

公司研究

业绩稳健增长可期，财务优化降档成功

——金科股份（000656.SZ）首次覆盖报告

要点

全国化均衡布局稳步推进，投资重心重回高能级城市：截至2020年末，公司已进驻全国23个省（市），合计总可售面积超7100万方，覆盖当期销售面积倍数达3.2倍，可售资源充裕。2020年公司新增计容建面2364万方，同比减少28.9%；土地购置额892亿元，同比增长0.5%；拿地成本3773元/平方米，同比增长41.2%，拿地均价/销售均价近三年维持40%安全线以下。土地成本增加主要因公司拿地质量回升所致，2020年公司一二线城市拿地建筑面积占比较上年同期提升20pct至50.5%，土储质量提升利于公司盈利企稳。

销售稳健增长，巩固区域深耕护城河：2020年公司实现全口径销售金额约2232亿元，同比增长20%；重庆、江苏、浙江单省（市）销售规模超200亿元，四川、河南、山东单省销售规模超100亿元，区域深耕效果显著。2021年公司全口径销售目标为2500亿元，同比增长12%。2021年一季度，公司已实现销售额约491亿元，完成全年目标近20%；实现销售面积约475万平方米。

业绩短期内可兑现性较强，净利率小幅回升：2020年公司实现营业收入877亿元，同比增长29.4%；实现归母净利润70.3亿元，同比增长23.9%。我们认为公司未来短期内业绩可兑现性较高，原因包括：1) 公司2020年合同负债1346亿元，覆盖2020年营业收入1.5倍；2) 2020年受疫情影响的延期竣工项目将迎来集中结算期。2021年公司计划竣工面积达2600万平方米，同比增加30%；3) 2019年后公司拿地能级的回升或带来结算均价提高。此外，销售费率改善及投资净收益增加拉动2020年公司净利率提升1.7pct至11.1%。

财务指标更趋健康，三道红线降至绿档：2020年公司总有息负债976.5亿元，同比下降1.1%；一年内到期有息负债约325亿元，占比33%，负债规模及结构持续优化。同期公司现金短债比小幅提升至1.3X；净负债率75.1%，同比下降45pct；剔除预后资产负债率69.9%，同比下降5pct，达“三道红线”绿档要求。

盈利预测、估值与评级：基于公司当前结算基础及未来销售展望，并参考业绩指引与股权激励指引，我们预测公司2021-2023年EPS分别为1.39、1.56、1.72元。现价对应2021-2023年预测PE分别为4.1、3.6、3.3倍；预测股息率分别为8.8%、9.9%、10.9%。公司全国化布局稳步推进，拿地质量提升，业绩稳健增长，区域深耕优势明显，品牌溢价较强，积极挖掘代建和城市更新等新的利润增长点，为“三道红线”绿档企业，财务指标改善明显。根据DDM估值模型，公司目标价7.13元，对应21年预测PE5.1倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：推盘销售不及预期；财务改善不及预期；业绩承诺兑现不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	67,773	87,704	111,124	137,858	168,666
营业收入增长率	64.36%	29.41%	26.70%	24.06%	22.35%
净利润（百万元）	5,676	7,030	7,541	8,450	9,318
净利润增长率	46.06%	23.86%	7.27%	12.06%	10.27%
EPS（元）	1.05	1.30	1.39	1.56	1.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.74%	19.04%	17.67%	17.48%	17.08%
P/E	5.4	4.3	4.1	3.6	3.3
P/B	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-07

买入（首次）

当前价/目标价：5.62/7.15元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

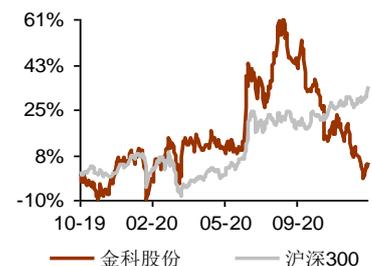
021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	53.40
总市值(亿元):	300.09
一年最低/最高(元):	5.59/11.27
近3月换手率:	34.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.49	-25.07	-60.44
绝对	-11.77	-21.18	-25.84

资料来源：Wind

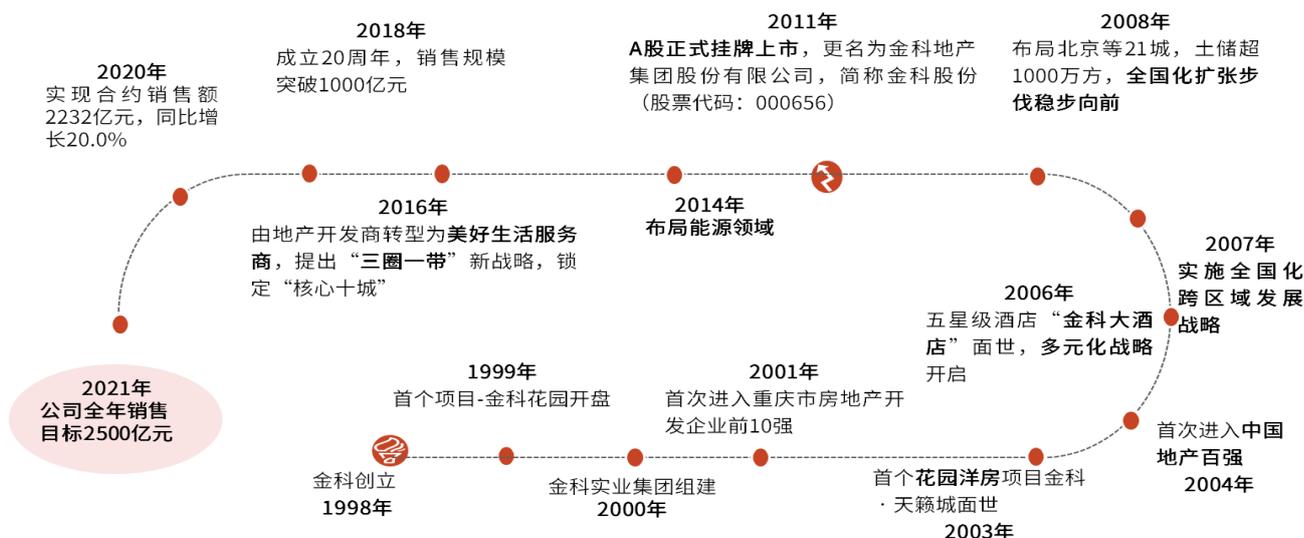
相关研报

1、公司概况

公司成立于 1998 年，发展初期，以高端化住宅产品形成差异化竞争，享有重庆“洋房之父”美誉。经 20 余年发展，公司已成为以地产开发为主，以科技产业投资运营、生活服务、文旅康养为辅的大型企业集团。

