

我爱我家 (000560.SZ) 全产业链布局, 存量时代地产服务大有可为

2020年10月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

齐东 (分析师)

陈鹏 (联系人)

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

证书编号: S0790120060038

日期	2020/10/12
当前股价(元)	3.85
一年最高最低(元)	5.40/3.00
总市值(亿元)	90.69
流通市值(亿元)	73.82
总股本(亿股)	23.56
流通股本(亿股)	19.17
近3个月换手率(%)	104.51

● 全产业链房产服务商, 存量时代龙头受益, 首次覆盖给予“买入”评级

我爱我家作为全产业链房产服务商, 公司经纪业务、资管业务、新房代销业务协同发展。房地产市场未来将逐渐进入存量交易时代, 市场容量将稳步提升, 公司作为房地产经纪龙头将受益。预计公司 2020-2022 年营收分别为 96、112、128 亿元, 同比增速分别为-14.2%、16.1%、14.6%; 归母净利润 5.13、8.32、9.51 亿元, 同比增速分别为-37.9%、62.1%、14.2%, 基本每股收益 0.22、0.35、0.40 元, 当前股价对应 PE 分别为 18、11、10 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 经纪业务标准化, 有效提升租售撮合率

目前业务已覆盖北京、上海、杭州、南京等国内 19 个大中型城市, 拥有超过 3400 家门店, 员工近 5 万人。2019 年, 公司二手房业务实现收入 57.19 亿元, 同比增长 4.3%。公司重点城市、核心区域二手买卖市占率保持领先优势, 2019 年北京、杭州、南京、苏州、太原、天津、无锡等城市市占率稳居前三, 其中杭州市场占有率超过 30%。二手房经纪领域市场巨大。长期看, 按照国内存量城镇住宅 3 亿套计算, 假设年化流通率 3%、套均价格 150 万元、中介渗透率 90%、交易佣金率 2% 测算, 测算行业二手交易佣金规模 2430 亿元。

● 新房代销稳定增长

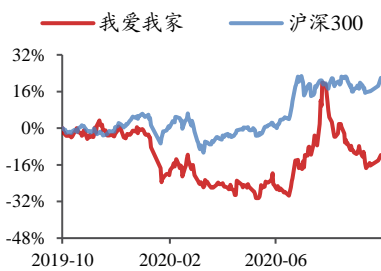
公司新房业务包括代理、分销及电商等模式, “伟业顾问”、“汇金行”、“我爱我家”三大品牌联动, 新房代销业务稳定增长。

● 多业态服务, 资管业务大有可为

1) 房屋资管品牌“相寓”规模增长稳定。截至 2019 年, “相寓”在管规模 27.6 万套, 实现收入 18.72 亿元, 同比增长 13.1%, 全国全年平均出租率达 95%, 全年平均出房周期 12.6 天, 其中 2019 年第四季度平均销控期同比缩短 17%, 运营质量和效率均为行业领先。2) 收购“蓝海购”、商办业务上线官网, 商业全产业链实现打通, 商业地产营销及运营业务得到有效补充。

● **风险提示:** 行业销售规模大幅下滑; 按揭贷款利率大幅上行; 房地产政策收紧。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,692	11,211	9,624	11,175	12,805
YOY(%)	710.9	4.9	-14.2	16.1	14.6
归母净利润(百万元)	631	827	513	832	951
YOY(%)	765.7	31.1	-37.9	62.1	14.2
毛利率(%)	30.2	30.5	28.0	30.6	30.8
净利率(%)	5.9	7.4	5.3	7.4	7.4
ROE(%)	7.3	8.3	5.0	7.5	8.0
EPS(摊薄/元)	0.27	0.35	0.22	0.35	0.40
P/E(倍)	14.4	11.0	17.7	10.9	9.5
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 我爱我家：A 股稀缺的房产经纪企业标的	4
1.1、 我爱我家发展历程悠久	4
1.2、 全产业链房产服务商	4
1.3、 顺利完成业绩承诺	5
2、 二手经纪业务市场容量空间大，IT 助力公司发展	6
2.1、 二手经纪行业市场容量巨大	6
2.2、 围绕“数字化转型”战略积极布局，加强用户转化和粘性	7
2.2.1、“爱看”平台增强经纪知识普及，小区测评提升交易撮合度	7
2.2.2、“查成交”检索功能，走向交易数据公开化、透明化	8
3、 多业态服务，资管业务大有可为	9
3.1、 房屋资管品牌“相寓”规模增长稳定	9
3.2、 收购“蓝海购”、商办业务上线官网，商业全产业链实现打通	11
3.3、 全产业链服务，一体化服务的综合运营商	12
4、 新房业务更为平滑，增长更为稳健	13
5、 盈利预测与投资建议	13
6、 风险提示	14
附：财务预测摘要	15

图表目录

图 1： 我爱我家发展历程悠久	4
图 2： 我爱我家多元化业务布局	5
图 3： 上市公司 2018 年后营业收入增长稳定	5
图 4： 上市公司 2018 年后业绩增长稳定	5
图 5： 2019 年子公司北京我爱我家房地产经纪有限公司收入增速 7%	6
图 6： 2019 年子公司北京我爱我家房地产经纪有限公司业绩增速 16%	6
图 7： 2019 年公司营收中房地产经纪业务占比过半	6
图 8： 2019 年公司各业务毛利率可观	6
图 9： 中国二手房市场交易佣金规模测算	7
图 10： 我爱我家“爱看”平台房产知识普及	8
图 11： 我爱我家“爱看”平台小区测评	8
图 12： 我爱我家“爱看”平台小区测评案例	8
图 13： 我爱我家“查成交”系统推动交易透明化	9
图 14： 我爱我家分散式公寓管理流程图	10
图 15： 我爱我家资管业务模式中租金差非核心盈利点	11
图 16： 蓝海购三年业绩承诺中第一年已经达成	12
图 17： 我爱我家海外热门项目遍布多国	13
图 18： 我爱我家海外资讯内容丰富	13
图 19： 新房代理业务品牌联动	13
图 20： 公司 PE 估值处于过往 5 年低位	14
图 21： 公司 PB 估值处于过往 5 年低位	14

表 1: 我爱我家“爱看”平台小区测评主要指标较为全面	8
表 2: 我爱我家“相寓”三大类型	10
表 3: 我爱我家“相寓”经营模式较为轻资产	11

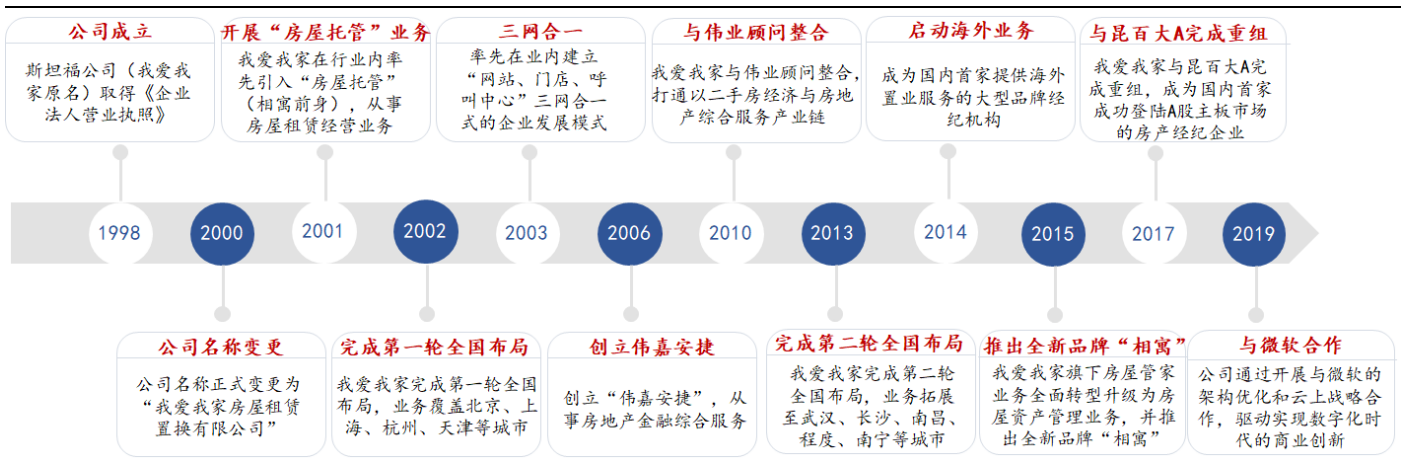
1、我爱我家：A 股稀缺的房产经纪企业标的

1.1、我爱我家发展历程悠久

我爱我家控股集团股份有限公司（以下简称“我爱我家”或公司）是全国领先的房产经纪企业。公司旗下拥有我爱我家、相寓、昆百大、伟业顾问、汇金行、伟嘉安捷等多个专业品牌，提供线上线下一体化的数据顾问、楼盘代理、新房交易、二手房经纪、房屋租赁、住宅资产管理、商业地产运营管理、房地产金融和海外房产交易等房地产全产业链的综合服务。

成立于 1998 年的我爱我家，于 2003 年开始使用“网站、门店、呼叫中心”三网合一的企业发展模式。2006 年，公司开始涉及地产金融领域，创立了“伟嘉安捷”。2010 年，我爱我家和“伟业顾问”整合，打通了二手经纪与房地产综合服务的产业链。2013 年，公司完成第二轮全国布局，业务覆盖了北京、上海、杭州、天津、武汉、长沙、南昌、成都、南宁等城市。2015 年，公司推出了全新品牌相寓，将房屋管家业务全面转型升级为房屋资产管理业务。2017 年，公司与昆百大完成了重组，成为国内首家成功登陆 A 股主板的房产经纪企业。

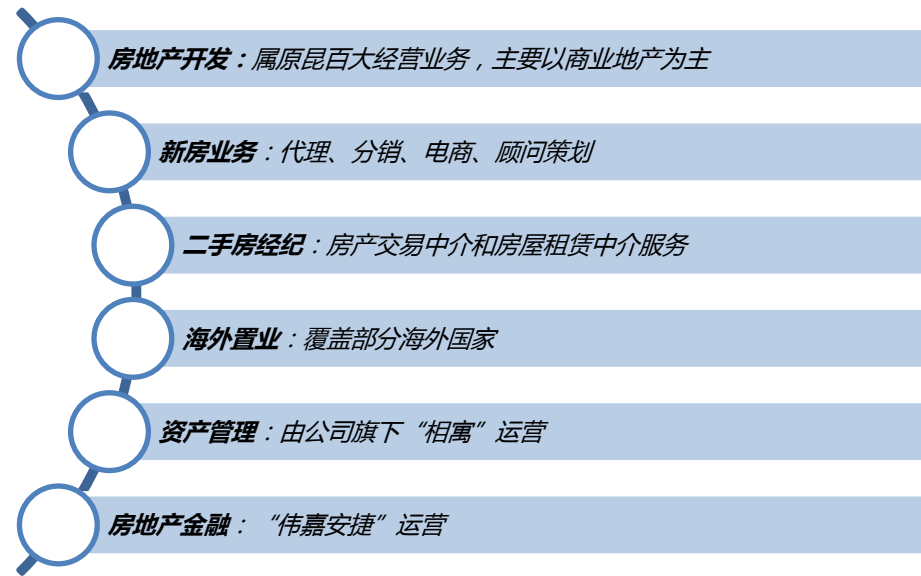
图1：我爱我家发展历程悠久



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、全产业链房产服务商

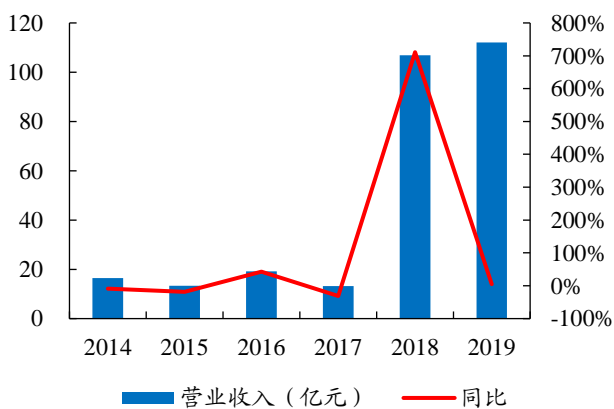
我爱我家目前业务板块涵盖房地产开发、新房代理、二手房经纪业务、房屋资产管理业务以及金融服务，是全产业链、全周期的房产服务商。

图2：我爱我家多元化业务布局


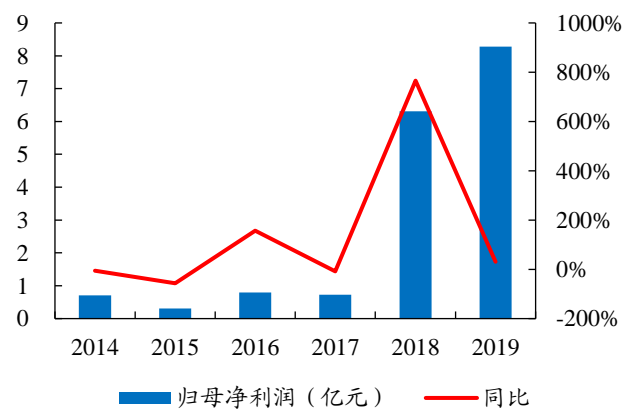
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、顺利完成业绩承诺

我爱我家与昆百大实施重大资产重组时，2017-2019年业绩承诺分别为累计扣非后归母净利润分别为5亿元、11亿元及18亿元，即2017年-2019年分别实现净利润为5亿元、6亿元、7亿元。公司2019年实现归母净利润7.76亿元，同比增长16%，2017-2019年，在政策趋严、趋紧的背景下，北京我爱我家房累计扣非归母净利润实现18.75亿元，业绩承诺达成率104.17%，顺利完成业绩承诺。

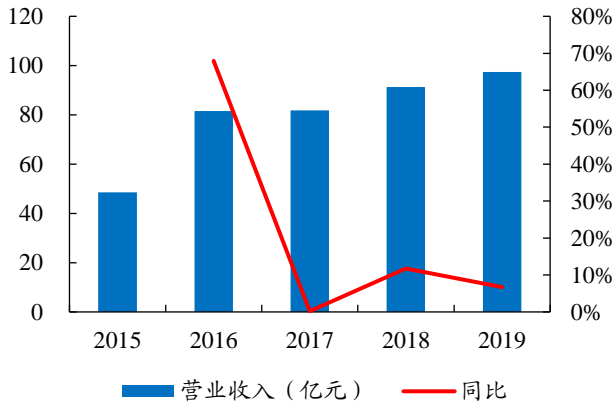
图3：上市公司2018年后营业收入增长稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注2018年前为昆百大A）

图4：上市公司2018年后业绩增长稳定


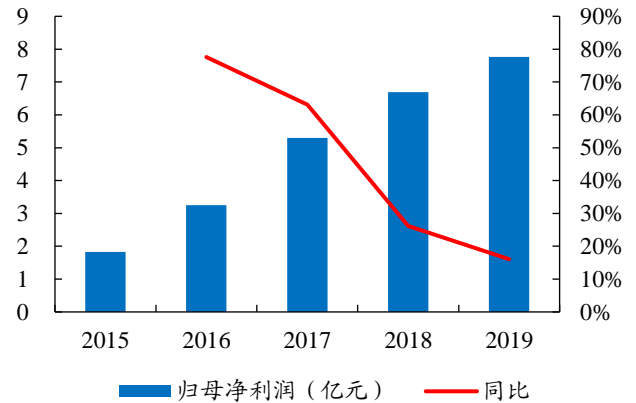
数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注2018年前为昆百大A）

图5: 2019 年子公司北京我爱我家房地产经纪有限公司收入增速 7%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

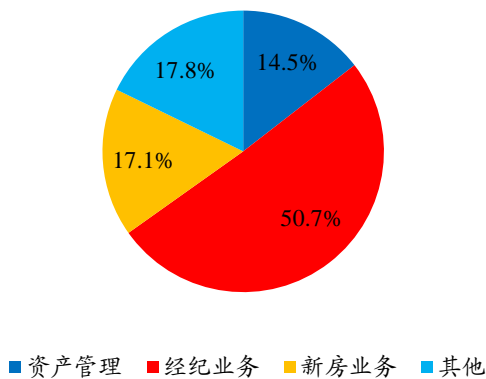
图6: 2019 年子公司北京我爱我家房地产经纪有限公司业绩增速 16%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

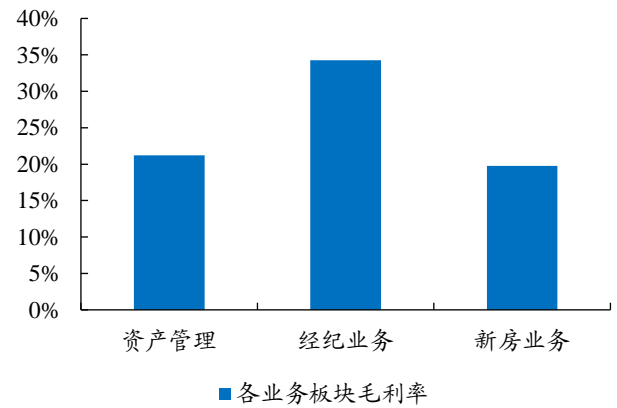
房地产经纪业务仍是公司主要收入来源。截至 2019 年末, 公司房地产经纪业务贡献收入占比 50.7%; 新房代理业务发展最快, 已占到总营收的 17.1%; 资产管理业务正在稳定增长, 占总营收的 14.5%; 其他板块业务包括产品销售、商业租赁及服务、旅游、物业服务等, 占总营收的 17.8%。

图7: 2019 年公司营收中房地产经纪业务占比过半



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2019 年公司各业务毛利率可观



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、二手经纪业务市场容量空间大, IT 助力公司发展

2.1、二手经纪行业市场容量巨大

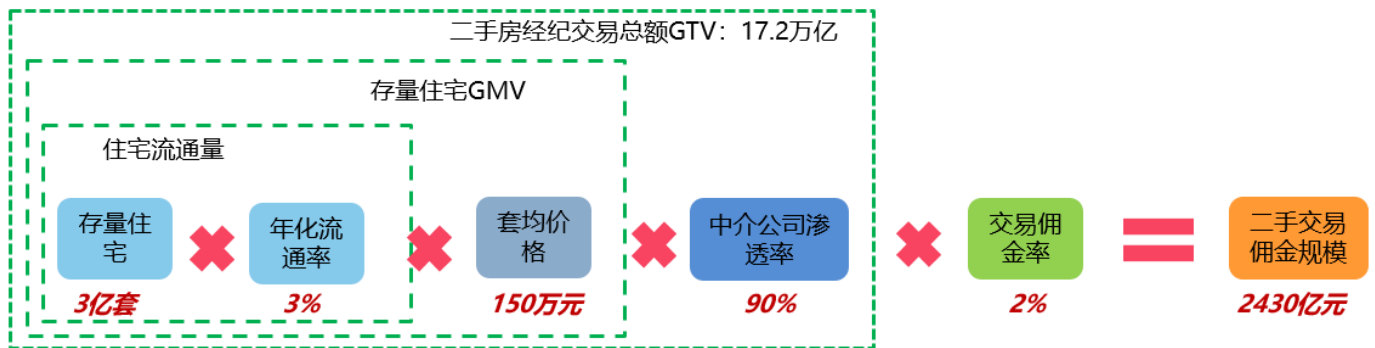
2019 年, 公司二手房业务实现收入 57.19 亿元, 同比增长 4.3%。公司重点城市、核心区域二手买卖市占率保持领先优势, 2019 年北京、杭州、南京、苏州、太原、天津、无锡等城市市占率稳居前三, 其中杭州市场占有率超过 30%, 连续三年排名

第一。我们预计公司未来会加速布局，未来有望在核心城市进一步增加市占率。

目前公司业务覆盖北京、杭州、上海、南京、苏州、天津、太原、南昌、成都、武汉、郑州、东莞、深圳等国内 20 个主要一、二线城市，门店总数超过 3400 家，覆盖 7 万多个社区，拥有员工近 5 万人。

二手房经纪领域市场巨大。长期看，按照国内存量城镇住宅 3 亿套计算，假设年化流通率 3%、套均价格 150 万元、中介渗透率 90%、交易佣金率 2% 测算，测算行业二手交易佣金规模 2430 亿元。考虑还有租房业务，预计经纪行业整体佣金规模约 2600-2700 亿元。由于经纪行业主要按照比例计算佣金，伴随房价上涨，二手房交易佣金也会跟随上升。

图9：中国二手房市场交易佣金规模测算



资料来源：公司公告、开源证券研究所

此前我爱我家在城市拓展和门店扩张上较为审慎，我们认为主要是由于公司在经营思路更偏重利润导向。从近两年公司的发展脉络看，我们发现公司在 IT 上投入较大，未来在消费者体验上将有显著改善。公司在数字化转型方面成果明显，VR 看房、AI 讲房、选房卡、爱聊助手、大数据房屋估价、小区测评报告、智能推荐、我家繁星、5i 学习等技术产品和工具陆续上线。

2.2、围绕“数字化转型”战略积极布局，加强用户转化和粘性

围绕“数字化转型”战略，公司积极战略布局，2019 年研发投入 7933 万元（2019 年比 2018 年增加 27.01%），2020 年 1-6 月研发投入 3995 万元。2020 年上半年，IT 团队新增 82 人，人数达到 486 人，占控股总部总人数的 73%，加上杭州、南京、上海的 IT 技术人员，全国合计有 700 人左右，已经形成一个业内较有竞争力的团队。

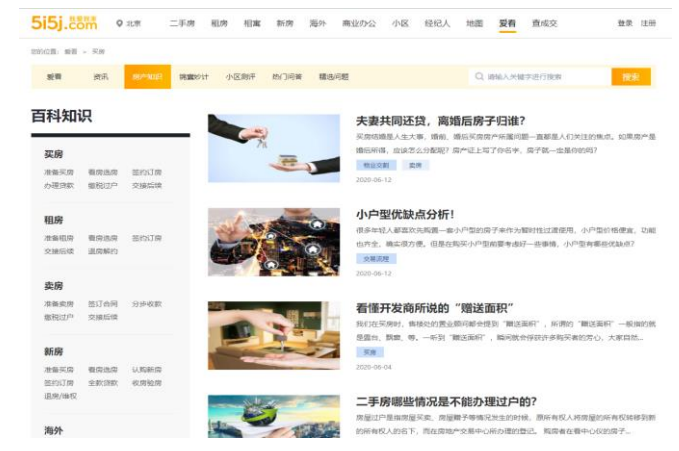
相对于行业同类公司，我爱我家还提供了一些独特内容，我们认为尤其以“爱看”平台和“查成交”检索功能，将能大大增强用户转化和粘性。

2.2.1、“爱看”平台增强经纪知识普及，小区测评提升交易撮合度

公司在官网上单独开辟“爱看”平台，内容涵盖政策解读、资讯、房产知识普及、小区测评、精选问题等；有效提升出租人及承租人对经纪知识的认知，同时小

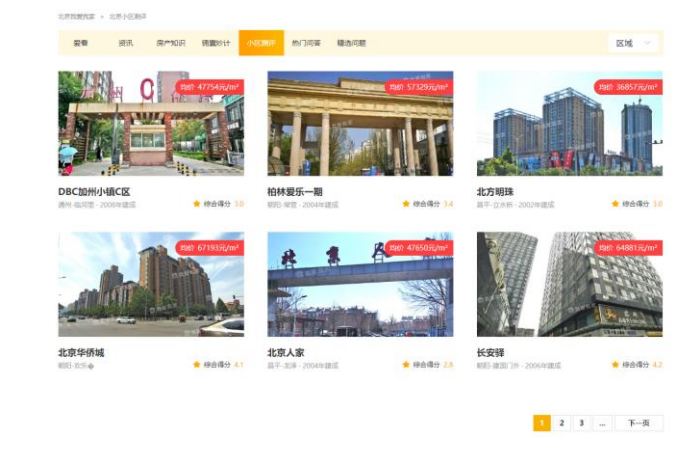
区测评涵盖交通、硬件、生活、物业等方面，以更专业的角度解读房产价值。

图10: 我爱我家“爱看”平台房产知识普及



资料来源: 公司官网

图11: 我爱我家“爱看”平台小区测评



资料来源: 公司官网

图12: 我爱我家“爱看”平台小区测评案例



资料来源: 公司官网

表1: 我爱我家“爱看”平台小区测评主要指标较为全面

领域	细分标准
小区内部环境得分	硬件条件: 结构、门禁安保、户型、垃圾存放、康体设施、绿化、电梯、车位、市政配套 物业水平: 卫生
小区周边环境得分	交通条件: 自驾、公交 生活配套: 购物餐饮、便民、医疗、教育

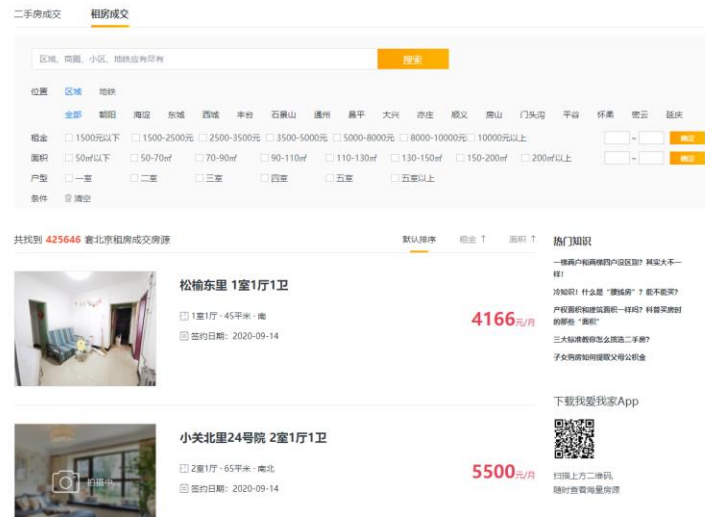
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

2.2.2、“查成交”检索功能，走向交易数据公开化、透明化

公司官网还提供了“查成交”检索功能，可以及时查询各个区域内过往的二手房成交价格、租房成交价格。公司具备完备的大数据系统，将平台交易数据公开化、

透明化，这是公司具备规模效应后的独特优势，这对交易双方在交易撮合时具备较好的参考价值，有利于增强平台的客户黏性。

图13: 我爱我家“查成交”系统推动交易透明化



资料来源：公司官网

2020年上半年，我爱我家网总UV（访客）到有效商机的转化率提升至2.28%，6月份，我爱我家官网的PV（总浏览量）同比提升28%，自有流量逐年攀升，且增速在加快，官网日活跃用户数39.8万，环比提升4%；整体访问量在上半年持续上涨，其中PC端11.95万，环比提升2.03%；WAP端14.8万，环比提升7.82%；APP端13.0万，环比提升1.71%；除了活跃度的不断提升，官网佣金贡献率自2019年9月首次超过外网后，保持稳步提升。

3、多业态服务，资管业务大有可为

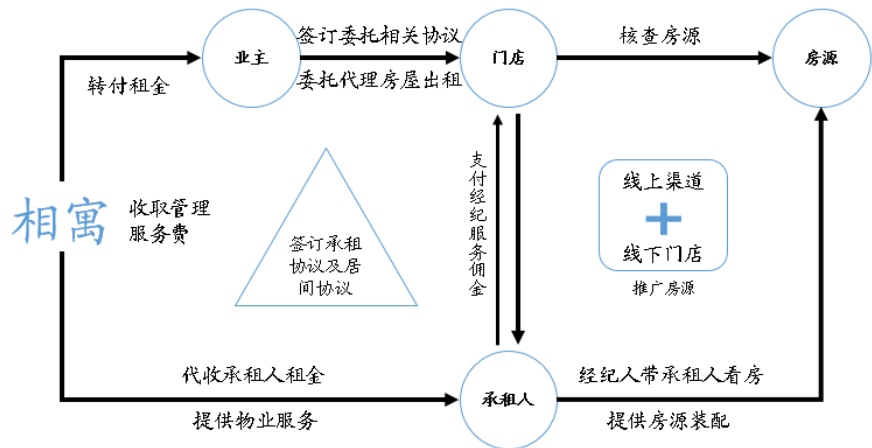
3.1、房屋资管品牌“相寓”规模增长稳定

我爱我家不断拓展自身的物业管理业务。公司房屋资产管理品牌“相寓”，是国内经营时间最长，管理规模最大，管理经验最为丰富的专业租赁经营机构之一。公司住宅资产管理业务分为分散式公寓管理（相寓 HOME、相寓 ROOM、相寓 INN）和集中式公寓管理（相寓 PARK）两种模式。

截至2019年，“相寓”在管规模27.6万套，实现收入18.72亿元，同比增长13.1%，全国全年平均出租率达95%，全年平均出房周期12.6天，其中2019年第四季度平均销控期同比缩短17%，运营质量和效率均为行业领先。

公司资产管理品牌“相寓”首先受业主委托，从业主端获取房源，为业主提供房租托管服务；同时公司从事的新房代理、二手经纪业务使得公司本身具备一定的C端资源，能够更有效、更全面对接C端租客。

图14: 我爱我家分散式公寓管理流程图



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

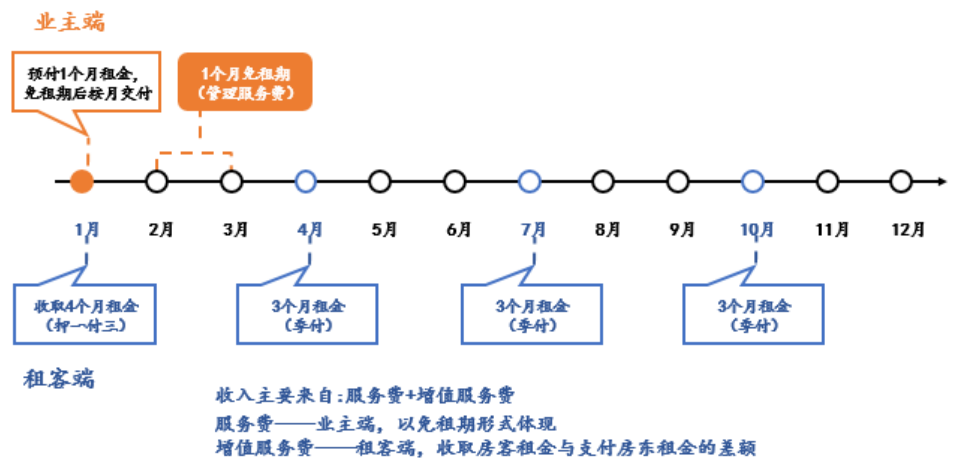
“相寓”模式主要有“装修相寓”、“普通相寓”、“随心租相寓”三大类型，满足不同业主出租需求，业主选择不同的模式收益也有所差异。“装修相寓”、“普通相寓”模式下，业主坐享出租收益，即便期间有房屋空置现象，也不会影响收益；而“随心租相寓”仅将房屋出租权与管理权委托给相寓，收益端相对浮动。从实际运营过程中，“普通相寓”占比较高，轻资产的模式使得公司不需要垫付太多的装修改造成本就可以获得收益，安全性较高。

表2: 我爱我家“相寓”三大类型

类型	是否装修改造	业主收益
装修相寓	对房屋进行综合评定，并以评分作为依据，对房屋进行相应的装修改造	坐享出租收益，即便期间有房屋空置现象，也不会影响收益
普通相寓	房屋装修较为精致，没有必要重新装修，或希望破坏原有装修	坐享出租收益，即便期间有房屋空置现象，也不会影响收益
随心租相寓	仅将房屋出租权与管理权委托给相寓的模式	不保证稳定的房租收益，若出现空置现象，则相寓不支付租金

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

盈利模式: 租金差不是公司的核心盈利点，公司主要面向业主端收费，业主以1个月免租期的方式给予公司服务费。公司赚取的利润为免租期内对租客收取的租金，能否盈利取决于公司的周转效率，而非租金差。

图15: 我爱我家资管业务模式中租金差非核心盈利点


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

与其他长租产品不同的是, “相寓” 存在几方面优点:

(1) 赢利模式针对业主而非租客。“相寓” 服务费收取对象是业主, 竞争对手通常采用业主、租客两端收费的方式。

(2) 租金价较小, 出租率有保障。“相寓” 的租金差小于其他产品, 公司盈利并非以租金差为导向, 这样就可以保障房源租金更具备竞争力, 有助于控制空置率。

(3) 租期较短, 业主更愿意提供房源。“相寓” 将委托期设定在 1-3 年之间, 这更加方便业主, 而市场上其它主流品牌的委托期限大多在 3-5 年左右。

(4) 基本不做装修, 减少资本开支。“相寓” 则基本根据房屋现有状况进行小幅改造而非重新装修, 资产更轻, 减少资金投入。目前公司采用模式以“普通相寓” 为主, “普通相寓” 主要会选择装修较好、地段佳的小区, 基本不需要投入装修成本。

表3: 我爱我家“相寓”经营模式较为轻资产

对比维度	相寓	市场其他竞品
核心客群	业主	租客
服务费收取对象	业主端	业主、租客两端
租金差价	小	较大
委托期限	1-3 年	3-5 年
装配要求	根据业主诉求	变化房屋结构、标准化装修
资产单位	套	间
成本	无需投入过多资金	硬装、改造投入大量资金
典型企业	相寓	自如、优客逸家、蛋壳公寓等

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

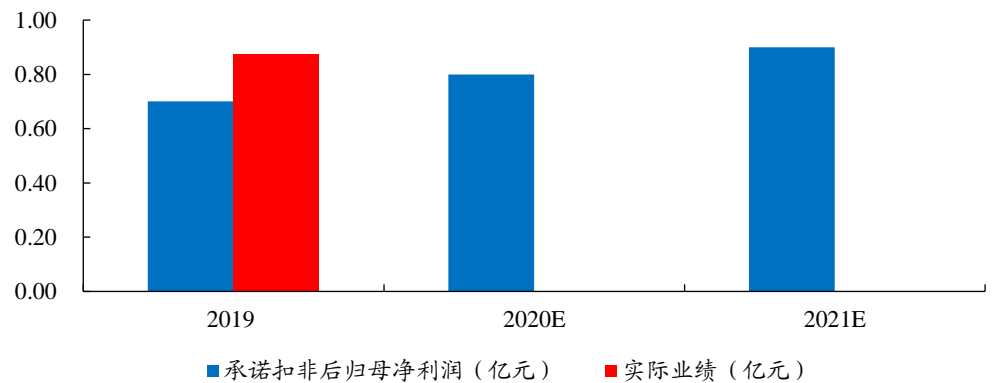
3.2、收购“蓝海购”、商办业务上线官网, 商业全产业链实现打通

2019年上半年，公司收购蓝海购100%股权，交易对价5.6亿元。蓝海购为国家级高新技术企业、双软企业，涵盖房地产租售、商业地产运营、星级酒店连锁等业务板块。收购时蓝海购给出的业绩承诺是2019-2021年扣非后累计归母净利润分别不低于7000万元、15000万元、24000万元。2019年，蓝海购新项目主要聚焦社区商业、公寓等商业地产的包销业务，在公司品牌加持、资金投入、渠道共享、技术赋能等支持下，实现扣非归母净利润8735万元，业绩达成率124.78%。

2019年，公司商业资产运营品牌“昆百大”专注于大型购物中心的运营管理，运营项目7个，管理面积约40万平方米，自持面积约24万平方米，管理商业项目品牌包括昆明百货大楼新纪元店、新天地、新西南、新都会、国际派、大理泰业、昆明走廊等。

公司收购蓝海购后，商业地产营销及运营业务得到有效补充，为公司在商业地产领域的未来发展奠定基础。

图16: 蓝海购三年业绩承诺中第一年已经达成



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、全产业链服务，一体化服务的综合运营商

全球视野，业务拓展至海外市场。目前我爱我家海外业务已经覆盖美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、迪拜、希腊、日本、英国、泰国、马来西亚等十几个国家和地区。为了有效整合海外房源和当地房产经纪人资源，公司计划在海外多外开设城市分站。截至2020年上半年，公司开设海外城市公司6家。

海外分公司与国内落地城市站通过外部合作网络及线上运营系统开展业务联动，向海外业务客户提供房屋交易全流程、一站式服务。2020年疫情期间，公司通过一对一专属服务、线上VR看房、远程在线直播、录播看房，远程交易过户支持等线上化手段，帮助客户实现从咨询、看房、选房、交易到最终过户的顺利完成。2020年上半年，海外事业部组织国内和海外的分公司进行直播服务99场，吸引超过182万次观看。

图17: 我爱我家海外热门项目遍布多国



资料来源: 公司官网

图18: 我爱我家海外资讯内容丰富

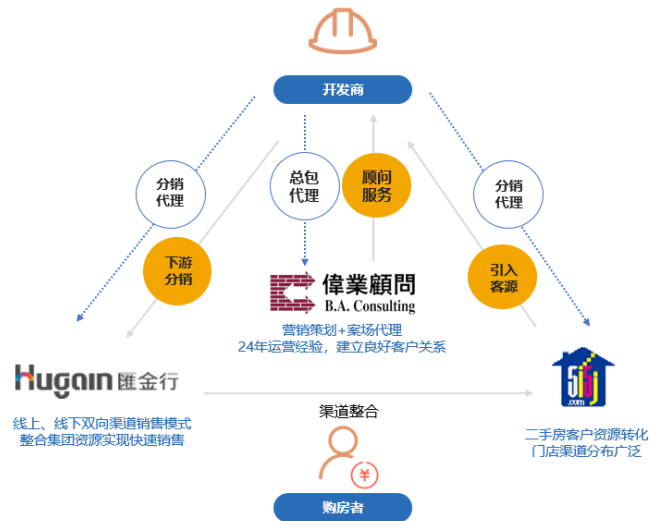


资料来源: 公司官网

4、新房业务更为平滑，增长更为稳健

我爱我家的新房代理业务包括顾问服务和代销服务。顾问服务方面，开发商将营销策划、案场代理等营销工作总包代理给“伟业顾问”，“伟业顾问”通过提供顾问服务收取佣金。代理销售方面，公司采取代理、分销及电商等模式，由“汇金行”整合集团资源实现快速销售。其中分销模式指基于“我爱我家”二手门店和二手门店经纪人进行一手房产的销售，是目前我爱我家城市布局、需求及用量发展最为迅速的模式。“伟业顾问”、“汇金行”、“我爱我家”三大品牌联动，为开发商提供全面的新房代理服务，集团全产业链布局的优势显现。

图19: 新房代理业务品牌联动



资料来源: 公司官网

5、盈利预测与投资建议

我爱我家营收主要由经纪业务、新房业务、资产管理、商品销售、商业租赁等

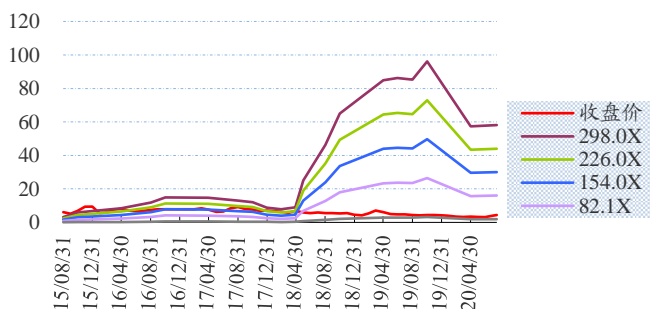
业务构成，2019 年经纪业务、新房业务、资产管理业务收入占比达 51.0%、17.0%、16.7%。受疫情影响，公司上半年业绩增长放缓。2020 年上半年，公司预计实现归母净利润 0.40 亿元，同比减少 89.39%。

分业务看，经纪业务受疫情影响严重，尽管公司积极通过新媒体等多渠道蓄房蓄客，并推出 VR 带看、线上签约等功能实现线上购房服务闭环，但房地产经纪业务完全离开线下服务短期内仍较难推进。我们预计 2020-2022 年经纪业务收入增速分别为-25%、20%、20%；

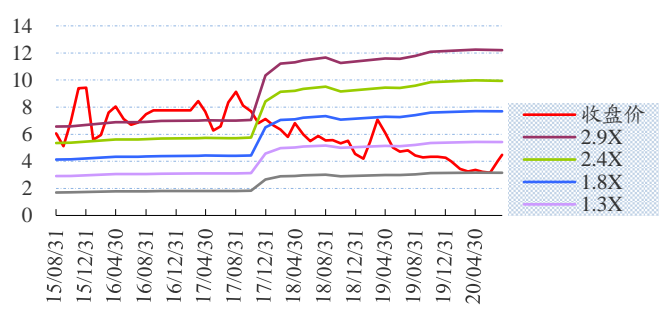
新房业务主要与开发商进行协商合作，开发商竣工节奏受到疫情影响，但影响幅度弱于二手房经纪业务，我们预计 2020-2022 年收入增速分别为-5%、20%、20%；

资产管理业务发展稳健，预计 2020-2022 年收入增速分别为-5%、10%、10%；

我爱我家作为全产业链房产服务商，公司经纪业务、资管业务、新房代销业务协同发展。房地产市场未来将逐渐进入存量交易时代，市场容量将稳步提升，公司作为房地产经纪龙头将受益。预计公司 2020-2022 年营收分别为 96、112、128 亿元，同比增速分别为-14.2%、16.1%、14.6%；归母净利润 5.13、8.32、9.51 亿元，同比增速分别为-37.9%、62.1%、14.2%，基本每股收益 0.22、0.35、0.40 元，当前股价对应 PE 分别为 18、11、10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图20: 公司 PE 估值处于过往 5 年低位


数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 公司 PB 估值处于过往 5 年低位


数据来源: Wind、开源证券研究所

6、风险提示

- 1) 行业销售规模大幅下滑: 行业销售规模整体下滑, 房企销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行: 按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升, 对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧: 政策大幅收紧, 则房地产销售将承压, 带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行: 房地产企业资产负债率较高, 资金成本上行将导致财务费用大幅增加, 侵蚀利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8478	9147	8916	10656	10781
现金	2212	2508	2441	3018	2706
应收票据及应收账款	1087	1338	743	976	994
其他应收款	1158	956	859	1248	1166
预付账款	597	833	1000	1128	1006
存货	597	519	547	561	705
其他流动资产	2827	2994	3326	3725	4204
非流动资产	9890	10345	10213	10370	10844
长期投资	92	92	91	90	90
固定资产	421	356	236	212	180
无形资产	1413	1467	1687	1952	2171
其他非流动资产	7965	8430	8198	8116	8404
资产总计	18369	19492	19129	21026	21626
流动负债	7351	7486	6856	8081	7889
短期借款	926	1671	1299	1485	1392
应付票据及应付账款	368	422	502	533	650
其他流动负债	6057	5393	5055	6064	5848
非流动负债	1525	1656	1558	1466	1387
长期借款	334	463	366	273	195
其他非流动负债	1191	1193	1192	1193	1192
负债合计	8876	9142	8414	9547	9277
少数股东权益	86	171	189	217	248
股本	2356	2356	2356	2356	2356
资本公积	5548	5556	5556	5556	5556
留存收益	1497	2099	2512	3178	3937
归属母公司股东权益	9406	10178	10527	11263	12101
负债和股东权益	18369	19492	19129	21026	21626

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	805	1185	1587	1240	1039
净利润	696	855	531	860	983
折旧摊销	613	670	760	384	450
财务费用	171	199	246	260	289
投资损失	-39	-43	-41	-42	-41
营运资金变动	-608	-504	171	-124	-539
其他经营现金流	-27	7	-81	-99	-102
投资活动现金流	-2091	-666	-519	-394	-784
资本支出	686	536	-87	-43	265
长期投资	-578	22	1	1	1
其他投资现金流	-1983	-108	-605	-437	-518
筹资活动现金流	1657	-402	-1136	-269	-566
短期借款	525	745	-373	186	-93
长期借款	-936	129	-97	-93	-78
普通股增加	730	0	0	0	0
资本公积增加	541	7	0	0	0
其他筹资现金流	797	-1283	-667	-362	-395
现金净增加额	371	117	-67	577	-312

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10692	11211	9624	11175	12805
营业成本	7464	7790	6929	7760	8868
营业税金及附加	78	77	66	77	88
营业费用	971	999	857	995	1140
管理费用	1031	1082	929	1078	1236
研发费用	0	4	3	4	4
财务费用	171	199	246	260	289
资产减值损失	45	-1	20	11	20
其他收益	52	79	95	105	115
公允价值变动收益	-37	74	18	46	32
投资净收益	39	43	41	42	41
资产处置收益	-1	-0	-0	-0	-0
营业利润	987	1163	728	1182	1349
营业外收入	26	41	23	30	32
营业外支出	18	15	13	15	14
利润总额	995	1189	738	1197	1367
所得税	299	334	207	336	384
净利润	696	855	531	860	983
少数股东损益	65	28	17	28	32
归母净利润	631	827	513	832	951
EBITDA	1635	1935	1552	1617	1849
EPS(元)	0.27	0.35	0.22	0.35	0.40

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	710.9	4.9	-14.2	16.1	14.6
营业利润(%)	928.2	17.8	-37.4	62.4	14.2
归属于母公司净利润(%)	765.7	31.1	-37.9	62.1	14.2
获利能力					
毛利率(%)	30.2	30.5	28.0	30.6	30.8
净利率(%)	5.9	7.4	5.3	7.4	7.4
ROE(%)	7.3	8.3	5.0	7.5	8.0
ROIC(%)	5.7	6.9	4.4	6.5	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	48.3	46.9	44.0	45.4	42.9
净负债比率(%)	8.9	4.9	-1.4	-5.5	-4.0
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	9.8	9.2	9.2	13.0	13.0
应付账款周转率	9.1	19.7	15.0	15.0	15.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.35	0.22	0.35	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.50	0.67	0.53	0.44
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.32	4.47	4.78	5.14
估值比率					
P/E	14.4	11.0	17.7	10.9	9.5
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.1	4.4	5.0	4.5	4.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn