2021年03月31日 证券研究报告•2020年年报点评 万 科A (000002)房地产 买入 (维持)

当前价: 30.00 元

目标价: ——元(6个月)



开发经营并行发展, 持续挖掘管理红利

投资要点

- 经营业绩稳健提升,财务状况健康发展。2020 年公司实现营收 4191.1 亿元(+13.9%),实现归母净利润 415.2 亿元(+6.8%)。公司负债结构健康,2020年现金短债比为 1.8,净负债率 18.1%,仅扣除预收后的资产负债率达 70.4%略超红线,预计明年将全部转绿。公司融资成本稳居行业低位,信用评级位居行业第一梯队。2020 年公司的毛利率由于结算项目结构原因,下降 4.6pp 至22.7%,预计未来随着项目地货比的降低,未来有望触底。
- 开发业务:销售践行城市深耕,探寻 TOD&城市更新业务蓝海。2020 年公司住宅销售金额实现 7041 亿元 (+11.6%),公司践行城市深耕战略,在 43 个城市销售额位居前三,销售均价保持平稳。2020 年公司新增土储建面 3367 万方,楼面价 6710 元/平,公司地价保持平稳且聚焦核心城市,重点城市群项目建面占比达 86.6%,公司土储保持合理,可供开发 2-3 年。公司重点突破 TOD 和城市更新业务,TOD 方面,公司已跑通"TOD 四类开发模式",持续提升综合开发和运营能力;城市更新方面,公司坚持改造经营并重,推动项目焕发活力。
- 物业业务: 耕耘三大空间赛道, 致力成为科技服务企业。万科物业改名万物云, 定位为空间科技服务商, 2020年实现全口径营收 182亿元(5年 CAGR 达 34%), 在管面积 5.66 亿方, 其中 47%来自于非万科系, 公司营收及在管规模均位居行业首位, 竞争优势明显。公司业务布局不断完善, 持续布局社区、商企及城市服务赛道, 公司住宅物业服务、商业物业与设施服务、城市服务、社区生活服务和万物成长业务, 分别贡献了 55%、29%、6%、5%和 5%的营收。万物云积极开展数字化建设, 开展 BpaaS 服务、智能硬件、空间 OS 及产品解决方案等4类业务, 为物业合作伙伴提供科技赋能。公司已服务 3051 个住宅物业项目、1700 个商业物业项目、16 个智慧城市项目、54 个物业合作伙伴、连接超 2200万位社区用户, 公司未来业务拓展空间广阔。
- 多元业务: 渐入佳境,成为细分领域龙头。1) 印力集团: 2020 年在疫情的冲击下,公司商业运营实现营收 63 亿元,新开业商业面积达 129 万方,在管面积达 1425 万方(其中包括已开业面积 990 万方;在建及规模面积 435 万方),营收和在管面积规模已进入 top3; 2) 万纬物流: 2016-2020 物流可租售面积由 147 万方增至 1148 万方(5 年复合增长率 50.8%),2020 年万纬物流营收达 18.7 亿元(+37%),公司已成为国内物流地产龙头,未来仍有较大增长空间; 3) 万科油寓: 2020 年万科泊寓开业规模位居全国第一,累计开业 14.2 万间,已开项目整体出租率>95%,营业收入达 25 亿元(+72.3%),仍在积极探索盈利模式。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速为 12.63%,
 考虑到公司深度挖掘行业管理红利,非房业务行业领先,维持"买入"评级。
- 风险提示: 竣工交付低于预期, 销售及回款不及预期, 多元拓展不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	419111.68	473987.82	538148.98	605535.37
增长率	13.92%	13.09%	13.54%	12.52%
归属母公司净利润(百万元)	41515.54	47123.46	53390.90	59317.97
增长率	6.80%	13.51%	13.30%	11.10%
每股收益 EPS(元)	3.57	4.06	4.60	5.11
净资产收益率 ROE	16.95%	16.51%	16.25%	15.74%
PE	8	7.4	6.5	5.9
РВ	1.00	0.86	0.74	0.65

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679 邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠 电话: 13003109597 邮箱: cth@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)	116.18
流通 A 股(亿股)	97.18
52 周内股价区间(元)	25.16-33.5
总市值(亿元)	3,485.32
总资产(亿元)	18,691.77
每股净资产(元)	19.32

相关研究

- 万科A(000002): 住宅开发探寻蓝海领域,物业管理打造赋能平台 (2021-02-24)
- 2. 万科 A (000002): 销售增速由负转正, 物业公司更名彰显雄心 (2020-11-03)
- 3. 万科 A (000002): 主业稳健显峥嵘, 多元业务露山水 (2020-08-28)
- 4. 万科 A (000002): 资源能力双突破,平台巨头雏形显现 (2020-08-10)



盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司房地产业务 2021-2023 年结算收入增速分别为 12.5%/13%/12%, 毛利率维持 30%。

假设 2: 公司物业管理业务 2021-2023 年收入增速分别为 26%/24%/22%, 毛利率分别 为 18.5%/19%/19%。

假设 3: 公司其他业务 2021-2023 年收入增速为 25%/23%/20%, 毛利率维持 66.9%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 1:分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	收入	400449	450505	509070	570159
房地产开发	增速	13.6%	12.5%	13.0%	12.0%
	毛利率	29.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	收入	15432	19445	24111	29416
物业管理	增速	21.5%	26.0%	24.0%	22.0%
	毛利率	18.3%	18.5%	19.0%	19.0%
	收入	3231	4038	4967	5961
其他业务	增速	27.2%	25.0%	23.0%	20.0%
	毛利率	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%
合计	收入	419112	473988	538149	605535
	增速	13.9%	13.1%	13.5%	12.5%
	毛利率	29.2%	29.8%	29.8%	29.8%

数据来源:公司公告, WIND, 西南证券

预测与评级:

预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速为 12.63%, 考虑到公司深度挖掘行业管理 红利, 非房业务行业领先, 维持"买入"评级。

风险提示:

竣工交付低于预期, 销售及回款不及预期, 多元拓展不及预期。

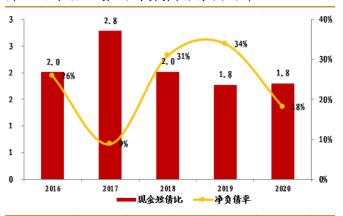


图 1: 2020 年公司营收大幅增长 14%至 4191 亿元



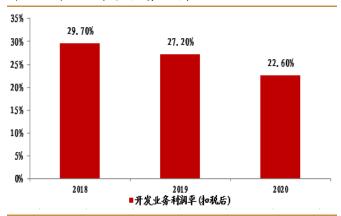
数据来源:公司公告,西南证券整理

图 3: 公司现金短债比和净负债率维持绿档水平



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 5: 公司 2020 年开发业务毛利率 22.6%



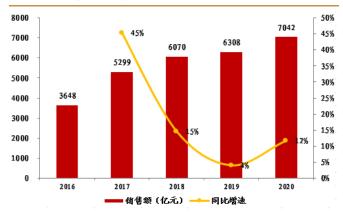
数据来源:公司公告,西南证券整理

图 2: 2020 年公司归母净利润增长 6.8%至 415 亿元



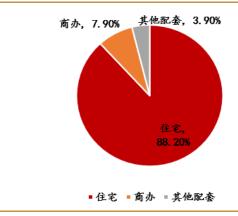
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 2020 年公司销售额增长 12%至 7042 亿元



数据来源:公司公告,西南证券整理

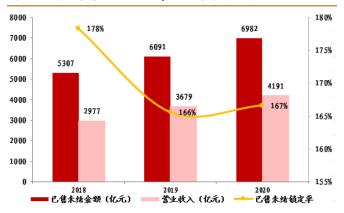
图 6: 2020 年公司销售额的 88.2%来自于住宅



数据来源: 公司公告, 西南证券整理



图 7: 公司已售未结金额充足,锁定未来营收增长



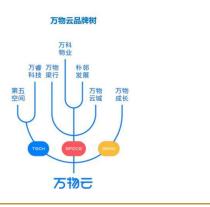
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司打造了一批优质 TOD 标杆项目



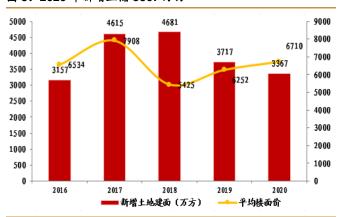
数据来源:公司业绩会,西南证券整理

图 11: 万物云品牌树业务丰富



数据来源:公司业绩会,西南证券整理

图 8: 2020 年新增土储 3367 万方



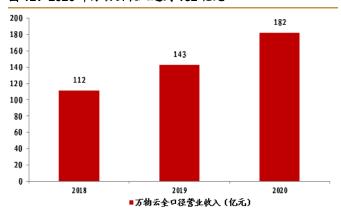
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 公司城市更新业务独具特色



数据来源:公司业绩会,西南证券整理

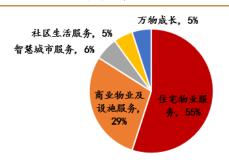
图 12: 2020 年万物云收入达到 182 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理



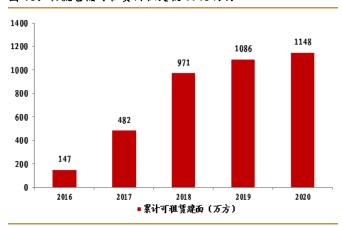
图 13: 万物云收入构成以商业物业及住宅物业为主



- 住宅物业服务
- ■商业物业及设施服务■智慧城市服务
- 社区生活服务
- ■万物成长

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 物流仓储可租赁面积突破 1148 万方



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 集团商业管理面积突破 1425 万方



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 万物云 47%在管面积来自于第三方项目



■自有部分 ■第三方项目

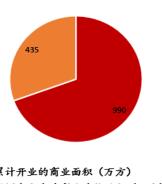
数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理

图 16: 公司标杆冷库项目: 万纬上海海港冷链物流园



数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理

图 18: 规划中及在建商业物业建面体量可观



- ■累计开业的商业面积 (万方)
- ■规划中和在建商业建筑面积(万方)

数据来源: 公司公告, 西南证券整理



图 19: 集团对多项业务进行强有力的科技赋能

AI智能审图: 审图速度是人工的8倍

● 易选房小程序:GMV2680亿,总用户量>1000万

• 现金流数字化:全量现金流可知可视

● 万物云:初步形成BPaaS输出能力与IoT连接能力

• 万纬物流:打造智慧物流平台

• 租赁住宅:智能安防社区、业务流程SaaS化





AI审图

易选房小程序

数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理



附表: 财务预测与估值

学业高上	州水: 州为 贝州马	l l	ı	ı						
### 265.40 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2009.06 2016 (2016	利润表 (百万元)					现金流量表(百万元)				
### 27236.91 34668.40 13232.60 15023.82 41991.20 計事余削 5145.10 2271.20 3108.79 1323.33 16音度前 10288.65 12798.62 14551.10 1635.07 音子成植来 1990.82 2778.90 1774.12 1974.3		419111.68	473987.82	538148.98	605535.37	-	59298.12	67149.45	76140.18	84570.54
# 登皇 1058.90 1323.26 15023.82 16905.09 幸み後悔失 -1980.82 -2778.90 -1743.12 -1917.43 対象情報 1545.10 2877.23 3108.79 3323.35 大学音楽を表生まる -37318.47 -2718.04 -27526.95 -28349.60 対象情報 -2718.04 -27526.95 -28349.60 対象情報 -2718.04 -2718.04 -27526.95 -28349.60 対象情報 -2718.04 -2718.04 -27526.95 -28349.60 対象情報 -2718.04	营业成本	296540.69	332537.49	377523.69	424911.08			2074.34	2081.46	2089.06
	-	27236.91	34666.94	37897.35	43191.26		5145.10		3108.79	3323.33
野舎所用 5145.10 2871.23 3108.79 3323.33 其他 25393.17 9911.30 9964.57 9964.57 雲子浜低梅夫 1998.82 2178.99 -1743.12 -1917.43 音楽 13511.87 1349.97 1149.95 11		10636.90	13232.60	15023.82	16905.09		-1980.82	-2178.90	-1743.12	-1917.43
接音磁磁線 1980.82 - 2178.90 - 1743.12 - 1917.43 投資金額 2894.38 - 42508.52 49751.33 49751.33 48751.33 4	管理费用	10288.05	12798.62	14531.10	16350.67	经营营运资本变动	-37318.47	-27110.44		-28349.60
接責政法	财务费用	5145.10	2871.23	3108.79	3323.33	其他	25393.17	-9911.30	-9551.79	-9964.57
全角性を受視点 5.33 6.40 7.68 9.22 大きを登積 7.995.64 94146.21 103278.50 114817.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14878.21 14778.25 14779.25 14799.27 1428.29 14799.25 1479		-1980.82	-2178.90	-1743.12	-1917.43			32894.38	42508.57	49751.33
条色経管補属 0.00 0.00 0.00 0.00 4表考別属 7998.64 91416.21 103278.05 11487.12 2328.64 1-22.86 4規解除数 9746.31 2-4311.54 0.00 0.00 利減基額 79675.75 91203.01 103042.06 114887.82 技術療法 97746.31 2-4311.54 0.00 0.00 利減基額 79675.75 91203.01 103042.06 114887.02 技術験 6485.60 0.00 0.00 23900.00 2000.00 6687.61 6485.60 0.00		13511.87	11349.97	11463.47	12036.64		138.04	-100.00	-130.00	-130.00
### 2948	公允价值变动损益	5.33	6.40	7.68	9.22	其他	5659.03	367.96	-316.80	-621.59
「	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	5797.07	267.96	-446.80	-751.59
神神	营业利润	79958.64	91416.21	103278.50	114817.21	短期借款	9746.31	-24311.54	0.00	0.00
解得税 20377.64 24053.56 26901.88 30017.98 夫	其他非经营损益	-282.89	-213.21	-236.44	-228.69	长期借款	17717.00	23900.00	23900.00	23900.00
并利润 59298.12 67149.45 76140.18 84570.54 共产债益 -63293.63 3895.55 1870.81 1973.26 少数股东报通 17782.67 200205.99 22749.28 25252.57 #素格功泉金減轉 -32504.26 -8970.65 11633.77 9855.99 #素格功泉金減轉 -25204.26 -8970.65 11633.77 9855.99 #素格功泉金減轉 -25204.26 -8970.65 11633.77 9855.99 #素格功泉金減轉 -25204.26 -8970.65 11633.77 9855.99 #表格功泉金減轉 -25203.72 24191.68 53895.53 88855.73 麦产鱼橡金 195230.72 21942.40 273117.99 331973.67 93531.45 人名格的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成的成	利润总额	79675.75	91203.01	103042.06	114588.52	股权融资	6485.60	0.00	0.00	0.00
安政政府が利润 17782.57 20025.99 22749.28 25252.57 異子音物現金流移類 25923.73 24191.68 53695.94 58855.73 24191.68 53695.54 58855.73 24191.69 54191.69	所得税	20377.64	24053.56	26901.88	30017.98	支付股利	-3159.54	-12454.66	-14137.04	-16017.27
極高妙の歌が神師	净利润	59298.12	67149.45	76140.18	84570.54	其他	-63293.63	3895.55	1870.81	1973.26
黄产負債を(布示心) 2020A 2021E 2022E 2028E 資布資金 195230.72 219422.40 273117.94 331973.67 成本能力 店屋検布資付款項 65249.59 73198.83 83101.57 93531.45 衛龍校入增长率 13.92% 13.09% 13.54% 12.52% 6貨 有貨 1002063.01 1224903.74 1381091.00 1541763.77 報告報人辦长率 4.37% 14.33% 12.98% 11.17% 表期股权报责 141895.19	少数股东损益	17782.57	20025.99	22749.28	25252.57	筹资活动现金流净额	-32504.26	-8970.65	11633.77	9855.99
