

# 价值蓝筹典范，开工高增利销售，竣工高增利营收

## ——金地集团 (600383.SH) 动态跟踪报告

公司动态

### ◆销售持续放量，韧性具备支撑

2018年9月-2019年4月公司合计销售金额+43%，对比同期全国、克而瑞TOP20房企销售增速分别为+9%、+17%。我们认为公司销售持续放量来自于：1) 2017、2018年连续两年土地投资超1000亿，资源储备得到有效补充；2) 2018年新开工同比+79%至1555万方，按照2018年销售均价估算，转换可售货值超2800亿元。3) 截止2018年末，土地储备4400万方中一二线占比83%，受益于行业销售结构切换。

展望全年，公司充裕的货值储备与城市基本面轮动形成共振，预计可继续保持明显高于行业平均的销售增长。

### ◆竣工提速或支撑结转延续较高增长

2018年公司营收、归母净利润分别同比+35%、+21%，业绩弹性复苏主要来自于高均价地产项目集中入账。2019年公司计划竣工854万方，较2018年实际竣工增长27%；2019年Q1公司竣工同比+107%，营收同比+61%。我们预计，后续由竣工提速带动的结算面积增长将接替价格因素，继续支撑公司业绩平稳释放。

### ◆险资背景分红稳定，长线资金吸引力较强

2015年以来公司现金分红额始终保持在归母净利润的30%以上，2018年拟每股现金分红0.6元，现价对应股息率达5.2%。我们认为，公司派息政策注重股东回报，财务表现持续稳健，对于长线资金具较强吸引力。2018年下半年以来外资增配较为积极，目前沪股通持股占比约1.74%，预计随着MSCI扩容三步走，中长期内将持续迎来增量资金。

### ◆目标价上调至15.78元，维持“买入”评级

考虑到公司销售维持较高增长，竣工提速支撑业绩释放，小幅上调公司2019-2020年预测EPS至2.10、2.35元（原为2.05、2.28元），引入2021年预测EPS约2.55元。公司现价对应2019-2021年预测PE仅为5.5、4.9、4.5倍，低于可比公司平均水平；对应预测股息率分别为6.0%、6.8%、7.4%，确定性收益相对明显。综合考虑我们维持2019年7.5倍PE估值，对应目标价上调至15.78元，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：

公司项目权益比例较低，利润增长或不及销售规模扩张；重点城市持续调控，公司销售去化不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37,332	50,312	63,833	78,713	94,189
营业收入增长率	-32.53%	34.77%	26.88%	23.31%	19.66%
净利润(百万元)	6,843	8,098	9,497	10,597	11,529
净利润增长率	8.61%	18.35%	17.27%	11.58%	8.79%
EPS(元)	1.52	1.79	2.10	2.35	2.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.79%	17.43%	17.84%	17.46%	16.79%
P/E	8	6	6	5	5
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年5月29日

## 买入(维持)

当前价/目标价：11.58/15.78元

### 分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)  
021-52523801

[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)  
021-52523855

[wangmk@ebsec.com](mailto:wangmk@ebsec.com)

### 市场数据

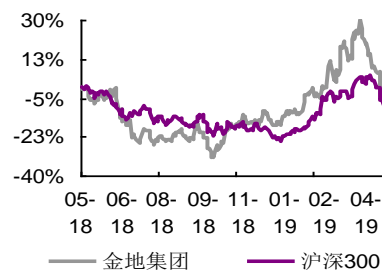
总股本(亿股)：45.15

总市值(亿元)：522.79

一年最低/最高(元)：7.61/14.77

近3月换手率：52.40%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.16	2.42	18.17
绝对	-3.90	2.02	14.49

资料来源：Wind

### 相关研报

低基数反成利好，估值修复空间大——金地集团(600383.SH)动态跟踪简报

.....2019-03-04

逆势放量，重寻荣光——金地集团(600383.SH)动态跟踪报告

.....2019-01-15

高股息率提升配置价值——金地集团(600383.SH)动态跟踪报告

.....2018-10-14

## 1、销售持续放量，韧性具备支撑

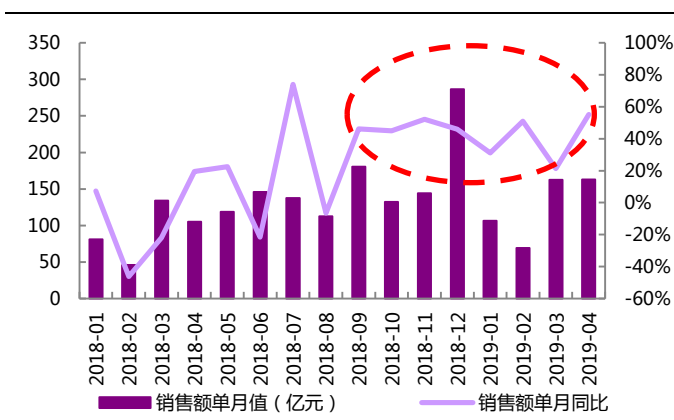
### ➤ 近8个月销售持续放量

2018年9月开始，公司销售增速明显复苏，连续4个月销售额同比超过45%。进入2019年后，公司依然保持了明显高于行业平均的销售增长。

合计来看，2018年9月-2019年4月，公司实现销售面积约634万方，同比增长28%；实现销售金额1244亿元，同比增长43%。

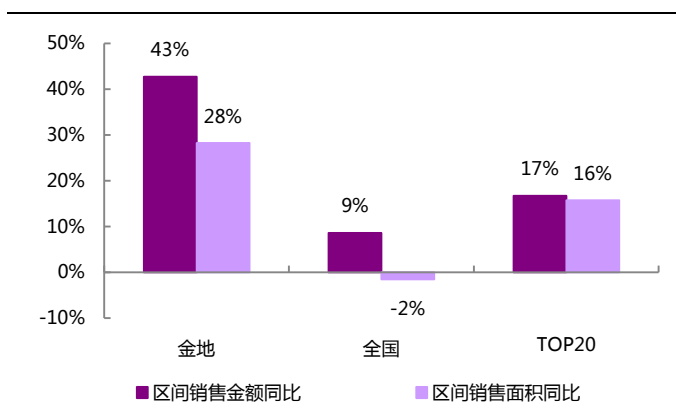
对比同期全国商品房销售面积、销售金额增速分别为-2%、+9%；同期TOP20房企销售面积、销售金额增速分别为+16%、+17%（根据克而瑞数据）。

图1：2018年9月以来公司销售逆市增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：2018年9月至2019年4月销售额、面积同比



资料来源：Wind，克而瑞，光大证券研究所

我们认为，近8个月内公司销售逆市增长主要来自于三方面因素：

#### 1) 2017、2018连续两年土地投资超1000亿，土地储备得到有效补充

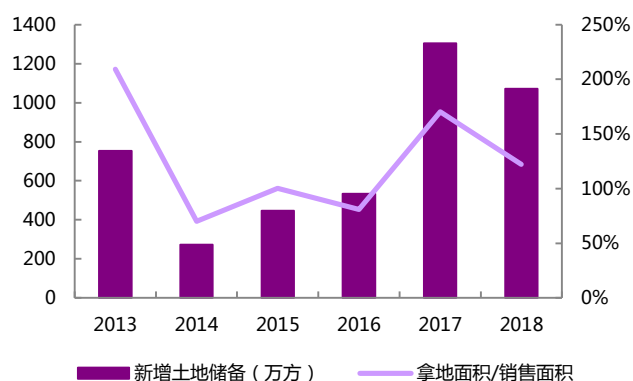
2017、2018年公司分别新增土储1305万方、1072万方，对应总地价分别为1004亿元、1000亿元，连续两年拿地面积超1000万方、投资金额超1000亿元。

从投资强度来看，2017、2018年公司拿地面积/销售面积的比例分别为170%、122%，对比之前三年（2014-2016年）分别为70%、100%、81%；2017、2018年拿地金额/销售金额的比例分别为71%、62%，对比之前三年（2014-2016年）分别为31%、48%、40%，土地储备得到有效补充。

从获取成本来看，2017、2018年公司拿地均价/销售均价的比例分别为42%、50%，对比之前三年（2014-2016年）分别为45%、48%、49%，土地成本上行可控。

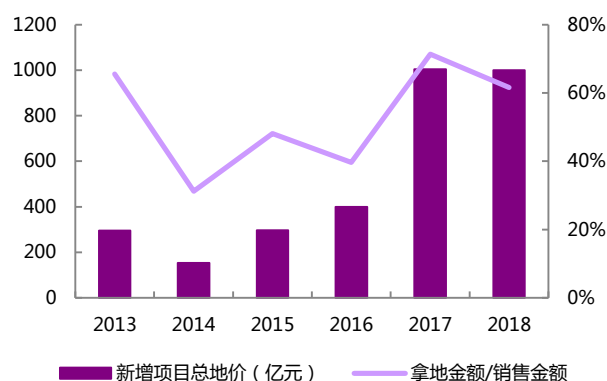
截止2018年末，公司总土储约4400万方，同比增长17%，权益土储2300万方，同比增长19%；按照2018年销售面积878万方静态估算，可以满足未来4年以上的发展需求。

图 3：公司拿地面积/销售面积



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司拿地金额/销售金额



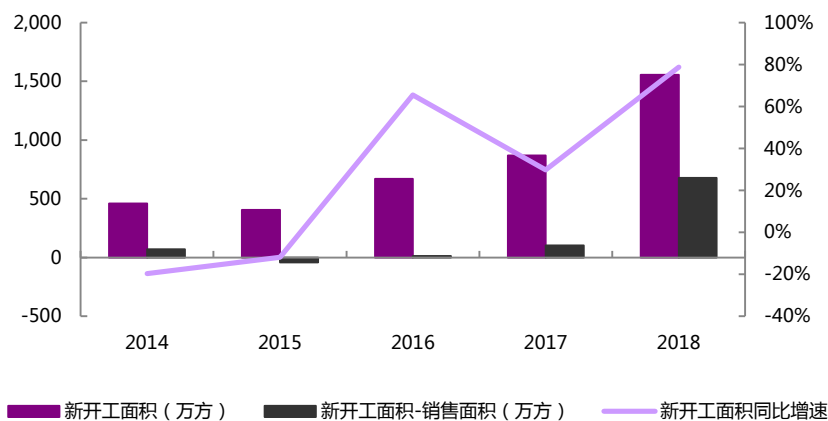
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2) 2018 年新开工高增，周转提速，可售资源较为充裕

根据公司财报,2018 年公司各住宅子公司新开盘项目平均开盘周期 10.8 个月,新获取项目中 17 个实现当年开盘,其中烟台黄务项目、大连生态科技城项目和嘉兴油车港北项目均实现半年内开盘。

2018 年公司合计新开工面积达 1555 万方,同比大幅增长 79%,基本完成全年计划。如果按照 2018 年销售均价 18493 元/平方米计算,转换可售货值超过 2800 亿元。

图 5：公司新开工面积及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

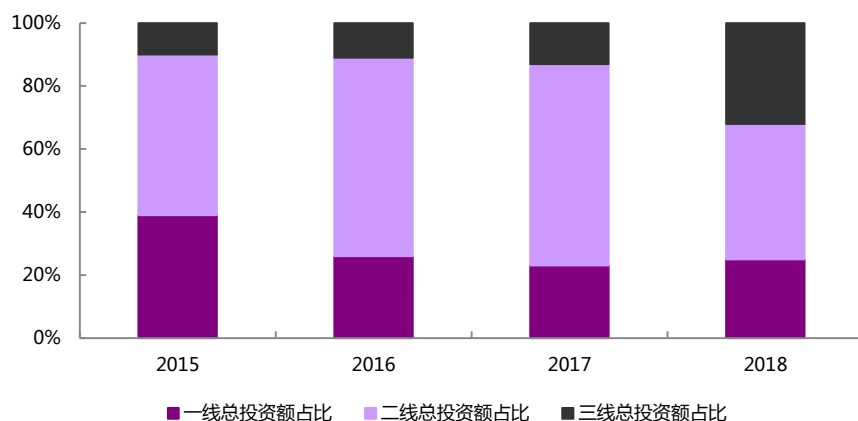
## 3) 持续深耕一二线城市，受益于行业销售结构切换

2018 年公司在坚持深耕一二线城市的同时,加强了投资布局的战略纵深和城市梯度。全年有 12 个城市投资项目超过 3 个,总投资额中一线占比 25%、二线占比 43%、三四线城市占比 32%。偏低能级城市占比略有提升,主要为都市圈辐射城市(如清远、南通、嘉兴、绍兴等)。目前已形成以京津冀都市圈、长三角都市圈、粤港澳大湾区以及中西部和东北三省核心城市为主的区域布局。

截止 2018 年末,公司土储覆盖全国 50 个城市,其中一二线城市土储超过 3600 万方,总土储占比达到 83%。明显受益于当前高能级城市底部复苏,销售去化具备支撑。

关于一二线楼市回暖,行业结构切换具体请参阅《年策观点继续印证,房企经营杠杆提升——2019 年 1-4 月国家统计局房地产数据点评》。

图 6: 公司投资金额中各能级城市占比

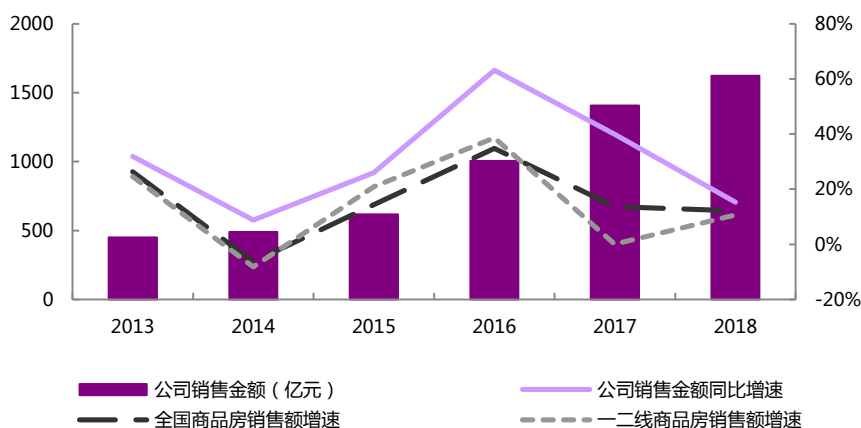


资料来源: Wind, 光大证券研究所

根据 wind, 2019 年 Q1 公司新开工面积 288 万方, 同比增长 6%, 完成年初计划的 35%。1-4 月新增土储 276 万方, 同比增长 36%, 总地价 238 亿元, 同比增长 21%; 其中 4 月单月新增土储 142 万方, 同比增长 111%, 对应地价款 119 亿元, 同比增长 56%。

展望全年, 公司较强的拿地、新开工表现为供货提供了良好基础, 持续深耕一二线的战略契合城市周期轮动、行业结构切换趋势, 我们预计公司有望继续保持明显高于行业平均的销售增长。

图 7: 全国、一二线城市、公司销售金额同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 2、竣工提速或支撑结转延续较高增长

### ➤ 2018 年地产结转量平价增推动业绩弹性复苏

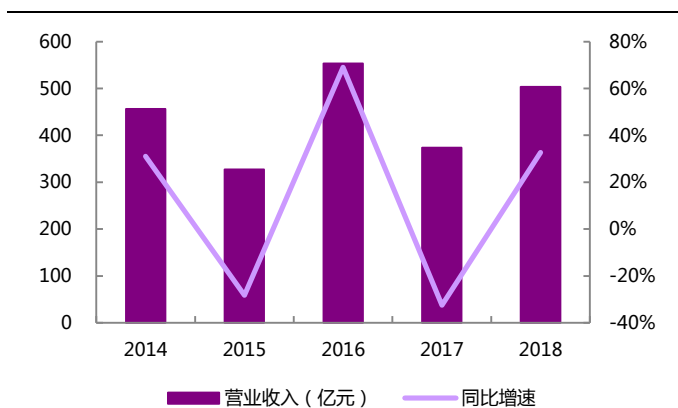
2018 年公司实现营业收入 507 亿元，同比增长 35%；实现归母净利润 81 亿元，同比增长 18%；实现扣非归母净利润 70 亿元，同比增长 32%。

2018 年公司业绩弹性明显复苏，主要来自于高均价的华东区域地产项目集中入账以及费用控制优化：

1) 2018 年公司地产表内结算面积同比微降 1%至 256 万方，表内结算均价同比增长 39%至 18019 元/平方米，高均价的华东区域项目入账推动表内结算金额同比增长 37%至 461 亿元，房地产业务毛利率同比提升 9.1pc 至 43.8%。

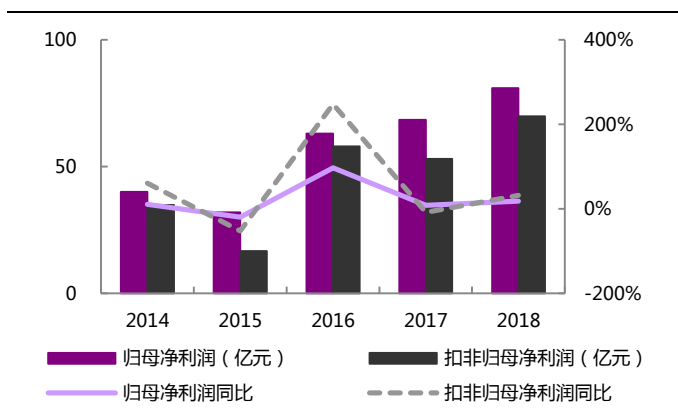
2) 得益于结转兑现错配缓解以及费用控制优化，2018 年公司销售管理费用率由高位同比回落 1.1pc 至 9.3%。

图 8：公司营业收入及同比增速



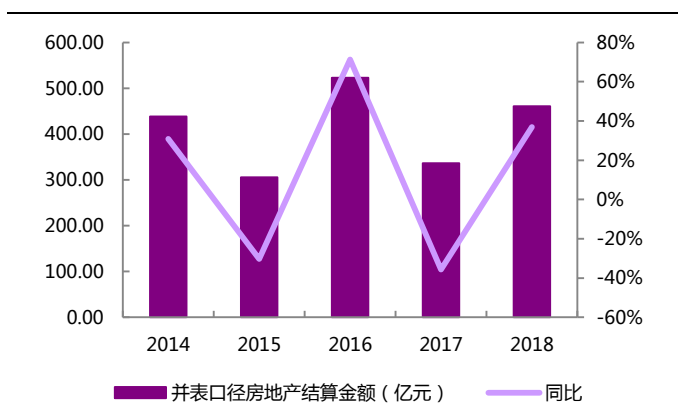
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：公司归母净利润、扣非归母净利润



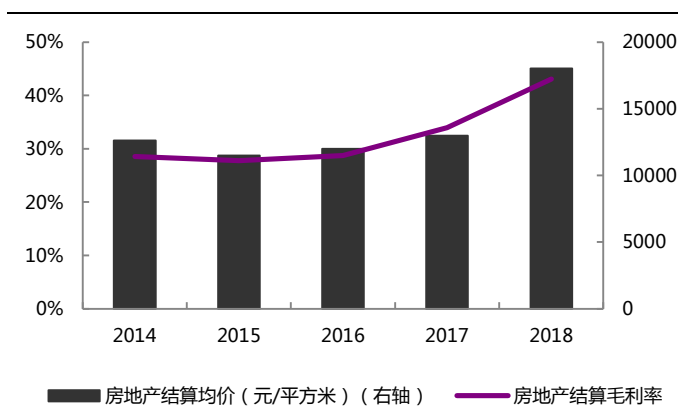
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：公司表内房地产结算金额及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：公司表内房地产结算均价及结算毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

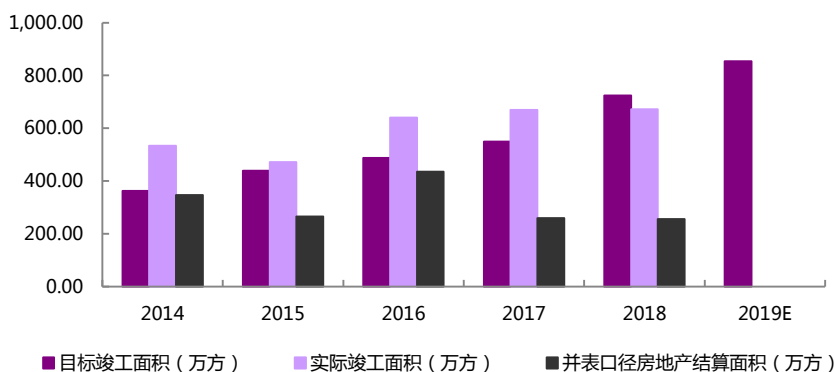
### ➤ 2019 年竣工提速，地产结转量增或为业绩释放提供支撑

截止 2018 年末，公司预收售楼款约 691 亿元，同比增长 20%，预收售楼款/表内结算收入的比例约 1.5 倍，业绩保障比率继续维持相对高位。

2019 年公司计划竣工 854 万方，较 2018 年计划竣工增长 18%，较 2018 年实际竣工增长 27%。2019 年 Q1，公司竣工 126 万方，同比增长 107%，完成全年计划值的 15%，同期公司营业收入同比 61% 至 111 亿元。

根据公司财报，2019 年 Q1 营收增长仍主要来自于结算价格提升，考虑到 2018 年表内结算均价/销售均价已提升至 97%，涨价红利已基本入账，我们预计后续由竣工提速带动的结算面积增长将接替价格因素，成为收入增长的主要驱动力。

图 12：公司计划竣工面积、实际竣工面积、表内结算面积



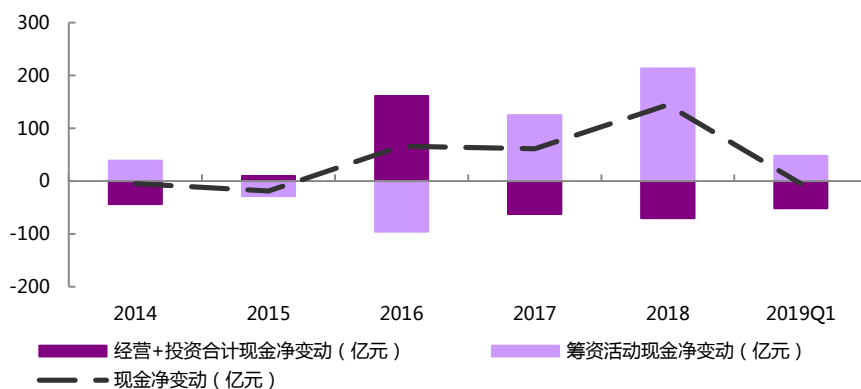
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 3、杠杆水平处健康区间，融资成本低位稳定

### ➤ 经营+投资活动资金缺口相对可控

由于土地投资力度增强，2017、2018 年公司经营+投资活动现金分别净流出 62、70 亿元，筹资前资金缺口相对可控。2019 年 Q1，公司经营+投资活动现金净流出 52 亿元，部分是由于回款和支出的季节性错位。

图 13：公司现金流拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所

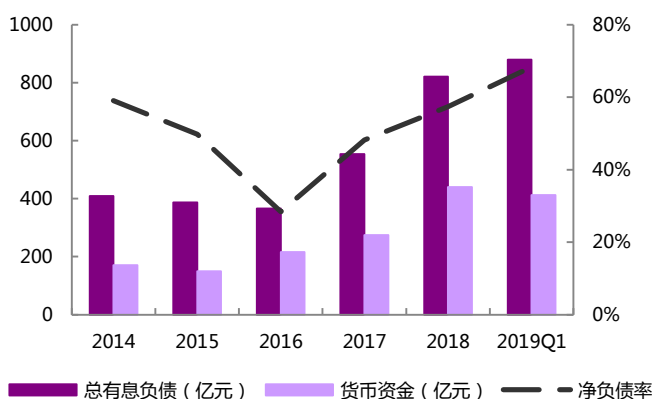
➤ **净负债率维持健康区间，短期偿债压力较小**

截止 2018 年末，公司融资余额同比净增 268 亿元 (+48%) 至 821 亿元，其中银行贷款同比净增 115 亿元 (+43%) 至 380 亿元 (占比 46%)，公开市场融资同比净增 161 亿元 (+57%) 至 441 亿元 (占比 54%)。

根据我们计算，截止 2019 年 Q1，公司融资余额约 879 亿元，较年初增长 7%。其中一年内到期债务约 224 亿元，较年初增长 50%，占总融资余额的 25%。

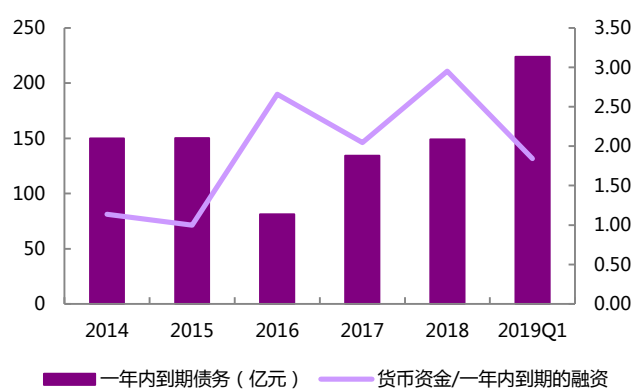
截止 2018 年末，公司净负债率提升至 68%，仍维持行业内健康区间；货币资金/一年内到期债务的比例约 1.84，短期偿债压力较小。

图 14：公司有息负债、货币资金、净负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：公司货币资金/一年内到期债务



资料来源：Wind，光大证券研究所

➤ **融资成本维持低位，2018H2 以来环比改善较明显**

2018 年公司利息支出约 37 亿元，同比 61%。根据公司财报，2018 年债务融资加权平均成本为 4.83%，较 2017 年微升 0.27pc，仍维持行业低位。

2019 年 3 月，公司上调 2016 年第一期公司债（品种一）票面利率至 4.35%（原为 3.00%），回售金额 2000 万，该期债券余额 12.8 亿元，剩余期限 3 年。

2019 年 3 月，公司新发行 2019 年超短期融资券 30 亿元，票面利率为 3.20%。

2019 年 4 月，公司子公司在 2018 年 9 月完成的 1.5 亿美元高级无抵押固定利率债券发行基础上（期限 3 年，票面利率 6.00%），增发 3 亿美元债券，票面年息为 6.0%，债券发行收益率约 5.7%。

回顾 2018 年至今公司债券融资情况，2018 年下半年开始，公司境内公司债、超短期融资券、境内中票发行成本均环比回落，尤其是 2019 年 3 月新发行的超短融成本较 2018 年 3 月的可比融资回落 210bp。

公司主体信用评级及各项融资产品评级均为 AAA，标普和穆迪给予公司长期信用评级分别为 BB、Ba2。我们认为，在相对充裕的流动性环境以及灵活的筹资渠道支持下，2019 年公司融资成本仍可维持低位稳定。

表 1：2018 年至今公司债券融资情况

发行日期	债券类型	发行规模	债券期限	票面利率
2018 年 1 月	境内中票	15 亿元	5 年	5.90%
2018 年 3 月	境内公司债	30 亿元	5 年	5.68%
2018 年 3 月	超短融	30 亿元	270 天	5.30%
2018 年 5 月	境内公司债	10 亿元	3 年	5.29%
2018 年 5 月	境内公司债	20 亿元	5 年	5.38%
2018 年 5 月	境内中票	20 亿元	3 年	5.18%
2018 年 6 月	境内公司债	10 亿元	3 年	5.58%
2018 年 6 月	境内公司债	10 亿元	5 年	5.70%
2018 年 7 月	境内公司债	10 亿元	5 年	5.00%
2018 年 8 月	境内中票	20 亿元	3 年	4.80%
2018 年 8 月	超短融	10 亿元	270 天	3.75%
2018 年 9 月	海外债	1.5 亿美元	3 年	6.00%
2018 年 11 月	超短融	30 亿元	270 天	4.07%
2019 年 3 月	境内公司债回售	12.8 亿元*	3 年*	4.35%*
2019 年 3 月	超短融	30 亿元	270 天	3.20%
2019 年 4 月	增发海外债	3 亿美元	2.4 年	6.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2019 年 3 月境内公司债回售金额 2000 万，债券余额 12.8 亿元，剩余期限 3 年，票面利率上调至 4.35%。



## 4、险资背景分红稳定，长线资金吸引力较强

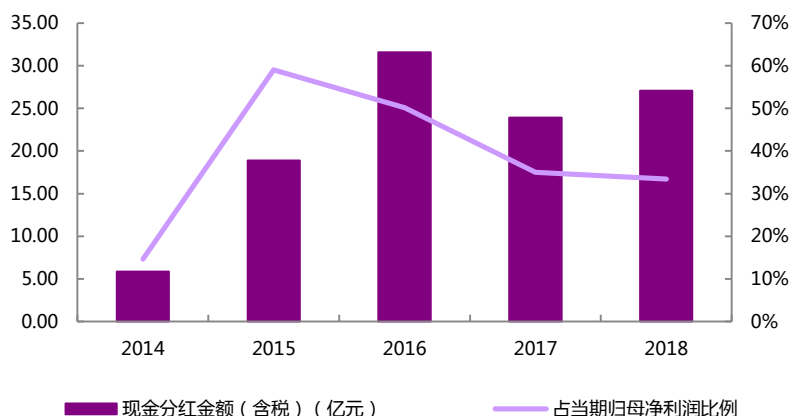
### ➤ 险资持股过半，派息政策稳定，长线资金吸引力较强

截止 2019 年 Q1，富德生命人寿持有公司股份 29.83%，安邦人寿持有公司股份 20.43%，二者合计持有公司股份达到 50.26%。

险资背景下，2015 年以来公司现金分红比例始终保持在 30% 以上。2015-2017 年公司现金分红金额(含税)/当期归母净利润的比例分别为 59%、50%、35%。2018 年公司拟每股现金分红 0.6 元(含税)，现价对应股息率约 5.2%，拟现金分红金额(含税)/当期归母净利润的比例为 33%。

我们认为，公司结算基础扎实，派息政策注重股东回报，财务表现持续稳健，预计未来有能力继续保持较高的分红比例，确定性收益对于长线资金具较强吸引力。

图 16：公司现金分红（含税）占当期归母净利润比例



资料来源：Wind，光大证券研究所

### ➤ 2018H2 以来外资增配较积极，MSCI 扩容或迎增量资金

截止 2018 年 5 月 29 日，公司沪股通持股近 7900 万股，持股市值超 9 亿元，沪股通持股占总股本的 1.74%。动态来看，2018 年下半年至今，北向资金持股比例提升 1.04pc，增配较为积极。横向比较，在光大地产 A30 样本库中，公司沪深股通持股比例亦处于较高水平。

2019 年 2 月 28 日 MSCI 决议分三个阶段将中国 A 股纳入因子由 5% 提升至 20%。

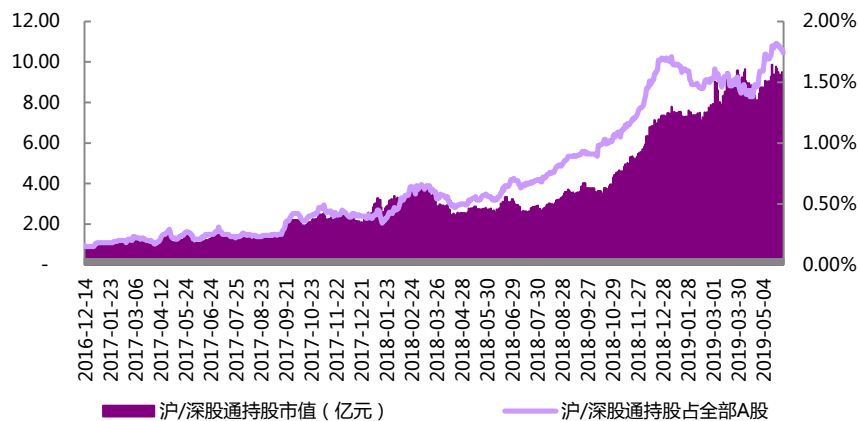
1) 2019 年 5 月 14 日，MSCI 公布半年度指数审议结果，2019 年 5 月 28 日收盘后，将现有的中国大盘 A 股纳入因子由 5% 提升至 10%。

2) 2019 年 8 月的季度指数审议中，MSCI 预计将中国大盘 A 股纳入因子由 10% 提升至 15%。

3) 2019 年 11 月的半年度指数审议中，MSCI 预计将中国大盘 A 股纳入因子由 15% 提升至 20%，同时将中国中盘 A 股（包括符合条件的创业板股票）以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 指数。

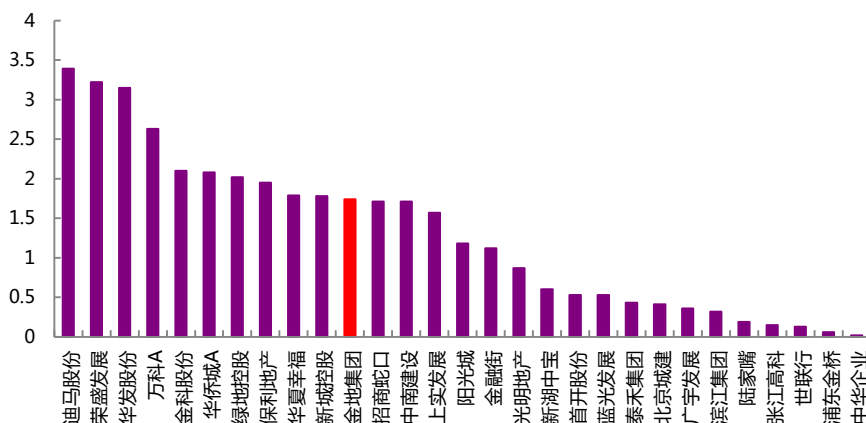
根据 5 月 14 日半年度审议结果，目前房地产板块纳入 MSCI 中国大盘 A 股的共有 14 只标的，金地集团是其中之一。中长期来看，公司或凭借稳健向好的基本面持续迎来增量资金。

图 17：金地集团沪/深股通持股市值及持股占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 18：光大地产 A30 样本库沪/深股通持股占比 (%) (截止 2019.5.29)



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 5、盈利预测与估值评级

考虑到公司销售增长维持较高水平，竣工提速结转具备支撑，我们小幅上调公司 2019-2020 年预测归母净利润至 95 亿元、106 亿元(原为 93 亿元、103 亿元)，引入 2021 年预测归母净利润为 115 亿元，对应 2019-2021 年预测 EPS 分别为 2.10、2.35、2.55 元。

公司现价对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 5.5、4.9、4.5 倍，对比 A 股大中型房企平均为 6.6、5.6、4.8 倍，估值存在折价。按照 2018 年派息比率，现价对应 2019-2021 年预测股息率分别为 6.0%、6.8%、7.4%，确定性收益相对明显。

公司最近三年 PE(TTM)均值为 8.9 倍, 加减一个标准差区间为 5.3-12.4 倍。综合考虑我们维持 2019 年 7.5 倍 PE 估值, 对应目标价上调至 15.78 元, 维持“买入”评级。

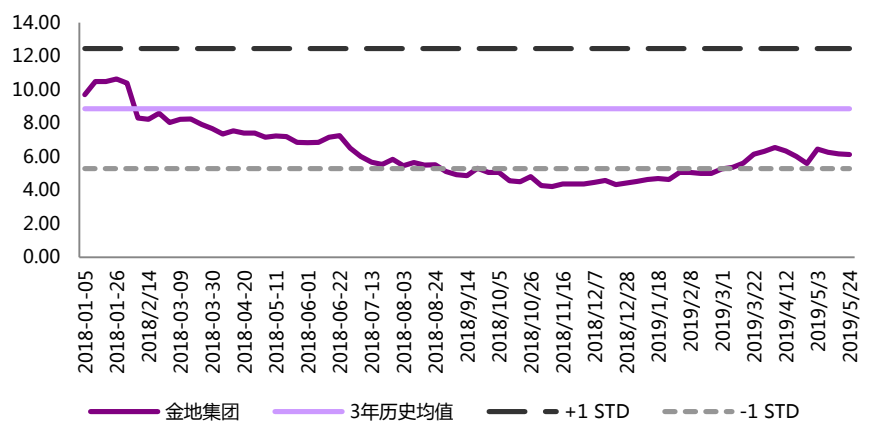
表 2: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
000002.SZ	万科 A	3,025	27.16	3.06	3.63	4.07	4.69	8.9	7.5	6.7	5.8
600048.SH	保利地产	1,455	12.23	1.59	1.93	2.25	2.49	7.7	6.3	5.4	4.9
001979.SZ	招商蛇口	1,737	21.95	1.89	2.39	2.7	3.15	11.6	9.2	8.1	7.0
601155.SH	新城控股	814	36.06	4.69	5.99	7.29	8.61	7.7	6.0	4.9	4.2
600606.SH	绿地控股	826	6.79	0.93	1.16	1.42	1.76	7.3	5.8	4.8	3.9
000069.SZ	华侨城 A	569	6.94	1.29	1.53	1.80	2.14	5.4	4.5	3.9	3.2
	平均							8.1	6.6	5.6	4.8
600383.SH	金地集团	523	11.58	1.79	2.10	2.35	2.55	6.5	5.5	4.9	4.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 数据截止 2019 年 5 月 29 日; 绿地控股、华侨城 A 为 wind 一致预测, 其余为光大证券研究所预测。

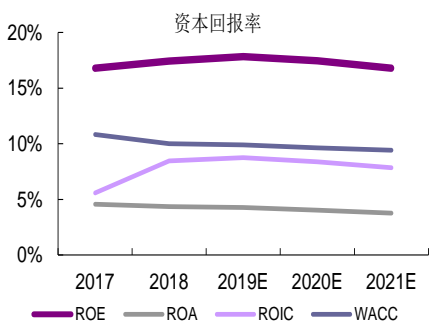
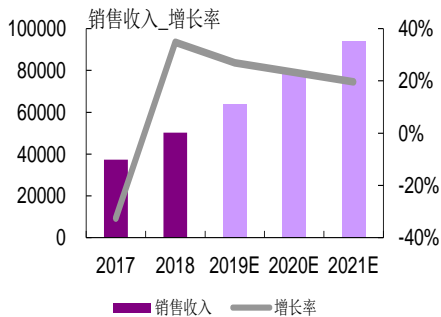
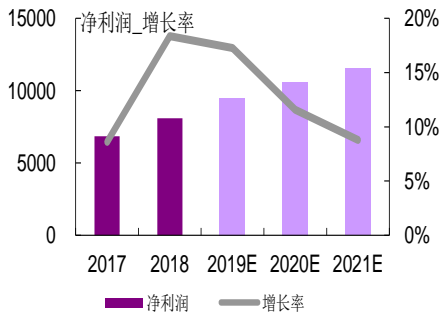
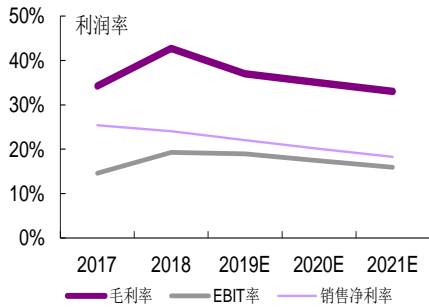
图 19: 公司 PE (TTM)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 6、风险分析

公司项目权益比例较低, 利润增长或不及销售规模扩张; 重点城市持续调控, 公司销售去化不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>37,332</b>	<b>50,312</b>	<b>63,833</b>	<b>78,713</b>	<b>94,189</b>
营业成本	24,547	28,836	40,235	51,157	63,064
折旧和摊销	141	162	23	65	109
营业税费	3,487	6,124	6,064	7,478	8,948
销售费用	1,243	1,417	1,734	2,060	2,370
管理费用	2,652	3,267	3,826	4,324	4,703
财务费用	-118	-653	-444	-441	-342
公允价值变动损益	784	341	350	350	350
投资收益	4,950	4,084	4,696	5,260	5,786
<b>营业利润</b>	<b>11,656</b>	<b>15,178</b>	<b>17,564</b>	<b>19,745</b>	<b>21,481</b>
<b>利润总额</b>	<b>11,680</b>	<b>15,111</b>	<b>17,564</b>	<b>19,745</b>	<b>21,481</b>
少数股东损益	2,635	4,006	4,573	5,219	5,678
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,843</b>	<b>8,098</b>	<b>9,497</b>	<b>10,597</b>	<b>11,529</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>207,942</b>	<b>278,355</b>	<b>328,976</b>	<b>392,187</b>	<b>458,493</b>
流动资产	169,976	227,637	267,694	320,026	375,201
货币资金	27,406	44,010	47,875	59,933	73,090
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	62	103	131	162	193
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	49,681	63,658	73,408	82,648	94,189
存货	84,183	112,117	136,899	166,362	195,499
可供出售投资	204	350	397	397	397
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	15,406	24,787	32,417	40,363	48,602
固定资产	1,123	1,060	1,679	2,286	2,871
无形资产	48	40	38	36	34
<b>总负债</b>	<b>149,986</b>	<b>211,877</b>	<b>251,137</b>	<b>301,680</b>	<b>354,318</b>
无息负债	97,173	135,946	164,497	196,394	229,032
有息负债	52,813	75,932	86,640	105,286	125,286
<b>股东权益</b>	<b>57,956</b>	<b>66,478</b>	<b>77,839</b>	<b>90,507</b>	<b>104,174</b>
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
公积金	5,630	5,752	5,752	5,752	5,752
未分配利润	30,271	35,713	42,501	49,950	57,939
少数股东权益	17,192	20,027	24,600	29,819	35,498

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-6,989</b>	<b>-1,828</b>	<b>852</b>	<b>1,255</b>	<b>1,259</b>
净利润	6,843	8,098	9,497	10,597	11,529
折旧摊销	141	162	23	65	109
净营运资金增加	-4,683	12,175	18,281	20,036	21,488
其他	-9,289	-22,264	-26,949	-29,443	-31,867
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>746</b>	<b>-5,211</b>	<b>-5,430</b>	<b>-5,136</b>	<b>-4,904</b>
净资本支出	-498	-849	-800	-800	-800
长期投资变化	-5,524	-9,381	-7,630	-7,945	-8,240
其他资产变化	6,767	5,019	3,000	3,610	4,136
<b>融资活动现金流</b>	<b>12,471</b>	<b>21,330</b>	<b>8,443</b>	<b>15,939</b>	<b>16,803</b>
股本变化	1	0	0	0	0
债务净变化	16,178	23,119	10,708	18,646	20,000
无息负债变化	33,278	38,772	28,551	31,897	32,638
<b>净现金流</b>	<b>6,127</b>	<b>14,398</b>	<b>3,865</b>	<b>12,058</b>	<b>13,157</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-32.53%	34.77%	26.88%	23.31%	19.66%
净利润增长率	8.61%	18.35%	17.27%	11.58%	8.79%
EBITDA 增长率	-29.38%	76.70%	22.59%	13.74%	9.84%
EBIT 增长率	-30.37%	78.29%	24.40%	13.42%	9.56%
<b>估值指标</b>					
PE	8	6	6	5	5
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	19	12	11	11	11
EV/EBIT	20	12	11	11	11
EV/NOPLAT	24	15	14	14	14
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	34.25%	42.68%	36.97%	35.01%	33.04%
EBITDA 率	14.96%	19.61%	18.95%	17.48%	16.04%
EBIT 率	14.58%	19.29%	18.92%	17.40%	15.93%
税前净利润率	31.29%	30.03%	27.52%	25.08%	22.81%
税后净利润率 (归属母公司)	18.33%	16.10%	14.88%	13.46%	12.24%
ROA	4.56%	4.35%	4.28%	4.03%	3.75%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.79%	17.43%	17.84%	17.46%	16.79%
经营性 ROIC	5.56%	8.45%	8.74%	8.36%	7.85%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.63	1.62	1.56	1.54	1.53
速动比率	0.82	0.82	0.76	0.74	0.73
归属母公司权益/有息债务	0.77	0.61	0.61	0.58	0.55
有形资产/有息债务	3.89	3.62	3.75	3.69	3.63
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.52	1.79	2.10	2.35	2.55
每股红利	0.53	0.60	0.70	0.78	0.85
每股经营现金流	-1.55	-0.41	0.19	0.28	0.28
每股自由现金流(FCFF)	1.93	-0.91	-2.10	-2.17	-2.23
每股净资产	9.03	10.29	11.79	13.44	15.21
每股销售收入	8.27	11.14	14.14	17.44	20.86

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与, 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。

## 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 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