

# 国际视角下基于 PB-ROE 框架对格力价值的再探讨

## ——格力电器(000651.SZ) 价值分析

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 57.15 元

#### 分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)  
021-52523878  
[jinxing@ebscn.com](mailto:jinxing@ebscn.com)

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)  
021-52523877  
[ganjun@ebscn.com](mailto:ganjun@ebscn.com)

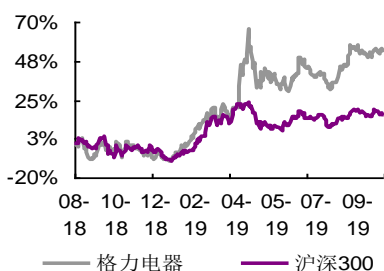
王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)  
021-52523880  
[wangqq@ebscn.com](mailto:wangqq@ebscn.com)

王彦玮(执业证书编号: S0930519100001)  
021-52523879  
[wangyw@ebscn.com](mailto:wangyw@ebscn.com)

#### 市场数据

总股本(亿股): 60.16  
总市值(亿元): 3338.73  
一年最低/最高(元): 33.89/63.55  
近3月换手率: 30.80%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.26	5.06	30.85
绝对	-0.82	6.05	53.64

资料来源: Wind

#### 相关研报

发布股权转让公告, 静待混改成功落地——格力电器(000651.SZ) 公告点评  
..... 2019-08-13  
何时重塑格局, 期待王者归来——格力电器(000651.SZ) 跟踪报告  
..... 2019-08-12

格力作为过去十年中消费品行业走出的代表性白马股, 得到的关注自然不言而喻。但在纷繁的投资者买卖, 股价涨跌, 研报多空中, 始终围绕的只有一个不变的主题, 格力究竟价值几何? 但有人的地方就有江湖, 有股市的地方分歧也在所难免, 一万个人眼中自然有一万个格力, 而本文则选取从 PB-ROE 视角出发, 尝试对格力的内在价值进行简单的探讨。

#### ◆PB-ROE: 广泛应用于成熟消费品公司的投资框架

美股消费板块良好契合 PB-ROE 框架。光大策略组在前期《一旦告别高增长, 消费股会集体“杀估值”吗?》报告中通过实证数据测算表明: 美国日常消费品行业基本遵循“PB-ROE”框架运行, 相对 ROE 与相对 PB 的季频相关系数高达 0.59, 而且一旦相对 PB 与相对 ROE 发生明显偏离后, 也能够得到迅速修正。

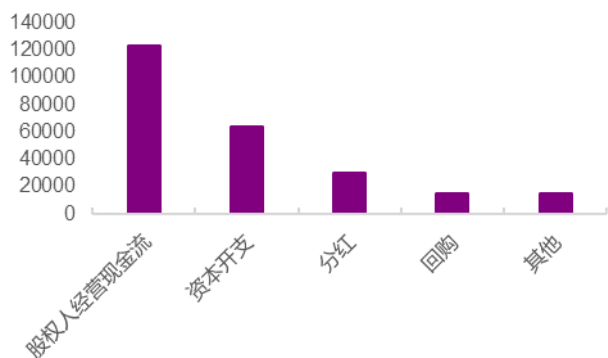
**PB-ROE 分析框架背后的逻辑为未来现金流的折现。** PB-ROE 的投资逻辑其实是简化后的现金流永续增长模型(所以更适用于商业模式和增长相对稳定的行业和公司)。简单来看, 根据股利折现模型,  $P=D1/(r-g)$ , 其中 D1 为下一期股利, r 为对应股票折现率, g 为稳定永续增长率。进一步进行展开, 不难得到:  $P=B0*ROE*(1-b)/(r-g)$ , 其中 b 为公司稳定经营的再投资率, 简单变形:  $P/B0=PB=(ROE-ROE*b)/(r-g)=(ROE-g)/(r-g)$ 。

**为何消费品更适用? 国外成熟的消费品公司基本采取稳定分红回购的经营模式。** 从国外经验来看, 消费品公司在自身发展进入成熟阶段之后, 由于外延并购和扩大生产需求较少, 现金需求量减少。而考虑经营资产回报普遍高于账面现金收益, 所以在成熟的公司治理模式下, 除少量的现金储备外, 账面现金更多的将用于分红、回购以更大化股东利益。

以海外家电代表性公司伊莱克斯和惠而浦为例, 其 2001 年至 2018 年累计分红+回购占 FCFE 比重分别为 75%/70%。而整个大消费板块来看, 最具代表性消费股可口可乐和沃尔玛同样采取了稳定的分红+回购策略。

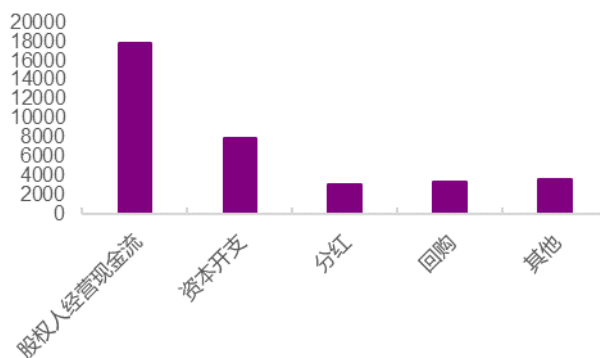
**伊莱克斯/惠而浦 PB 估值与 ROE 走势一致度较高。** 因为对于成熟期的消费公司, ROE 是决定企业盈利和分红的最关键指标, 投资者会弱化对企业盈利增长的关注, 而更重视高 ROE 带来的稳定分红和回购带来的收益。PB 反映市场给予企业净资产的溢价, 高 ROE 意味着净资产创造收益能力强, 从而 PB 也会更高。以海外家电龙头的数据为例, 伊莱克斯和惠而浦的 PB 走势与 ROE 涨跌基本一致。

图 1：伊莱克斯股东现金流自有现金分配状况（百万 SEK）



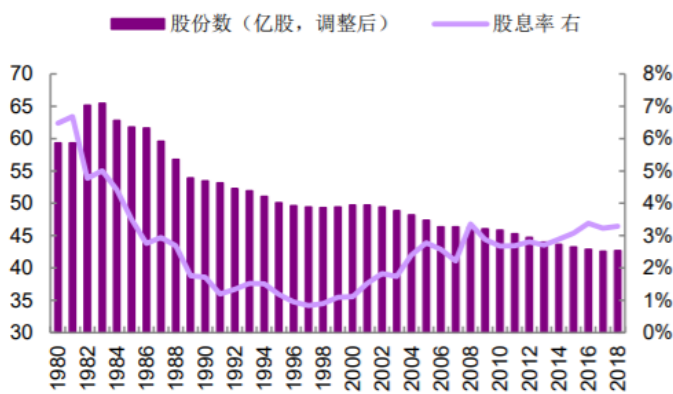
资料来源：彭博，光大证券研究所测算，为 2001-18 年累计数据

图 2：惠而浦股东现金流及分配状况（百万 USD）



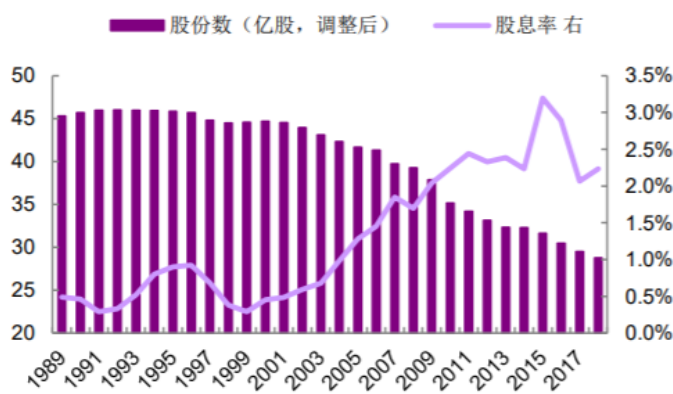
资料来源：彭博，光大证券研究所测算，为 2001-18 年累计数据

图 3：可口可乐总股本与股息率



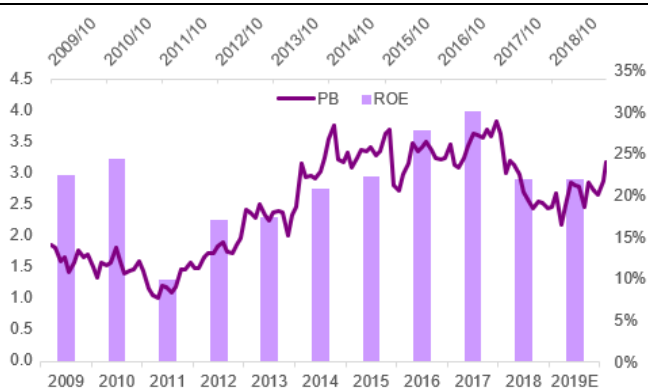
资料来源：彭博，光大证券研究所

图 4：沃尔玛总股本与股息率



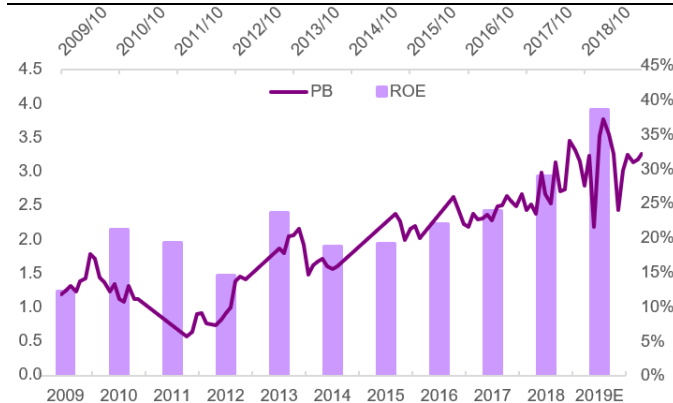
资料来源：彭博，光大证券研究所

图 5：伊莱克斯 PB-ROE 走势图



资料来源：彭博，光大证券研究所

图 6：惠而浦 PB-ROE 走势图

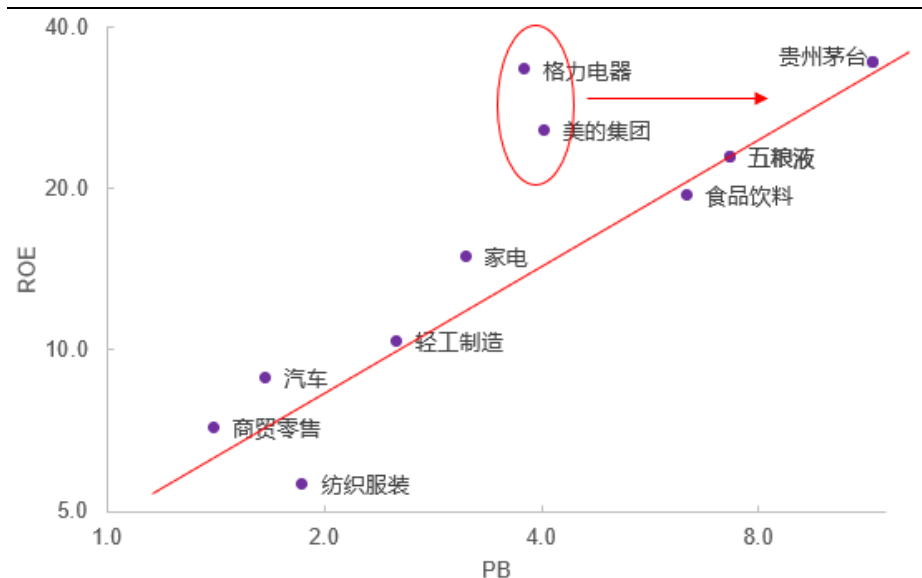


资料来源：彭博，光大证券研究所

### ◆A股大消费板块：基本框架依旧适用，但家电龙头PB却存在折价

A股消费板块来看，大致匹配PB-ROE框架，但家电龙头PB存在折价。所以我们尝试将这样的框架套用在A股市场。采取18年年报的截面数据进行观察。我们发现了一个有意思的现象。在PB-ROE分析框架下，主要消费板块基本符合正相关线性分布。但格力美的为代表的家电龙头PB却反而显著偏低。但同样是板块龙头的贵州茅台和五粮液却依旧契合分析框架。

图7：消费板块和龙头公司PB-ROE分部图



资料来源：Wind，光大证券研究所，ROE和每股净资产选取18年年报数据，股价截止19年10月25日收盘

需进一步探寻静态数据背后的动态逻辑。但PB-ROE只是一个静态的分析框架，如果仅仅从静态的财务和估值数字出发选股，又容易进入价值投资陷阱中，比如部分高ROE，市场给予的低PB估值可能隐含着对未来盈利情况下滑、ROE下降的预期（在部分周期股中有较为明显的体现），亦或是部分公司高ROE背后的支撑来源于很高的财务杠杆支撑，对应导致一定的风险溢价。

所以从PB-ROE的分析框架出发，判断格力价值是否真的存在明显低估，我们更需要从动态视角鉴别公司高ROE背后的产业逻辑。

### ◆财务拆分：海外家电公司普遍高分红+杠杆经营，格力高企的账面现金拖累ROE

根据杜邦分析，ROE由三个维度因素影响：净利率、周转率和权益乘数。

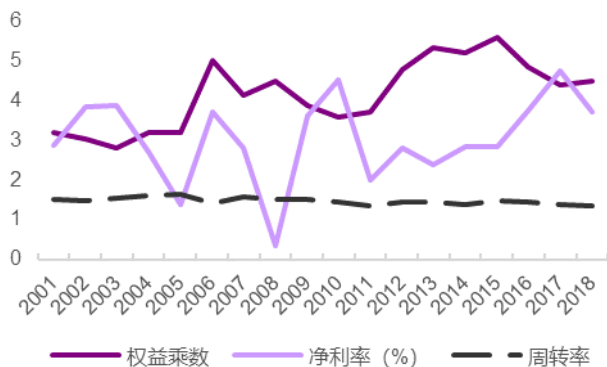
海外家电企业的ROE主要由杠杆经营带动。我们首先观察海外可比公司惠而浦和伊莱克斯（ROE水平20%~30%）ROE的拆分情况：

(1) 净利率3~5%波动：由于海外家电龙头相较于国内，产业链定价权较弱，故而普遍的净利率低于国内，基本处于3%~5%的区间。

(2) 资产周转率：基本处于1~2之间，并购兼并可能导致资产周转率小幅下降，但是整体看波动较小。

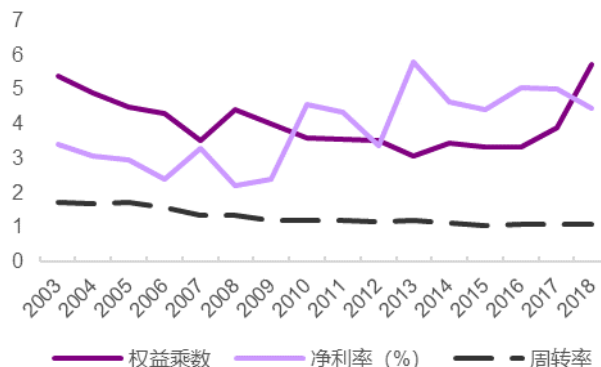
(3) 权益乘数普遍达到 4-5 倍：在 08 年之后有一定波动上行，主要是资金成本（利率）下行，在企业 ROA（5%左右）高于银行借债成本的情况下，企业采取高分红高回购，加杠杆经营的方式。

图 8：伊莱克斯 ROE 三因子拆分



资料来源：彭博，光大证券研究所测算

图 9：惠而浦 ROE 三因子拆分



资料来源：彭博，光大证券研究所测算

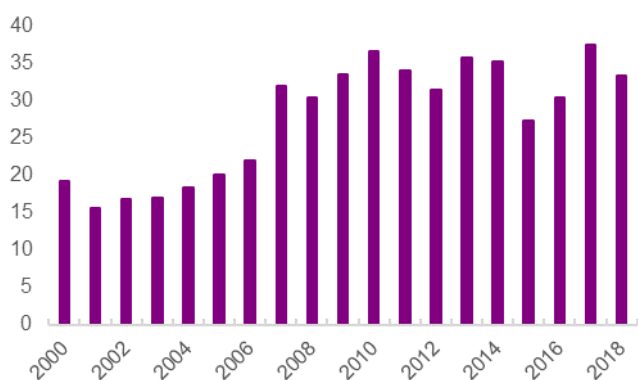
格力的高 ROE 主要由高利润率带动，现金堆积阻碍 ROE 对应提升。

格力 ROE（平均）07 年之后基本稳定在 30%~35% 的水平，相比较海外同行在 ROE 方面有一定领先，但优势似乎并不明显。

(1) 净利率：格力的 ROE 维持高位的主要支撑是高企的净利率水平（18 年达到 15%）。(2) 资产周转率&财务杠杆：但不同于伊莱克斯与惠而浦的杠杆经营。格力资产负债表中的现金资产的不断堆积，未分配利润快速增长。导致整体的资产周转率和财务杠杆指标均不断下行。

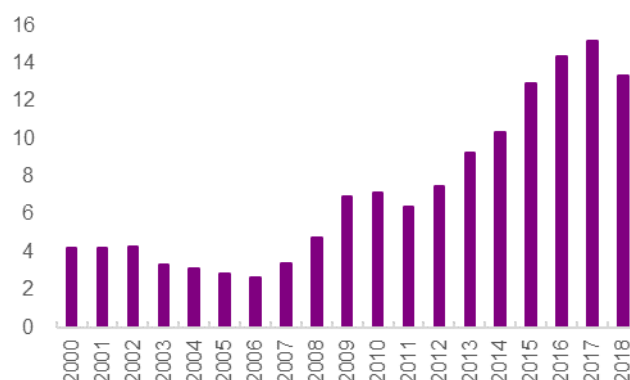
截止 2018 年年报，公司现金+理财产品规模达 1300 亿元左右，占当期总资产 2512 亿元比例过半，归母净资产为 913 亿元，其中未分配利润 819 亿，占比近 90%。

图 10：格力电器 ROE 走势 (%)



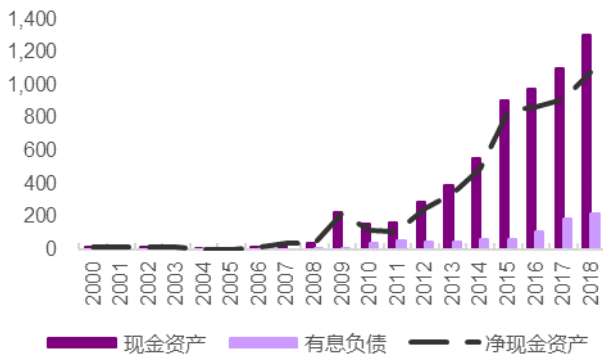
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：格力电器净利润率走势 (%)



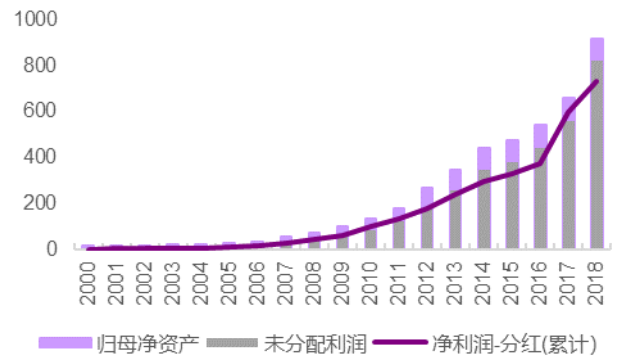
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12: 格力账面净现金资产规模 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算, 净现金资产=理财+货币-长短期借款-应付债券

图 13: 大量未分配利润带动归母净资产快速提升(亿元)



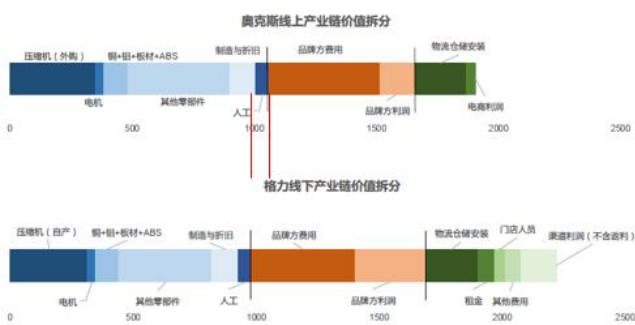
资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

◆格力高 ROE 的产业解读: 制造+品牌壁垒保障高利润率, 治理改善是进一步推升 ROE 保障股东权益的重要变量

所以通过财务拆分, 不难看出格力的高 ROE 能否持续取决于两个维度的因素: (1) 商业壁垒和护城河能否支撑高利润率; (2) 周转率与权益乘数是否会继续因为账面现金资产的不断积累而下行。

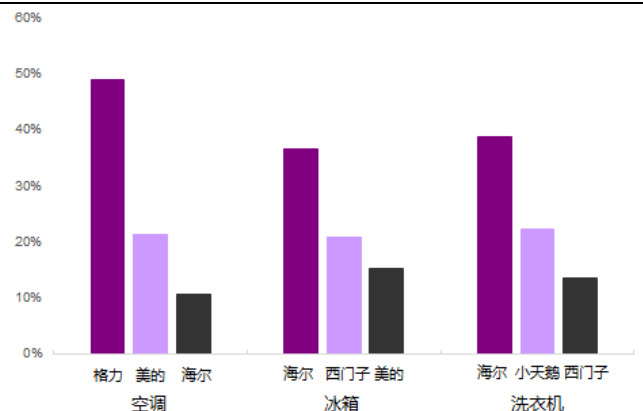
第一个维度, 格力高利润率源于制造和品牌, 壁垒深厚。公司一方面制造端通过核心部件垄断(压缩机等)以及规模化生产带来成本优势, 另一方面强大的品牌口碑带来产品差异化, 带动持续的溢价和品牌壁垒。最终带来了显著领先行业的利润率优势。所以动态来看, 其高利润率的背后是牢靠的商业壁垒(制造端)和品牌护城河(品牌号召力), 持续性无忧。

图 14: 估计格力单台成本比奥克斯低 8-10% 以上



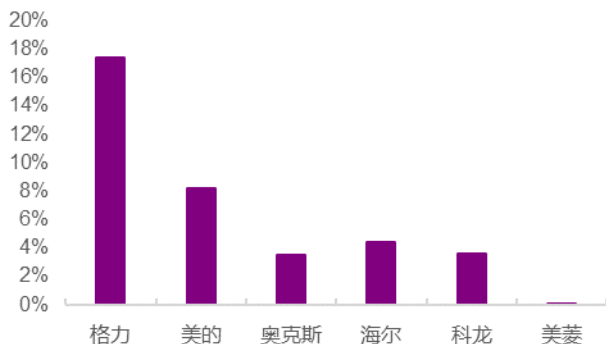
资料来源: 中怡康, Wind, 光大证券研究所测算

图 15: 中国品牌力指数: 第一被提及品牌比例 (19 年)



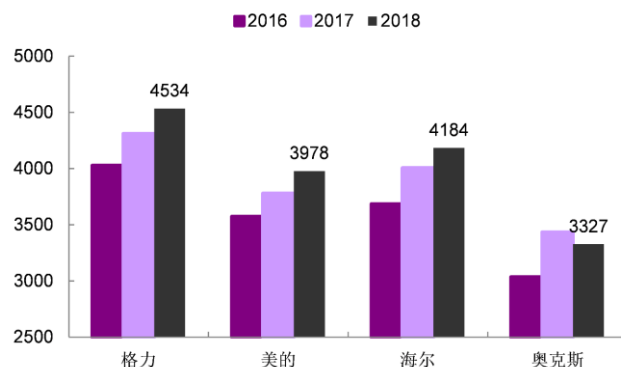
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 格力空调营业利润率领先的背后是制造+品牌



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算, 为 18 年数据

图 17: 2016-2018 年主要空调品牌 ASP 对比 (元)

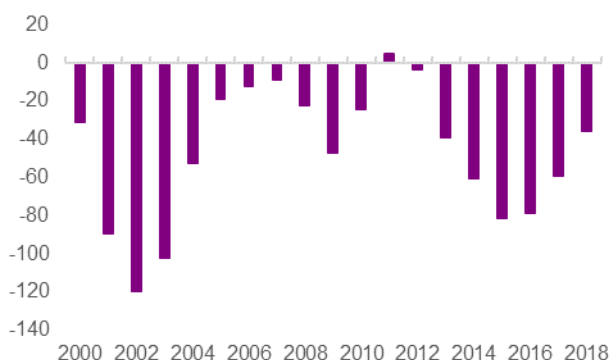


资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

第二个维度: 格力账面堆积的巨量现金, 反而成为“拖累”ROE 随利润率进一步提升的因素。我们认为: 治理改善是格力走向高分红, 适度杠杆经营的重要触发点。

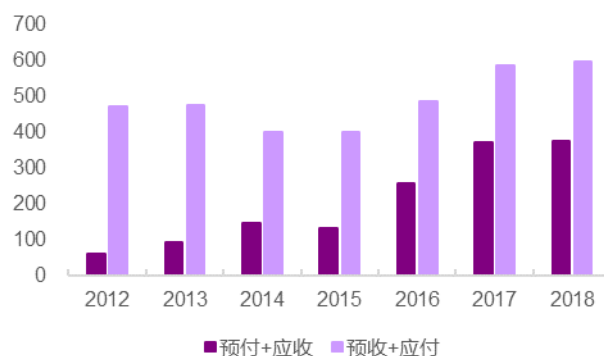
(一) 公司经营现金需求较少, 净营业周期为负。由于存在大量的上下游产业链占款, 除个别年份外, 格力实际的净营业天数 (存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数) 为负, 且净资金占款天数基本在 50 天以上。这表明在公司经营中, 收到现金的速度持续快于支付的速度, 结合报表数据来看, 预收+应付类科目高于预付+应收类科目, 公司净现金流整体优于净利润。

图 18: 格力净营业周期天数 (天)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

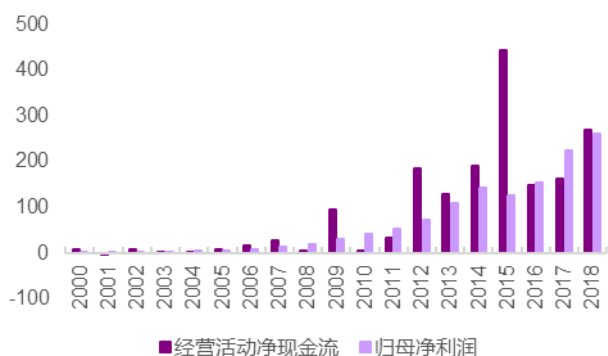
图 19: 格力产业链占款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

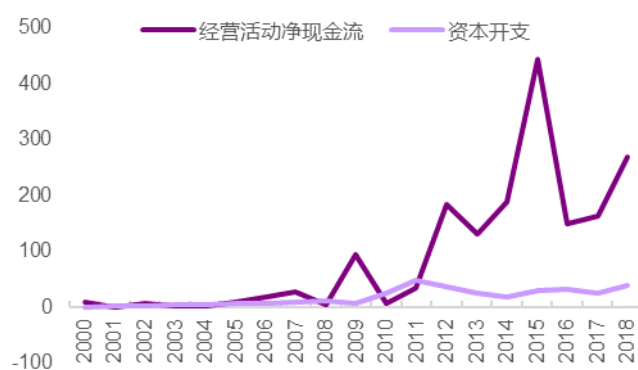
(二) 资本开支规模较小且基本稳定, 潜在大额支出需求有限。进一步结合经营开支来看, 经营活动净现金流-资本开支即为公司日常经营取得的自由现金流 (格力 14 年后再投入比重稳定在 5% 左右, 资本开支趋于稳定), 将其与股票分红做差。现金流入规模持续显著高于现金支出, 所以现金资产随着公司持续的经营而不断在资产负债表上堆积。

图 20：格力归母净利与经营活动净现金流（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

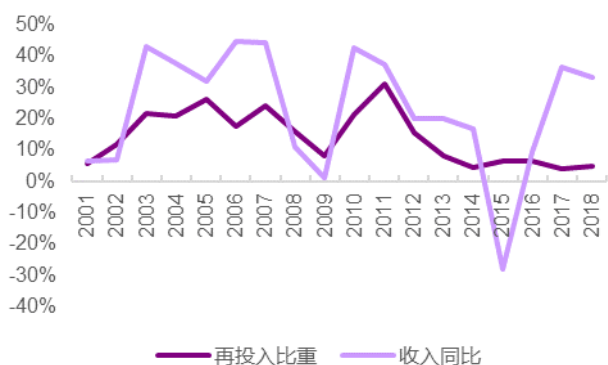
图 21：格力 CFO 与资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

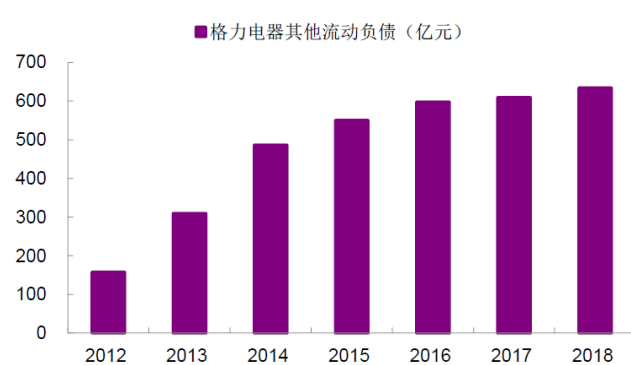
**（三）公司金融理论下，低回报现金用于分红与回购是最大化股东收益的最佳方式。**根据经典的公司金融理论，对于现金流充裕的公司，随着行业逐步步入成熟期，对外扩张的必要性减弱，低回报的冗余账面现金资产就会对股东收益起负向作用。所以我们看到海外消费品公司在进入成熟期后，纷纷采取高分红，高回购，适度杠杆经营的策略以提升财务管理效率。

图 22：格力再投入比重趋于稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，再投入比重=资本开支/经营活动净现金流

图 23：格力利润蓄水池丰厚



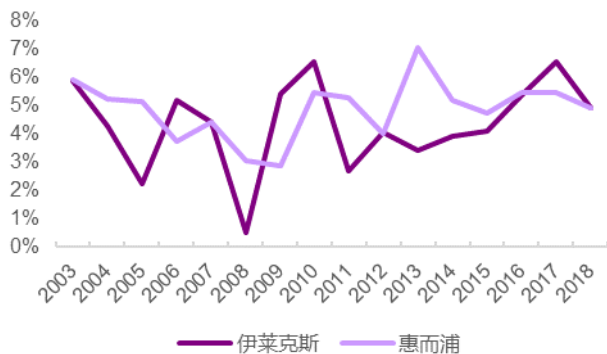
资料来源：Wind，光大证券研究所

现金不断堆积源于缺乏最大化股东利益的管理体系，治理改善后，高分红和稳定回购可期。所以对于格力来讲，伴随着混改而来的公司治理改善预期是解决低回报现金资产不断在堆积的重要契机。随着公司治理不断现代化和市场化，公司现金管理政策有望逐步向成熟的消费品公司靠拢：以最大化股权价值为中心。在强大现金状况，丰厚利润蓄水池的支撑下，股东利益有望得到更好的维护，常态化稳定的分红与回购可期。

而随着现金资产和留存收益比例降低，公司 ROE 水平还将有进一步提升的空间。全部剔除净现金资产（格力可以依赖于上下游占款正常经营），则其经营 ROA 可达 20%左右，远高于海外龙头 5%的水平，所以适度杠杆经营的放大作用更为明显。我们以 18 年数据为基础进行定量测算，减少不同规

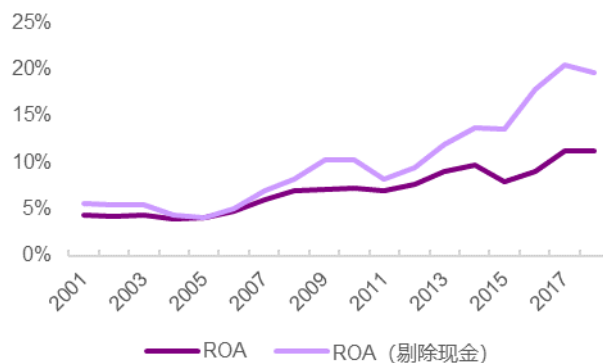
模的留存收益后，公司 ROE 会出现对应幅度的提升。若减少 500 亿元的留存收益，对应经营 ROE 可达 90%左右（测算中已剔除对应现金资产的利息收益）。

图 24：伊莱克斯/惠而浦 ROA 在 5%左右



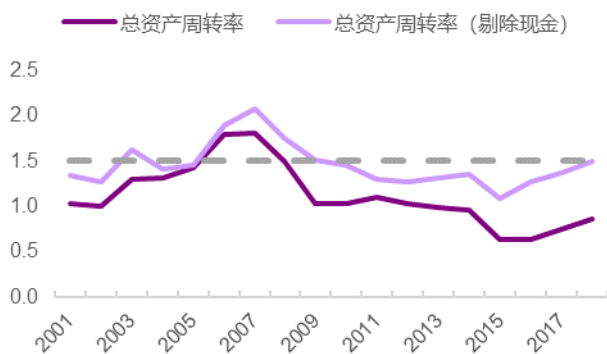
资料来源：彭博，光大证券研究所测算

图 25：利润率上行带动格力真实 ROA 提升



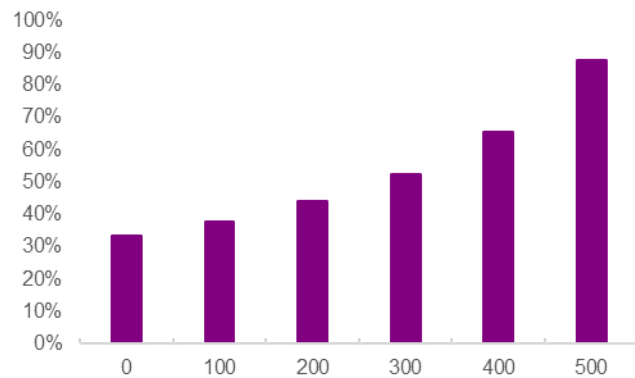
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 26：格力实际的资产周转率基本稳定在 1.5 左右



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 27：减少不同规模留存收益（亿元）后平均 ROE



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，通过 2018 年数据为基础进行的静态 ROE 测算

### ◆ 格力究竟价值几何？PB-ROE 框架的定量计算—被低估的高 ROE 资产

#### 海外视角下的 PB-ROE：模型定量拟合效果良好。

由于伊莱克斯和惠而浦的利润波动较大，但利润率无上行或下降的趋势变动，所以以 09~18 年的营收复合增速作为其长期成长率，其中惠而浦约为 1%，伊莱克斯为 2%。

折现率方面，给予美股市场综合收益率 7%（美国《财富》杂志《巴菲特谈股市》曾计算 1899-1998 年 100 年间，美国股市长期平均年复合回报率约为 7%），无风险利率为 2%（近似为美国十年期国债回报），惠而浦 beta 系数为 1.9，则对应折现率  $r$  为 11.5%。伊莱克斯 beta 为 1.1，考虑相较于美股市场的流动性溢价，假定市场复合回报率为 8%，无风险利率同样设定为 2%。则计算出其折现率为 8.6%。



图 28：伊莱克斯收入利润规模（单位：百万 SEK）

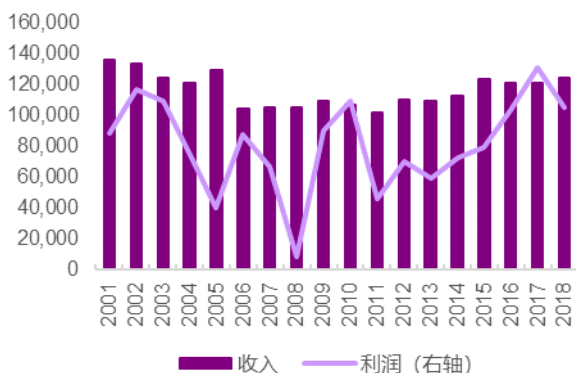
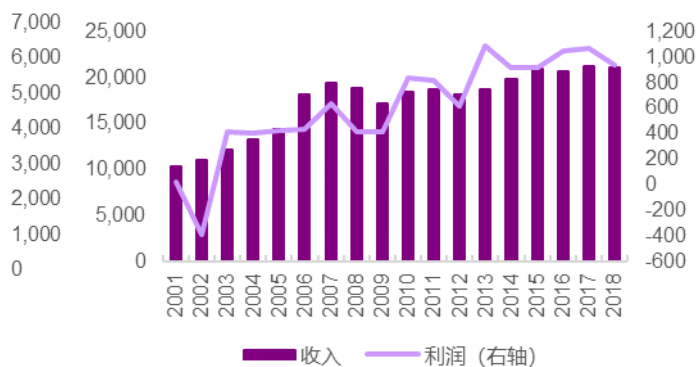


图 29：惠而浦收入利润规模（单位：百万美元）

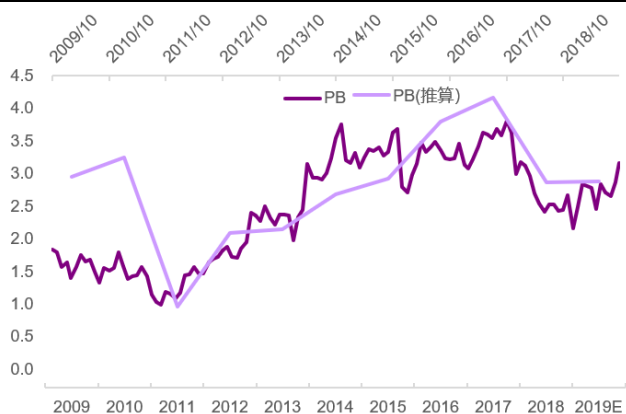


资料来源：彭博，光大证券研究所

资料来源：彭博，光大证券研究所

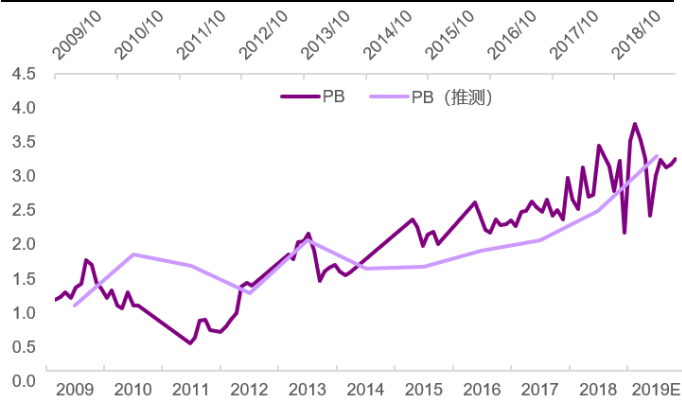
从图形来看，根据理论公式的  $PB=(ROE-g)/(r-g)$  推算出的 PB 与实际市场 PB 走势一致程度较高。

图 30：伊莱克斯拟合 PB 走势（根据 ROE 拟合）



资料来源：彭博，光大证券研究所测算

图 31：惠而浦拟合 PB 走势（根据 ROE 拟合）



资料来源：彭博，光大证券研究所测算

**PB-ROE 估值框架下的格力合理 PB 应为 5~6 倍，较当前存在 40~60%提升空间。**

定量来看，中性假设下，格力合理 PB 为 5~6 倍，类似的如果对于格力也采取类似的估值方法，我们设定无风险利率为 3%（中国十年期国债利率相对较高），市场风险溢价为 6%，格力的 beta 系数为 0.9，则折现率为 8.4%，敏感性测算结果如表 1 所示。截止 2019 年 10 月 25 日收盘，格力 2018 年净资产对应 PB 为 3.7 倍，与测算结果中的合理 PB 值相比，存在充足提升空间。进一步考虑随着金融货币市场的稳定，国内长期利率水平预计仍会逐步降低，进一步提升公司在 PB-ROE 框架下的合理估值水平。

表 1: PB-ROE 框架下的格力合理 PB 敏感性测算

	稳态 ROE				
		32%	35%	38%	40%
永续增长率	1%	4.2	4.6	5.0	5.3
	2%	4.7	5.2	5.6	5.9
	3%	5.4	5.9	6.5	6.9
	4%	6.4	7.0	7.7	8.2

资料来源：光大证券研究所测算，考虑格力适当减少现金后 ROE 显著高于现有 ROE 水平，所以在静态测算中，我们将 ROE 区间设定为 32%~40%

当前市值扣除现金，隐含股息回报率即可达 8%。从当前市值的角度出发，公司截止 19 年 10 月 25 日收盘，总市值为 3438 亿元，2019H1 账面净现金资产为 1268 亿元，扣除现金后市值为 2170 亿。18 年公司经营活动净现金-资本开支后为 231 亿元，即使以 231 亿元的现金流规模对应 75% 的分红比例进行测算，对应扣除现金后市值的分红回报达 8%。进一步考虑未来 3~5 年内，公司净利复合增速大概率达到 5%~10%，综合来看，核心资产的年化回报率在 15% 左右。

#### ◆投资建议：

客观来讲，家电龙头当前已经过了业绩增长的高峰期，却迎来了最好的投资时代。1) 一方面，随着市场预期资本回报率的下降，市场风险偏好降低+资金成本上升，市场投资风格将逐步回归现金流价值，做绝对收益和长期投资的投资者比重在增加，PB-ROE 等投资视角影响力将愈发凸显；2) 另一方面，随着经济增速放缓，人口，产业等红利逐步淡化，能通过深厚壁垒，良好公司治理长期保持高 ROE 的标的稀缺性愈发凸显。

格力作为典型的低估值高 ROE 的优质资产，行业壁垒深厚，后续有望随着治理改善预期的逐步兑现，逐渐回归合理的估值水平。我们维持 2019-21 年 EPS 预测为 4.88/5.35/5.94 元，对应 PE 为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

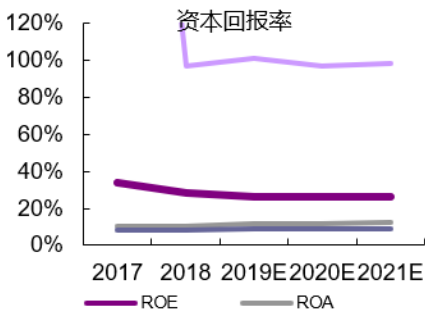
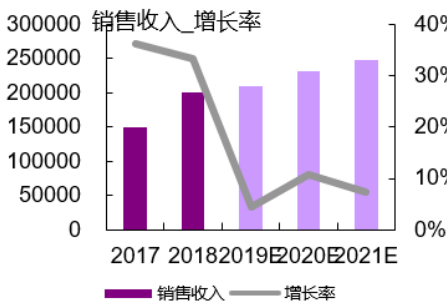
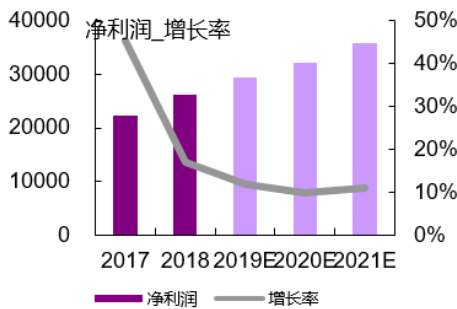
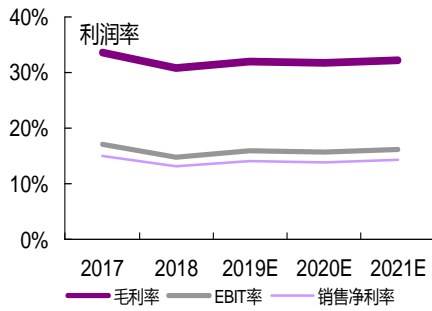
#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	150,020	200,024	208,745	231,279	248,305
营业收入增长率	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润 (百万元)	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EPS (元)	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
P/E	15	13	12	11	10
P/B	5.2	3.8	3.1	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

#### ◆风险提示：

行业需求低于预期；品牌竞争恶化行业需求低于预期；原材料成本快速上升。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>150,020</b>	<b>200,024</b>	<b>208,745</b>	<b>231,279</b>	<b>248,305</b>
营业成本	99,563	138,234	141,608	157,587	168,153
折旧和摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
营业税费	1,513	1,742	2,087	2,313	2,483
销售费用	16,660	18,900	21,605	23,475	24,831
管理费用	6,071	11,354	10,437	11,564	12,415
财务费用	431	-948	-974	-1,335	-1,462
公允价值变动损益	9	46	0	0	0
投资收益	397	107	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>26,127</b>	<b>30,997</b>	<b>34,358</b>	<b>37,724</b>	<b>41,943</b>
<b>利润总额</b>	<b>26,617</b>	<b>31,274</b>	<b>34,833</b>	<b>38,199</b>	<b>42,418</b>
少数股东损益	107	176	100	100	100
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22,402</b>	<b>26,203</b>	<b>29,334</b>	<b>32,178</b>	<b>35,743</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>214,968</b>	<b>251,234</b>	<b>252,567</b>	<b>271,535</b>	<b>289,389</b>
流动资产	171,535	199,711	201,583	220,588	238,891
货币资金	99,610	113,079	112,200	123,422	136,129
交易型金融资产	602	1,012	0	0	0
应收帐款	5,814	7,700	8,173	9,277	10,197
应收票据	32,256	35,912	39,662	43,943	47,178
其他应收款	253	2,096	417	463	497
存货	16,568	20,012	20,816	22,850	24,046
可供出售投资	2,175	2,216	1,300	1,300	1,300
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	110	2,251	2,261	2,271	2,281
固定资产	17,467	18,386	18,995	19,058	18,657
无形资产	3,604	5,205	5,139	5,077	5,018
<b>总负债</b>	<b>148,133</b>	<b>158,519</b>	<b>139,771</b>	<b>147,065</b>	<b>151,671</b>
无息负债	129,487	136,452	139,771	147,065	151,671
有息负债	18,646	22,068	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>66,835</b>	<b>92,715</b>	<b>112,796</b>	<b>124,470</b>	<b>137,718</b>
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
公积金	3,604	3,593	3,593	3,593	3,593
未分配利润	55,740	81,940	102,250	113,824	126,973
少数股东权益	1,240	1,388	1,488	1,588	1,688

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,359</b>	<b>26,941</b>	<b>30,729</b>	<b>33,401</b>	<b>36,549</b>
净利润	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
折旧摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
净营运资金增加	17,341	15,024	1,216	3,869	3,545
其他	-25,417	-17,397	-2,635	-5,693	-5,998
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-62,253</b>	<b>-21,846</b>	<b>-1,162</b>	<b>-2,910</b>	<b>-2,710</b>
净资本支出	-2,421	-3,831	-3,200	-3,000	-2,800
长期投资变化	110	2,251	-10	-10	-10
其他资产变化	-59,943	-20,265	2,048	100	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,269</b>	<b>2,514</b>	<b>-30,447</b>	<b>-19,269</b>	<b>-21,132</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7,945	3,422	-22,068	0	0
无息负债变化	12,742	6,965	3,320	7,294	4,606
<b>净现金流</b>	<b>-49,962</b>	<b>7,413</b>	<b>-880</b>	<b>11,222</b>	<b>12,707</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	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EBITDA 增长率	78.81%	16.66%	10.58%	8.97%	10.94%
EBIT 增长率	87.60%	13.81%	12.70%	9.03%	11.28%
<b>估值指标</b>					
PE	15	13	12	11	10
PB	5	4	3	3	3
EV/EBITDA	10	9	7	6	6
EV/EBIT	11	9	8	7	6
EV/NOPLAT	13	11	9	8	7
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	57	11	9	8	7
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	33.63%	30.89%	32.16%	31.86%	32.28%
EBITDA 率	18.65%	16.32%	17.29%	17.01%	17.58%
EBIT 率	17.30%	14.76%	15.94%	15.69%	16.26%
税前净利润率	17.74%	15.63%	16.69%	16.52%	17.08%
税后净利润率 (归属母公司)	14.93%	13.10%	14.05%	13.91%	14.39%
ROA	10.47%	10.50%	11.65%	11.89%	12.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
经营性 ROIC	442.88%	97.01%	101.00%	96.83%	98.18%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.16	1.27	1.45	1.50	1.58
速动比率	1.05	1.14	1.30	1.35	1.42
归属母公司权益/有息债务	3.52	4.14	-	-	-
有形资产/有息债务	10.75	10.63	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
每股红利	0.00	1.50	3.43	3.76	4.17
每股经营现金流	2.72	4.48	5.11	5.55	6.08
每股自由现金流(FCFF)	0.74	1.57	4.36	4.47	5.17
每股净资产	10.90	15.18	18.50	20.43	22.61
每股销售收入	24.94	33.25	34.70	38.45	41.28

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