	归属母公司股东净利润	41515.54	47123.46	53390.90	59317.97	现金流量净额	25923.73	24191.68	53695.54	58855.73
度接和額付款項 65249.59 73198.83 83101.57 93531.45 存貨 100206301 1224903.74 1381091.00 1541763.77 実施流动資产 284843.74 25800.48 29269.88 32913.67 存货 141895.19 141895.	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
存貨 1002063.01 1224903.74 1381091.00 1541763.77 营业利润增长率 4.37% 14.33% 12.98% 11.17% 其他流动資产 284843.74 25800.48 29269.88 32913.67 营业利润增长率 7.56% 13.24% 13.39% 11.17% 投資性房地产 79954.14 87949.55 96744.51 106418.96 表別報力 表別報力 上日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日	货币资金	195230.72	219422.40	273117.94	331973.67	成长能力				
其他流动音产 284843.74 25800.48 29269.88 32913.67	应收和预付款项	65249.59	73198.83	83101.57	93531.45	销售收入增长率	13.92%	13.09%	13.54%	12.52%
接他流动資产 284843.74 25800.48 29269.88 32913.67 注射数数投资 141895.19 141895.19 141895.19 141895.19 141895.19 141895.19 141895.19 15294.87 14791.27 1428.99 20.25 29.84% 29.25% 29.84% 29.85% 29.83% 20.25 20	存货	1002063.01	1224903.74	1381091.00	1541763.77	营业利润增长率	4.37%	14.33%	12.98%	11.17%
接責性房地产 79954.14 87949.55 96744.51 106418.96 固定資产和在建工程 15814.19 15294.87 14791.27 14282.92 長形資产和元支出 6294.12 5733.88 5180.80 4624.86 美产基計 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 株期情報 25111.54 800.00 800.00 800.00 应付和預核款項 334091.31 377731.75 430849.74 487295.62 株期情報 132036.78 155936.78 179836.78 203736.78 其他負債 1028022.99 933038.2 102710.861 1122520.03 黄本公积 18554.50 1	其他流动资产	284843.74	25800.48			净利润增长率	7.56%	13.24%	13.39%	11.07%
國定資产和在建工程 15814.19 15294.87 14791.27 14282.92	长期股权投资	141895.19	141895.19	141895.19	141895.19	EBITDA 增长率	1.49%	9.81%	12.56%	10.84%
長野資产和开发支出 6294.12 5733.88 5180.80 4624.86 其他非流动资产 77832.39 79930.61 82028.83 84127.06 養产量計 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 超期情赦 25111.54 800.00 800.00 800.00 6.07% 6.04% 海利車 14.15% 14.17% 14.15% 13.97% 430849.74 487295.62 43091.31 377731.75 430849.74 487295.62 43091.31 377731.75 430849.74 487295.62 43091.31 377731.75 430849.74 487295.62 43091.31 377731.75 430849.74 487295.62 43091.31 377731.75 430849.74 487295.62 43091.31 32036.78 155936.78 179836.78 203736.78 430.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.66 42.8 63.28 53.69 63.61% 35.22% 63.66 42.8 63.28 53.69 63.60 42.8 63.28 53.69 63.60 42.8 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 42.8 63.28 53.69 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 63.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 43.60 43.00% 38.00% 36.61% 35.22% 43.60 43.00% 33.00% 36.61% 35.22% 43.60 43.00% 33.00% 36.61% 35.22% 43.60 43.00% 33.00% 36.61% 35.22% 43.60 43.00% 33.	投资性房地产	79954.14	87949.55	96744.51	106418.96	获利能力				
其他非流动资产 77832.39 79930.61 82028.83 84127.06 净利率 14.15% 14.17% 14.15% 13.97% 黄产总计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 ROE 16.95% 16.51% 16.25% 15.74% 短期借款 25111.54 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 ROA 3.17% 3.58% 3.61% 3.60% 应付和预收款项 132036.78 155936.78 179836.78 203736.78 125230.35 4876506.86 1638595.13 1814352.43 BEITDA/销售收入 20.94% 20.33% 20.16% 19.86% 黄本公积 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 1654.45 0 点收账水局特率 0.23 0.25 0.27 0.27 财务本总有 19588.10 230551.89 269805.76 313106.45 45 45 45 53.59 46 48 45.58 53.59 46 48 45.58 53.59 46 46 14.15% 14.17% 14.17% 14.15% 1	固定资产和在建工程	15814.19	15294.87	14791.27	14282.92	毛利率	29.25%	29.84%	29.85%	29.83%
其他非流动资产 77832.39 79930.61 82028.83 84127.06 净利率 14.15% 14.17% 14.15% 13.97% 黄产总计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 ROE 16.95% 16.51% 16.25% 15.74% 短期借款 25111.54 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 ROA 3.17% 3.58% 3.61% 3.60% 应付标预收款项 132036.78 155936.78 179836.78 203736.78 1122520.03 6 40 20.94% 20.33% 20.16% 19.86% 其他负债 1028092.99 933038.32 1027108.61 1122520.03 普達化力 20.24 20.94% 20.33% 20.16% 19.86% 度本公积 11617.73 15654.50	无形资产和开发支出	6294.12	5733.88	5180.80	4624.86	三费率	6.22%	6.10%	6.07%	6.04%
黄产总计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 ROE 16.95% 16.51% 16.25% 15.74% 短期借款 25111.54 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 800.00 3.17% 3.58% 3.61% 3.60% 应付和預收款项 334091.31 377731.75 430849.74 487295.62 ROA 3.17% 3.58% 3.61% 3.60% 埃期借款 132036.78 155936.78 179836.78 203736.78 PROA 3.17% 3.58% 3.61% 3.60% 其他负债 1028092.99 933038.32 1027108.61 1122520.03 112520.03 203736.78 11617.73	其他非流动资产	77832.39	79930.61		84127.06	净利率	14.15%	14.17%	14.15%	13.97%
应付和預收款項 334091.31 377731.75 430849.74 487295.62	资产总计	1869177.09	1874129.56	2107220.98	2351531.54	ROE	16.95%	16.51%	16.25%	15.74%
长期借款 132036.78 155936.78 179836.78 203736.78 EBITDA/销售收入 20.94% 20.33% 20.16% 19.86% 其他负债 1028092.99 933038.32 1027108.61 1122520.03 黄金岭力 1519332.62 1467506.86 1638595.13 1814352.43 总资产周转率 0.23 0.25 0.27 0.27 股本 11617.73 13106.45 26 26 20.80 13.80 148.31 20.20 20.20 20.20 20.20 20.20	短期借款	25111.54	800.00	800.00	800.00	ROA	3.17%	3.58%	3.61%	3.60%
其他負債 1028092.99 933038.32 1027108.61 1122520.03 营运能力 負債合计 1519332.62 1467506.86 1638595.13 1814352.43 遗资产周转率 0.23 0.25 0.27 0.27 股本 11617.73 11618.10 18554.50 18554.50 18554.50 18554.50 18554.50 18554.50 1853106.45 466805.85 193361.37 266862.	应付和预收款项	334091.31	377731.75	430849.74	487295.62	ROIC	43.00%	38.00%	36.61%	35.22%
負債合計 1519332.62 1467506.86 1638595.13 1814352.43 送資产周转率 0.23 0.25 0.27 0.27 股本 11617.73 11813.10 148.66 148.94 148.31 45.58 53.59 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 0.29 </td <td>长期借款</td> <td>132036.78</td> <td>155936.78</td> <td>179836.78</td> <td>203736.78</td> <td>EBITDA/销售收入</td> <td>20.94%</td> <td>20.33%</td> <td>20.16%</td> <td>19.86%</td>	长期借款	132036.78	155936.78	179836.78	203736.78	EBITDA/销售收入	20.94%	20.33%	20.16%	19.86%
股本 11617.73 18554.50 18554.5	其他负债	1028092.99	933038.32	1027108.61	1122520.03	营运能力				
股本 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 11617.73 18554.50 18564.50 18554.5	负债合计	1519332.62	1467506.86	1638595.13	1814352.43	总资产周转率	0.23	0.25	0.27	0.27
留存收益 195883.10 230551.89 269805.76 313106.45 归属母公司股东权益 224510.95 261263.19 300517.05 343817.75 少数股东权益 125333.52 145359.51 168108.79 193361.37 股东权益合计 349844.47 406622.70 468625.85 537179.12 负债和股东权益合计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 上 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	股本	11617.73				固定资产周转率	33.56	38.48	45.58	53.59
留存收益 195883.10 230551.89 269805.76 313106.45 中属母公司股东权益 224510.95 261263.19 300517.05 343817.75 少数股东权益 125333.52 145359.51 168108.79 193361.37 股东权益合计 349844.47 406622.70 468625.85 537179.12 负债和股东权益合计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 正	资本公积	18554.50	18554.50	18554.50	18554.50	应收账款周转率	168.30	148.66	148.94	148.31
均屬母公司股东权益 224510.95 261263.19 300517.05 343817.75 销售商品模供券執利现金营业收入 112.69% — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — — 7 7 7 6 2	留存收益	195883.10		269805.76	313106.45	存货周转率	0.31	0.30	0.29	0.29
股东权益合计 349844.47 406622.70 468625.85 537179.12 資产负债率 81.28% 78.30% 77.76% 77.16% 负债和股东权益合计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 带息债务/总负债 13.21% 13.65% 13.68% 13.68% 业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E EBITDA 87754.67 96361.78 108468.75 120229.61 股利支付率 7.61% 26.43% 26.48% 27.00% PE 8.40 7.40 6.53 5.88 每股指标 4.06 4.60 5.11 PS 0.83 0.74 0.65 0.58 每股净资产 30.11 35.00 40.34 46.24 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 每股经营现金 4.58 2.83 3.66 4.28	归属母公司股东权益					销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.69%	_	_	_
股东权益合计 349844.47 406622.70 468625.85 537179.12 資产负債率 81.28% 78.30% 77.76% 77.16% 負債和股东权益合计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 常息债务/总负债 13.21% 13.65% 13.68% 13.68% 业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E EBITDA 87754.67 96361.78 108468.75 120229.61 股利支付率 7.61% 26.43% 26.48% 27.00% PE 8.40 7.40 6.53 5.88 每股指标 4.06 4.60 5.11 PS 0.83 0.74 0.65 0.58 每股净资产 30.11 35.00 40.34 46.24 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 每股经营现金 4.58 2.83 3.66 4.28	少数股东权益	125333.52	145359.51	168108.79	193361.37	资本结构				
负债和股东权益合计 1869177.09 1874129.56 2107220.98 2351531.54 带息债务/总负债 13.21% 13.65% 13.68% 13.68% 业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E EBITDA 87754.67 96361.78 108468.75 120229.61 股利支付率 7.61% 26.43% 26.48% 27.00% PE 8.40 7.40 6.53 5.88 每股指标 4.06 4.60 5.11 PS 0.83 0.74 0.65 0.58 每股净资产 30.11 35.00 40.34 46.24 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 每股经营现金 4.58 2.83 3.66 4.28	股东权益合计					资产负债率	81.28%	78.30%	77.76%	77.16%
业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E EBITDA 87754.67 96361.78 108468.75 120229.61 PE 8.40 7.40 6.53 5.88 PB 1.00 0.86 0.74 0.65 PS 0.83 0.74 0.65 0.58 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 ABMP	负债和股东权益合计	1869177.09				带息债务/总负债	13.21%	13.65%	13.68%	13.68%
业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E EBITDA 87754.67 96361.78 108468.75 120229.61 PE 8.40 7.40 6.53 5.88 PB 1.00 0.86 0.74 0.65 PS 0.83 0.74 0.65 0.58 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 建动比率 0.41 0.26 0.28 0.30 股利支付率 7.61% 26.43% 26.48% 27.00% 每股推析 4.06 5.11 每股净资产 30.11 35.00 40.34 46.24 每股學營現金 4.58 2.83 3.66 4.28						流动比率		1.24		
EBITDA 87754.67 96361.78 108468.75 120229.61 股利支付率 7.61% 26.43% 26.48% 27.00% PE 8.40 7.40 6.53 5.88 每股指标	业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	0.41	0.26	0.28	
PE 8.40 7.40 6.53 5.88 每股指标 日本 PB 1.00 0.86 0.74 0.65 每股收益 3.57 4.06 4.60 5.11 PS 0.83 0.74 0.65 0.58 每股净资产 30.11 35.00 40.34 46.24 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 每股经营现金 4.58 2.83 3.66 4.28	EBITDA	87754.67	96361.78	108468.75	120229.61	股利支付率	7.61%	26.43%	26.48%	
PB 1.00 0.86 0.74 0.65 每股收益 3.57 4.06 4.60 5.11 PS 0.83 0.74 0.65 0.58 每股净资产 30.11 35.00 40.34 46.24 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 每股经营现金 4.58 2.83 3.66 4.28	PE	8.40				每股指标				
PS 0.83 0.74 0.65 0.58 每股净资产 30.11 35.00 40.34 46.24 EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 每股经营现金 4.58 2.83 3.66 4.28	РВ					每股收益	3.57	4.06	4.60	5.11
EV/EBITDA 1.20 0.60 0.03 -0.49 每股经营现金 4.58 2.83 3.66 4.28										
	EV/EBITDA									
	股息率	0.91%	3.57%	4.06%	4.60%	每股股利	0.27	1.07	1.22	1.38

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

买入: 未来6个月内, 个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

持有:未来6个月内,个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

公司评级 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指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出: 未来6个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

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

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: 北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编: 100045

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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
上海	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn