

# 大名城 (600094)

证券研究报告

2020年04月27日

## 盈利偿债现金全面改善、地产厚积薄发潜力可期

**净利润高速增长、三费比率下调净利率提升：1) 归母净利润增 35%、扣非增 45%：**2019 年公司实现营收 130 亿元，小幅下降 2.5%，归母净利润为 7.4 亿元，同比增长 35.0%，扣非后净利润 7.46 亿，同比增长 46%，较 2018 年全年有大幅改善。**2) 毛利率和三费比例下降、净利率提升：**2019 年毛利率水平下降 5.4 个 PCT 至 27.1%，主要系结转的资金九号、中联名城等项目因限价毛利下降；公司净利率有所改善，较 2018 年增加 1.95PCT 至 7.65%，三费比率从 2018 年的 12.8% 降至 11.5%，主要是财务费用率下降 1.7pct。

**有息负债规模创新低、净负债率连续三年大降：1) 有息负债规模创新低、一年内债务仅 10 亿：**公司 2019 年经营现金良好，净偿还 79 亿元负债，2019 年末公司有息负债大降至 88.8 亿，而至 2020 年一季度，公司在手现金 56 亿，一年内需偿还负债仅 10.8 亿；**2) 净负债率连三年大降：**公司负债率水平下降 6.3PCT 至 66.0%，扣预收负债率下降至 43.1%，净负债率下降至 35.5%，相较 2018 年全年 113.7% 及 2017 年的 165% 的水平，连续三年大降。从短期偿债情况来看，2019 年现金短债比达 1.2 倍，偿债能力持续改善。

**地产销售再上台阶、强化销售回款、经营性现金流持续为正：1) 2019 销售大幅增长 31%、2020 预计破 200 亿：**2019 年公司实现签约金额 189 亿元，同比增长 31.6%，销售均价大幅提升 73.7% 至 1.83 万元/平米，主要受益于公司大力发展以上海为核心的长三角一体化城市群项目，分地区来看，华东、东南、西北占比分别为 32.1%、39.1%、28.8%，销售区域更加多元化也有效提升整体销售均价，我们预计公司 2020 年可售货值突破 300 亿，销售金额有望突破 210 亿。**2) 强化销售回款、经营性现金流持续为正创纪录：**公司致力于加快销售款项回笼，2019 年回款率达 85%，自 2017 年来公司经营现金流净额持续为正，有利于保障公司健康发展，2019 年经营性现金流突破 100 亿创纪录。2019 年公司预收账款对营收覆盖率达到 0.74 倍，较 2018 年提升明显，为 2020 年业绩打下基础。

**土储货值破千亿、深耕福州和长三角厚积薄发、深圳和大湾区布局潜力可期：1) 土储破千亿：**公司土地储备充足，截止 2019 年公司总土储超 700 万方（土储预计 319 万方+在建 267.9 万方+已推未售 125.3 万方），公司销售均价约 1.44 万元/平米，总货值 1026 亿，可以满足未来 2-3 年发展。**2) 深耕福州和长三角：**早期以福州、兰州、上海为主要拓展城市，秉持“深耕长三角、巩固大福建、立足大湾区及扩容大西部”的发展战略，持续深耕福州和长三角。**3) 深圳及大湾区布局潜力可期：**公司积极布局深圳“三旧”改造项目，或将成为公司新的增长点，潜力可期。

**投资建议：**公司 2019 年盈利、偿债、现金全面改善，有息负债创新低，净负债率连续三年大降，货值超千亿，在深耕福州和长三角基础上积极进军深圳及大湾区，或迎来新的增长点，公司在手现金充足为 2020 投资和增长提供基础，员工持股显信心，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 10.1 亿、14.3 亿、19.0 亿，对应每股 EPS 为 0.41、0.58、0.77，对应当前股价 PE 为 19.4X、13.7X、10.3X，首次覆盖给予“买入”评级，给予公司 11.48 元/股目标价。

**风险提示：**宏观调控风险、业绩增速不及预期风险、项目去化不及预期风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,383.02	13,043.17	16,736.99	22,179.86	29,539.14
增长率(%)	30.64	(2.54)	28.32	32.52	33.18
EBITDA(百万元)	2,118.12	2,092.70	3,268.89	4,655.73	6,207.57
净利润(百万元)	550.66	743.56	1,011.66	1,428.15	1,901.28
增长率(%)	(61.00)	35.03	36.06	41.17	33.13
EPS(元/股)	0.22	0.30	0.41	0.58	0.77
市盈率(P/E)	35.60	26.37	19.38	13.73	10.31
市净率(P/B)	1.61	1.52	1.42	1.31	1.18
市销率(P/S)	1.46	1.50	1.17	0.88	0.66
EV/EBITDA	10.15	8.12	11.65	6.84	9.54

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.79 元
目标价格	11.48 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,276.60
流通 A 股股本(百万股)	2,276.60
A 股总市值(百万元)	17,734.75
流通 A 股市值(百万元)	17,734.75
每股净资产(元)	5.22
资产负债率(%)	65.98
一年内最高/最低(元)	8.45/5.48

### 作者

陈天诚 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517110001  
 chentiancheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《大名城-首次覆盖报告:业绩维持高速增长，融资成本和各项费率不断下降》  
 2018-03-12

## 内容目录

1. 心系社会谋发展、力争成一流城市生活创造者 .....	错误!未定义书签。
2. 净利润高速增长、三费比率下调净利率提升 .....	错误!未定义书签。
3. 地产销售再上台阶，销售回款强劲、经营性现金流持续为正 .....	错误!未定义书签。
4. 土地储备充足破千亿，深耕福州和长三角厚积薄发、深圳和大湾区布局潜力可期 .....	错误!未定义书签。
5. 有息负债规模创新低、净负债率连续三年大降 .....	错误!未定义书签。
6. 盈利预测与估值 .....	错误!未定义书签。
7. 风险提示 .....	错误!未定义书签。

## 图表目录

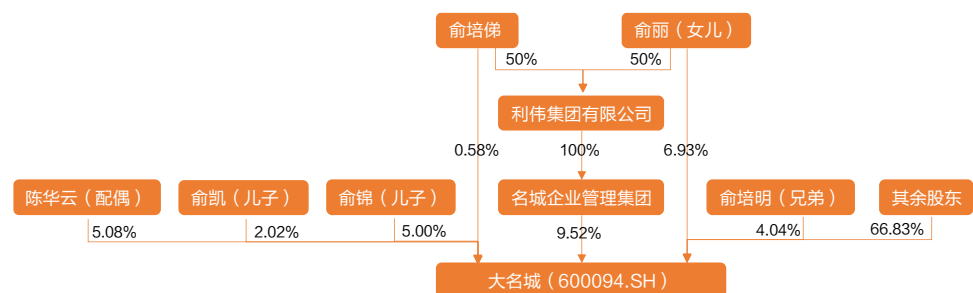
图 1：公司股权结构图（截至 2019 年 12 月 31 日） .....	3
图 2：公司历年营业收入及增速（亿元） .....	4
图 3：公司历年归母净利润（亿元） .....	4
图 4：2018 年投资收益和资产减值损失下滑明显（亿元） .....	4
图 5：公司历年三费比率 .....	4
图 6：公司历年毛利率与净利率水平 .....	4
图 7：公司历年 ROE .....	4
图 8：公司历年销售额及增速（亿元，%） .....	5
图 9：公司历年销售均价及增速（元/平米，%） .....	5
图 10：地产开发业务的营收占比进一步提升（亿元，%，%） .....	5
图 11：地产开发业务的毛利率变动情况 .....	5
图 12：公司自 2017 年以来经营性现金流净额持续为正（亿元） .....	5
图 13：公司 2019 年业绩锁定率达 0.74 倍（亿元，%） .....	5
图 14：公司历年在建面积城市分布（万平米） .....	6
图 15：2019 年已推未售货值分布 .....	6
图 16：公司的全国化布局 .....	7
图 17：公司历年资产负债率及扣预资产负债率 .....	7
图 18：公司历年净负债率 .....	7
图 19：公司与可比公司历年流动比率 .....	8
图 20：公司历年现金短债比 .....	8
图 21：公司历年平均融资成本 .....	8
图 22：公司历年利息资本化情况 .....	8
表 1：公司截止 2019 年末的土地储备情况 .....	6
表 2：公司近年来发行公司债情况 .....	8
表 3：大名城估值预测表 .....	9

## 1. 心系社会谋发展、力争成一流城市生活创造者

公司第一大股东福州东福实业发展有限公司成立于 1986 年,后经多次股权转让,到 2000 年 8 月成为香港利伟 100%持股的外商独资企业。2003 年东福实业开发的首个项目“大名城”在福州市获得成功,取得了高度的市场美誉,为更好地维护和提升“名城”品牌,东福实业、香港利伟、钱江集团于 2004 年合资设立了名城地产(福建)有限公司专门从事房地产业务。2011 年,名城地产借壳 ST 华源实现上市。2013 年在上海成立集团总部。

公司以房地产为主业,专业从事住宅地产和商业地产的开发,发展成为全国一流的城市生活创造者、具有较强影响力的城市综合运营商是公司中长期发展目标。公司秉持“诚信、务实、开拓、创新”的企业理念,专注于房地产开发和运营,勇作“造城先行者”,通过“大名城”产品和服务,用心为客户营造一个更加和谐的居住社区,创造一种更加美好的生活方式。公司房地产业务涵盖住宅地产、商业地产,工业地产及旅游地产等。公司把握城镇化、城市群发展机遇,深耕长三角、巩固大福建、立足大湾区及扩容大西部。把握市场主流需求,优化产品结构、升级产品品质和服务,名城系、紫金系、广场系等系列产品线,在市场上均获得较好的市场和口碑。2019 年,上海紫金九号荣获第十一届上海市优秀住宅·规划建筑奖、上海市优秀住宅·房型设计奖、上海市优秀住宅·绿化环境奖

图 1: 公司股权结构图(截至 2019 年 12 月 31 日)



资料来源:公司公告,天风证券研究所(注:实际控制人为俞培锋,括号中为实际控制人与其亲属关系)

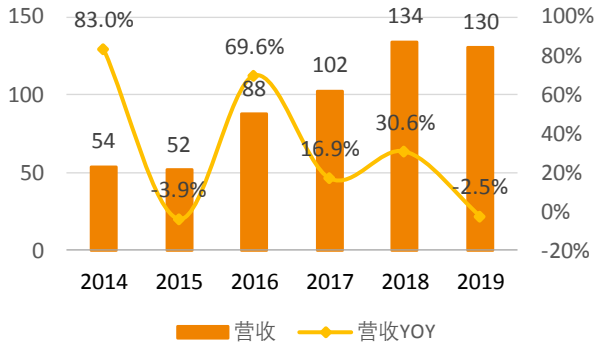
公司“坚持利润与规模并重、以利润为导向”,实现高质量长;内外兼修,坚持资本化运营、专业化管理、标准化开发、品牌化发展的企业全面发展之路。2019 年,在重重不确定之下,公司沉下心来练内功,围绕大运营能力的提升,围绕“提质增效”强化精细化管理。以现金流、利润为核心,以货值管理为基础,以财务管理、计划管理为抓手,梳理和整合管控流程,重新修订和编制管控流程和配套制度。加强建设信息系统,以信息化、数字化管理贯穿公司开发建设和运营管理全周期、全过程。区域布局上,加快以聚焦城市群为导向的全国性布局。未来将继续聚焦发展一、二线城市,并深耕已进入城市。将大力发展以上海为核心的长三角一体化城市群项目的获取,以上海为中心延拓至杭州、南京、苏州、嘉兴及嘉善等区域城市;继续保持以福州(含厦门)为核心的东南区域的市场占比优势和品牌优势;着力开拓以深圳为核心的粤港澳大湾区城市群项目的落地,积极切入深圳“三旧”改造项目。

公司积极承担企业公民责任,参与公益项目回报社会,努力践行企业经营与经济、社会和环境的协调发展。2020 年初,新冠疫情爆发,公司董事局主席俞培锋先生身体力行,站在抗击疫情的阻击战的第一线,在春节期间筹集和运输大量防疫物资,向政府捐款人民币 1000 万元用于防疫救助。

## 2. 净利润高速增长、三费比率下调净利率提升

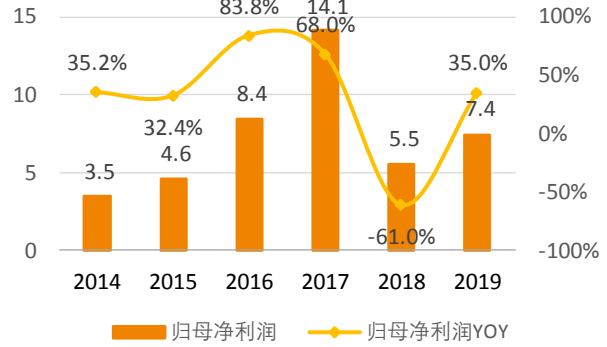
1) 归母净利润增 35%、扣非增 45%: 2019 年公司实现营收 130 亿元, 小幅下降 2.5%, 归母净利润为 7.4 亿元, 同比增长 35.0%, 扣非后净利润 7.46 亿, 同比增长 46%, 较 2018 年全年有大幅改善。2) 毛利率和三费比例下降、净利率提升: 2019 年毛利率水平下降 5.4 个 PCT 至 27.1%, 主要系结转的资金九号、中联名城等项目因限价毛利下降; 公司净利率有所改善, 较 2018 年增加 1.95PCT 至 7.65%, 三费比率从 2018 年的 12.8% 降至 11.5%, 主要是财务费用率下降 1.7pct。

图 2: 公司历年营业收入及增速 (亿元)



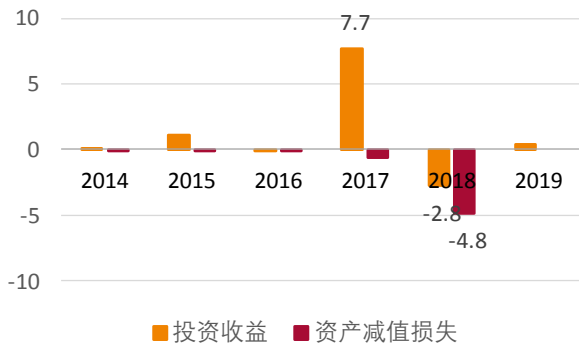
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 公司历年归母净利润 (亿元)



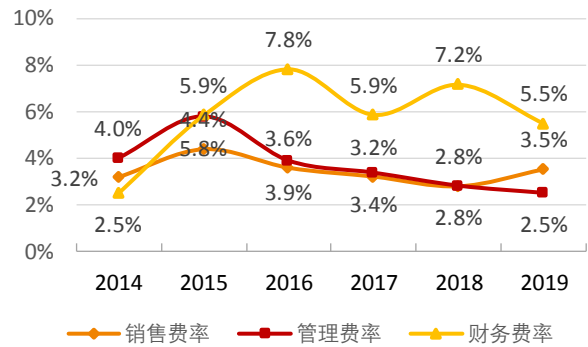
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2018 年投资收益和资产减值损失下滑明显 (亿元)



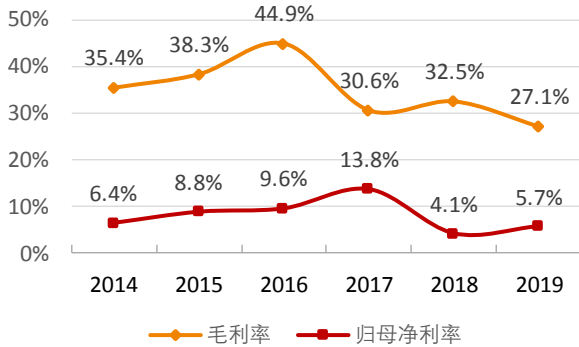
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 公司历年三费比率



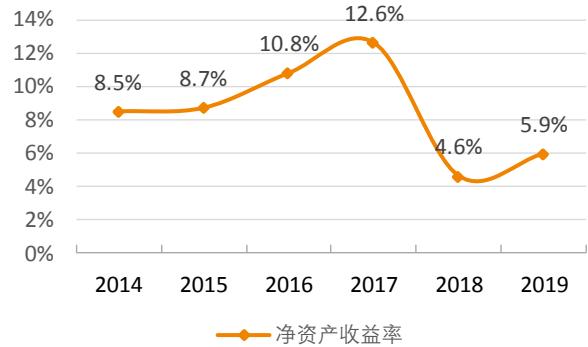
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 公司历年毛利率与净利率水平



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 公司历年 ROE



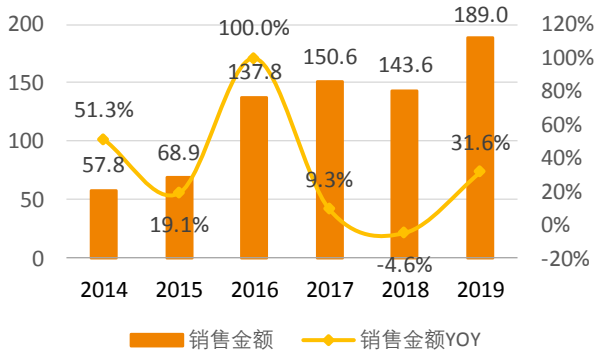
资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 地产销售再上台阶, 销售回款强劲、经营性现金流持续为正

1) 2019 销售大幅增长 31%、2020 预计破 200 亿: 2019 年公司实现签约金额 189 亿元,

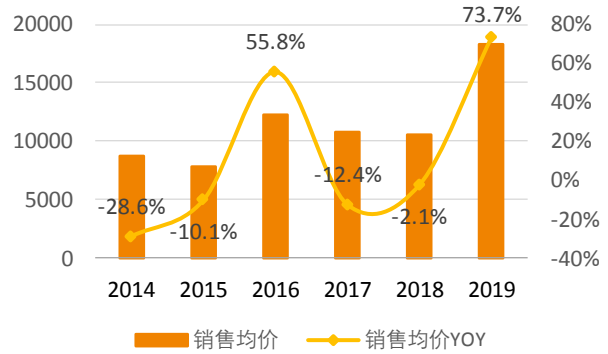
同比增长 31.6%，销售均价大幅提升 73.7%至 1.83 万元/平米，主要受益于公司大力发展以上海为核心的长三角一体化城市群项目，分地区来看，华东、东南、西北占比分别为 32.1%、39.1%、28.8%，销售区域更加多元化也有效提升整体销售均价，我们预计公司 2020 年可售货值突破 300 亿，销售金额有望突破 210 亿。2) **强化销售回款、经营性现金流持续为正创纪录**：公司致力于加快销售款项回笼，2019 年回款率达 85%，自 2017 年来公司经营活动现金流净额持续为正，有利于保障公司健康发展，2019 年经营性现金流突破 100 亿创纪录。2019 年公司预收账款对营收覆盖率达到 0.75 倍，较 2018 年提升明显，为 2020 年业绩打下基础。

图 8：公司历年销售额及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

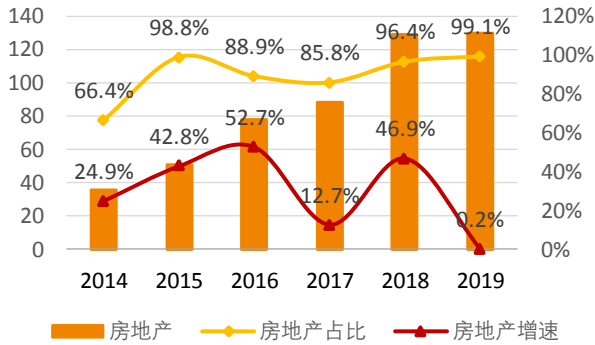
图 9：公司历年销售均价及增速（元/平米，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

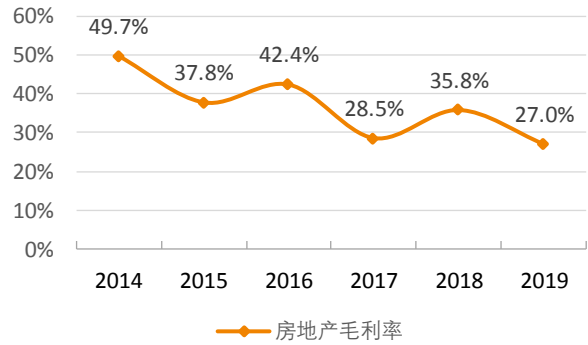
从结算角度，公司地产开发业务在营收中占比进一步提升，2019 年地产开发业务实现营收 129.3 亿元，在营收比重为 99.1%，相较 2018 年，占比进一步提升。

图 10：地产开发业务的营收占比进一步提升（亿元，%，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：地产开发业务的毛利率变动情况



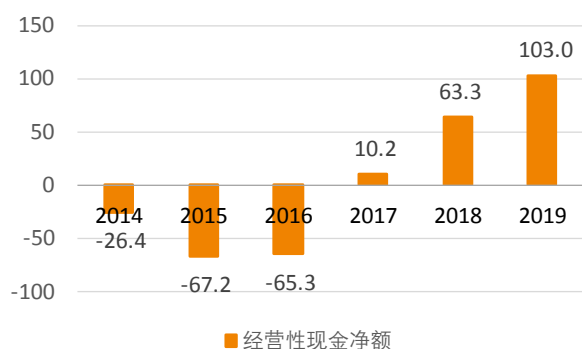
资料来源：wind，天风证券研究所

公司致力于加快销售款项回笼，强化资金管理，伴随充分的销售回款，2019 年回款率达 85%，自 2017 年以来公司经营活动现金流净额持续为正，有利于保障公司健康发展。2019 年公司预收账款对营收覆盖率达到 0.74 倍，为 2020 年业绩打下基础。

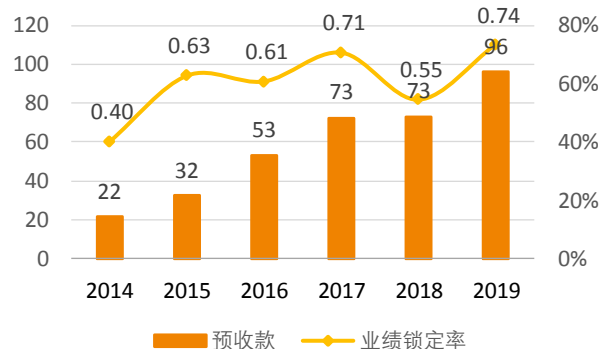
图 12：公司自 2017 年以来经营性现金流净额持续为正（亿元）

图 13：公司 2019 年业绩锁定率达 0.74 倍（亿元，%）





资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

#### 4. 土地储备充足破千亿，深耕福州和长三角厚积薄发、深圳和大湾区布局潜力可期

公司土地储备充足，截止 2019 年公司总土储超 700 万方（土储预计 319 万方+在建 267.9 万方+已推未售 125.3 万方），公司销售均价约 1.44 万元/平米，总货值 1026 亿。可以满足未来 2-3 年发展。公司早期以福州、兰州、上海为主要拓展城市，根据 2019 年年报数据披露，计算待售面积（可售面积 - 已售面积）及货值，待售货值约为 180.1 亿元，福州仍为主要的货值贡献城市，占比达到 64%，兰州占比 14%，杭州/南京/上海分别占比 7%/7%/6%。

加快以聚焦城市群为导向的全国性布局，2018 年公司进一步明确地产主业发展战略，秉持“深耕长三角、巩固大福建、立足大湾区及扩容大西部”的发展战略，大力发展以上海为核心的长三角一体化城市群项目的获取；继续保持以福州（含厦门）为核心的东南区域的市场占比优势和品牌优势；着力开拓以广州、深圳为核心的粤港澳大湾区城市群项目的落地，积极切入深圳“三旧”改造项目；紧扣住“一带一路”等国家战略，布局大西北。目前已拓展上海、福州、兰州、南京、杭州、南昌、漳州等 21 个城市，形成全国四大区域版图，同时积极探索布局商业、工业地产和旅游地产等领域，优化产品结构，现已拥有名城系、紫金系、广场系等系列产品线。

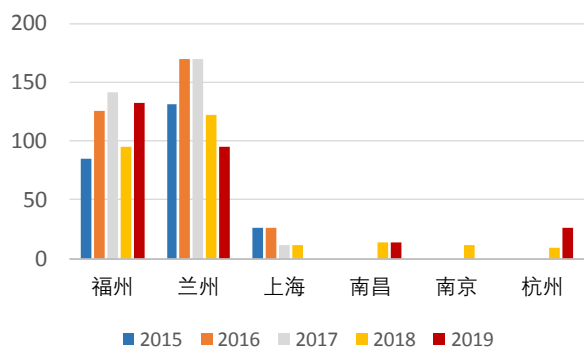
表 1: 公司截止 2019 年末的土地储备情况

区域	待开发面积 (万平)	规划建面 (万平)	合作开发面积	合作开发权益比
东南区域	8.0	21.5	-	-
西北区域	94.6	216.4	37.2	49%
大湾区	33.7	80.9 (预估)	33.7	51%
合计	136.3	318.8	-	-

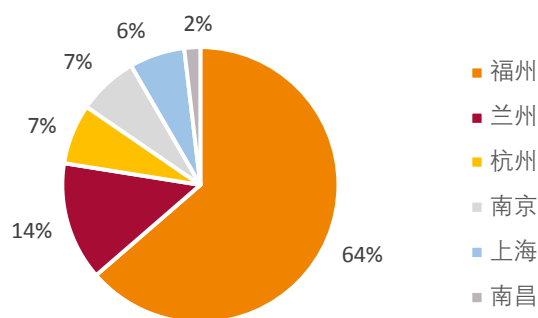
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 公司历年在建面积城市分布 (万平方米)

图 15: 2019 年已推未售货值分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：公司的全国化布局



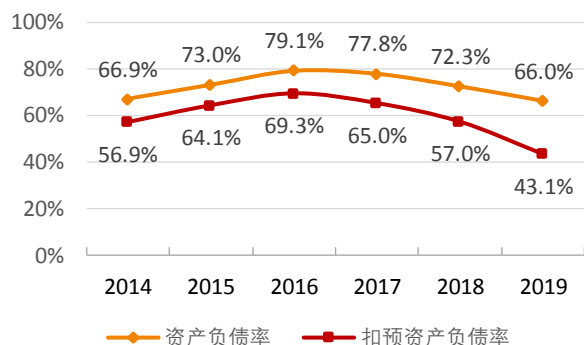
资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 5. 有息负债规模创新低、净负债率连续三年大降

1) **有息负债规模创新低、一年内债务仅 10 亿**：公司 2019 年经营现金良好，净偿还 79 亿元负债，2019 年末公司有息负债大降至 88.8 亿，而至 2020 年一季度，公司在手现金 56 亿，一年内需偿还负债仅 10.8 亿；2) **净负债率连三年大降**：公司负债率水平下降 6.3PCT 至 66.0%，扣预收资产负债率下降至 43.1%，净负债率下降至 35.5%，相较 2018 年全年 113.7% 及 2017 年的 165% 的水平，连续三年大降。从短期偿债情况来看，2019 年现金短债比达

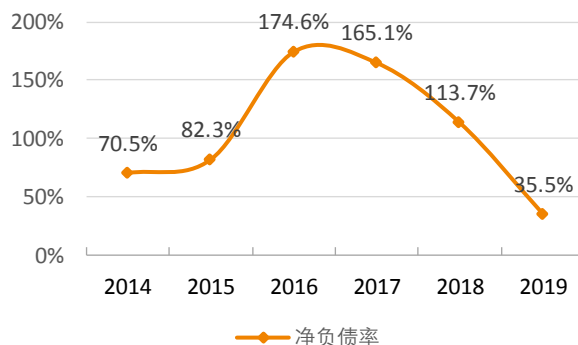
1.2 倍，偿债能力持续改善。

图 17：公司历年资产负债率及扣预资产负债率



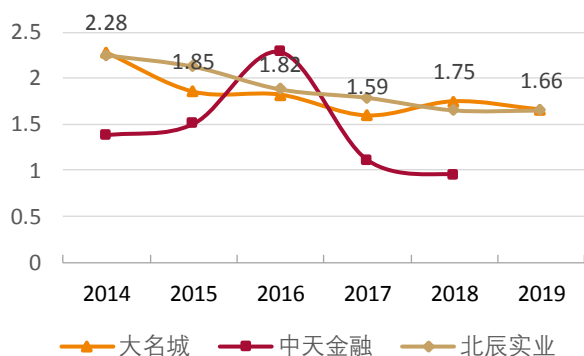
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：公司历年净负债率



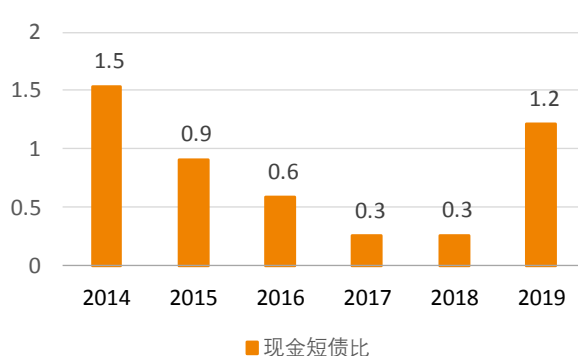
资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：公司与可比公司历年流动比率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：公司历年现金短债比



资料来源：wind，天风证券研究所

从融资成本上分析，公司近年来发行公司债成本有所增长但整体稳定，以 18 名城 01 为例，发行期限 3 年，发行规模 3 亿元，发行时票面利率为 8.2%，对比 16 名城 01，票面利率仅为 7.5%。根据公司披露的综合融资成本数据来看，2019 年融资成本为 8.2%，处于合理水平。

表 2：公司近年来发行公司债情况

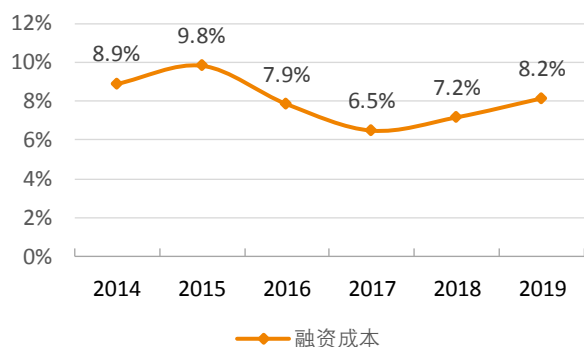
证券代码	证券简称	发行起始日期	到期日期	剩余期限	发行规模	票面利率	债券余额
136017.SH	15 名城 01	2015-11-03	2020-11-04	0.55	16	6.98%	12.24
125674.SH	15 名城 03	2015-12-04	2018-12-04	-	5	8.08%	-
135348.SH	16 名城 01	2016-03-25	2019-03-25	-	5	7.50%	-
135815.SH	16 名城 03	2016-09-09	2019-09-09	-	35	6.80%	-
136677.SH	16 名城 G1	2016-08-26	2021-08-29	1.36	12	5.99%	-
150489.SH	18 名城 01	2018-08-07	2021-08-08	1.31	3	8.20%	3.00
150625.SH	18 名城 04	2018-09-04	2023-09-05	3.38	5	8.30%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

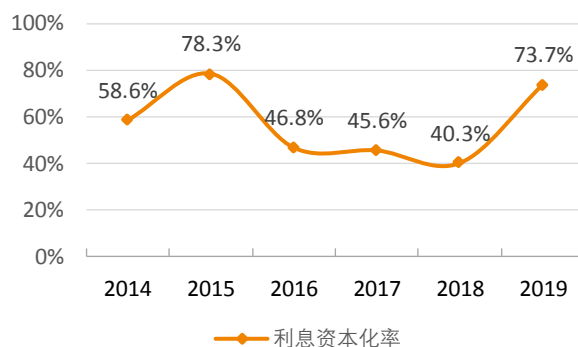
图 21：公司历年平均融资成本

图 22：公司历年利息资本化情况





资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

**盈利预测与估值——2020 疫情影响下仍有望实现正增长、未来三年将迎来高速增长期:** 公司 2019 年销售增速近 31%，为 2020 年业绩增长提供保证，根据公司公布的土地储备，公司现有存货近 1000 亿，同时，由于公司 2019 年末负债极少，为公司未来投资扩张提供基础，我们预计公司未来三年可售货值分别为 300 亿、400 亿、550 亿，假设维持 70% 左右的去化率，则未来三年销售有望接近 210 亿、280 亿、385 亿，同比分别增长 12%、33%、38%，公司 2019 年末预收款 96 亿可结算，我们预计公司 2020-2022 年营收有望实现 167 亿、221 亿、295 亿，同比分别增长 28%、32%、33%，对应净利润分别为 10 亿、14 亿、19 亿，同比分别增长 36%、41%、33%。估值角度，我们认为公司处于高速成长期，简单用当前可比公司 PE 估值有可能存在低估，我们考虑可比公司 2022 年 PEG 估值(万科 0.32、招蛇 0.62) 平均 0.48，我们给予保守 0.45 倍 PEG 估值，给予公司目标价 11.48 元/股。

表 3: 大名城估值预测表

	2019	2020	2021	2022
万科 A PEG	0.62	0.35	0.32	0.32
招商蛇口 PEG	1.89	0.33	0.32	0.63
均值	1.26	0.34	0.32	0.48
给予公司 2022 年 0.45 倍 PEG				
大名城 EPS	0.3	0.41	0.58	0.77
预测 PEG	0.45			
g	33.13			
目标价	0.45 × 33.13 × 0.77 = 11.48 (元/股)			

资料来源: wind, 天风证券研究所

**投资建议:** 公司 2019 年盈利、偿债、现金全面改善，有息负债创新低，净负债率连续三

年大降，货值超千亿，在深耕福州和长三角基础上积极进军深圳及大湾区，或迎来新的增长点，公司在手现金充足为 2020 投资和增长提供基础，员工持股显信心，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 10.1 亿、14.3 亿、19.0 亿，年净利润分别为 10.1 亿、14.3 亿、19.0 亿，对应每股 EPS 为 0.41、0.58、0.77，对应当前股价 PE 为 19.4X、13.7X、10.3X，首次覆盖给予“买入”评级，考虑到公司处于业绩快速释放阶段，参考可比公司 PEG0.48，给与公司 2022 年目标 PEG0.45，对应目标价为 11.48 元。

## 7. 风险提示

**风险提示：**宏观调控风险、业绩增速不及预期风险、项目去化不及预期风险

**宏观调控风险：**公司目前所处的上海、福州、南京等区域房地产市场重新活跃，存在政策加强调控的风险

**业绩增速不及预期风险：**业绩需要销售和交房同时保证，目前应疫情影响，上述两项均存在风险，尤其交房，部分区域也允许公司延后交房，如果交房不如预期将导致业绩增长不及预期。

**项目去化不及预期：**公司 2020 年货值主要由福州及周边、上海、兰州等区域供需，存在部分项目销售不及预期风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,723.78	3,812.67	5,021.10	6,653.96	2,953.91
应收票据及应收账款	225.31	217.37	261.07	416.14	500.15
预付账款	720.14	91.99	1,478.00	173.40	2,016.66
存货	36,421.88	30,234.74	59,424.46	49,548.52	99,123.06
其他	3,448.64	1,978.84	4,384.46	4,637.40	6,291.57
<b>流动资产合计</b>	<b>42,539.76</b>	<b>36,335.60</b>	<b>70,569.10</b>	<b>61,429.42</b>	<b>110,885.36</b>
长期股权投资	1,151.37	1,100.31	1,100.31	1,100.31	1,100.31
固定资产	667.99	621.97	589.38	575.40	558.95
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	1.75	3.14	2.21	1.29	0.36
其他	3,481.75	3,891.57	4,277.61	3,792.16	3,975.97
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,302.86</b>	<b>5,616.99</b>	<b>6,005.52</b>	<b>5,538.77</b>	<b>5,707.36</b>
<b>资产总计</b>	<b>47,842.63</b>	<b>41,952.59</b>	<b>77,415.90</b>	<b>67,248.62</b>	<b>116,966.62</b>
短期借款	773.14	615.39	10,529.13	13,797.25	33,906.12
应付票据及应付账款	5,917.63	5,285.63	7,444.36	8,961.08	13,377.44
其他	17,645.79	16,027.39	31,673.62	24,366.82	43,590.68
<b>流动负债合计</b>	<b>24,336.56</b>	<b>21,928.42</b>	<b>49,647.11</b>	<b>47,125.14</b>	<b>90,874.23</b>
长期借款	6,947.45	5,439.68	8,819.75	663.45	4,714.01
应付债券	3,225.76	299.22	3,426.39	2,317.12	2,014.24
其他	79.95	11.36	121.40	70.90	67.89
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,253.16</b>	<b>5,750.26</b>	<b>12,367.53</b>	<b>3,051.47</b>	<b>6,796.14</b>
<b>负债合计</b>	<b>34,589.72</b>	<b>27,678.68</b>	<b>62,014.64</b>	<b>50,176.62</b>	<b>97,670.38</b>
少数股东权益	1,098.35	1,352.88	1,596.60	2,053.42	2,661.58
股本	2,475.33	2,475.33	2,475.33	2,475.33	2,475.33
资本公积	5,836.49	5,836.49	5,836.49	5,836.49	5,836.49
留存收益	9,793.09	10,469.42	11,329.33	12,543.25	14,159.34
其他	(5,950.35)	(5,860.20)	(5,836.49)	(5,836.49)	(5,836.49)
<b>股东权益合计</b>	<b>13,252.91</b>	<b>14,273.91</b>	<b>15,401.26</b>	<b>17,072.00</b>	<b>19,296.24</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>47,842.63</b>	<b>41,952.59</b>	<b>77,415.90</b>	<b>67,248.62</b>	<b>116,966.62</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	762.57	998.09	1,011.66	1,428.15	1,901.28
折旧摊销	90.04	62.30	57.51	61.30	65.22
财务费用	986.70	734.20	1,324.68	1,761.61	2,796.52
投资损失	276.35	(36.25)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	9,202.08	7,758.79	(17,243.06)	5,541.48	(29,202.99)
其它	(4,987.88)	783.25	428.87	397.87	585.74
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,329.86</b>	<b>10,300.37</b>	<b>(14,420.35)</b>	<b>9,190.42</b>	<b>(23,854.23)</b>
资本支出	(1,319.06)	26.36	(50.04)	130.49	53.02
长期投资	(17.63)	(51.06)	0.00	0.00	0.00
其他	3,396.27	1,660.58	(1,221.53)	468.25	(151.66)
<b>投资活动现金流</b>	<b>2,059.58</b>	<b>1,635.87</b>	<b>(1,271.57)</b>	<b>598.75</b>	<b>(98.64)</b>
债权融资	16,788.37	8,881.20	27,234.26	21,053.79	44,388.33
股权融资	(1,038.18)	(626.24)	(1,300.96)	(1,761.61)	(2,796.52)
其他	(23,970.05)	(18,564.96)	(9,032.95)	(27,448.48)	(21,338.98)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8,219.86)</b>	<b>(10,310.00)</b>	<b>16,900.34</b>	<b>(8,156.30)</b>	<b>20,252.83</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>169.59</b>	<b>1,626.25</b>	<b>1,208.42</b>	<b>1,632.86</b>	<b>(3,700.04)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>13,383.02</b>	<b>13,043.17</b>	<b>16,736.99</b>	<b>22,179.86</b>	<b>29,539.14</b>
营业成本	9,035.56	9,505.77	11,823.19	14,932.34	19,981.24
营业税金及附加	788.97	690.25	936.21	1,207.21	1,630.04
营业费用	374.04	458.88	531.26	765.21	978.36
管理费用	377.11	327.71	420.10	621.73	784.73
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	958.46	716.39	1,324.68	1,761.61	2,796.52
资产减值损失	483.07	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(12.63)	(57.58)	185.14	(58.94)	(22.42)
投资净收益	(276.35)	36.25	0.00	0.00	0.00
其他	506.16	41.17	(370.29)	117.89	44.84
<b>营业利润</b>	<b>1,148.62</b>	<b>1,324.34</b>	<b>1,886.70</b>	<b>2,832.81</b>	<b>3,345.83</b>
营业外收入	11.18	28.38	30.85	23.47	27.57
营业外支出	15.58	34.81	34.01	28.13	32.32
<b>利润总额</b>	<b>1,144.23</b>	<b>1,317.91</b>	<b>1,883.55</b>	<b>2,828.15</b>	<b>3,341.08</b>
所得税	381.66	319.82	628.16	943.19	831.64
<b>净利润</b>	<b>762.57</b>	<b>998.09</b>	<b>1,255.38</b>	<b>1,884.96</b>	<b>2,509.44</b>
少数股东损益	211.91	254.53	243.73	456.82	608.16
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>550.66</b>	<b>743.56</b>	<b>1,011.66</b>	<b>1,428.15</b>	<b>1,901.28</b>
每股收益(元)	0.22	0.30	0.41	0.58	0.77

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	30.64%	-2.54%	28.32%	32.52%	33.18%
营业利润	-41.89%	15.30%	42.46%	50.15%	18.11%
归属于母公司净利润	-61.00%	35.03%	36.06%	41.17%	33.13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.48%	27.12%	29.36%	32.68%	32.36%
净利率	4.11%	5.70%	6.04%	6.44%	6.44%
ROE	4.53%	5.75%	7.33%	9.51%	11.43%
ROIC	5.94%	6.28%	13.86%	9.48%	16.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	72.30%	65.98%	80.11%	74.61%	83.50%
净负债率	113.67%	35.51%	144.23%	84.35%	214.73%
流动比率	1.75	1.66	1.44	1.31	1.22
速动比率	0.25	0.28	0.24	0.26	0.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	68.79	58.93	69.96	65.50	64.48
存货周转率	0.36	0.39	0.37	0.41	0.40
总资产周转率	0.26	0.29	0.28	0.31	0.32
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.22	0.30	0.41	0.58	0.77
每股经营现金流	2.56	4.16	-5.83	3.71	-9.64
每股净资产	4.91	5.22	5.58	6.07	6.72
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.60	26.37	19.38	13.73	10.31
市净率	1.61	1.52	1.42	1.31	1.18
EV/EBITDA	10.15	8.12	11.65	6.84	9.54
EV/EBIT	10.57	8.33	11.86	6.93	9.64

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com