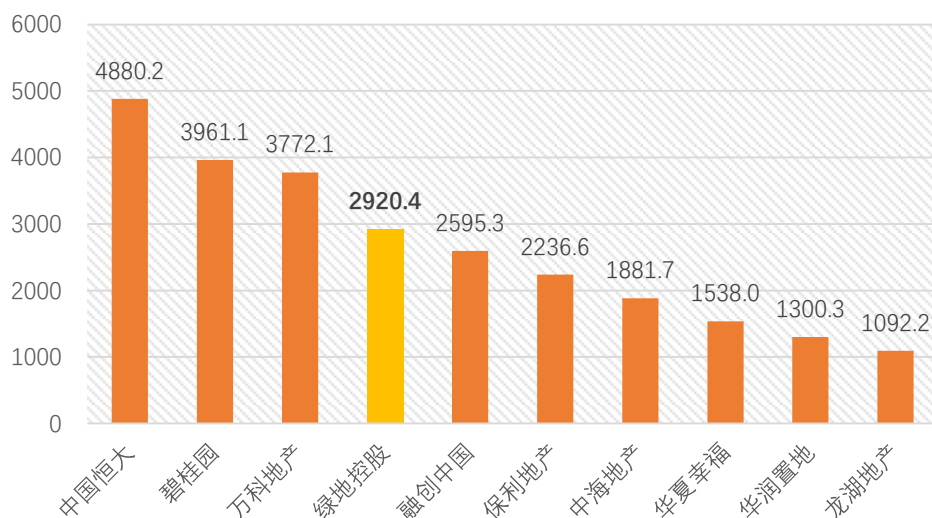
图 5：公司 2015-2017 新开工面积（万方）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

根据克而瑞，公司合同销售金额排名第六，但权益销售金额排名第四，按照克而瑞披露的 2920.4 亿权益销售金额及公司公告的 3064.7 亿销售金额估算，公司权益销售占比高达 95%，公司销售的含金量较高，同时也反映了公司雄厚的资金实力及操盘能力。

图 6：2017 年房企权益销售金额排名前十（亿元）



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

1.3. 土地储备快速增长，特色小镇布局进展快

根据 Wind，2017 年，公司新增房地产项目储备 69 个，权益土地面积约 1087.75 万平方米；权益计容建筑面积约 2009.57 万平方米，同比 16 年增长 37%，按照 17 年销售均价 1.26 万/平米估算，17 年新增权益货值 2532 亿元。

截止到 2017 年年报，公司在建项目规划计容建面 8240 万方，持有待开发土地计容面积 3713 万方，合计接近 1.2 亿方，按照 17 年销售均价 1.26 万/平方米估算，截止 2017 年年报货值约 1.3 万亿元。

表 1: 公司土地储备情况

	计容面积(万方)
2017 年年报在建项目	9260
2017 年年报持有待开发土地	3713
合计	11953

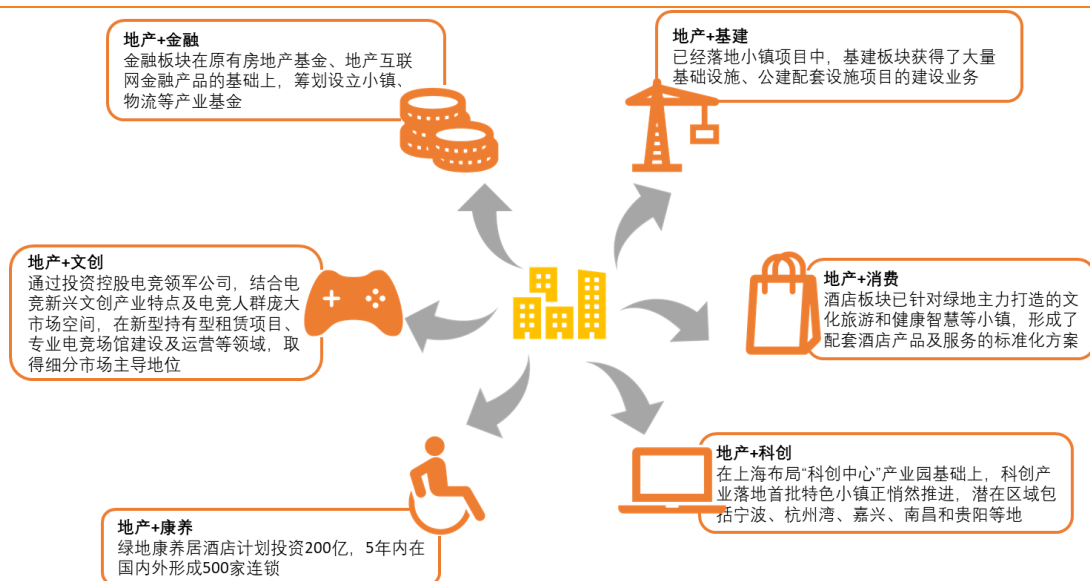
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司 2017 年全力推进特色小镇战略, 布局大城市周边有溢出效应的区域, 以产业导入的方式获取土地、导入人口, 大地产+大基建+大消费等多元化产业协同发展。公司 17 年在特色小镇的签约方面进展较快, 我们认为特色小镇项目未来的陆续落地可以推动公司基建板块、地产板块及其他多元化业务的协同发展, 降低土地成本, 成为绿地获取土地储备的重要方式。

1.4. 多元业务快增长, “地产+” 产业协同助力发展

截止到 2017 年年报, 公司各业务板块收入和毛利占比最高的为房地产业务, 分别占比 51.8% 和 84.5%, 其他多元业务与房地产业务相结合, 比如科创、文创等, 公司通过布局产业园和特色小镇, 潜在土地储备资源丰富。公司“地产+”产业协同运营模式正成为其运筹大型项目的利器 and 独特竞争优势, 尤其是围绕特色小镇战略, 多元化产业相互协同, 助力公司发展。

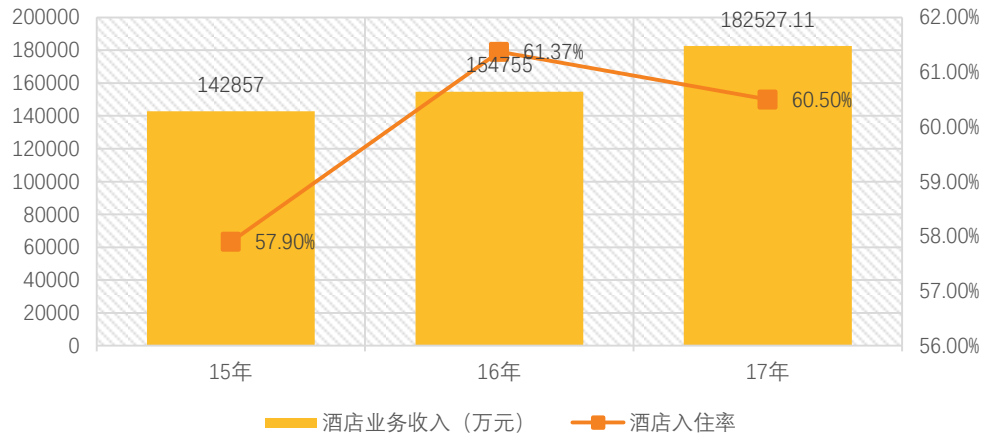
图 7: “地产+” 产业协同助力发展



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司酒店旅游产业围绕“一带一路”推进轻资产化战略布局, 在全球累计输出管理项目 30 个。2017 年上海大虹桥酒店群等成功开业, 酒店客房总数突破 9000 间, 全年经营收入超过 18 亿元。

图 8：酒店业务历年收入及入住率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 低毛利业务规模缩减、材料成本下降，利润高增速有望维持

2.1. 能源及销售商品等低毛利业务规模缩减，毛利率持续改善

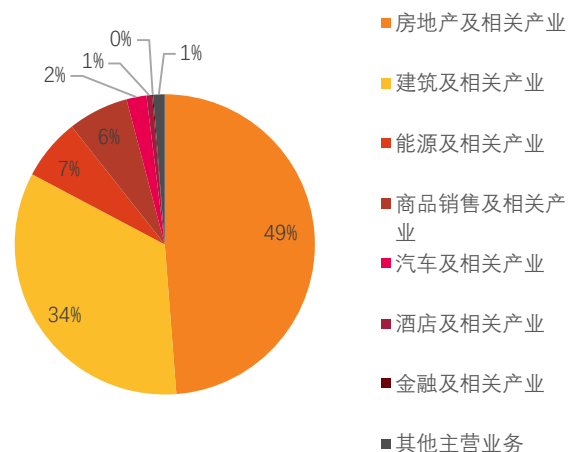
公司业务类别繁多，其中有两大低毛利业务拖累业绩较为严重，即能源相关产业及销售商品业务，2015 年末和 2016 年末这两类业务收入占比分别为 32%和 11%，而能源业务毛利率 16 年仅 1.55%，销售商品业务毛利率 16 年仅 0.69%，对公司整体业绩形成拖累。公司不断缩减非主业规模，截止到 2017 年中报，能源及销售商品业务的收入占比降至 8.3%，公司持续调整这两类业务，但 17 年全年来看，由于煤炭价格的上涨以及公司主业规模扩大带动建材销售的增加，这两项业务的占比有所回升，整体毛利率持续改善。

图 9：公司各业务 16 年毛利率情况

业务	毛利率(%)
房地产及相关主业	20.65
建筑及相关产业	4.70
能源及相关产业	1.55
销售商品	0.69
汽车及相关产业	7.58
酒店及相关产业	80.78
绿化及相关产业	14.90
物业及相关产业	16.70
金融及相关产业	99.98

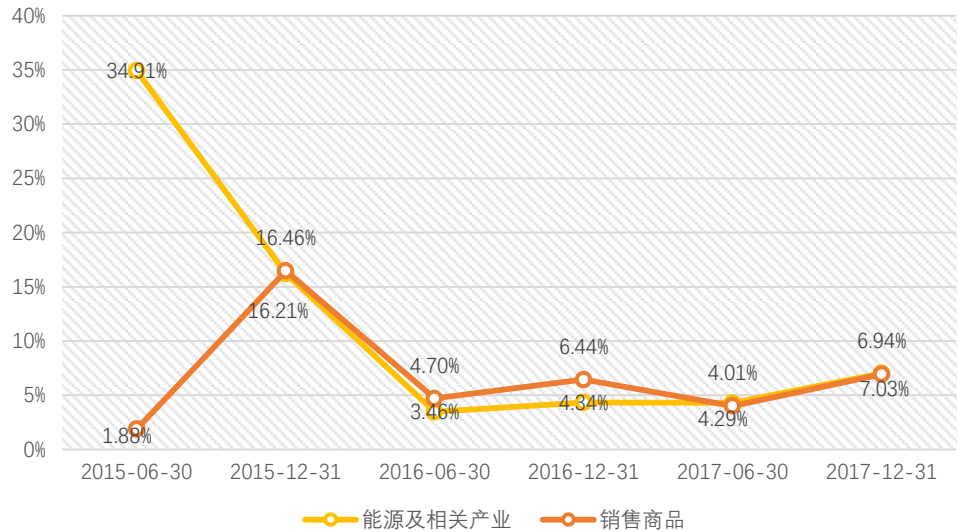
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司 2017 年报各业务收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：能源业务及销售商品业务历年收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

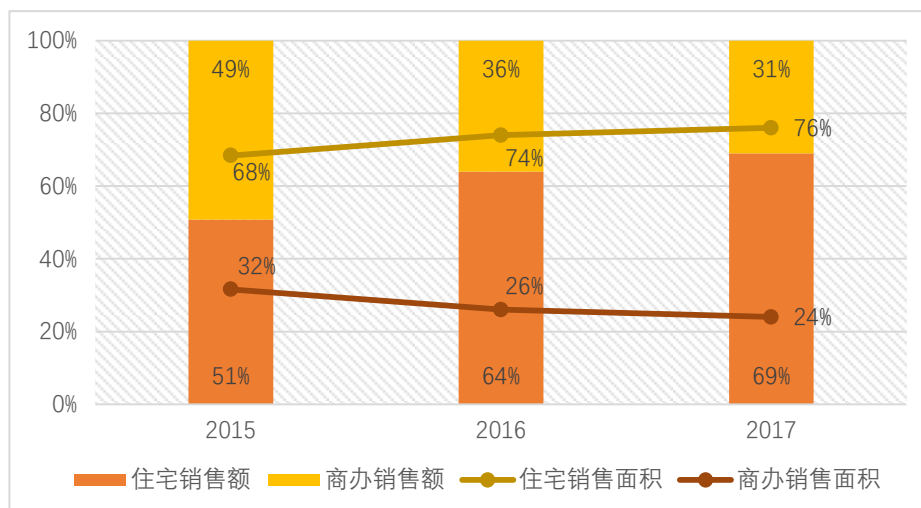
2.2. 强化管理，甲供直采降材料成本

2017年6月绿地集团成立了全资材料公司，从事全国范围项目的材料采购工作，由以往乙方供应模式(施工单位供应)或者甲指乙供模式(开发单位指定品牌目录，施工单位供应)，直接转变为甲供直采模式(开发单位统一提供直采材料)。全面实施甲供直采，一方面能够借助标准化战略合作降本提效，打通材料的流通环节，减去了传统渠道的冗余节点，根据公司公告，2017年6月以来材料公司已先后完成85类(220种)材料设备的集中甲供直采招标，实现综合降本率达27%；另一方面，公司能够更好地控制主要材料的进货来源，保证工程质量。

2.3. 商办产品销售占比降低，结算周期有望缩短

由于公司在2013-2014年获取了大量的商业项目，导致2015和2016年的所售产品商办比例相对较高，但随着公司战略的调整及产品去化逐步加深，商办产品销售占比开始逐步回落，2017年全年公司商办产品的销售面积和销售额占比都大幅减小，销售额由2015年的49.2%下降至31%；销售面积由31.6%降低至24%。由于公司商业办公类的产品较多为超高层，去化速度及结算速度与住宅相比较相对较慢，商办销售额占比的降低有望实现结算速度的加快、缩短公司销售的结算周期。

图 12：住宅、商办销售额及销售面积占比



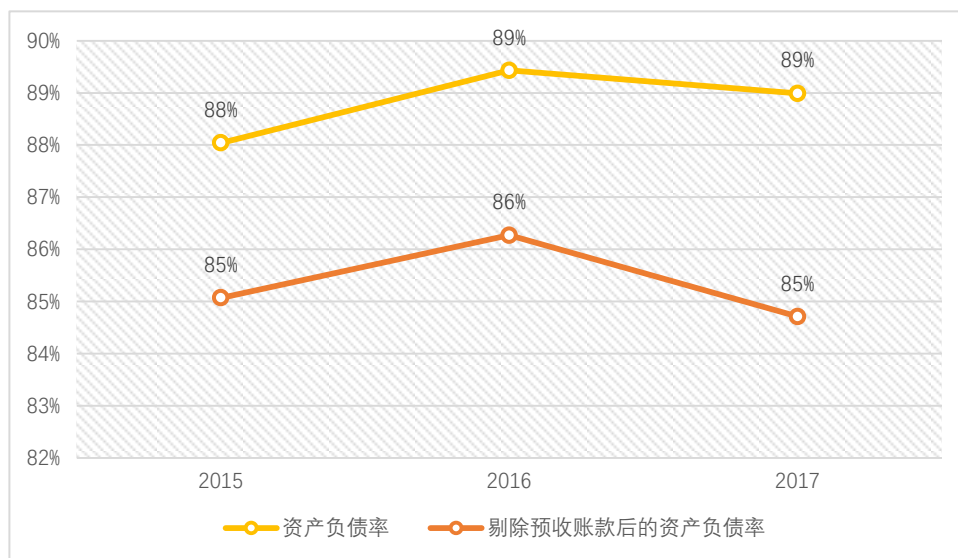
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 轻资产化趋势渐明，负债率有望下降

根据绿地集团官网，公司于 16 年 3 月与荣耀基金旗下 Amare 投资管理集团在新加坡签署协议，设立 REITs 并拟在新加坡证交所主板上市，该 REITs 向绿地收购 19 家位于中国境内的酒店物业，总计价值约为人民币 210 亿元，发行成功后，将成为中国房企发行的最大规模 REITs。公司将认购 30% 份额，并且以适当的方式继续参与对酒店的管理。新加坡 REITs 市场成熟度和国际化程度较高，一般从发起到产品上市需要 2 年左右的时间，目前公司 REITs 的发行进展顺利，预计短期内有提前面市的可能。与此同时目前中国内地推出 REITs 的时机也已经相对成熟，不排除未来公司借助境内和境外的 REITs，逐步实现轻资产化。

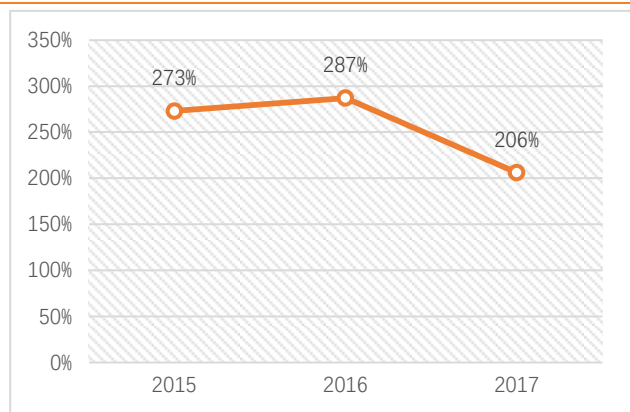
与此同时，公司的负债情况从 2015 年起，各项指标基本均维持在稳定合理范围内并持续优化，剔除预收账款后的资产负债率位于 85% 左右；2017 年第三季度的净负债率由 2015 年的 273% 下降至 248%；有息负债率逐年下降，从 2015 年的 40% 下降至 36%。

图 13：2015-2017 资产负债率



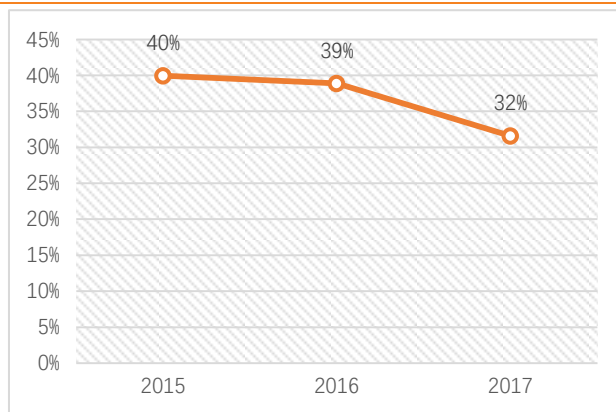
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14: 2015-2017 净负债率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 2015-2017 有息负债率



资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 战略投资者减持近尾声，大股东增持彰显信心

3.1. 战略投资者减持近尾声，股价压制因素基本解除

根据 15 年 7 月 3 日《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易实施情况暨新增股份报告书》，绿地集团五家扩股投资人分别为：深圳平安创新资本、上海鼎晖、宁波汇盛聚智、珠海普罗以及上海国投协力发展等企业。2015 年绿地通过资产置换上市，上市公司向 5 家战略投资者公开发行 A 股股票共计 24.3 亿股。2016 年二季度解禁后，五家战略投资开始持续减持公司股份完成资金的退出，这对公司近两年的股价形成了较强的压制。截至 2018 年一季报，五家战略投资者仅有一家仍在十大股东之列，即上海国投协力发展减持至 8208 万股，其他战略投资者已在 2016 年四季度至 2017 年四季度通过减持退出十大持股股东，我们认为目前公司战略投资者减持已近尾声，股价最大的压制因素已基本解除。

表 2: 深圳市平安创新资本投资有限公司持股情况

	持股排名	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	备注
2015 中报	4	1,206,037,043		9.91		2017 年四季度通过减持,退出十大持股股东
2016 三季报	5	804,037,043	-402,000,000	6.61	-3.30	
2017 一季报	5	600,407,643	-203,629,400	4.93	-1.68	
2017 中报	4	340,537,043	-259,870,600	2.80	-2.13	
2017 三季报	2	218,871,243	-121,665,800	1.80	-1.00	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业(有限合伙)持股情况

	持股排名	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	备注
2015 中报	6	517,205,241		17 年数据来源: 克尔瑞		2017 年四季度通过减持,退出十大持股股东
2016 三季报	6	376,987,065	-140,218,176	3.10	-1.15	
2016 年报	7	218,660,608	-158,326,457	1.80	-1.30	
2017 中报	7	172,261,924	-46,398,684			

				1.42	-0.38
2017 三季报	10	50,433,199	-121,828,725	0.41	-1.01

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 4: 珠海普罗股权投资基金(有限合伙)持股情况

	持股排名	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	备注
2015 中报	9	122,071,374		1.0000		2017 年一季度通过减持, 退出十大
2016 中报	9	121,821,374	-250,000	1.0000	0.0000	持股股东
2016 三季报	10	61,245,326	-60,576,048	0.5000	-0.5000	
2016 年报	10	40,651,497	-20,593,829	0.3300	-0.1700	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5: 宁波汇盛聚智投资合伙企业(有限合伙)持股情况

	持股排名	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	备注
2015 中报	7	465,112,627		3.82		2016 年四季度通过减持, 退出十大
2016 中报	7	437,812,584	-27,300,043	3.60	-0.22	持股股东
2016 三季报	9	92,690,903	-345,121,681	0.76	-2.84	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 6: 上海国投协力发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)持股情况

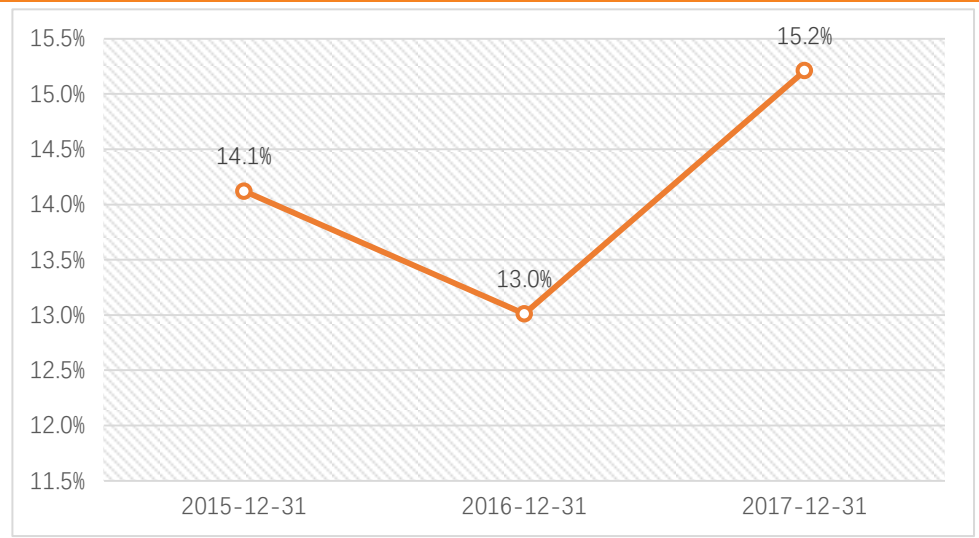
	持股排名	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	备注
2015 中报	10	116,278,156		0.9600		目前为第 6 大
2016 三季报	8	111,278,156	-5,000,000	0.9100	-0.0500	股东
2018 一季报	6	82,080,587	-29,197,569	0.67	-0.24	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 公司前景持续改善预期增强, 大股东增持彰显发展信心

根据 Wind, 2017 年公司 ROE 为 15.2%, 同比去年提升 2.2 个百分点。随着公司对一些低毛利业务, 如: 能源业务、销售商品业务的战略性调整、地产业务周转提速以及对运营成本逐步增强把控, 公司利润率有望进一步提升。

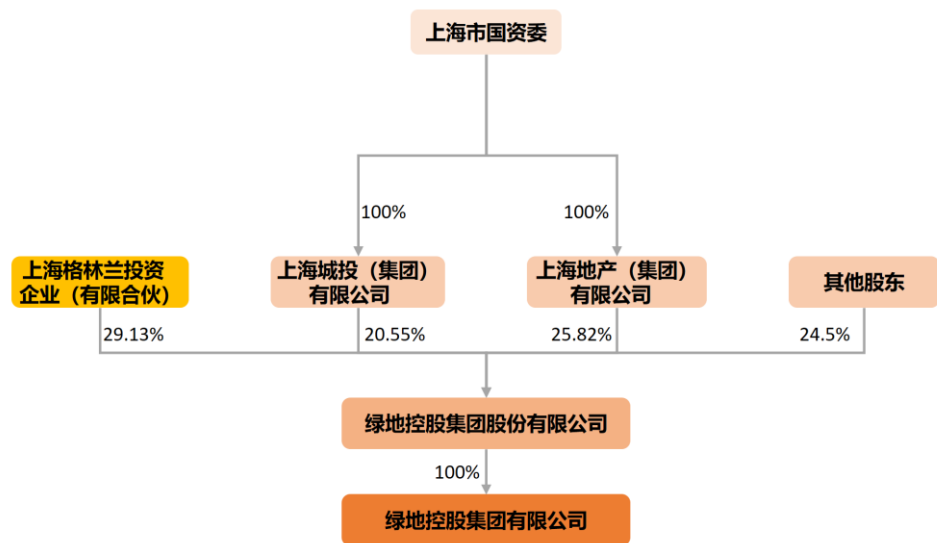
图 16: 公司 ROE 变化趋势



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

此外, 公司大股东格林兰于 17 年 12 月增持了公司股份 1673 万股, 上海格林兰系规范职工持股会而设立的有限合伙企业, 即员工持股平台, 主要为公司的管理层, 增持后, 格林兰持有公司 29.13% 的股份, 增加了 0.14%, 大股东增持彰显了对公司未来发展的信心, 公司的发展前景及盈利能力的改善值得期待。

图 17: 公司股权结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 估值低, 安全边际较高

公司 2017 年 EPS 为 0.74 元, 2017 年房地产销售金额为 3064.7 亿元, 对应 PS 仅为 0.29X, PB 值仅为 1.3X。与同行业其他龙头公司及二线企业相比, 公司估值处于相对较低的水平, 安全边际较高。

表 7: 重点房企估值对比

证券简称	PS	18 年 PE	PB
绿地控股	0.29	7.8	1.3
万科 A	0.63	9.7	2.6

保利地产	0.54	8.4	1.6
金地集团	0.37	6.4	1.3
新城控股	0.60	9.3	3.7
阳光城	0.34	9.9	1.6

资料来源：Wind，公司公告，克而瑞，天风证券研究所（除绿地控股外，其他公司 18 年 EPS 为 Wind 一致预测值）

5. 投资建议

随着管理水平的提升、能源等低毛利业务的收缩以及商办产品占比降低，公司迎来利润拐点，整体经营发生显著积极的变化。公司 2017 年实现销售金额 3065 亿，对应目前 PS 仅 0.29，估值低。我们预计公司 18-20 年 EPS 为 0.92、1.09 和 1.29 元，PE 分别为 7.8X、6.6X 和 5.6X，低于行业龙头平均水平，鉴于房地产行业整体估值存在修复空间且公司为行业龙头，我们认为合理估值应在 11 倍左右，首次覆盖，6 个月内目标价 10.12 元，对应 18 年 11 倍 PE，给予“买入”评级。

6. 风险提示

特色小镇落地慢于预期，房地产市场销售低于预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	62,683.45	75,375.99	89,036.80	105,558.07	126,236.12
应收账款	65,382.84	104,683.59	99,915.98	137,956.70	140,902.98
预付账款	33,873.27	38,641.58	48,771.71	72,472.02	59,696.45
存货	484,532.88	514,682.71	662,301.52	781,045.75	935,695.97
其他	24,304.19	29,803.20	29,743.45	30,187.01	30,404.63
流动资产合计	670,776.62	763,187.08	929,769.45	1,127,219.5	1,292,936.1
长期股权投资	8,012.14	16,145.35	16,825.35	17,395.35	17,915.35
固定资产	8,911.78	13,008.93	19,202.84	23,669.13	26,841.18
在建工程	479.34	793.18	517.27	268.77	159.39
无形资产	1,291.86	1,417.37	1,925.27	2,388.88	2,209.99
其他	43,395.12	53,632.04	74,470.74	72,404.12	76,667.10
非流动资产合计	62,090.25	84,996.87	112,941.46	116,126.24	123,793.01
资产总计	733,137.96	848,532.81	1,043,020.9	1,243,675.2	1,417,048.8
短期借款	24,940.33	20,446.84	54,261.85	98,088.45	107,104.88
应付账款	179,014.11	211,559.30	267,890.41	290,856.06	389,649.69
其他	258,461.79	344,426.13	405,396.90	489,299.66	602,523.53
流动负债合计	462,416.23	576,432.27	727,549.16	878,244.17	1,099,278.1
长期借款	153,031.77	144,150.13	170,817.50	204,608.01	136,414.28
应付债券	36,458.88	30,415.18	33,437.03	31,926.11	32,681.57
其他	3,754.95	4,083.40	3,919.17	4,001.29	3,960.23
非流动负债合计	193,245.60	178,648.72	208,173.70	240,535.40	173,056.08
负债合计	655,661.83	755,080.98	935,722.87	1,118,779.5	1,272,334.1
少数股东权益	21,204.83	30,922.58	34,418.55	37,902.68	41,965.58
股本	12,168.15	12,168.15	12,168.15	12,168.15	12,168.15
资本公积	9,012.64	9,000.25	8,521.17	9,368.17	9,368.17
留存收益	35,061.60	40,935.19	52,190.15	65,456.64	81,212.78
其他	28.89	425.65	0.00	(0.00)	(0.00)
股东权益合计	77,476.12	93,451.83	107,298.03	124,895.64	144,714.68
负债和股东权益总	733,137.96	848,532.81	1,043,020.9	1,243,675.2	1,417,048.8

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	9,397.36	13,572.12	11,254.96	13,266.48	15,756.14
折旧摊销	1,549.53	1,631.64	1,287.14	1,808.34	2,174.20
财务费用	2,969.73	1,795.64	8,048.53	9,980.27	9,467.84
投资损失	(5,977.19)	(4,287.03)	(5,512.37)	(4,100.00)	(4,500.00)
营运资金变动	(10,945.55)	52,739.31	(49,205.30)	(67,111.13)	63,660.77
其它	(1,351.20)	(6,589.13)	4,681.72	2,891.25	4,359.34
经营活动现金流	(4,357.32)	58,862.55	(29,445.32)	(43,264.78)	90,918.29
资本支出	(3,085.28)	14,188.21	8,554.23	6,976.89	5,619.06
长期投资	799.23	8,133.20	680.00	570.00	520.00
其他	897.78	(36,754.78)	(19,462.83)	(15,341.86)	(8,185.57)
投资活动现金流	(1,388.26)	(14,433.37)	(10,228.60)	(7,794.97)	(2,046.51)
债权融资	285,028.75	267,907.71	330,263.04	406,943.67	348,234.62
股权融资	(3,566.72)	(459.96)	(8,304.31)	(8,450.65)	(8,802.05)
其他	(258,155.66)	(304,066.71)	(268,624.00)	(330,912.00)	(407,626.29)
筹资活动现金流	23,306.36	(36,618.96)	53,334.73	67,581.02	(68,193.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	17,560.79	7,810.23	13,660.81	16,521.27	20,678.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	247,400.15	290,418.22	#####	#####	#####
营业成本	209,806.60	248,551.09	#####	#####	#####
营业税金及附加	12,317.30	9,160.81	10,720.03	13,013.94	15,381.05
营业费用	4,806.84	5,966.89	6,966.24	7,009.06	8,685.04
管理费用	6,070.86	7,442.00	8,832.45	10,386.91	12,371.14
财务费用	2,784.38	1,560.61	8,048.53	9,980.27	9,467.84
资产减值损失	1,459.02	1,978.59	1,767.13	1,734.91	1,826.88
公允价值变动收益	(791.82)	(315.59)	1,185.75	(592.87)	296.44
投资净收益	5,977.19	4,287.03	5,512.37	4,100.00	4,500.00
其他	(10,358.96)	(7,975.66)	#####	(7,014.25)	(9,592.87)
营业利润	15,328.75	19,762.45	21,078.03	25,036.35	29,175.27
营业外收入	731.01	615.07	879.30	201.00	334.00
营业外支出	1,619.41	1,116.12	1,034.02	1,256.52	1,135.55
利润总额	14,440.35	19,261.41	20,923.31	23,980.83	28,373.72
所得税	5,042.99	5,689.28	6,172.38	7,230.22	8,554.68
净利润	9,397.36	13,572.12	14,750.93	16,750.61	19,819.04
少数股东损益	2,190.06	4,534.36	3,495.97	3,484.13	4,062.90
归属于母公司净利润	7,207.30	9,037.77	11,254.96	13,266.48	15,756.14
每股收益(元)	0.59	0.74	0.92	1.09	1.29

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	19.21%	17.39%	22.63%	18.56%	19.59%
营业利润	50.51%	28.92%	6.66%	18.78%	16.53%
归属于母公司净利润	4.66%	25.40%	24.53%	17.87%	18.77%
获利能力					
毛利率	15.20%	14.42%	14.24%	15.08%	14.28%
净利率	2.91%	3.11%	3.16%	3.14%	3.12%
ROE	12.81%	14.45%	15.44%	15.25%	15.33%
ROIC	5.28%	6.09%	9.23%	9.18%	7.82%
偿债能力					
资产负债率	89.43%	88.99%	89.71%	89.96%	89.79%
净负债率	316.12%	329.53%	383.79%	413.48%	418.95%
流动比率	1.45	1.32	1.28	1.28	1.18
速动比率	0.40	0.43	0.37	0.39	0.32
营运能力					
应收账款周转率	4.04	3.42	3.48	3.55	3.62
存货周转率	0.56	0.58	0.61	0.59	0.59
总资产周转率	0.37	0.37	0.38	0.37	0.38
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.74	0.92	1.09	1.29
每股经营现金流	-0.36	4.84	-2.42	-3.56	7.47
每股净资产	4.62	5.14	5.99	7.15	8.44
估值比率					
市盈率	12.12	9.67	7.76	6.59	5.54
市净率	1.55	1.40	1.20	1.00	0.85
EV/EBITDA	15.16	10.90	9.23	9.38	6.53
EV/EBIT	16.36	11.69	9.64	9.87	6.89

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，并应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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com