2020 年公司实现合约销售额 2232 亿元，同比增长 20.0%；超额完成全年 2200 亿元的销售目标。截至 2020 年底，公司总可售面积约 7100 万方，按 2020 年全口径销售面积计算，可售/销售覆盖度约为 3.2 倍。

图 1：公司发展历程

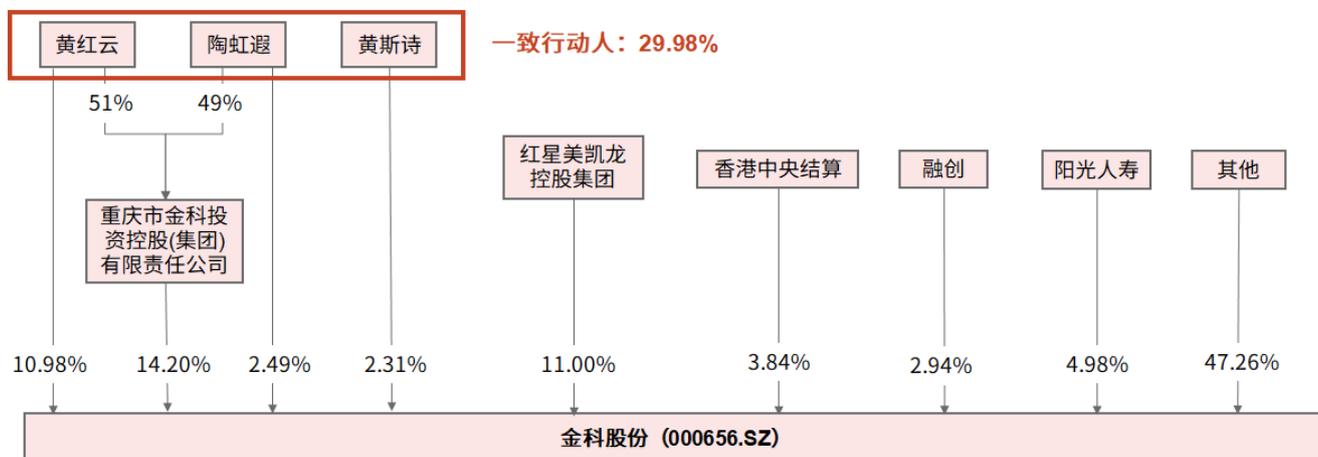


资料来源：公司公告

2、股权结构稳定，激励机制丰富

根据公司 2021 年一季报，黄红云先生及其一致行动人（陶虹遐、黄斯诗）合计持有公司 29.98%的股权，股权治理结构稳定，利于提升公司治理水平。

图 2：公司股权结构图（2021 年一季报）



资料来源：Wind

股权激励机制提升员工积极性

公司于 2015 年末开启存续 6 年的限制性股票激励计划, 该计划涉及向 147 名激励对象授予 19144 万股公司股份, 占当时公司总股本的 4.6%。

2019 年 6 月公司推出存续 7 年的“卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划”, 该计划专项基金的提取方式为: 若 2019-2022 年中任一年度公司经审计的归属于母公司的净利润较 2018 年净利润 38.86 亿元的增长率分别不低于 30%、60%、90%、110%, 则该考核年度的下一年度按该考核年度净利润的 3.5% 提取专项基金。公司 2019 及 2020 年归母净利润已达目标值。

考虑到 2019 年后公司土储质量提升叠加销售费用率改善见效, 预计 2021 及 2022 年公司归母净利润大概率能达到行权目标。

表 1: 公司卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划之归母净利润目标

年度	归母净利润 亿元	归母净利润较 2018 年目标增长值 %	归母净利润目标值 亿元	归母净利润预测值 亿元	是否达标
2018 年	38.9				达标
2019 年	56.8	30	50.6		达标
2020 年	70.3	60	62.2		达标
2021 年		90	73.9	75.4 (见盈利预测)	预计达标
2022 年		110	81.7	84.5 (见盈利预测)	预计达标

资料来源: 公司公告、归母净利润预测值为光大证券研究所预测

项目跟投控制不断优化, 鼓励员工创造更大价值

2015 年 6 月公司首次推出跟投办法, 2016、2017、2019 逐渐完善为“同舟共赢计划”。从 2019 年公司颁布的最新跟投管理办法来看, 每个跟投项目中的所有跟投员工合计持有的项目公司股权比例不超过跟投前公司持股比例的 8%, 同时公司董事、高级管理人员亦不再跟投新增房地产项目。

截至 2020 年末, 公司已有 431 个项目实施跟投, 涉及总跟投资金 21.8 亿元, 其中长沙科技新城、柳州金科天宸等 39 个项目实现分红, 累计涉及分红金额 1.9 亿元。

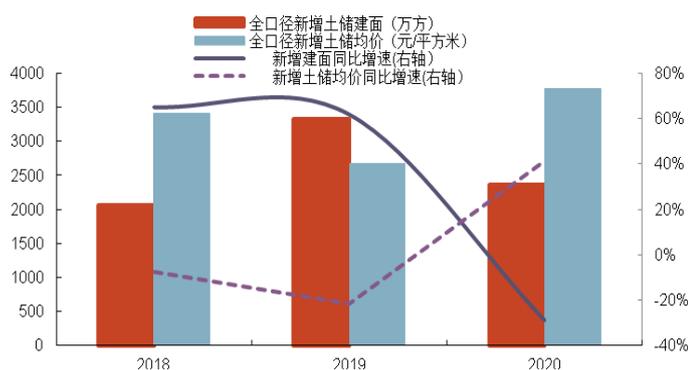
3、全国化均衡布局稳步推进, 投资重心重回高能级城市

2020 年公司新增土地 148 宗, 对应计容建筑面积 2364 万平方米, 同比减少 28.9%; 土地购置额 892 亿元, 同比增长 0.5%; 拿地成本 3773 元/平方米, 同比增长 41.2%。

我们认为当期土投成本增加主要原因为公司拿地质量提升, 2020 年公司新增项目集中于成渝、长三角区域; 据克而瑞数据, 2020 年公司一二线城市拿地占比(按土储建筑面积计算)较上年同期提升 20pct 至 50.5%。尽管土地成本提升, 但公司拿地均价/销售均价近三年维持 40%安全线以下。

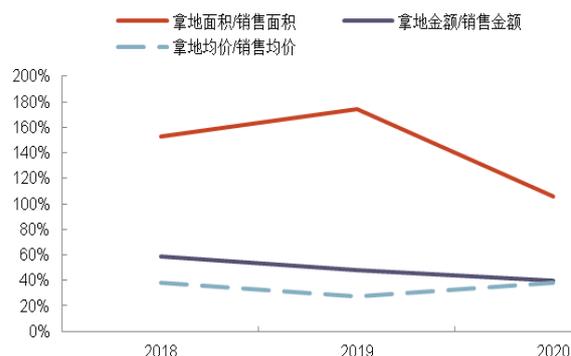
此外, 公司管理层于 2020 业绩会上表示未来将主要通过以下几种方式应对土地集中供应政策的影响: 1) 一城一策研究受集中供地政策影响的 22 城; 2) 加大收并购等多元化拿地力度; 3) 坚持合作拿地。

图 3: 公司新增土储、新增土储均价及同比增速



资料来源: Wind

图 4: 公司拿地面积/销售面积覆盖倍数



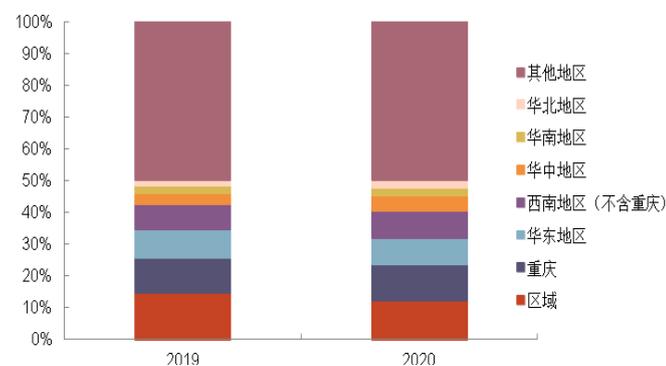
资料来源: Wind

完善全国化投资布局, 可售资源储备充裕

截至 2020 年末, 公司已围绕“三圈一带、八大城市群”进驻全国 23 个省(市), 全国化均衡布局的推进有利于分散单区域政策风险。

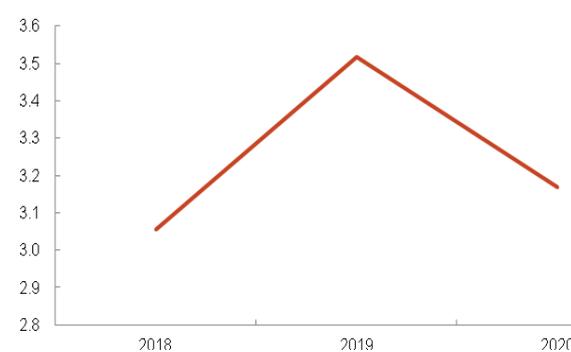
具体区域来看, 公司于重庆、华东、西南(不含重庆)、华中、华南、华北的土储占比分别为 24%、23%、17%、17%、10%、5%, 合计总可售面积超 7100 万平方米, 按 2020 年全口径销售面积计算, 可售/销售覆盖度约为 3.2 倍。

图 5: 公司土储各区域分布比例



资料来源: Wind

图 6: 公司土储面积/销售面积覆盖倍数



资料来源: Wind

4、销售稳健增长, 巩固区域深耕护城河

销售增速优于同规模房企均值, 区域深耕效果显著。

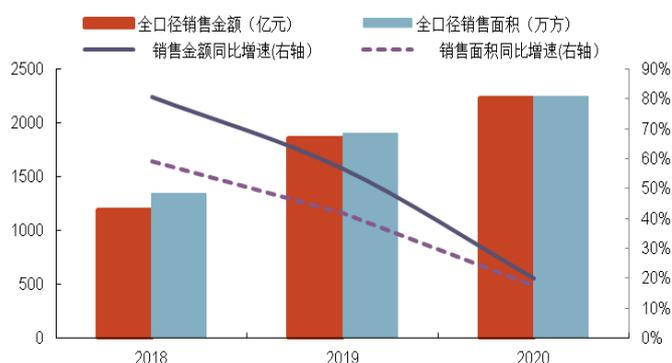
2020 年公司实现全口径销售金额约 2232 亿元, 同比增长 20%, 参考 2020 年克而瑞百强房企排行榜中 TOP11-30 房企全口径销售额增速 16.7%, 公司销售增速表现优于同规模房企的平均值。

2020 年公司实现全口径销售面积 2240 万平方米, 同比增长 18%; 对应销售均价 9964 元/平方米, 同比增长 2%。从区域分布来看, 公司于华东、重庆、西南

(不含重庆)、华中、华南地区销售额占比分别达 41%、19%、12%、13%、7%，公司在除华东外的其他落子区域销售占比相对均衡。

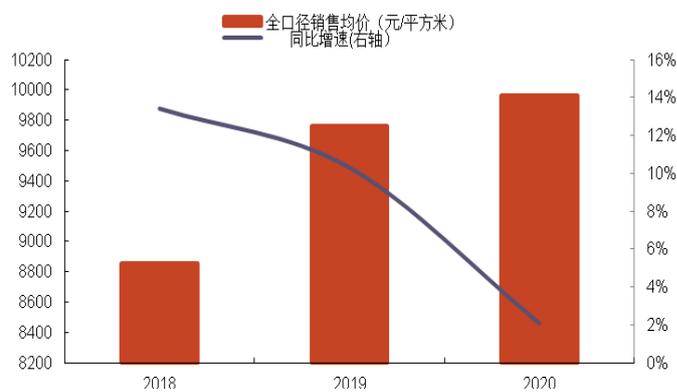
此外，公司坚持省域深耕战略，2020 年公司于重庆、江苏、浙江单省（市）销售规模超 200 亿元，于四川、河南、山东单省销售规模超 100 亿元。

图 7：公司全口径销售金额及面积



资料来源：Wind

图 8：公司全口径销售均价及增速



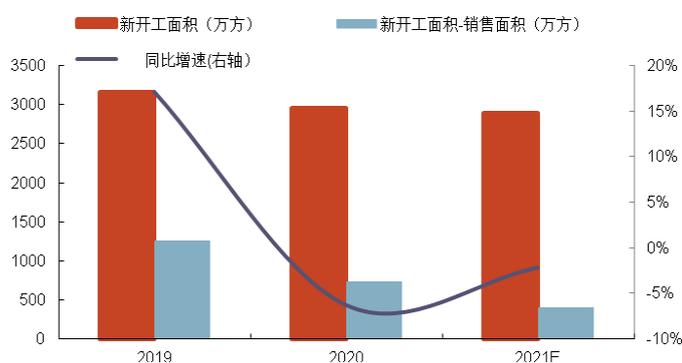
资料来源：Wind

2021 年销售目标 2500 亿元，同比增速维持两位数

公司过往几年供货充足支撑销售高增速，2020 年受疫情及年末三道红线监管政策影响，公司愈加重视现金流稳健性，新开工面积增速随之趋缓。2021 年公司年初在建面积 6852 万平方米，同比增加 18.6%，在建面积覆盖 2020 年销售面积约 3.1 倍；计划新开工面积约 2900 万平方米，同比下降 2%。

根据公司 2021-2025 年发展战略规划纲要，2021 年公司全口径销售目标为 2500 亿元，同比增长 12%。2021 年一季度，公司已实现销售额约 491 亿元，完成全年目标近 20%；实现销售面积约 475 万平方米。

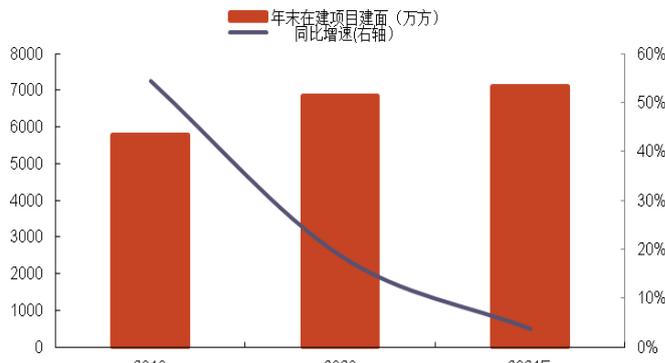
图 9：公司新开工面积及同比增速



资料来源：Wind

注：2021E 新开工面积为公司在 2020 年年报中披露的规划值

图 10：公司年末在建项目建面及增速



资料来源：Wind

注：2021E 年末在建项目建筑面积为公司在 2020 年年报中披露的规划值

5、业绩稳健增长，短期保障系数较高

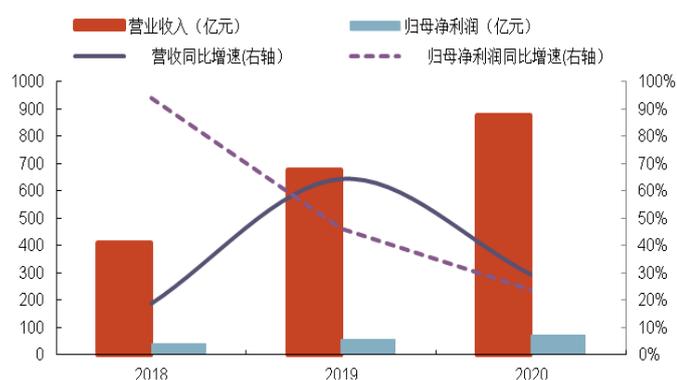
结算可预见性保障短期业绩稳健增长

2020 年公司实现营业收入 877 亿元，同比增长 29.4%；实现净利润 97 亿元，同比增长 52.7%；实现归母净利润 70.3 亿元，同比增长 23.9%。

我们认为公司未来短期内业绩可兑现性较高，原因包括：

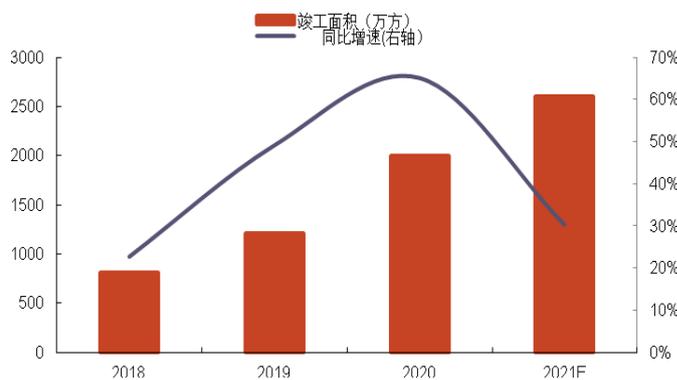
- 1) 公司 2020 年合同负债 1346 亿元，按 2020 年营业收入计算，覆盖度约为 1.5 倍；
- 2) 2020 年受疫情影响，公司部分项目结算滞缓，延期项目将迎来集中结算期。2021 年公司计划竣工面积达 2600 万平方米，同比增加 30%；
- 3) 2019 年后公司拿地能级的回升或带来结算均价提高，一定程度保障短期内公司业绩稳健增长。

图 11：公司营收、归母净利润及同比增速



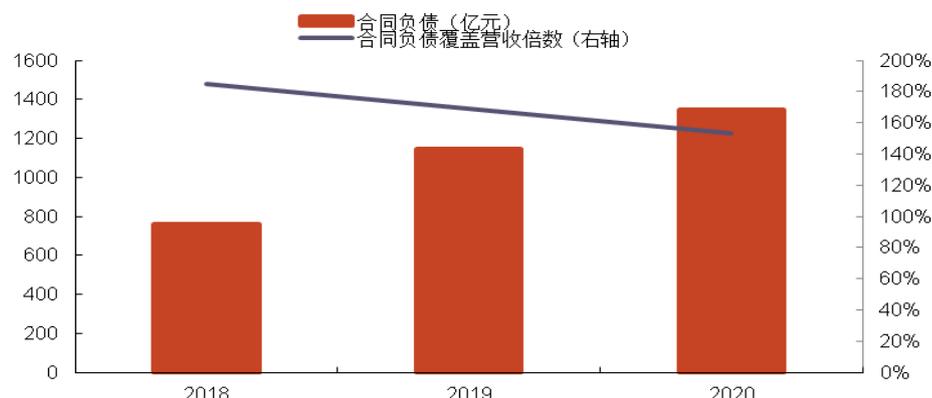
资料来源：Wind

图 12：公司竣工面积及同比增速



资料来源：Wind

图 13：公司合同负债覆盖营收倍数



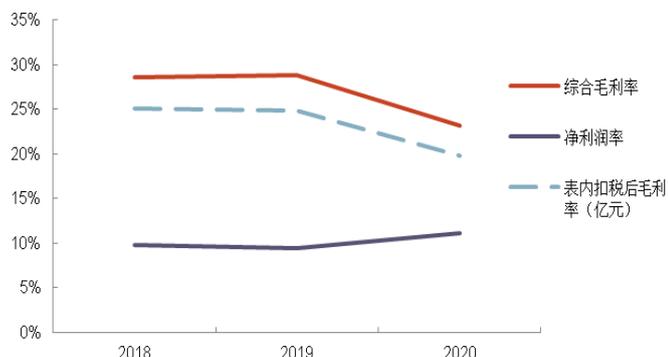
资料来源：Wind

销售费率改善及投资净收益增加拉动净利率小幅回升

受土拍市场竞争激烈及销售端限价影响，2020 年公司综合毛利率同比降低 5.67pct 至 23.16%。

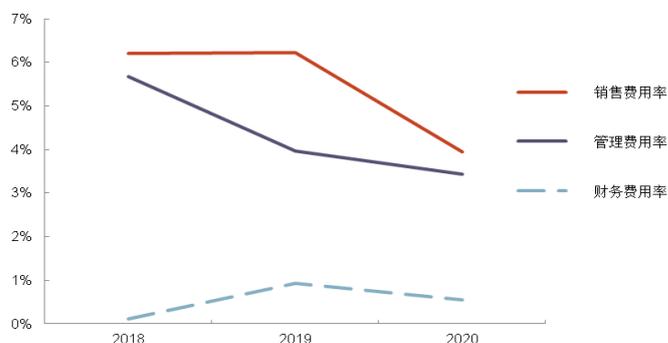
值得注意的是，2020 年公司销售费率改善见效，同时投资净收益由 2019 年的 1.86 亿元增加至 2020 年的 16.2 亿元，两者带来公司净利率提升 1.68pct 至 11.06%。2020 年公司归母净利率下滑 0.26pct 至 8.02%，主要因结算项目权益比较低所致。

图 14：公司综合毛利率、税后毛利率、净利率率



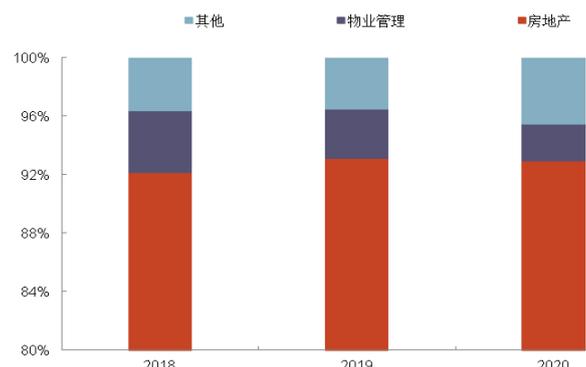
资料来源：Wind

图 15：公司销售、管理、财务费用率



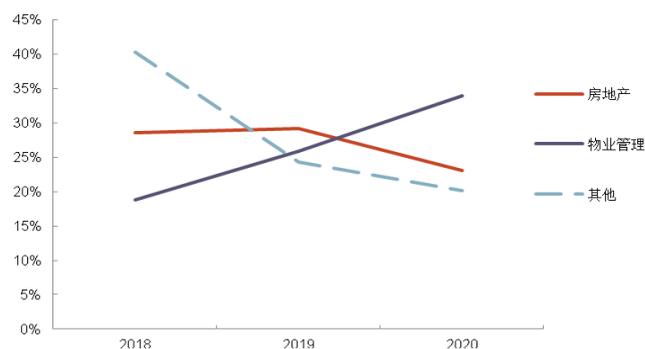
资料来源：Wind

图 16：公司各板块业务营收占比



资料来源：Wind

图 17：公司各板块业务毛利率



资料来源：Wind

6、财务指标更趋健康，三道红线降至绿档

财务结构持续优化，有息负债规模控制得当

2020 年公司资产总额超 3800 亿元，同比增长 18.5%；货币资金约 435 亿元，同比增长 20.9%。2020 年公司总有息负债 976.5 亿元，同比下降 1.1%；一年内到期有息负债约 325 亿元，占比 33%，负债规模及结构持续优化。

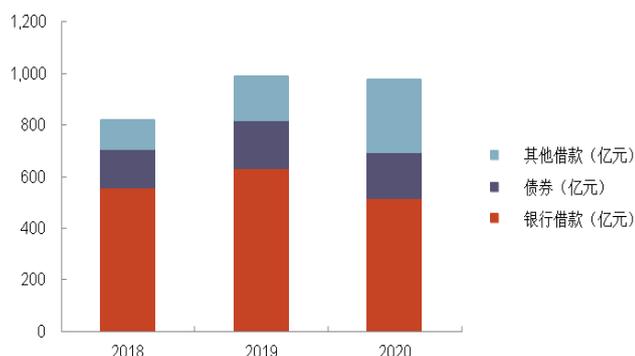
三道红线降至绿档

2020 年公司现金短债比 1.34X，小幅提升；净负债率 75.07%，同比下降 45pct；剔除预后资产负债率 69.85%，同比下降 5 pct；达“三道红线”绿档要求。

此外，2020 年公司及其所投资的公司实现销售回款 2011 亿元，回款率高达 90%，进一步保障现金流的安全性。

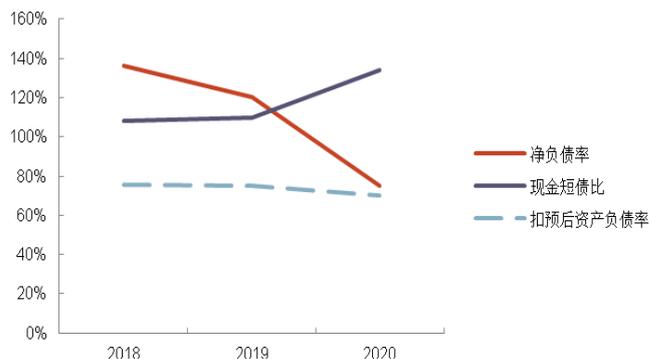
经分析公司三道红线指标可得，2020 年公司股东权益总额较 2019 年同比提升 40.9%至 735.0 亿元，拉动净负债率优化显著。同时，截至 2020 年末，公司永续债总额为 21.4 亿元，同比增长 167.7%；根据相关协议，公司 21.4 亿元永续债全部计入所有者权益。若永续债视为负债，则公司剔除后资产负债率将提升至 71.1%，三道红线达标情况随之从“绿档”降至“黄档”。

图 18: 公司总有息负债及融资结构



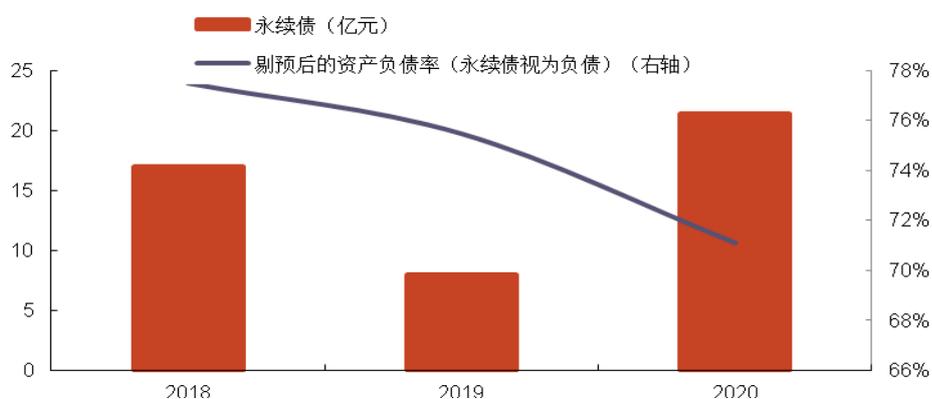
资料来源: Wind

图 19: 公司三道红线指标



资料来源: Wind

图 20: 公司永续债及永续债视为负债的情况下剔除后资产负债率



资料来源: Wind

7、盈利预测

关键假设: 1)公司主要深耕市场短期无重大利空、杠杆端延续“三道红线”监管政策下的融资额度。2)公司房地产项目如期结算，各项财务指标持续改善。

收入预测: 预计 2021-2023 年收入分别增长 27%、24%、22%

2018、2019、2020 年公司销售金额分别为 1188、1860、2232 亿元，三年 CAGR 约 50%。2021 年公司全口径销售目标为 2500 亿元，同比增长 12%。考虑到 2021 年公司年初在建面积 6852 万平方米，同比增加 18.6%，在建面积覆盖 2020 年销售面积约 3.1 倍；计划新开工面积约 2900 万平方米，同比下降 2%，我们认为公司大概率完成全年销售目标。

我们认为公司未来短期内业绩可兑现性较高，原因包括：1) 公司 2020 年合同负债 1346 亿元，按 2020 年营业收入计算，覆盖度约为 1.5 倍；2) 2020 年受疫情影响，公司部分项目结算滞缓，延期项目将迎来集中结算期。2021 年公司计划竣工面积达 2600 万平方米，同比增加 30%；3) 2019 年后公司拿地能级的回升或带来结算均价提高，一定程度保障短期内公司业绩稳健增长。

综合考虑，我们认为公司销售及竣工交付节奏或能支撑营收稳健增长，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1111、1379、1687 亿元，同比增速分别为 27%、24%、22%。

其中，预计 2021-2023 年房地产业务收入分别为 1019、1243、1492 亿元，同比增速分别为 25%、22%、20%。预计 2021-2023 年物业管理收入分别为 29、37、48 亿元，同比增速分别为 30%、29%、28%。预计 2021-2023 年其他板块收入分别为 63、98、147 亿元，同比增速分别为 60%、55%、50%。

毛利率预测：预计 2021-2023 年毛利率分别为 21.6%、20.7%、19.8%

2018、2019 年公司销售均价分别为 8852 元/平方米及 9764 元/平方米，较 2017 年的销售均价 7805 元/平方米提升显著。

公司土地投资于 2018-2019 年以“下沉”为主要特点；分布上主要布局重庆的渝西经济走廊及重庆县级城市，同时中西部（四川、贵州、河南、湖南）及华东（江苏、山东）地县级市布局力度加大。2018、2019 年公司拿地单价为 3407 元/平方米及 2672 元/平方米，较 2017 年的 3694 元/平方米下滑明显；对应同期拿地单价/销售单价分别为 38%及 27%，较低的投销比一定程度上增厚公司盈利空间。

参考 2020 年公司毛利率为 23%，较 2019 年毛利率 29%下滑 5.7pct；同时考虑到当前限价政策趋严及建安成本走高，我们认为公司房地产板块结算毛利率将在 2-3 年内平稳回落，预计 2021-2023 年分别为 21.5%、20.5%、19.5%。

预计物业管理板块 2021-2023 年毛利率分别为 30%、28%、28%。

预计其他板块 2021-2023 年毛利率将企稳，均为 20%。

综合来看，预计公司 2021-2023 年毛利率分别为 21.6%、20.7%、19.8%。

表 2：营业收入及毛利率预测拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	677.7	877.0	1,111.2	1,378.6	1,686.7
YOY	64.4%	29.4%	26.7%	24.1%	22.3%
房地产 (亿元)	631.1	815.3	1,019.1	1,243.3	1,492.0
YOY	66.1%	29.2%	25.0%	22.0%	20.0%
物业管理 (亿元)	23.1	22.3	29.0	37.3	47.8
YOY	33.2%	-3.6%	30.0%	29.0%	28.0%
其他 (亿元)	23.5	39.5	63.2	97.9	146.9
YOY	57.5%	67.8%	60.0%	55.0%	50.0%
毛利率	28.8%	23.2%	21.6%	20.7%	19.8%
房地产	29.1%	23.0%	21.5%	20.5%	19.5%
物业管理	25.8%	33.9%	30.0%	28.0%	28.0%
其他	24.3%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测：预计 2021-2023 年归母净利润增速分别为 7.3%、12.1%、10.3%。

参考公司 2019 年 6 月推出的“卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划”，公司 2021 年、2022 年归母净利润应不低于 73.9 亿元及 81.7 亿元。

基于对营收和毛利率的预测，预计公司 2021-2023 年毛利分别为 240、285、334 亿元。根据公司战略规划指引，我们认为未来五年公司将于主营业务上持续发挥中西部深耕优势，代建、城市更新等业务或贡献新的利润增长点；同时注意少数股东损益占比的提升或形成一定拖累。

综合考虑，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 75.4、84.5、93.2 亿元，同比增速分别为 7.3%、12.1%、10.3%；对应 2021-2023 年基本每股收益分别为 1.39、1.56、1.72 元。

8、估值水平与投资评级

截至 2021 年 6 月 7 日，公司股价对应 2021-2023 年预测 PE 分别为 4.1、3.6、3.3 倍，预测股息率分别为 8.8%、9.9%、10.9%。

横向来看，我们设定可比公司条件为：1) 主营业务为房地产，2020 年房地产业务收入占比在 90%以上；2) 2020 年全口径销售额排行 TOP20 房企（CRIC 数据），且当期销售额高于 2200 亿元；3) 于 A 股上市。由此，筛选出的可比公司共有三家（万科 A、新城控股、保利地产）。

截至 2021 年 6 月 7 日，可比公司股价对应 2021-2022 年 WIND 一致预测 PE 均值分别为 5.8、5.2 倍；WIND 一致预测股息率分别为 5.2%、5.9%。公司较可比公司 PE 相对低估，同时兼具高股息率特征。

纵向来看，过去五年（2016.6.9-2021.6.8），公司 PE（TTM）均值为 12.6 倍，区间为 4.5-28.7 倍；过去三年（2018.6.9-2021.6.8），公司 PE（TTM）均值为 8.2 倍，区间为 4.5-13.6 倍。

2019 年下半年以来，行业调控及融资监管趋严，疫情影响加速行业整体销售增长放缓、毛利率下行，公司 PE 估值中枢随板块整体下行。2019 年下半年至今，公司 PE（TTM）均值为 6.9 倍，区间为 4.5-9.8 倍。

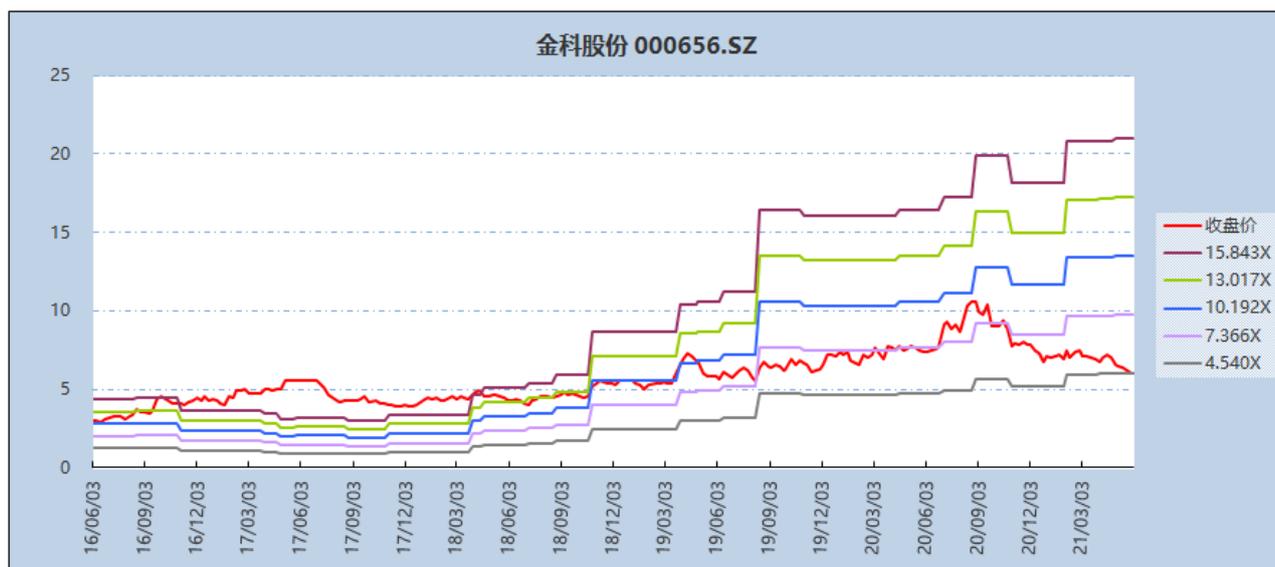
公司全国化均衡布局稳步推进，拿地质量的提升一定程度保障短期内公司业绩稳健增长；区域深耕下品牌溢价能力较强，同时公司积极挖掘如代建、城市更新等新的利润增长点；此外，公司财务指标改善趋势明显，三道红线降至绿档。根据 DDM 估值模型，给予公司目标价 7.13 元，对应 21 年预测 PE5.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

公司名称	市值	收盘价	EPS (元)				PE (X)				EPS_CAGR (2019A-2022E)	股息率	
			19A	20A	21E	22E	19A	20A	21E	22E	21E	22E	
万科 A	3013.6	25.94	3.35	3.57	3.89	4.22	7.8	7.3	6.7	6.2	8.0%	4.8%	5.2%
新城控股	1047.1	46.32	5.60	6.75	8.15	9.36	8.3	6.9	5.7	4.9	18.7%	4.8%	5.6%
保利地产	1568.0	13.10	2.34	2.42	2.66	2.96	5.6	5.4	4.9	4.4	8.3%	6.0%	6.8%
可比公司均值							7.2	6.5	5.8	5.2	11.7%	5.2%	5.9%
金科股份	300.1	5.62	1.05	1.30	1.39	1.56	5.4	4.3	4.1	3.6	14.1%	8.8%	9.9%

资料来源：wind，光大证券研究所预测，截至 2021.6.7。注：金科股份为光大证券研究所预测；可比公司为 Wind 一致预测。

图 21: 公司 PE-BAND



资料来源: Wind

9、风险分析

推盘销售不及预期: 公司重点布局的二线城市楼市调控政策相对严格, 如果后续超预期政策加码, 可能会导致公司推盘及销售情况不及预期。

财务改善不及预期: 公司短期内扩张目标积极, 如果后期销售及回款力度不及预期, 可能会导致公司杠杆升高; 若财务管理不当, 公司可能短期内存在流动性风险。

项目竣工不及预期: 当前新冠疫情反复, 不排除未来疫情拖缓公司施工进度, 从而影响竣工规模并导致业绩兑现不及预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	67,773	87,704	111,124	137,858	168,666
营业成本	48,230	67,390	87,081	109,366	135,296
折旧和摊销	280	301	318	335	354
税金及附加	2,707	2,993	3,792	4,705	5,756
销售费用	4,215	3,462	4,386	5,441	6,657
管理费用	2,689	3,015	3,820	4,739	5,798
研发费用	41	92	117	145	177
财务费用	629	481	610	756	925
投资收益	186	1,620	2,268	2,382	2,501
营业利润	8,622	12,231	13,964	15,648	17,255
利润总额	8,335	12,179	13,964	15,648	17,255
所得税	1,978	2,475	3,491	3,912	4,314
净利润	6,357	9,704	10,473	11,736	12,941
少数股东损益	681	2,674	2,933	3,286	3,624
归属母公司净利润	5,676	7,030	7,541	8,450	9,318
EPS(元)	1.05	1.30	1.39	1.56	1.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,239	14,508	7,940	21,195	33,245
净利润	5,676	7,030	7,541	8,450	9,318
折旧摊销	280	301	318	335	354
净营运资金增加	26,813	4,216	12,920	2,639	-6,099
其他	-30,531	2,960	-12,838	9,771	29,672
投资活动产生现金流	-11,989	-17,108	-11,808	-10,965	-9,897
净资本支出	-931	-340	-335	-335	-335
长期投资变化	-6,254	-11,272	-10,964	-11,012	-11,063
其他资产变化	-4,804	-5,496	-509	382	1,501
融资活动现金流	15,154	10,462	15,938	3,138	-7,944
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	17,277	-466	18,336	6,678	-3,916
无息负债变化	59,245	38,672	54,161	61,270	70,412
净现金流	5,403	7,821	12,070	13,367	15,404

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.8%	23.2%	21.6%	20.7%	19.8%
EBITDA 率	16.8%	13.6%	11.6%	10.5%	9.6%
EBIT 率	16.3%	13.2%	11.3%	10.3%	9.4%
税前净利润率	12.3%	13.9%	12.6%	11.4%	10.2%
归母净利润率	8.4%	8.0%	6.8%	6.1%	5.5%
ROA	2.0%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%
ROE (摊薄)	20.7%	19.0%	17.7%	17.5%	17.1%
经营性 ROIC	6.7%	7.0%	6.5%	7.2%	8.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	84%	81%	82%	83%	84%
流动比率	1.45	1.38	1.29	1.23	1.19
速动比率	0.38	0.41	0.39	0.39	0.40
归母权益/有息债务	0.28	0.38	0.37	0.39	0.46
有形资产/有息债务	3.24	3.85	3.94	4.35	5.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按各年末总股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	321,605	381,158	462,340	539,240	615,574
货币资金	35,986	43,492	55,562	68,929	84,333
交易性金融资产	0	69	69	69	69
应收帐款	2,280	2,798	3,344	4,037	4,795
应收票据	0	87	110	137	167
其他应收款 (合计)	22,498	30,526	38,121	45,914	55,331
存货	214,241	234,653	277,323	315,758	350,294
其他流动资产	7,037	10,774	10,774	10,774	10,774
流动资产合计	291,229	332,114	399,327	462,983	527,019
其他权益工具	115	460	460	460	460
长期股权投资	13,622	24,894	35,858	46,870	57,933
固定资产	4,378	4,078	4,007	3,935	3,858
在建工程	0	32	91	136	169
无形资产	76	75	104	131	156
商誉	488	488	488	488	488
其他非流动资产	1,442	3,049	3,049	3,049	3,049
非流动资产合计	30,376	49,044	63,013	76,256	88,555
总负债	269,454	307,660	380,157	448,105	514,601
短期借款	3,060	10,467	27,303	31,431	23,915
应付账款	23,549	28,568	36,916	46,363	57,355
应付票据	7,502	5,695	7,359	9,243	11,434
预收账款及合同负债	114,694	134,645	169,483	208,880	253,872
其他流动负债	0	5,846	5,846	5,846	5,846
流动负债合计	200,965	239,952	310,721	376,867	441,486
长期借款	52,382	52,735	53,235	53,785	54,385
应付债券	13,535	11,827	12,827	13,827	14,827
其他非流动负债	1,661	856	856	856	856
非流动负债合计	68,488	67,707	69,436	71,238	73,115
股东权益	52,151	73,498	82,183	91,135	100,974
股本	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340
公积金	5,971	9,182	9,929	9,929	9,929
未分配利润	12,985	17,817	22,063	27,728	33,944
归属母公司权益	27,367	36,922	42,674	48,340	54,555
少数股东权益	24,784	36,576	39,509	42,795	46,419

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.22%	3.95%	3.95%	3.95%	3.95%
管理费用率	3.97%	3.44%	3.44%	3.44%	3.44%
财务费用率	0.93%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
研发费用率	0.06%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%
所得税率	24%	20%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.45	0.45	0.49	0.55	0.61
每股经营现金流	0.42	2.72	1.49	3.97	6.23
每股净资产	5.13	6.91	7.99	9.05	10.22
每股销售收入	12.69	16.42	20.81	25.82	31.59

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	5	4	4	4	3
PB	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.4	10.7	10.4	9.0	7.3
股息率	8.0%	8.0%	8.8%	9.9%	10.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE