

外埠区域明显上量，大力开拓商业不动产

投资要点

- **事件:** 2018 年公司实现营业收入 838 亿元，同比增长 41%，归属于上市公司股东的净利润 117 亿元，同比增长 33%，ROE35%，同比提升 3.6 个百分点。
- **业绩符合预期，地产开发业务毛利率提升明显。** 2018 年公司营业收入实现 40.5% 的增长，主要贡献力量是由于城市地产开发业务实现收入 516 亿元，同比提升 78%，产业发展及其他业务收入规模维持稳中有升，同时，截至 2018 年末，公司预收账款达 1375 亿元，未来业绩锁定性强。2018 年公司毛利率为 42.6%，同比下滑 6.3 个百分点，其中，地产开发业务毛利率 29.7%，同比提升 7.5 个百分点；而由于管理及销售费用率的改善 4.1 个百分点，以及投资收益的小幅增加，2018 年公司净利率为 14.1%，同比下降 0.7 个百分点，维持较高水平。同时 2018 年公司计提资产减值损失 25 亿元，其中 13.7 亿元为坏账损失，主要为环京区域 1 年以上的应收账款计提所致，公司还针对部分存在房价调整的城市计提了 9.3 亿元存货跌价准备，上年度为 3.9 亿元。
- **异地复制进入全面加速，形成“3+3+4”都市圈格局。** 2018 年公司实现销售面积 1503 万方，同比增长 58%，实现销售额 1627.6 亿 (+6.9%)，其中环北京以外销售额 756 亿元，同比增长 109%，占比从上年的 24% 提升至 46%，继环南京和环杭州后，环郑州销售占比达 5%，环合肥占比达 4%。2018 年公司已布局 15 个核心都市圈，新签订 PPP 项目合作协议 18 个，产业新城新签订投资额 1660 亿元，2018 年末，土储计容建面为 1398 万方，2018 年环京外土地获取面积占比高达 89%，2019 年一季度拿地面积同比增长 64%。
- **债务结构得以优化，现金流逐步改善。** 2018 年短期债务占比从上年的 31% 下降至 19%，货币资金对短债覆盖倍数 1.8 倍，融资方面 2018 年公司发行约 116 亿元债券及 14 亿元美元债，并具备较宽裕银行授信额度。随着与中国平安战略合作的开展，现金流状况较上年度明显改善，2018 年经营性现金流量净额-74.3 亿元，Q4 经营活动现金流净额 2 亿元，自 Q2 开始连续三季度转正。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 4.98 元、6.73 元、8.92 元。考虑公司作为产业新城和环一二线开发商优质标的，给予公司 2019 年 8 倍估值，对应目标价 39.86 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售及园区结算回款低于预期等。

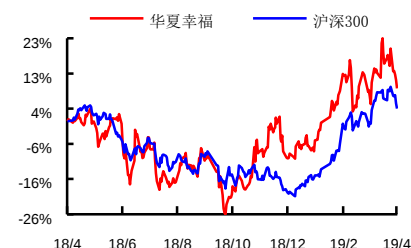
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	83798.59	112631.30	148097.85	185475.42
增长率	40.52%	34.41%	31.49%	25.24%
归属母公司净利润 (百万元)	11745.79	14960.56	20215.06	26790.90
增长率	33.77%	27.37%	35.12%	32.53%
每股收益 EPS (元)	3.91	4.98	6.73	8.92
净资产收益率 ROE	21.57%	25.65%	26.75%	27.24%
PE	8	6	5	3
PB	2.10	1.93	1.42	1.05

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
 执业证号: S1250517060001
 电话: 0755-23900571
 邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	30.03
流通 A 股(亿股)	29.55
52 周内股价区间(元)	20.67-34.51
总市值(亿元)	918.19
总资产(亿元)	4,329.50
每股净资产(元)	12.39

相关研究

目 录

1 业绩符合预期，地产开发毛利率显著提升	1
2 销售稳定增长，产业新城业务发展迅速	4
2.1 聚焦领先的核心都市圈，环京外销售发展迅速	4
2.2 产业新城复制速度加快，选址能力打造护城河	5
3 短期有息负债明显减少，单季度现金流持续好转	7
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司 2014-2018 年营业收入（亿元）及同比增速	1
图 2：公司 2014-2018 年归母净利润（亿元）及同比增速	1
图 3：公司 2014-2018 年各板块收入（亿元）情况	1
图 4：公司 2014-2018 年分板块收入（%）	1
图 5：公司 2014-2018 年环京及非环京的收入（亿元）	2
图 6：公司 2014-2018 年环京及非环京的收入（%）	2
图 7：公司 2014-2018 年各板块的毛利率	2
图 8：公司 2014-2018 年各板块毛利（亿元）	2
图 9：公司 2014-2018 年毛利率	3
图 10：公司 2014-2018 年期间费用率	3
图 11：公司 2014-2018 年资产减值损失（亿元）及同比增速	3
图 12：公司 2014-2018 年应收账款（亿元）及同比增速	3
图 13：公司 2014-2018 年销售金额（亿元）及同比增速	4
图 14：公司 2014-2018 年销售面积（万平方米）及同比增速	4
图 15：公司 2018 年销售额分布	4
图 16：公司 2014-2018 年土地储备（万平方米）	4
图 17：公司 2014-2018 年各板块销售（亿元）	5
图 18：公司 2014-2018 年各板块销售（%）	5
图 19：公司产业新城布局	5
图 20：公司 2014-2018 年产业新城新增签约额（亿元）	6
图 21：公司 2014-2018 年产业新城新增入园企业数量	6
图 22：公司 2014-2018 年长短期有息负债（%）	7
图 23：公司 2014-2018 年长短期有息负债（亿元）	7
图 24：公司 2014-2018 年销售商品提供劳务收到的现金	7
图 25：公司 2014-2018 年公司经营活动现金流量净额（亿元）	7
图 26：公司 2014-2018 年有息负债（亿元）及同比增速	8
图 27：公司 2014-2018 年加权融资成本	8
图 28：公司 2014-2018 年流动比率	8
图 29：公司 2014-2018 年长期负债占比（%）	8

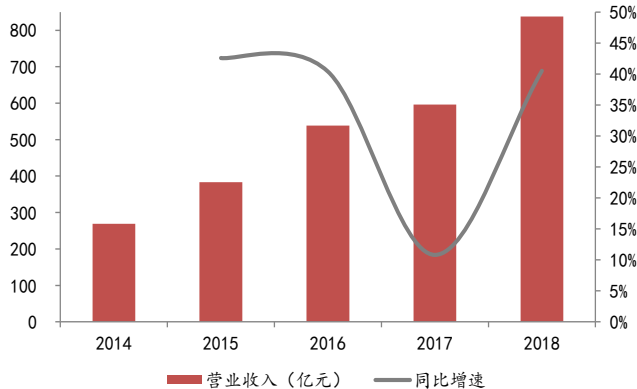
表 目 录

表 1：产业新城核心都市圈分布及主要产业	6
表 2：分业务收入及毛利率	9
表 3：可比公司估值	10
附表：财务预测与估值	11

1 业绩符合预期，地产开发毛利率显著提升

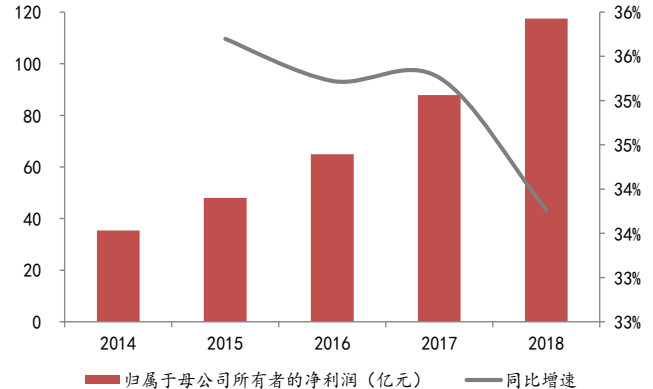
2018 年公司实现营业收入 838 亿元，同比增长 41%，实现归属于上市公司股东的净利润 117 亿元，同比增长 33%，截至 2018 年末，公司预收账款达 1375 亿元，公司预计 2019 年竣工面积约为 1037 万平方米，未来业绩锁定性强。

图 1：公司 2014-2018 年营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

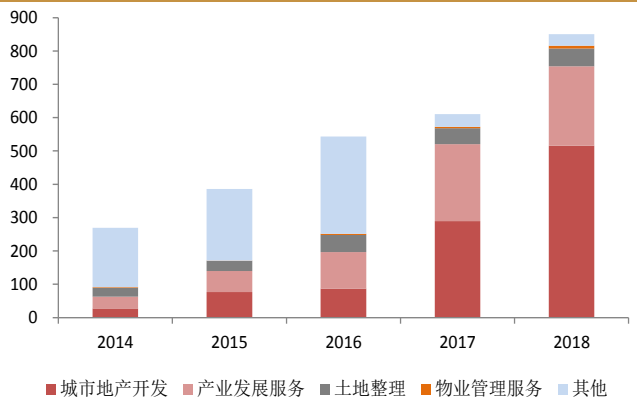
图 2：公司 2014-2018 年归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

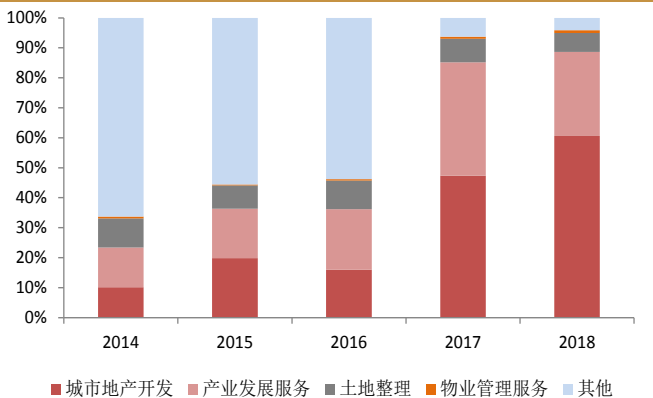
2018 年公司营业收入主要由产业新城业务和房地产开发业务构成，2018 年度收入增长的主要贡献力量是房地产开发项目结算，该板块实现收入 516 亿元，同比提升 78%，产业新城业务和土地整理收入规模维持平稳，其他板块例如物业管理、酒店俱乐部以及综合服务等业务在 2016 年以前占比较高，近两年占比显著下降。公司收入结构多元化特征明显，占比较高的产业发展服务是地方政府向公司支付产业发展服务费用，产业发展服务费的总额一般按照合作区域内入区项目当年新增落地投资额的 45% 计算（不含销售配套类住宅项目）。

图 3：公司 2014-2018 年各板块收入（亿元）情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

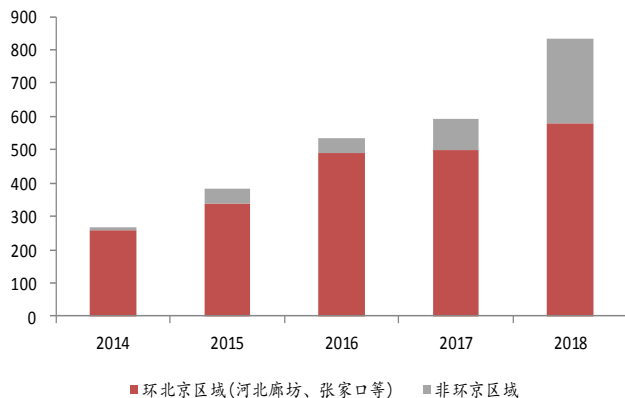
图 4：公司 2014-2018 年分板块收入（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

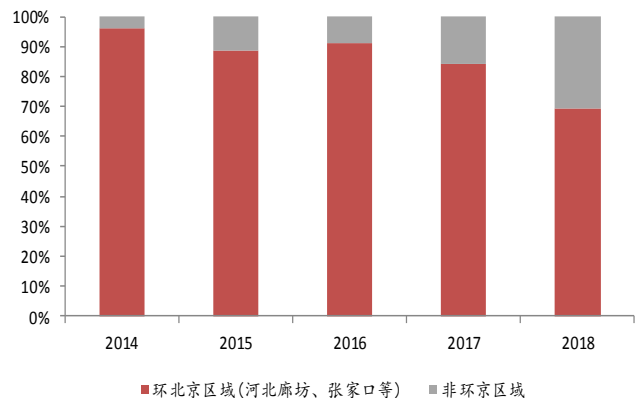
分区域来看，公司营业收入的主要构成是环北京区域，2018 年该区域实现营业收入 577 亿元，同比增长 15.7%，占主营业务营业收入的比例达 69.18%，但自 2014 年以来，随着产业新城业务的快速发展和异地复制的加速突破，公司环北京以外区域在公司整体业绩占比快速增长，2018 年公司在环北京以外区域实现收入 257.07 亿元，同比增长 82.80%，占公司主营业务营业收入的比例由上一年的同期 23.72% 提升至 30.82%。

图 5：公司 2014-2018 年环京及非环京的收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

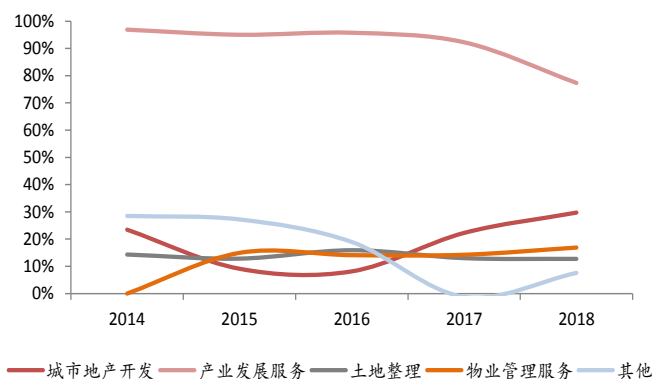
图 6：公司 2014-2018 年环京及非环京的收入（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

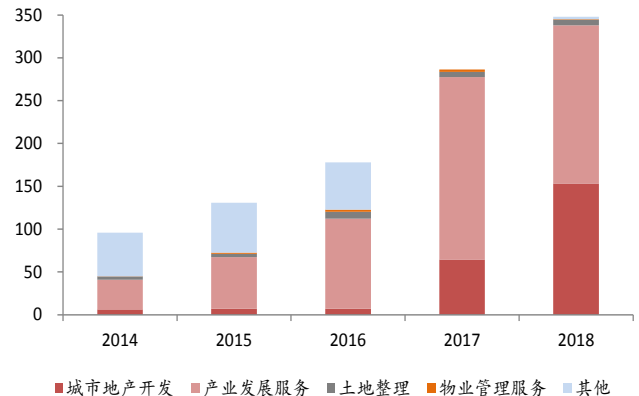
公司毛利主要来源于地产开发业务和产业新城业务，2018 年这两项的毛利分别为 153.23 亿元和 184.74 亿元，占比分别为 44.0%和 53.1%。地产开发业务毛利率 29.7%，同比提升 7.5 个百分点，产业新城业务毛利率 77.3%，同比减少 14.9 个百分点，产业新城业务毛利率存在下滑主要是公司招商成本的上升以及成本结构调整所致。

图 7：公司 2014-2018 年各板块的毛利率



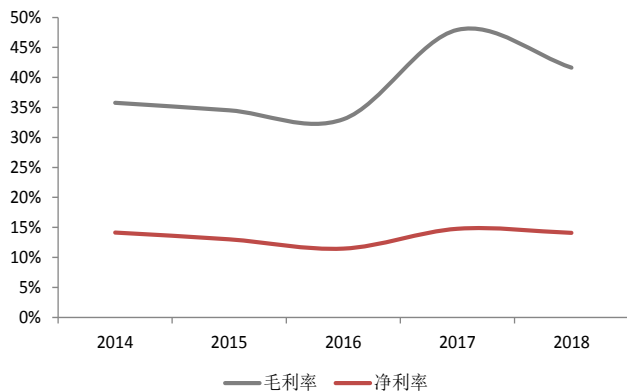
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2014-2018 年各板块毛利（亿元）

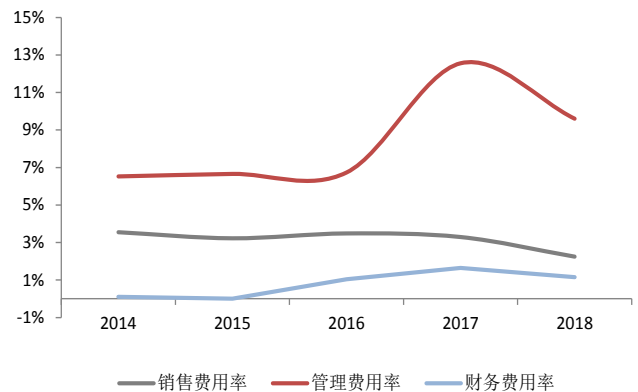


数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年公司综合毛利率为 42.6%，同比下滑 6.3 个百分点，而由于管理及销售费用率的改善 4.1 个百分点，以及投资收益的小幅增加，2018 年公司净利率为 14.1%，同比下降 0.7 个百分点，依旧维持在近几年平均水平，盈利能力稳定。

图 9：公司 2014-2018 年毛利率


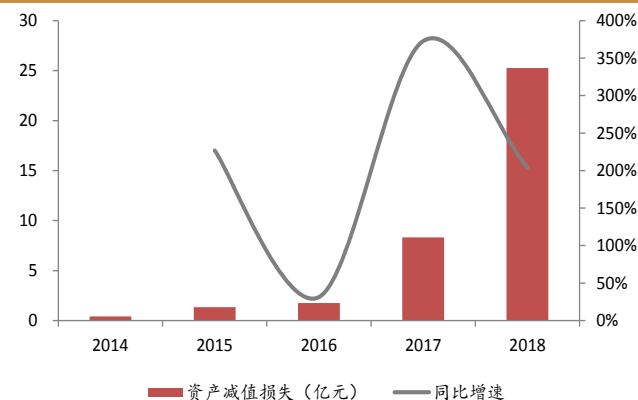
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2014-2018 年期间费用率


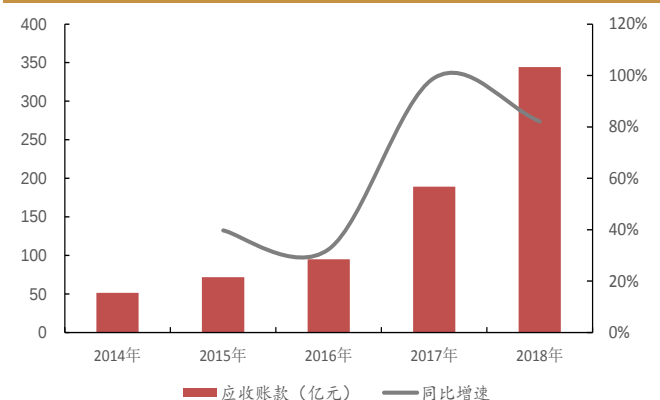
数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年公司计提资产减值损失 25 亿元，其中 13.7 亿元为坏账损失，主要为环京区域 1 年以上的应收账款计提所致，应收账款主要由 PPP 模式带来，项目前期投资力度大，规划管控要求高，出于谨慎性原则，2018 年公司对应收账款的坏账政策予以变更，1 年以内按照 0%、1-3 年按照 5%、3-4 年按照 10%、4-5 年按照 30%、5 年以上按照 50% 计提坏账准备。而截至 2018 年末，公司应收账款账面价值 344.4 亿元，计提的坏账损失仅为 2017 年应收账款账面价值的 7.2%。

同时，2018 年公司针对部分存在房价调整的城市计提了 9.3 亿元存货跌价准备，上年度为 3.9 亿元。截至 2018 年末，公司存货账面价值 2545.2 亿元，计提的存货跌价准备仅为存货账面价值的 0.4%。公司 2018 年投资净收益 16.14 亿元，同比增长 119.9%，主要系公司对外委托贷款取得收益增加导致。

图 11：公司 2014-2018 年资产减值损失（亿元）及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司 2014-2018 年应收账款（亿元）及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

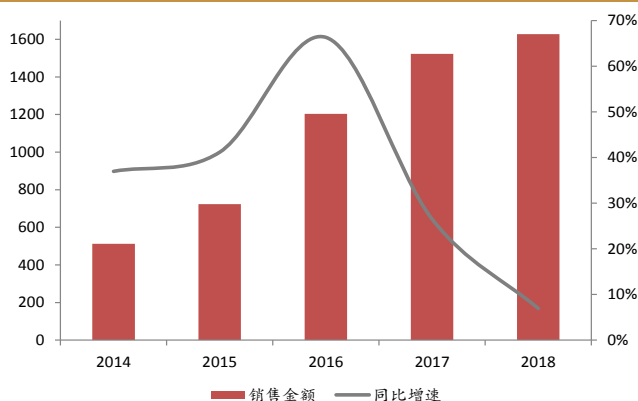
在当前时点，公司将继续把握都市圈化带来的机遇，坚持做强产业新城业务，深挖护城河，在精准投资和“一圈一策”、“一区一策”方面继续做到精细化。另外，在新的发展模式上，公司已经开始积极探索，2019 年将加速开拓轻资产模式，轻重资产结合，在综合不动产等新业务领域保持探索。

2 销售稳定增长，产业新城业务发展迅速

2.1 聚焦领先的核心都市圈，环京外销售发展迅速

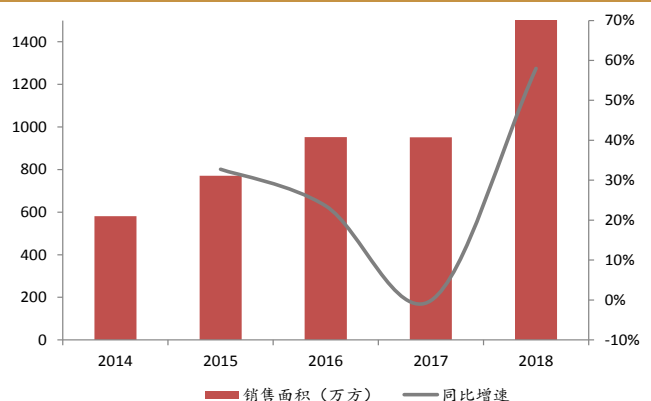
2018 年公司实现销售面积 1503 万方,同比增长 58%,实现销售额 1627.6 亿(+6.9%),其中环北京以外销售额 756 亿元,同比增长 109%,占比从上年的 24%提升至 46%,继环南京和环杭州后,环郑州销售占比达 5%,环合肥占比达 4%。而在未来两三年内,公司将继续深耕具备发展潜力的核心都市圈,提升个别区域的市占率,特别是环南京、环武汉以及大湾区的市占率有望得以显著提升。

图 13: 公司 2014-2018 年销售金额 (亿元) 及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

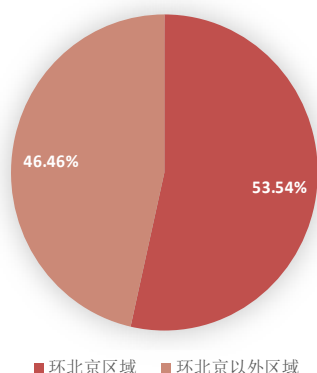
图 14: 公司 2014-2018 年销售面积 (万平方米) 及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

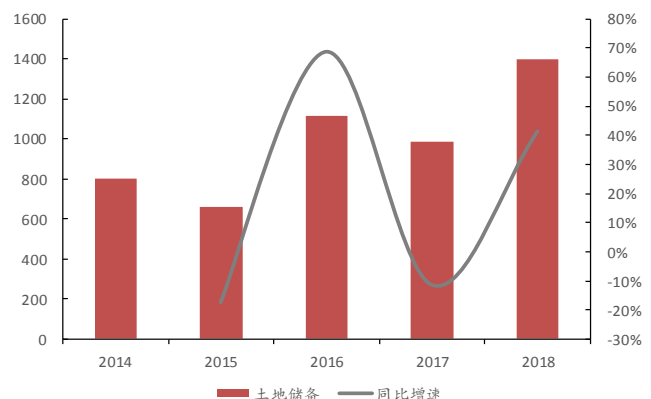
截至 2018 年末,公司土储计容建面为 1398 万方,其中持有待开发的土储为 917 万方,在建未售土储为 481 万方,2018 年环京外土地获取面积占比高达 89%,2019 年一季度拿地面积同比增长 64%。另外,公司拥有符合规划用地的锁定面积 2.6 亿平方米,其中产业用地 1.58 亿方,配套用地 1.04 亿方,配套用地有 10%的是商业配套,其他大部分是住宅配套用地。

图 15: 公司 2018 年销售额分布



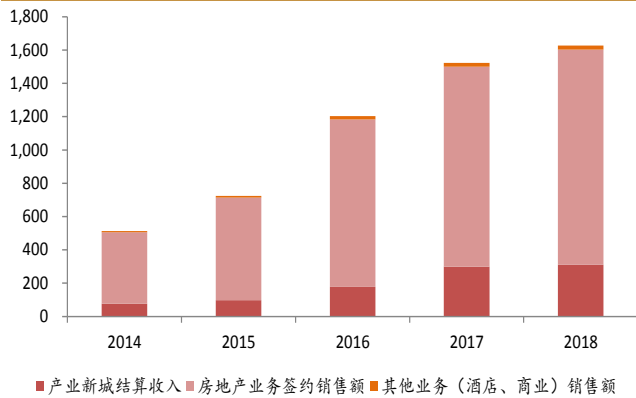
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 公司 2014-2018 年土地储备 (万平方米) 及同比增速

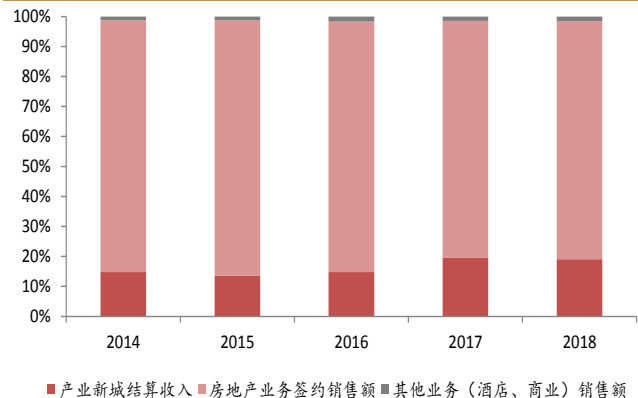


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产业新城结算收入稳步增长，2018 年产业新城结算收入小幅增长 3.8%达到 310.39 亿元，2017 年产业新城结算收入达到 299.12 亿元，同比增长 68.4%，近两年在销售额的占比稳定在 19%以上。

图 17：公司 2014-2018 年各板块销售（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司 2014-2018 年各板块销售（%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 产业新城复制速度加快，选址能力打造护城河

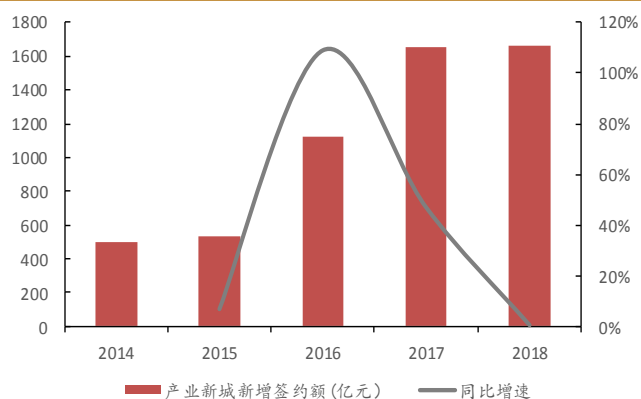
截至 2018 年，公司已布局 15 个核心都市圈，形成了“3+3+4”的战略格局，“3+3+4”分别是：3 个高能都市圈：京津冀、长三角、大湾区，3 个高潜都市圈：郑州、武汉、成都，4 个潜力都市圈：长沙、西安、贵阳、沈阳，截至报告期末累计布局 77 个产业新城。

图 19：公司产业新城布局


数据来源：公司公告，西南证券整理

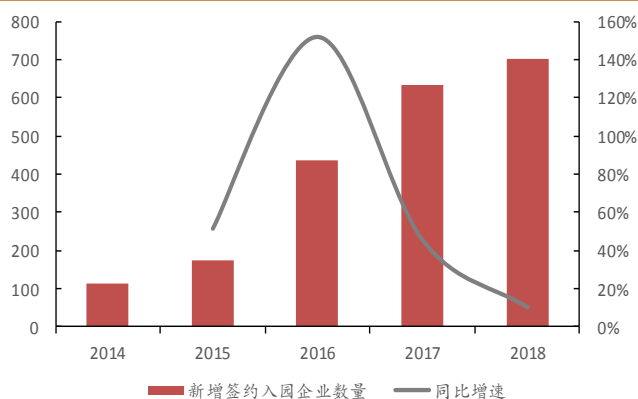
2018 年度新签订 PPP 项目合作协议 18 个，产业新城新签订投资额 1660 亿元，同比增长 0.6%，近两年每年的新增签约额都维持在 1600 亿元以上。与此同时，每年都有大量企业入园，2018 年新增入园企业 702 家，同比增长 10.6%，其中，环北京以外区域新增入园企业 501 家，新增签约投资额 1406 亿元，同比增长 51.8%。公司产业新城业务在环北京以外地区的快速突破，充分印证了公司产业新城模式的可复制性。

图 20：公司 2014-2018 年产业新城新增签约额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司 2014-2018 年产业新城新增入园企业数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：产业新城核心都市圈分布及主要产业

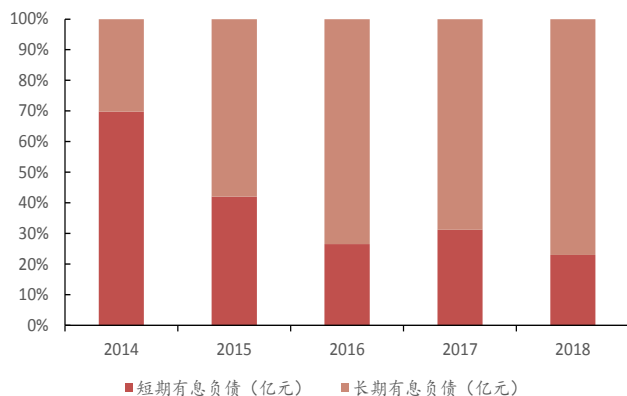
	都市圈	主要产业
高能都市圈	北京	新一代信息技术、文化创意、高端装备、都市消费、航空航天
	石家庄	生物医药、高端装备
	上海	生产性服务业、生物医药
	南京	新能源汽车及零部件、高端装备、新一代信息技术
	杭州	生产性服务业、高端装备、智能网联汽车
	合肥	新一代信息技术、高端装备、新材料
	广州	新一代信息技术、智能制造
	深圳	新一代信息技术、智能制造、生物医药
高潜都市圈	郑州	新一代信息技术、都市消费、高端制造
	武汉	航空航天、汽车、新材料
	成都	新材料、都市消费、高端装备、新一代信息技术
潜力都市圈	长沙	高端装备、生产性服务业
	西安	高端装备、都市消费
	贵阳	新材料、都市消费、大数据
	沈阳	汽车及零部件、高端装备

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 短期有息负债明显减少，单季度现金流持续好转

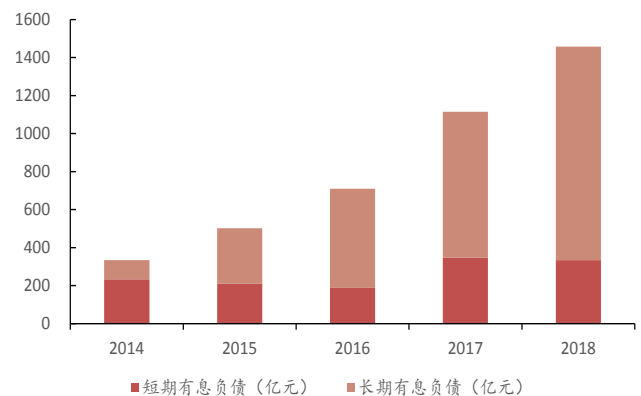
公司 2018 年有息负债为 1456.7 亿元，同比增长 30.7%，短期债务占比从上年的 31% 下降至 19%，短期有息负债（短期借款+一年内到期非流动负债+应付票据）为 334.3 亿元，货币资金对短债覆盖倍数 1.8 倍，长期有息负债（应付债券+长期借款+长期应付款）为 1122.4 亿元。融资方面 2018 年公司发行公募债 120 亿元，私募债 46.1 亿元，短期融资券 50 亿元，海外债券 13.7 亿美元，并具备较宽裕银行授信额度，截至年末共有银行授信 3683 亿元，已使用 605 亿元，剩余额度 3078 亿元。

图 22：公司 2014-2018 年长短期有息负债（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

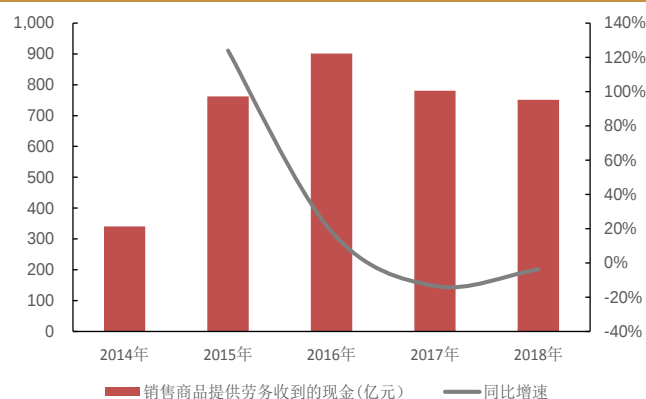
图 23：公司 2014-2018 年长短期有息负债（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

随着与中国平安战略合作的开展，现金流状况较上年度明显改善，2018 年经营性现金流量净额-74.3 亿元，较 2017 年同期的-162.3 亿元有所改善，公司经营性净现金流缺口逐渐缩小，2018 年 Q4 经营活动现金流净额 2 亿元，自 Q2 开始连续三季度转正。

图 24：公司 2014-2018 年销售商品提供劳务收到的现金



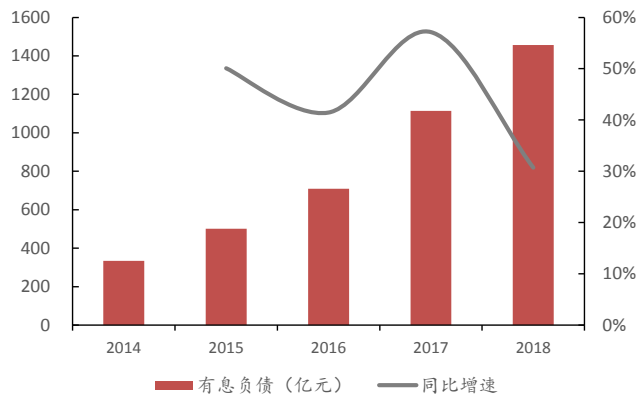
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：公司 2014-2018 年公司经营活动现金流量净额（亿元）

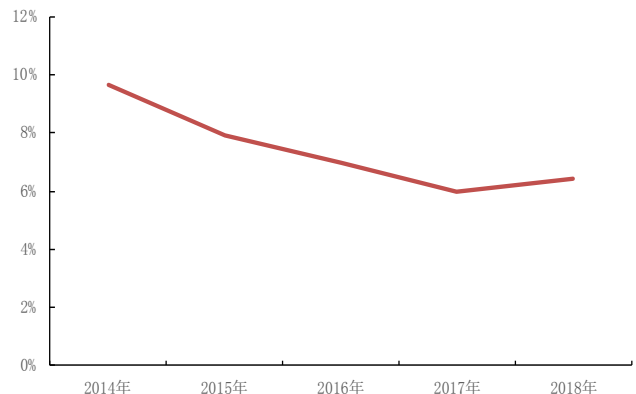


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2014-2018 年加权融资成本总体呈下降趋势，2014-2017 年连续 3 年下降，从 9.64% 降至 5.98%，2018 年小幅上涨 0.44 个百分点至 6.42%，其中银行贷款的平均利息成本 6.15%，债券平均成本为 6.22%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 7.41%。

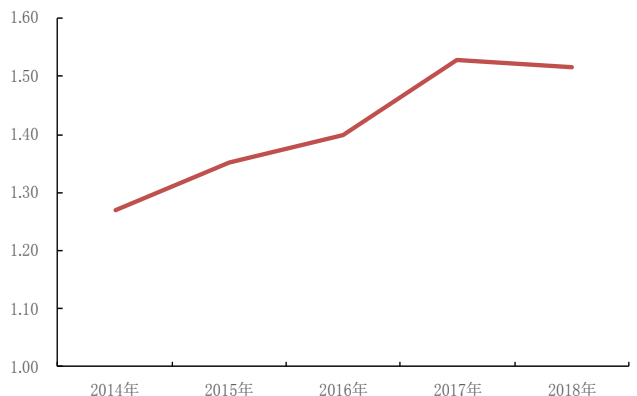
图 26：公司 2014-2018 年有息负债（亿元）及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

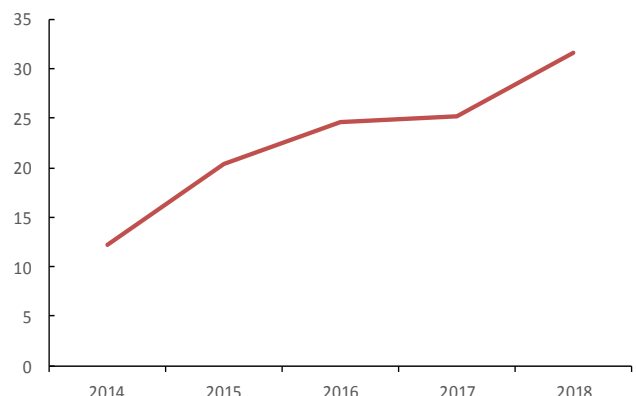
图 27：公司 2014-2018 年加权融资成本


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2014-2018 年流动比率处于上升趋势，2017 年和 2018 年都高于 1.50，分别为 1.53 和 1.52，短期偿债能力持续增强。同时，2014 年以来，公司的长期负债比逐渐增加，2018 年达到 31.64%。

图 28：公司 2014-2018 年流动比率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司 2014-2018 年长期负债占比（%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司结转速度加快，2016-2018 年销售稳步增长，未来结转增速具备保障，保守预计公司 2019-2021 年结算金额的增速分别为 40%、35%以及 25%，毛利率维持稳定；

假设 2：公司产业新城业务板块规模随着园区数量的快速提升以及新增签约额的放量，维持稳步增长，毛利率维持在 75%左右的水平；

假设 3：2019-2021 年，公司其他业务板块维持稳步发展，假设 2019-2021 年土地整理、基础设施建设、综合服务、物业管理服务、酒店俱乐部等其他业务毛利率基本与 2018 年持平；

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2018A	2019E	2020E	2021E
产业发展服务	收入	23,892.0	31059.6	40377.5	52490.7
	增速	3%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	5,417.5	7042.8	10094.4	13122.7
	毛利率	77.3%	77.3%	75.0%	75.0%
城市地产开发	收入	51,547.2	72166.1	97424.2	121780.3
	增速	78%	40.0%	35.0%	25.0%
	成本	36,224.7	50714.6	68464.7	85580.9
	毛利率	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
土地整理	收入	5,331.0	5864.1	6274.6	6588.3
	增速	11%	10.0%	7.0%	5.0%
	成本	4,652.2	5117.4	5475.6	5749.4
	毛利率	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
基础设施建设	收入	213.8	235.2	258.7	284.6
	增速	32%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	188.5	207.4	228.1	250.9
	毛利率	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
综合服务	收入	349.8	360.3	371.1	382.2
	增速	-16%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	296.5	305.4	314.6	324.0
	毛利率	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
物业管理服务	收入	795.8	1193.7	1551.8	2017.4
	增速	72%	50.0%	30.0%	30.0%
	成本	661.4	992.1	1289.7	1676.6
	毛利率	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
酒店、俱乐部及其他	收入	1,274.5	1338.2	1405.1	1475.4
	增速	-12%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1,275.5	1339.3	1406.2	1476.6
	毛利率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他业务	收入	394.4	414.1	434.8	456.6
	增速	17%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1,477.9	1551.8	1629.4	1710.9
	毛利率	-274.7%	-274.7%	-274.7%	-274.7%
合计	收入	83798.6	112631.3	148097.8	185475.4
	增速	41%	34.4%	31.5%	25.2%
	成本	50194.2	67270.7	88902.7	109891.9
	毛利率	40.1%	40.3%	40.0%	40.8%

数据来源：Wind，西南证券

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
601155	新城控股	39.99	4.65	5.69	7.54	9.51	8.6	7.0	5.3	4.2
001979	招商蛇口	21.44	1.93	2.35	2.81	3.20	11.1	9.1	7.6	6.7
000671	阳光城	6.91	0.75	1.02	1.28	1.74	9.2	6.8	5.4	4.0
002146	荣盛发展	10.25	1.74	2.17	2.63	3.18	5.9	4.7	3.9	3.2
平均值							8.8	7.0	6.2	5.0

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 4.98 元、6.73 元、8.92 元。考虑公司作为产业新城和环一二线开发商优质标的，给予公司 2019 年 8 倍估值，对应目标价 39.86 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

销售及园区结算回款低于预期等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	83798.59	112631.30	148097.85	185475.42	净利润	11802.75	15033.10	20313.08	26920.80
营业成本	48918.84	67270.67	88902.69	109891.90	折旧与摊销	1765.97	1236.39	1302.39	1387.39
营业税金及附加	5360.30	7204.63	9473.30	11864.22	财务费用	962.55	1264.60	1088.41	1161.40
销售费用	1882.12	2529.70	3326.28	4165.78	资产减值损失	2525.28	2200.00	2200.00	2200.00
管理费用	8044.85	10136.82	13328.81	16692.79	经营营运资本变动	-28557.28	112691.31	-80376.40	41344.75
财务费用	962.55	1264.60	1088.41	1161.40	其他	4072.92	-2120.22	-2274.70	-2277.48
资产减值损失	2525.28	2200.00	2200.00	2200.00	经营活动现金流净额	-7427.81	130305.18	-57747.23	70736.86
投资收益	1613.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-10061.66	-600.00	-800.00	-1000.00
公允价值变动损益	100.73	67.15	78.34	74.61	其他	5045.11	-3102.13	-2857.69	-2946.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5016.55	-3702.13	-3657.69	-3946.58
营业利润	17871.10	22092.04	29856.71	39573.96	短期借款	-2663.87	-4181.91	0.00	0.00
其他非经营损益	-440.40	15.46	15.46	15.46	长期借款	15959.20	1000.00	1000.00	1000.00
利润总额	17430.70	22107.50	29872.17	39589.42	股权融资	-1035.08	-0.66	0.00	0.00
所得税	5627.96	7074.40	9559.09	12668.61	支付股利	-2659.45	-2349.16	-2992.11	-4043.01
净利润	11802.75	15033.10	20313.08	26920.80	其他	-16091.14	-11164.40	911.59	838.60
少数股东损益	56.95	72.54	98.02	129.90	筹资活动现金流净额	-6490.34	-16696.13	-1080.52	-2204.41
归属母公司股东净利润	11745.79	14960.56	20215.06	26790.90	现金流量净额	-18599.80	109906.92	-62485.44	64585.87
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	47281.78	157188.70	94703.26	159289.13	成长能力				
应收和预付款项	50689.60	55146.16	72820.34	91627.86	销售收入增长率	40.52%	34.41%	31.49%	25.24%
存货	254522.68	235300.40	391021.25	424035.01	营业利润增长率	38.77%	23.62%	35.15%	32.55%
其他流动资产	15466.31	21108.06	27877.28	34471.65	净利润增长率	34.02%	27.37%	35.12%	32.53%
长期股权投资	4242.73	4242.73	4242.73	4242.73	EBITDA 增长率	34.30%	19.39%	31.12%	30.62%
投资性房地产	2246.30	2455.60	2385.84	2409.09	获利能力				
固定资产和在建工程	17736.53	17644.32	17543.10	17432.88	毛利率	41.62%	40.27%	39.97%	40.75%
无形资产和开发支出	5845.07	5576.98	5451.89	5450.79	三费率	12.99%	12.37%	11.98%	11.87%
其他非流动资产	11680.82	14380.34	17110.07	19831.93	净利率	14.08%	13.35%	13.72%	14.51%
资产总计	409711.83	513043.29	633155.76	758791.09	ROE	21.57%	25.65%	26.75%	27.24%
短期借款	4181.91	0.00	0.00	0.00	ROA	2.88%	2.93%	3.21%	3.55%
应付和预收款项	189799.71	282840.07	370031.40	457563.18	ROIC	11.89%	22.44%	38.33%	36.95%
长期借款	53033.18	54033.18	55033.18	56033.18	EBITDA/销售收入	24.58%	21.83%	21.77%	22.71%
其他负债	107981.10	117551.56	132151.74	146377.48	营运能力				
负债合计	354995.90	454424.81	557216.31	659973.85	总资产周转率	0.21	0.24	0.26	0.27
股本	3003.25	3002.59	3002.59	3002.59	固定资产周转率	21.17	22.40	30.04	38.44
资本公积	2353.92	2353.92	2353.92	2353.92	应收账款周转率	3.14	3.30	3.79	3.71
留存收益	30280.09	42891.49	60114.43	82862.32	存货周转率	0.20	0.27	0.28	0.27
归属母公司股东权益	43776.50	47606.51	64829.45	87577.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.64%	—	—	—
少数股东权益	10939.43	11011.97	11109.99	11239.90	资本结构				
股东权益合计	54715.93	58618.48	75939.44	98817.24	资产负债率	86.65%	88.57%	88.01%	86.98%
负债和股东权益合计	409711.83	513043.29	633155.76	758791.09	带息债务/总负债	32.48%	25.11%	21.02%	18.20%
					流动比率	1.52	1.38	1.34	1.32
					速动比率	0.47	0.69	0.45	0.53
					股利支付率	22.64%	15.70%	14.80%	15.09%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	20599.63	24593.03	32247.51	42122.74	每股收益	3.91	4.98	6.73	8.92
PE	7.82	6.14	4.54	3.43	每股净资产	14.58	15.86	21.59	29.17
PB	2.10	1.93	1.42	1.05	每股经营现金	-2.47	43.40	-19.23	23.56
PS	1.10	0.82	0.62	0.50	每股股利	0.89	0.78	1.00	1.35
EV/EBITDA	7.98	1.89	3.39	1.06					
股息率	2.90%	2.56%	3.26%	4.40%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn