

雪球专刊 268 期——2021 雪球投资炼金季 (上)

第 268 期

2021/05/08

出品人：方三文

策划：冯冬杰 李帅杰

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

- 1、业绩扎实，诚意十足：万科 2020 年财报解析
- 2、浅度解析中国平安，探究平安投资价值
- 3、从万华化学 2020 年年报看到了什么？
- 4、王者归来！东阿阿胶年报解读及投资机会发掘
- 5、真金不怕火炼，商业逻辑成立——评新城控股 2020 年报
- 6、招商银行：2020 年报分析，依旧是最好的银行！
- 7、全面解析 A 股之王——贵州茅台的投资价值
- 8、顺丰控股暴雷后的四大感悟！
- 9、2020 年持仓年报分析——潍柴动力
- 10、安徽合力 2020 年年报点评——好戏才刚刚开始

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由,想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友,提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

2020 年是突变之年，上半场，资本市场见证了全球市场恐慌性开盘，美股史无前例的 10 天 4 次熔断。随着疫情被控制住，下半场，纳斯达克、道琼斯、沪深 300 等全球各大指数纷纷创下历史新高，金融市场又爆发性的登上历史高点。

2021 年是兴势之年，有人说这将是权益投资的黄金十年，也有人说全球经济市场将迎来新周期，新格局。如何判断未来投资价值焦点？如何从 2-4 月 N 多高质财报解读中寻找点石成金的契机？新经济公司的下一个十倍股在哪里？

首届 #2021 雪球投资炼金季#，以“寻找 2021 非常之年的价值焦点”为题，汇聚百位影响力的顶尖投资机构专家、财经行业意见领袖以及雪球站内人气用户，组建「雪球首席炼金师」与千万投资者一起，从最基础的投资方法论，深入到投资者最关心的#2021 雪球投资炼金季#，聚焦 2020 年年报季，解读投资机会！

我们从上百篇财报解读文章中精选出 10 篇优秀好文汇编成本期雪球专刊，希望你分析公司、寻找投资机会有所帮助！

章节介绍

1. 业绩扎实，诚意十足：万科 2020 年财报解析

摘要：万科年报的特征是财务审慎，逻辑缜密，信息详尽。而且还有著名的致股东书，真诚地表达了万科经营管理团队对行业发展格局的判断及公司内部经营策略应对，对地产股的投资人来说，是非常有价值的学习材料。

2. 浅度解析中国平安，探究平安投资价值

摘要：无论是 3-5 年长期持有、还是短期参与，跟踪分析平安的基本主线应该是 ROEV。无论未来平安的业务版图如何扩张、商业模式如何进化，这一主线都不会变。而决定平安集团 ROEV 的因素有两个：一是集团层面的资本配置、资源整合效率；二是各业务板块的 ROEV。

目前市场上对平安的研究，主要是看的是第二点，尤其关注寿险业务。本文则将先总结平安在集团层面的运作模式，再梳理具体业务。

3. 从万华化学 2020 年年报看到了什么？

摘要：万华今年的年报太重要！我像拿着放大镜一样，仔仔细细逐字逐句从大段官话之中寻找着那些无比重要的东西。令我欣慰的是，我找到一些足以改变我认知的东西。

4. 王者归来！东阿阿胶年报解读及投资机会发掘

摘要：苦守东阿阿胶近三年，终于在 3.19 晚等来了一份十分满意且信息量巨大的年报，显示公司的经营全方位向好发展，远远大超我预期！大大激励了阿 C 的创作激情，为此写下万字的东阿阿胶 2020 年年报解读长文，献给同样长期守候东阿阿胶且憋屈了多年的阿胶小股东。

5. 真金不怕火炼，商业逻辑成立——评新城控股 2020 年报

摘要：通过对利润表，资产负债表，现金流量表的分析，我们可以发现新城控股 2020 年的财务状况非常好，虽然 EPS 有点差强人意，但是同时也对 2021 年和 2022 年的利润释放留出了空间，属于明珠蒙尘，真金不怕火炼。

但是同时因为隐藏的信息比较多，阅读门槛比较高，所以对解读财报报表的能力提出了更高的要求，特别是对只熟悉开发业务，而不懂商业地产的开发型地产投资者，不甚友好，会引起不小的误解。

6. 招商银行：2020 年报分析，依旧是最好的银行！

摘要：2020 年是危机四伏的一年，招商银行顺利走过。然而疫情的阴影依旧没有散去，国际形势纷繁复杂，我们不能掉以轻心。招商银行今日公布年报，本文将对招商银行 2020 年度报表的规模增长、利润收入、支出损失、未来展望四个部分来进行总结和分析。

7. 全面解析 A 股之王——贵州茅台的投资价值

摘要：贵州茅台股份公司制定了十四五规划，目标是到 2025 年利润达到 1000 亿。按照 2020 年 467 亿的基数，5 年复合增长 16.4%，这个增速是安全可以实现的。届时如果市场处于中性，给予 40PE，那么市值将达到 40000 亿，以目前 2000 元价格（2.5 万亿）买入，年化收益 12%。

8. 顺丰控股暴雷后的四大感悟！

摘要：顺丰控股这次暴雷不是偶然的，这种优秀企业不可能造假，所以选择暴雷来处理一些财务问题，不过我对顺丰未来依然看好，现在人居住城市，网购已经成为生活的一部分，顺丰在快递行业，就是快递行业中的茅台，不管服务还是效率都是最高的，当然价格也是最贵的！

9. 2020 年持仓年报分析——潍柴动力

摘要：对行业内其他柴油机企业进行横向对比，潍柴动力是全行业柴油机毛利率最高的企业，柴油机行业近年来毛利率受钼金升值影响，造成下降，而持续的高景气，使得头部厂商产能受限，而尾部企业得到了喘息之机。预计待潍柴 200 万产能上线及国六推广后，未来整车厂商将主要在康明斯和潍柴中选择，而双寡头模型，在行业需求上升或持平时，将有助于提升毛利率。

10. 安徽合力 2020 年年报点评——好戏才刚刚开始

摘要：安徽合力周五晚上出年报。乍一看，喜忧参半。仔细分析一下，却是信心大增。一方面行业增长超预期，拓展新基地市场的战略也已获得成功，优势逐渐显现；另一方面毛利率的下降只是管理层在疫情和同行竞争压力下误判行业动态，跟风让利促销造成的短期问题。

社会物流体系升级改造给叉车行业带来的增长机会巨大，合力作为行业龙头，提前布局新的基地市场，有望成为最大的受益者，好戏才刚刚开始。

1、业绩扎实，诚意十足：万科 2020 年财报解析

作者：@萨拉丁_CPA

翘首以盼的万科年报终于来了，虽然没有那么亮眼，但还是有不少值得挖掘的经营信息。

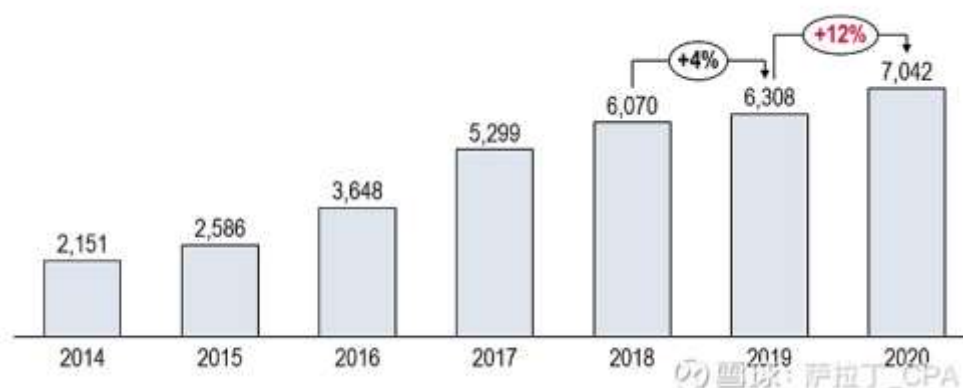
万科年报的特征是财务审慎，逻辑缜密，信息详尽。而且还有著名的致股东书，真诚地表达了万科经营管理团队对行业发展格局的判断及公司内部经营策略应对，对地产股的投资人来说，是非常有价值的学习材料。

2020 年万科的财报核心亮点如下：

(1) 大象起舞，销售规模增速重回 10%以上

2020 年万科实现全口径销售额 7042 亿元，较 2019 年 6308 亿元增长 12%，全口径销售额增速重新回到 10%以上。

图一：万科 2014 年至 2020 年全口径销售额变化（亿元）



(2) 结算规模首次突破 4000 亿元，综合毛利率为 29.3%

2020 年万科营业收入 4192 亿元，首次突破 4000 亿元，较 2019 年 3679 亿元增长 13.9%，营业成本为 2965 亿元，全年报表综合毛利率为 29.3%。

图二：万科 2014 年至 2020 年营业收入、成本及毛利率变化（亿元）



与重点房企对比，2020 年万科毛利率仍保持在行业优秀档位，与龙湖、中海、华润毛利率水平相当。但是由于 2019 年万科毛利率基数较高，2020 年毛利率下滑 7pct，下滑程度与华润相当，较中海、龙湖下滑更为严重。

图三：万科与重点房企 2019 年及 2020 年毛利率变化情况对比分析

年度 指标 (单位:亿元%)	万科	中海	华润	龙湖	碧桂园	融创	新城
2019年 总营收	3,679	1,637	1,482	1,510	4,859	1,693	858
2019年 总成本	2,346	1,086	920	1,002	3,593	1,279	578
2019年 毛利率	36.25%	33.66%	37.89%	33.63%	26.06%	24.46%	32.64%
2020年 总营收	4,191	1,858	1,796	1,845	4,629	2,306	1,455
2020年 总成本	2,965	1,300	1,242	1,305	3,620	1,822	1,113
2020年 毛利率	29.25%	30.05%	30.86%	29.28%	21.80%	20.99%	23.50%
2020年 毛利率变化	-7.00%	-3.61%	-7.03%	-4.36%	-4.26%	-3.46%	-9.15%

(3) 归母净利润达到 415 亿元，增速为 6.7%

2020 年万科全口径利润为 593 亿元，归属于母公司权益利润为 415 亿元，归母净利润较 2019 年 389 亿元增长 6.7%。

图四：万科 2014 年至 2020 年归母净利润变化 (亿元)



(4) 管理红利体现，管理营销费用有效控制在 5%以内

2020 年万科销售费用为 106 亿元，管理费用为 103 亿元，合计占营业收入比重为 4.99%，与业内重点房企对比，仅次于中海外，优于华润、龙湖。

图五：万科与重点房企 2020 年费用控制对比分析

年度 指标 (单位:亿元%)	万科	中海	华润	龙湖	碧桂园	融创	新城
2020年 销售费用	106	35	54	50	138	80	55
2020年 管理费用	103	26	51	73	139	85	40
2020年 费率控制	4.99%	3.31%	5.81%	6.68%	5.90%	7.15%	6.34%

(5) 业绩扎实，释放依旧审慎

同时与业内重点房企对比，万科在业绩释放方面依旧谨慎。

2020 年万科利息资本化率 50.88%，业内重点房企均在 80%以上。

2020 年万科结算土增税负率 5.75%，与之毛利率水平相当的中海龙湖均为超过 5%。

2020 年万科投资性房地产计提折旧 18 亿元，而中海、华润、龙湖、新城均进行了评估增值。

此外万科 2020 年末确认贝壳股权的投资收益。

图六：万科与重点房企 2020 年业绩审慎程度对比分析

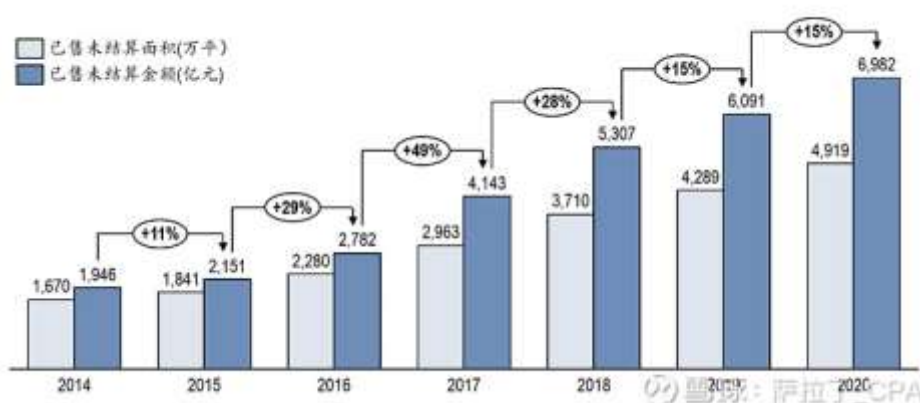
年度 指标 (单位:亿元%)	万科	中海	华润	龙湖	碧桂园	融创	新城
2020 年毛利率	29.25%	30.05%	30.86%	29.28%	21.80%	20.99%	23.50%
2020 年借贷支出	158	85	79	80	233	290	62
2020 年资本化利息	81	77	66	79	233	278	50
2020 年利息资本化率	50.88%	89.66%	83.72%	98.67%	100.00%	95.99%	80.09%
2020 年土增税	241	73	129	86	159	71	45
2020 年土增税负率	5.75%	3.93%	7.20%	4.66%	3.44%	3.09%	3.08%
2020 年投资物业	800	1,409	1,874	1,525	157	1,147	883
2020 年投资物业评估增值	-18	92	89	24	24	6	26

(6) 业绩储备丰富，足以保障其未来两年业绩

2020 年末，万科已售未结算金额为 6982 亿元，已售未结算面积为 4919 万方，已售未结算单价为 1.4 万元/㎡。

已售未结算金额较 2019 年 6091 亿元增长 15%，另一方面，年末合同负债金额为 6307 亿元，由此可见，万科拥有着充足的业绩储备以支持其未来业绩增长。

图七：万科 2014 年至 2020 年已售未结算资源变化



(7) 资债结构持续优化，净负债率低于 20%

2020 年末，万科三道红线达标两道，其中剔除预收账款资产负债率离 70% 差 1.4% 达标。

但是更内体现房企资债结构优势的指标——净负债率，万科为 18.1%，甚至远低于央企中海、华润，凸显万科的资债健康程度。

图八：万科与重点房企 2020 年资债结构及三道红线对比分析

年度 指标 (单位:亿元/%)	万科	中海	华润	龙湖	碧桂园	融创	新城
2020年合同负债	6,307	1,211	2,326	1,824	6,956	2,738	2,022
2020年有息负债	2,585	2,130	1,650	1,674	3,265	3,034	983
2020年短期负债	829	438	355	183	962	916	372
2020年总资产	18,692	8,237	8,690	7,652	20,158	11,084	5,378
2020年总负债	15,149	4,953	6,128	5,724	17,588	9,306	4,556
2020年总权益	3,498	3,283	2,562	1,927	2,570	1,778	821
2020年货币资金	1,952	1,105	895	770	1,836	1,326	624
2020年 现金短债比	2.35	2.52	2.52	4.20	1.91	1.45	1.68
2020年 净负债率	18.09%	31.22%	29.48%	46.89%	55.59%	96.04%	43.65%
2020年 剔除预收资产负债率	71.40%	53.26%	59.74%	66.93%	69.53%	78.69%	75.32%

(8) 多元业务蓬勃发展，物业、物流、商办齐发力

万物云实现对万科集团内和对外营业收入 182.04 亿元，同比增长 27.36%，在管面积达到 5.66 亿平方。

商办累计开业的面积 989.8 万平方米，营业收入 63.22 亿元，同比增长 4.33%，此外规划中和在建商业建筑面积为 435.4 万平方米。

万纬物流管理项目（含非并表项目）的营业收入 18.7 亿元，同比增长 37%。

上述亮点之外，财报中也显示出几点隐忧：

(1) 土地市场确实踩雷了

2020 年计提三个环京项目的存货跌价准备，分别是廊坊朗润园的 7 亿元，廊坊启航之光 4 亿元，涿州新辰之光的 8.8 亿元，环京项目的确是房地产市场的重灾区。

此外 2020 年，万科还对投资性房地产中的佛山 C22 项目计提的减值准备 15 亿元，佛山 C22 是万科 2017 年 6 月拍得的 100%自持项目，看来是租金回报率非常差了。

(2) 借贷资金综合成本超乎预料

2020 年，万科年末有息负债 2585 亿元，较 2020 年初 2578 亿元变化不大。但是全年借贷支出为 158 亿元，综合借贷成本高达 6.13%，远高于同信用评级的房企。

而且 2019 年借贷支出为 139.6 亿元，在有息负债规模相当的情况下，今年为何多出这 18 亿令人费解。

图九：万科与重点房企 2020 年有息负债综合成本对比分析

年度 指标 (单位:亿元/%)	万科	中海	华润	龙湖	碧桂园	融创	新城
2020年有息负债	2,585	2,130	1,650	1,674	3,265	3,034	983
2020年短期负债	829	438	355	183	962	916	372
2020年借贷支出	158	85	79	80	233	290	62
2020年资金成本	6.13%	4.01%	4.78%	4.77%	7.13%	9.54%	6.78%

(3) 投资强度及权益比例有所下滑

2020 年万科新增获取土地计容建筑面积为 3367 万平，权益计容为 2059 万平，权益比例为 61%，三项数据较 2019 年均有所下滑。

不过，2020 年万科扣除已售未结算的真实土储为 1.1 亿平，与 2019 年、2018 年几乎持平。

图十：万科 2014 年至 2020 年新增土地获取情况



总而言之，这份财报我认为是及格的，虽然在毛利率和归母增速上有些遗憾，但是其费用控制、业绩审慎、分红比例、计提减值排雷等方面依旧令人满意。

2、浅度解析中国平安，探究平安投资价值

作者：@estival

发表时间：2021-02-15

一、以 ROEV 为主线跟踪平安的价值

从 2008 年的低点到现在，平安 A 股股价涨幅 862%，复合 20.4%；期间平安的内含价值从 1229 亿增长到 13281 亿，增幅 980%，复合的 ROEV 21.5%。套用价投语录，长期来看，股票投资挣的还是价值增长的钱。

但从 1-2 年的维度，估值变化对股价的影响不能忽略。影响平安 P/EV 的因素，除了利率、权益市场表现这些外部β外，最重要的还是市场对平安 ROEV 的预期，这个预期既有对短期业绩线性外推的成分，也有对公司业务成长空间的展望。

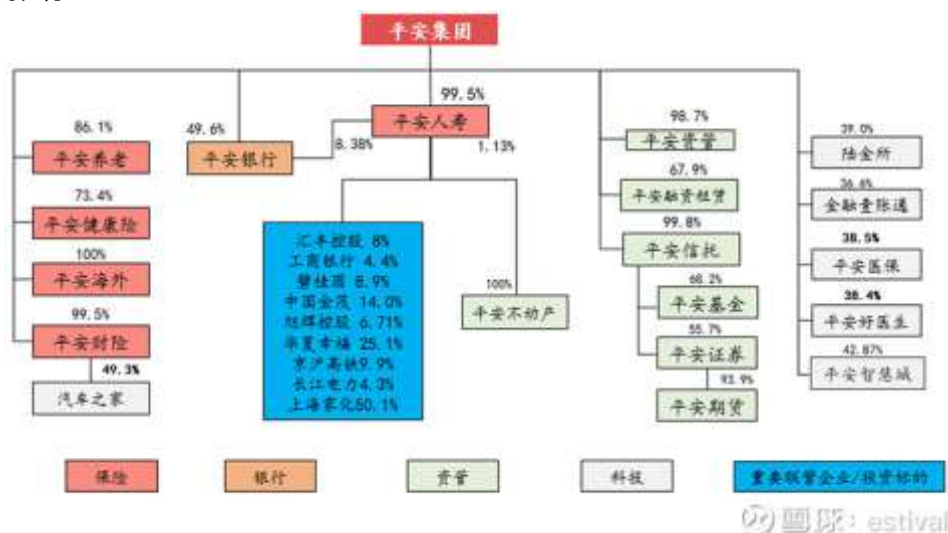
所以无论是 3-5 年长期持有、还是短期参与，跟踪分析平安的基本主线应该是 ROEV。无论未来平安的业务版图如何扩张、商业模式如何进化，这一主线都不会变。

而决定平安集团 ROEV 的因素有两个：一是集团层面的资本配置、资源整合效率；二是各业务板块的 ROEV。

目前市场上对平安的研究，主要是看的是第二点，尤其关注寿险业务。本文则先将总结平安在集团层面的运作模式，再梳理具体业务。

二、平安集团 ROEV 的分解

把平安旗下所有的子公司全部列举出来，将会是一张巨大的树状图。下图只归纳了“金融+科技”下的主要经营主体。此外，平安的寿险子公司还通过保费投资了一篮子的金融、地产、公用事业股，包括汇丰、工行、华夏幸福、长电等。这些财务性投资并非平安的主业，但当相关公司经营情况出现重大变化时，对平安的业绩、估值也会带来一定影响。



从各个板块的财务贡献来看，目前集团 9 万亿总资产中，平安银行的贡献将近一半，寿险与财险两个重资产板块的占比约 40%。这也符合行业特征，银行是资产驱动负债，可以凭空派生 M2；保险则是负债驱动资产，投资资产由保费积攒而来。

各板块归母资产占比



但从价值和利润来看，保险业务，尤其是寿险业务的贡献将近三分之二。科技业务整体还未进入稳定盈利阶段，虽然几家上市独角兽市值的很高，但如上篇专栏所分析的，在并表核算下，陆金所、好医生的市值增值对平安集团的利润和价值没有影响。

各板块归母利润占比



各板块内含价值占比



(注: 集团的内含价值=寿险业务内含价值+ 其他业务的净资产)

我们也可以比较各板块的价值回报率。按照集团内含价值的算法, 寿险业务的 $ROEV = EV \text{ 增长} / \text{期初的 } EV$, 其他业务的 $ROEV$ 则是 ROE 。可以看到, 作为价值权重最高的业务, 过去寿险业务的 $ROEV$ 也是各个板块中最高的, 这样它在整个集团中的基石地位不断巩固。在目前结构下, 集团的 $ROEV \approx \frac{2}{3} * \text{寿险的 } ROEV + \frac{1}{3} * \text{其他业务的 } ROE$ 。

	2017年	2018年	2019年	2017-2019平均	2020年
集团ROEV:	29.40%	21.50%	19.80%	23.57%	10.60%
寿险业务	37.80%	23.50%	23.50%	28.27%	8.86%
财险业务	19.10%	15.90%	24.50%	19.83%	11.30%
银行业务	11.00%	10.90%	10.00%	10.63%	9.58%
资管业务	20.70%	14.50%	10.00%	15.07%	9.19%
科技业务	28.90%	17.60%	4.10%	16.87%	21.90%

雪球: estival

详解寿险公司的价值、利润与资本(上篇) 介绍过寿险公司的价值增长动力，抛开假设调整和股息支付，每年的 ROEV 主要来自三个部分，一是存量业务的稳定的预期回报（大概 9%左右），二是新业务价值，三是偏差项目。2020 年平安的寿险 NBV 下滑到 585 亿，然后营运偏差和 FVOCI 股票的市值回撤接近 600 亿，基本上把新业务价值吃完。所以 2020 年寿险业务的 ROEV 罕见地降到了 10%以下。

所以，要问未来三年平安集团的 ROEV 能不能回到 15%-20%的水平，主要看寿险业务的 ROEV；而看的更远一点，银行、科技业务未来有可能成为集团新的火车头。

三、平安集团内部的资本分配

金融行业不需要像实体那样购买设备原料，但监管要求下，银行、保险、券商、租赁等资产负债表比较重的机构都需要持有与业务规模、风险相匹配的资本，作为对极端事件损失的安全垫。所以业务的扩张也会带来隐性的资本开支需求，相应地会影响股东回报、现金分红水平。

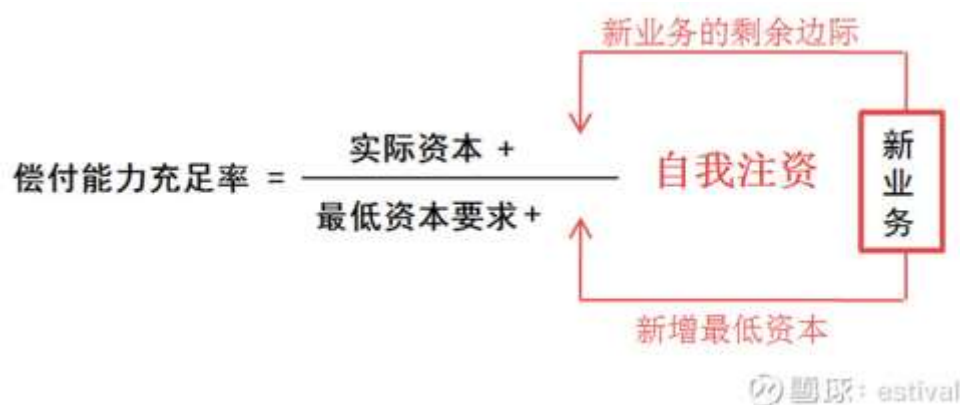
在资本约束下，按照最大化股东回报的逻辑，平安集团过去应当把资本优先配置到 ROEV 最高的寿险业务上，例如可以把其他业务的现金分红增资到寿险公司，或者在资本市场上再融资，给寿险补充资本。

但从集团内的实际资本循环来看，过去十年间，平安人寿实际上是最核心的资本输出方，(给集团的分红-收到集团的增资)接近 1500 亿，而银行、资管、科技业务都是净消耗资本。一定程度上，可以认为寿险业务在给其他业务提供资本，在此基础上冗余的分红由集团以派息、回购的形式回馈给二级市场的投资人。

各业务板块对集团的资本贡献（2009-2019 年）

单位：亿元	平安人寿	平安财险	平安银行	资管业务	科技业务
对集团分红 A	1,450	339	93	136	0
收到集团增资 B	100	150	210	215	>320
净资本贡献 (A-B)	1,350	189	-117	-79	<-320

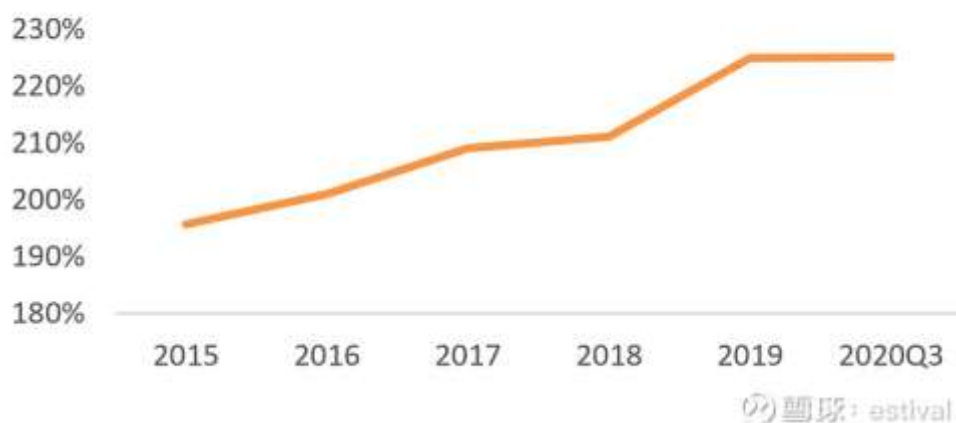
出现这一背离的原因，主要是在偿二代下，寿险公司的剩余边际，也就是隐藏在负债中、未来待摊销的利润，可以算到实际资本，这样做一笔高价值率的新业务，有可能在边际上提高偿付能力。而其他金融机构的实际资本基本等同于净资产，而新业务的利润释放需要时间，最低资本要求走在了实际资本提升的前面。



所以 2015 年偿二代落地后，平安人寿变成了轻资本，自由现金流非常充裕，在以 75% 的股息率向集团分红的同时，偿付能力还能稳步提升。



平安人寿核心偿付能力充足率



从股东回报的角度看，如果寿险公司把利润都留存起来，实际上会带来价值损耗。一方面对新业务没有帮助，新单是靠代理人销售出去的，而非资本带来的；另一方面，利润留在寿险公司，这部分资金只能以 5% 的预期收益投向金融资产，而如果分给集团，无论是集团再分红给股东（股东的折现率 11%），还是由集团再分配给其他业务，隐含的回报都在 10% 左右。（@电音巴瑞曾经问过，内含价值的折现率假设 11% 与长期投资收益率 5% 之间的差异有什么意义，意义可能就是寿险不分红的价值损耗。）

有人可能会问，为什么集团不直接用寿险公司的保费去给其他业务增资，这样杠杆效率更高，集团也可以把寿险公司的分红 100%分给股东。这里面，最主要的约束是关联交易限制。未来防止保险公司成为大股东的提款机，银保监会对保险公司的关联交易，尤其是股权方面的投资，有严格的约束。而集团作为控股平台，在投资上的比例、行业投向约束较少，资本分配更灵活。

所以，平安内建的业务板块，主要由集团去投资控股；不涉及关联方的对外投资，例如汽车之家、汇丰控股、地产公司，则是由保险子公司直接拿保费去投，提升现金效率。有两个例外，一是平安集团当年收购深发展银行，主要的现金出资来自寿险保费，集团更多是以股权对价去收购；二是上海家化，起初家化的股东是平安信托，后来因为流动性的问题，平安信托将家化转让予平安人寿。这两个 case 有特殊性，这里不展开讲。

整体上，保险业务为集团提供了稳定的长期资本。在这种内生的、可持续的资本补充机制下，平安集团避免了债务融资带来的高杠杆、或者股权再融资对股东收益的稀释。可以预见的是，只要现有的保险资本监管规则没有大的变化，平安集团未来基本上没有再融资的需求。

四、集团内部的业务协同

相比其他综合集团，平安的另一优势是强有力的内部协同。

金融行业工作的人可能对对这点的感受可能更深，平安子公司之间业务联动的深度、效率远远领先同业。这里面既有金融科技技术方面的原因，也有体制的因素。平安对核心子公司都是高比例控股，而有的综合集团里面，可能是银行是集团控股，而保险是对外合资，股东利益不能完全统一；另外在管理方面，平安集团层面矩阵式地组织架构，对业务协同的量化考核，也能削弱大集团里面常见的山头主义，推动各条线统一作战。

平安业务协同最突出的成果，是实现了个人用户、客户在子公司间的高频迁徙与转化。随着客户的交叉渗透，客均利润水平会提高，同时客户黏性也会增强。相关的数据平安在往期业绩里都有披露，这里不再赘述。

有两点值得关注：一是目前客户在子公司之间的迁徙主要还是依靠传统的交叉销售，其中寿险代理人代销其他业务占主导，平安曾经在 2015 年报披露过一个客户迁徙矩阵，基本上寿险代理人最能给其他业务带来客户，同时寿险业务又最难“被”交叉销售。这里的逻辑也好理解，平安的个人客户基础是主要是寿险带来的，同时各类金融产品里面，寿险是最难销售的。所以目前寿险是平安个人业务的中心，而银行则被定位为团险业务的中心。

2015 年平安金融子公司间的客户迁徙矩阵（万人）

迁徙起点	迁徙终点					合计
	平安寿险	平安产险	零售银行业务	信用卡业务	其他业务	
平安寿险	-	235	139	111	110	595
平安产险	61	-	62	65	36	224
零售银行业务	50	103	-	56	53	262
信用卡业务	19	47	51	-	11	128
其他业务	5	9	6	5	1	26
合计	135	394	258	237	211	1,235

来源: estival

最近几年看到的一个变化是，在平安零售转型战略深化下，银行的个人客户数和增速都已经超过了寿险。从目前国内金融业的结构来看，银行天然掌握着居民部门的财富流量，无论是银行自营的理财，还是代销基金、保险，银行都较其他金融机构强势。在大资管时代到来、寿险业务进入转型关键阶段之际，银行有没有可能成为平安个人客户的第二个入口？

2020 年平安集团个人客户构成（万人）

个人客户构成

(万人)	2020年 12月31日	2019年 12月31日	变动(%)
人寿保险 ⁽¹⁾	6,529	6,300	3.6
车险 ⁽¹⁾	5,309	5,023	5.7
银行零售	7,700	6,925	11.2
信用卡	6,187	5,671	9.1
证券基金信托	5,584	4,708	18.6
其他 ⁽²⁾	6,489	5,031	29.0
集团整体	21,843	20,048	9.0

来源: estival

第二点是，在五大生态助力下，目前平安的互联网用户数已接近 6 亿人，其中活跃用户量 3.21 亿，但从用户向客户的转化率来看，这几年是有所放缓的。好的一面是，平安的个人客户数还有很大的增长潜力；坏的一面，互联网用户的获取、留存都有成本，如果活跃率、转化率长期不能提升，平安可能需要审视其中的低效环节。

个人客户和互联网用户构成



五、科技业务与生态对平安的意义

综合金融的发展给平安带来庞大的客户流量、丰富的业务场景和数据，以及跨平台的管理与技术经验。这些传统业务带来的衍生品本身就是一座宝矿。平安在 2010 年前后开始布局传统金融业务以外的科技、医疗业务，以拓展业务边界。马董曾提出过一个“衣食住行玩”的雏形，演变到现在成了医疗、汽车、金融服务、智慧城市、房产五大生态。

五大生态的输出路径不同。医疗、汽车、金融服务都与平安原有的业务联系紧密，属于相关多元化。例如汽车生态，平安原本就有车贷、车险业务，收购汽车之家之后，把看车这个前置的场景也打通了；医疗生态则更是与寿险、健康险业务天然契合。

智慧城市则更多的是平安的技术盈余输出的一种尝试。平安在大数据管理、跨平台应用方面有技术积淀，这与智慧城市的数据层和应用层是契合的。但与阿里、腾讯等传统互联网玩家相比，平安在基础技术方面并不占优，同时智慧城市属于偏 G 端的业务，平安以往 C 端、F 端业务那套思维和打法不能完全适用。不过几年打磨下来，平安还是做出了成绩，自主开发的 i 深圳 APP 现在已经基本覆盖了深圳市的政务办理。

至于房产生态，平安一度是想通过平安好房介入房产交易市场，同时推动按揭贷款业务，随着平安好房的下线，这一尝试宣告失败。

生态	原有相关业务	核心主体	面向用户	业务场景
医疗健康	寿险、健康险	平安好医生 医保科技	个人 政府	患者流量→医疗服务→商保/医保支付
汽车	车险、车贷、租赁	汽车之家	个人	看车→买车→后市场服务
金融服务	内部账户管理 小贷	一账通 陆金所	金融机构 个人	智能产品→智能营销→智能风控
智慧城市	无	平安智慧城	政府	政务、口岸、财政、医保等
房产	无	平安城科	地产公司 个人	地产金融→地产营销→地产管理

雪球: estival

五大生态下核心主体的盈利情况也参差不齐，目前仅有陆金所和汽车之家处于稳定盈利阶段，好医生预计能在 2021 年扭亏。按最新市值/投后估值计算，陆金所等六家科技公司的估值合计达到 1000 亿美元，其中平安集团持股部分大约 410 亿美元。而在平安的内含价值计算中，这部分股权按账面净资产计，不到 70 亿美元。

生态	核心主体	是否已上市	2019年盈利	市值/最新估值	平安集团持股	管理层与员工持股
金融服务	陆金所控股	√	19.1亿美元	425亿美元	39.0%	39.4%
	金融壹账通	√	-2.4亿美元	78亿美元	36.5%	45.2%
医疗健康	平安好医生	√	-8.2港币	1469亿港币	38.4%	11.2%
	平安医保科技	×	N/A	88亿美元	38.5%	16.5%
汽车	汽车之家	√	4.6亿美元	155亿美元	49.3% (通过平安财持股)	N/A
智慧城市	平安智慧城	×	N/A	80亿美元	42.87%	55.13%
房产	平安城科	×	N/A	N/A	N/A	N/A

雪球: estival

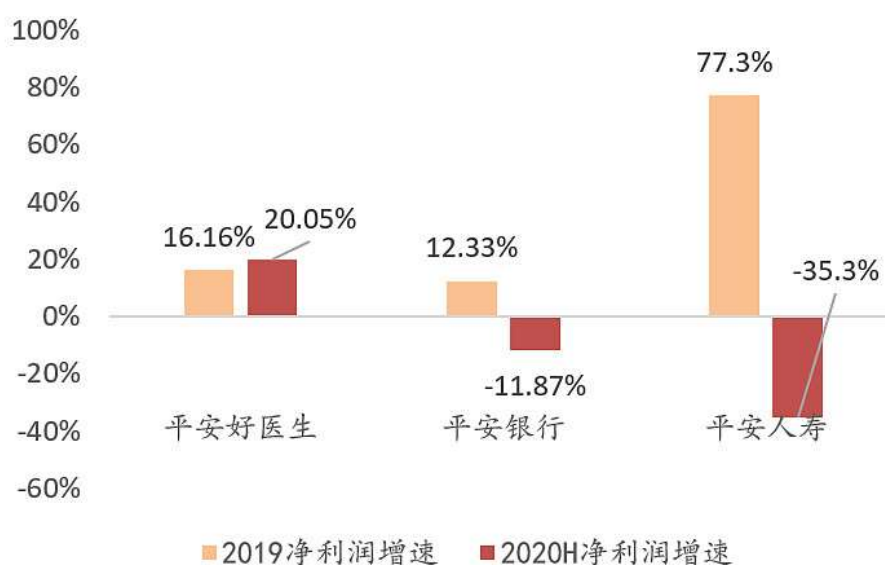
一定程度上,科技类子公司可以通过上市获取高 PB 估值,间接提升集团隐含的 PEV 估值。不过立足长期,还是要看实实在在的业绩贡献。个人认为可以从三个方面看科技业务的贡献,一是能否提升用户转化率、为金融业务引流;二是能否在孵化成熟后,不依赖集团输血,实现独立的轻资产经营,提高股东回报率;三是增强集团营收、利润的消费、科技属性,降低集团业绩对资产负债表的敏感性。从行业空间、和为社会创造价值的角度看,医疗生态可能是未来平安既能够做大、也能实现稳定盈利的一个重要增长点。

轻资产业务ROE的天花板更高



雪球: estival

传统金融业务的盈利对宏观经济敏感

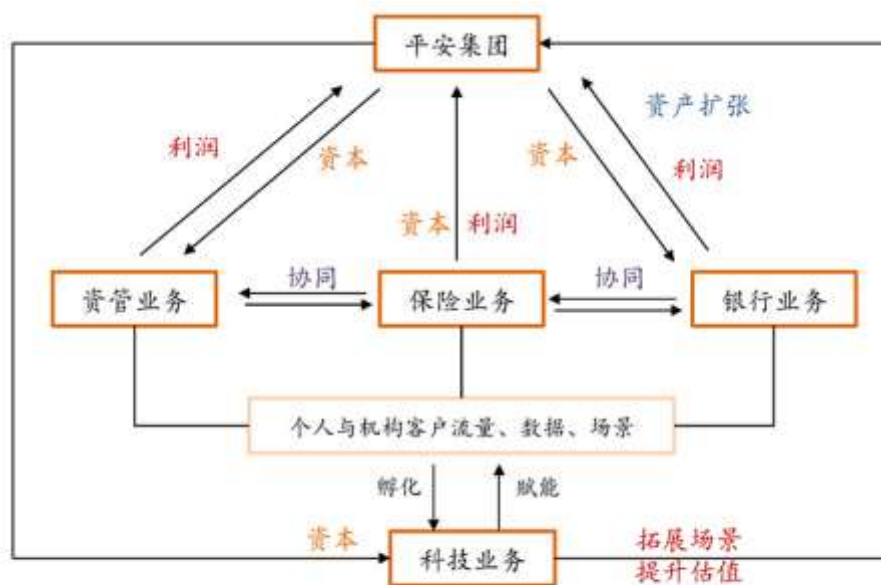


雪球: estival

六、平安集团的模式总结

平安的“金融+生态”并非牌照和子公司的无序堆砌，而是充分发挥了保险业务的优势，实现了集团内的资本内生增长和现金流可持续运转，在此基础上通过子公司间的业务协同促进客户的迁徙和转化，挖掘客户价值，同时通过生态拓展在非金融领域的业

务边界。平安的资本飞轮已经成型，未来能够转多快、转多久，将要看它在的雪坡够不够长。



雪球: estival

七、主要业务板块展望

1、寿险业务

根据上文分析，寿险业务不但是平安价值与利润的核心载体，也是集团内部资本循环的发动机。可以说，过去平安的成功，至少有一半来自寿险业务的成功。

而平安寿险的成功经验，可以简单总结为，在国内寿险行业处于极低低渗透率的阶段，领先同业 5-10 年完成个险转型和保障类业务转型，充分受益于这个阶段的人口和行业增长红利。尤其是在 2012-2017 年，在代理人规模、人均产能、新业务价值率同时提升的三击下，平安寿险 NBV 实现了连续 5 年两位数增长，2017 年在国内寿险新业务价值的市场份额达到三分之一左右。

平安寿险新业务价值（亿元）



雪球: estival

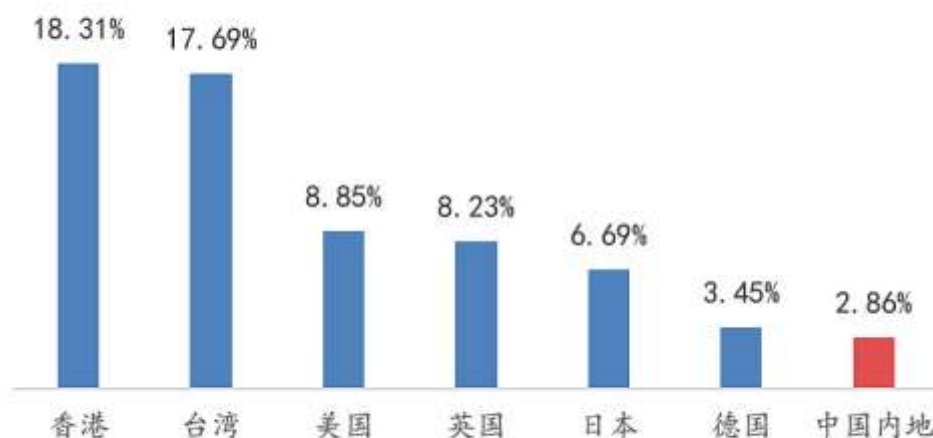
寿险行业是充分竞争的行业，在目前的份额下，平安很难实现独立于行业的增长。2018 年以来，平安开始面临增员难、人均产能停滞不前的瓶颈，有人归因于核心高管的离职带来的内部调整，也有观点认为是互联网渠道对传统代理人模式的冲击，还有观点认为在中国寿险行业的增长面临瓶颈。实际上以平安的体量和机制，行业性的因素更占主导。

未来平安寿险 ROEV 能否恢复两位数的持续增长，取决于其 NBV 能否两位数的持续增长，而 NBV 能否两位数的持续增长，需要回答三个问题：

- 1、中国的寿险行业是否还有长期增长空间？
- 2、代理人模式是否会被快速崛起的互联网渠道颠覆？
- 3、传统代理人模式是否可持续？

关于中国寿险行业的发展空间，一个老生常谈的故事是中国的寿险深度同发达国家相比还存在很大差距，同时中国的经济增速高于发达国家，所以国内寿险发展潜力还很大。如果看发达国家地区的寿险业，会发现发达国家的深度也存在显著的分化。例如这是由于各地区居民的储蓄习惯、社保体系、金融行业发展路径不同，寿险深度这个指标不能简单跨国比较。

2018年各地区寿险深度（寿险保费/GDP）



雪球: estival

更有参考意义的是比较国内不同省市的情况，这样可以过滤掉其他因素，看出经济发展水平对寿险渗透率的影响。我个人习惯用（居民年可支配收入-年消费）作为分母去看保险的渗透率，这更符合一般居民购买寿险的逻辑。在这个口径下，过去 10 年，内地的寿险渗透率从 10.9%提升到了 14.2%。

中国内地寿险渗透率：
寿险保费/(城镇居民年储蓄)



雪球: estival

比较不同省市，基本上居民收入水平越高的地区，寿险的渗透率越高。（深圳的渗透率位居国内第一，可能是因为平安的总部在深圳，同时深圳的高净值人士以资产性收入为主，人均可支配收入低估了当地的收入水平）

2019年部分省市居民收支与寿险渗透率



雪球: estival

所以经济的发展，以及人口向发达省市集中，逻辑上是能促进渗透率提升的。另外从一个消费者群体的结构来看，寿险渗透率的提升也有其基础。第一类群体是完全没有寿险保单覆盖的群体，从不同口径的统计看，目前国内没有商业寿险投保的群体占总人口 60%-70%，这里面低收入、或者还未工作的中青少年群体，未来收入达到一定阈值

后，将实现从 0 到 1 的突破；第二类是已经持有 1-2 张保单的中产阶级家庭，随者通胀、家庭结构变化，未来会增加保单件数或保额；第三类是中高净值群体，目前集中在 50 岁以上，随着富人变老，风险偏好的下降、财富传承的安排也会带来资产配置的调整。

拍脑袋估算一下。目前主流机构对中国未来 10 年名义 GDP 的增速预估是 6% 左右，假设居民储蓄流量的复合增速也是 6%，然后全国寿险渗透率从 14.2% 提升至 18%-20%（介于目前江苏和北京的水平），2029 年寿险市场将达到 7.13-9.46 万亿，对应 CAGR 11.1%-13.5%。

除了这些数据上的展望，我对寿险行业的增长没那么悲观，主要由于寿险的标的是人，而与人生命、健康相关的保障需求，绝不会跑输通胀，大概率是会高于通胀的。

第二个问题是互联网渠道能否颠覆代理人。过去几年确实看到互联网寿险的爆发增长，尤其是互联网健康险，各类平台上爆款产品频出，但如果细看互联网寿险的产品结构、利益格局，就会发现互联网渠道还不足以对传统渠道形成挑战。

互联网的“短平快”特性决定了它更适宜销售低单价、短期限、条款简单的基础险种以及理财型险种。2019 年互联网寿险保费里，接近三分之二其实是理财型的投连险和短期年金，抢的是银保渠道的份额。之前很火的相互保，最初的策略其实是通过低价的互助保险完成引流和消费者保险教育，然后再引导到长期保障型业务上，但未能成功。从行业过去几年的经验来看，长期保障业务还是需要通过代理人去挖掘客户需求。



从互联网寿险的利益格局来看，蚂蚁等三方平台是主要分成者。对于保险公司而言，互联网渠道产品的本身价值率低，难掌握客户资源，主流公司深度参与的意愿并不强。弘康这种之前定位互联网战略的公司，最近几年也因为盈利承压，逐步退出了线上渠道。

寿险公司在互联网寿险中的份额

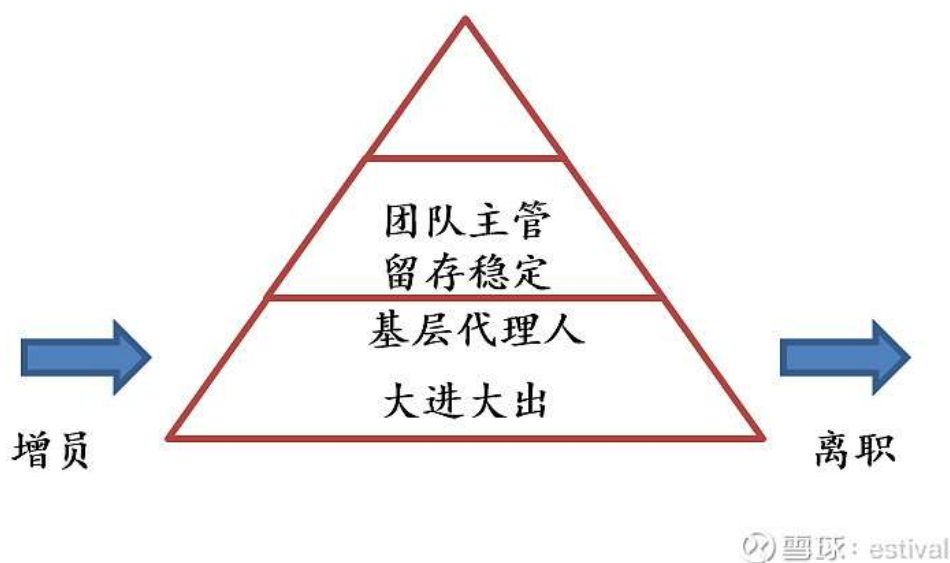
	2016年份额	2019年份额
国华	11.10%	20.4%
中邮	<1%	17.2%
工银安盛	13.60%	15.9%
建信	11.60%	8.0%
平安	2.10%	6.5%
国寿	<1%	4.2%
弘康	22.30%	4.1%

雪球: estival

从消费者的角度，互联网渠道确实提高了比价的透明性，一些基础保障产品的性价比显著高于线下渠道。但保险本质上还是经营风险的生意，互联网渠道并未减少风险信息的不对称性。从消费者角度，互联网的销售误导、理赔难比线下还要多。从保险公司角度，线上承保面临逆选择风险其实更高。相互保运行两年以来，分摊金额、拒赔率都在提升，背后就有逆选择的因素在。互联网渠道要实现持续的份额提升，必须跨过这个障碍。

所以目前互联网渠道不会对寿险行业格局带来显著影响，也不会颠覆代理人模式，但长期它将对传统的经营模式带来重塑。尤其是产品开发与定价方面，在网络比价下，传统寿险定价的信息不对称将丧失，产品开发必须更灵敏地面对市场需求而非销售导向。

既然寿险行业还有增长空间，互联网渠道也不会带来显著冲击，平安的寿险转型是否还有必要？过去二十年来，包括平安在内，多数寿险公司使用的都是金字塔式的代理人模式。这种模式的经营理念是招代理人就是招客户。每新招一个代理人进来，新人先自己买一件保单，然后把自己的亲朋好友也安利一遍。最后如果这个代理人发展为成为一个营销高手，他可以留存下来。但更一般的情况是，再把周围的缘故关系挖掘完之后，代理人就很难去拓展新客户，最终脱落。而基层代理人之上的团队主管，可以层层地去抽佣。所以他们只需要不断发展新人，就可以稳定地待在公司。



这种金字塔模式能够稳定，有两点前提：一是有足够多的未被接触过的、有一定购买力的客群；二是有足够多的待业、兼职人群能被发展为代理人。过去中国寿险渗透力很低，同时还有人口红利的阶段，这两点都是成立的。结果就是，保险公司更侧重组织发展，频繁地进行运动式增员去快速地渗透新客户，实现短平快；代理人团队主管从自身利益出发，也更侧重增员而非客户经营；基层代理人，绩优代理人的佣金收入与保费贡献不匹配；基层代理人大进大出，公司对新人投入的培训资源不能固化。

最近几年，传统模式的前提条件正在被逐渐打破。目前经济发达地区的寿险渗透率已经比较高，代理人获客进入存量竞争阶段。从代理人从业群体来看。在过去大进大出的模式下，国内有过代理人从业的群体达到 5000 万人，占全国城镇就业人口的 11%。另外，新经济的崛起也分流了寿险从业人员。现在全国的外卖骑手的平均月薪差不多是 6000，而保险代理人的人均月收入不到四千。综合这些因素，寿险公司增员、留存面临的挑战越来越大。平安作为行业龙头，不过是更快地触碰到了这个瓶颈。

同时，目前国内寿险代理人整体上低产能、低收入、低留存，一定程度上是一个自我强化的负循环。对比美国，美国寿险营销人员中，独立经纪人占多数，经纪人可以代理多家保险公司的产品。而保险公司的专属代理人，没有上层的抽佣，每个代理人可以独立经营 30-50 户家庭，代理人收入水平高于社会平均，可以更稳定的留存。

中美寿险营销人员对比

	中国内地	美国
寿险营销人员数量	900万人	117万人
寿险营销人员 平均收入	约3500/月	79730美元/年
企业单位平均工资	约6000/月	68703美元/年
客户经营模式	缘故为主	30-50客户家庭

雪球: estival

现在行业已基本认同，传统的以增员为导向的代理人模式难以为继，发展精英代理人是大趋势，但完全放弃增员又会带来短期增长失速的风险。比较现实的路径可能是亦步亦趋的渐变式改革。

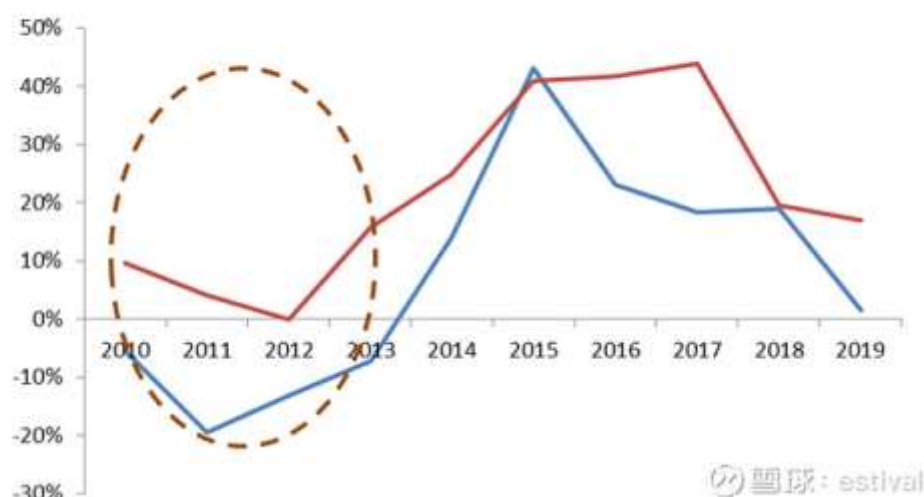
平安的改革主要聚焦代理人渠道和产品体系。渠道方面，2020年8月份更新了基本法，整体上考核机制更加灵活，把分支机构和代理人都进行分类。按照偏向增员或者是偏向销售进行差异化考核。另外提升新人和绩优代理人的收入水平，促进留存，保持队伍规模稳定。比较长期的一个动作是，发展优才计划。目前平安的百万代理人队伍里面。优才差不多是十万人。这部分人的人均产能差不多是一般代理人的两倍，未来将会是平安精英代理人的骨干力量。改革带来直接财务影响是，短期渠道费用支出会上升，2020年年报里已经看到这一趋势。

产品方面，从销售导向转向客户需求导向，产品线更加多元。18年以前，平安主推平安福这一款重疾险，估算下来，平安福累计的新业务价值贡献接近700亿。但平安福的保障条款过多，价格偏高，消费者吐槽比较多。最近两年平安的产品策略有所调整。一方面，对平安福这样老产品进行改造，提升性价比。另一方面，推出面向不同客群，尤其是低门槛的获客型产品。以2020年推出的守护百分百为例，在原来平安福的基础上，砍掉了比较鸡肋的20类重疾和50类轻症责任，同时加上了70岁返本，保险责任优化的基础上，50万保额对应的保费少了5万块，性价比提升。当然，平安还是保留了一些高价值率的中高端产品。在这样更多元的产品结构下，未来两年平安的新业务价值率较2019年的高点可能有所下滑，但由于整体上还是保障类业务占主导，下滑的幅度也不会太大。

就今年而言，由于低基数的原因，NBV大概率能实现10%左右的温和增长。个人觉得如果不是20%+的正增长，10%、15%的区别并不大，主要还是要看队伍经营质效、新业务价值率、客户结构是否能按改革的预期方向去走。

友邦中国是在 2010 年开始进行代理人转型，最终是 2013 年见到效果。平安的体量更大，同时现在寿险行业更饱和，所以 3-4 年完成转型都是比较乐观的，但最差的时候应该已经过去了。

2010-2013年友邦完成“最优代理人”转型



2、财险业务

财险是平安的起家业务，但这几年市场关注度并不高。上文也可以看到，平安财险历史的 ROEV 水平仅次于寿险。考虑国内财险行业竞争的激励程度，平安财险可以说非常优秀。

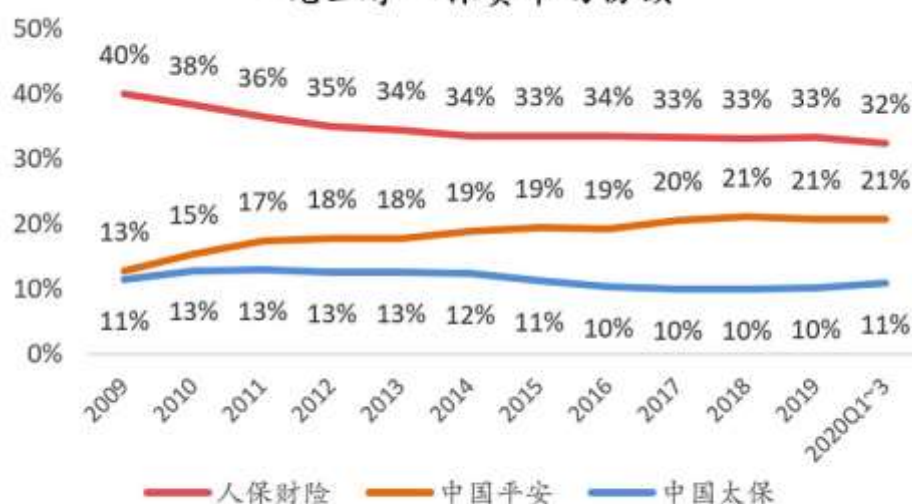
这里先简单总结下财险的利源模式。不同于寿险，财险产品基本上都是一年期以内，收支和盈利可以在 1-2 个会计年度内确认完，所以财险公司的报表更简单，更接近实体行业。财险公司税前利润分为两块，一块是承保利润，等于当期的保费流量*（1-综合成本率），一块是投资收益，等于存量的资产乘以当期的投资收益率。如果综合成本率小于 100%，一定程度上可以认为财险公司是以负的资金成本在进行投资。



目前国内财险行业年保费收入大概 1.4 万亿，其中车险保费占比大概 62%。车险综合改革后，2021 年全行业保费规模预计将负增长，车险的占比也将进一步下滑。

从市场格局来看，过去 10 年财险行业的 CR3 一直维持在 65%，内部来看，平安在逐步蚕食人保的份额。

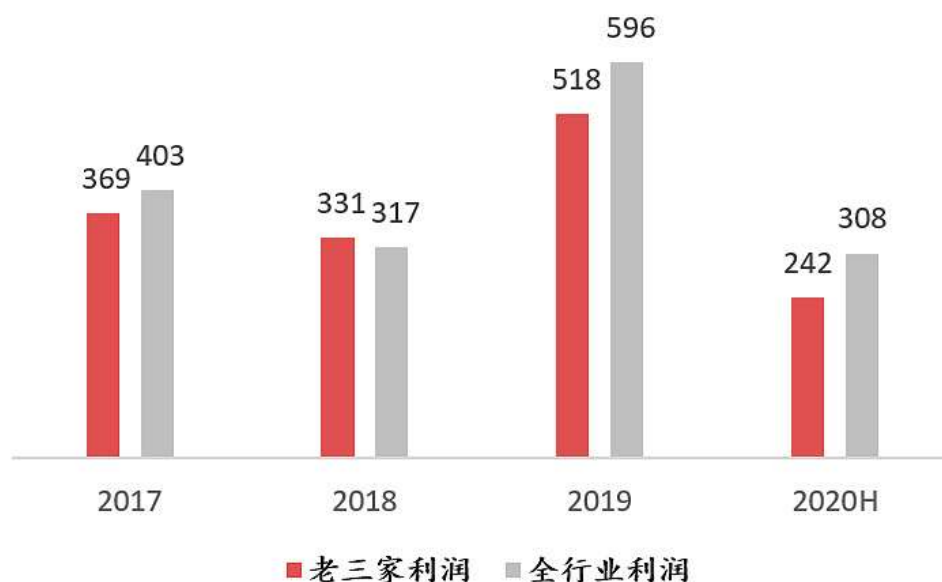
“老三家”保费市场份额



雪球: estival

从利润来看，财险行业的马太效应更为显著，人保、平安、太保拿走了全行业 80% 以上的利润。主要原因是车险业务同质化强、费用竞争激烈，中小公司车险业务普遍承保亏损，而“老三家”在品牌、渠道、理赔方面的优势明显，同时具备规模效应，可以维持承保利润。

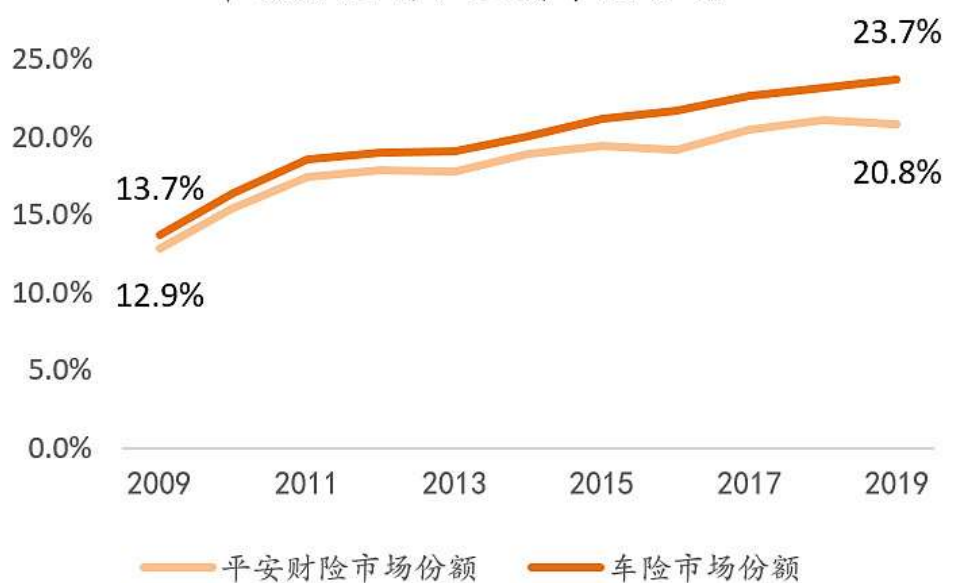
财险行业利润集中在头部（亿元）



雪球: estival

平安财险的份额提升主要由车险驱动，同时由于对车险的理赔管控更为精细，平安整体的综合成本率显著低于人保和太保。

平安财险增长主要车险驱动



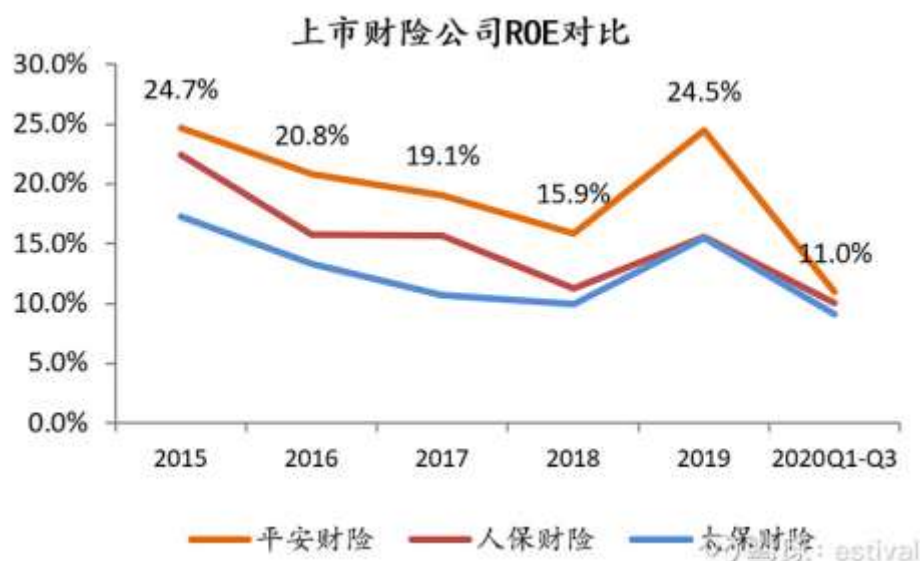
雪球: estival

老三家综合成本率对比



雪球: estival

在承保利润支撑下，平安财险实现了国内财险行业最高的 ROE 水平。



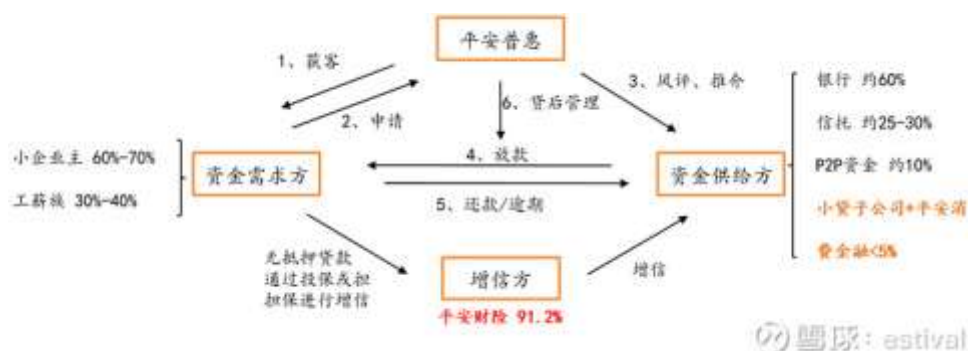
不过 2020 年，平安财险的综合成本率有显著的提升，主因是非车业务中，信用保证保险的赔付率大幅提升，带来承保亏损。

平安财险各类险种的承保利润率

	2017	2018	2019	2020H
车险	2.5%	2.6%	2.80%	5.3%
保证保险	11.4%	11.4%	6.40%	-25.6%
责任保险	8.8%	10.1%	2.40%	6.7%
意外伤害险	21.8%	17.7%	15.70%	7.3%
企财险	17.2%	5.6%	16.40%	12.3%

雪球: estival

根据保额推断，平安的信用保证保险中，约 40%是个人消费信贷保证保险。这部分业务主要是面向陆金所旗下平安普惠的小贷业务。平安普惠的贷款客户，如果没有资产抵押，需要通过担保或者购买财险公司的消费信贷保证保险进行增信。截至 2020 上半年，平安普惠的无抵押贷款中，约 91%由平安财险进行承保。



受疫情影响，2020 年上半年普惠的无抵押贷款，90 天+逾期率由 2020 年的 1% 上升至 2.1%，平安财险承担了这部分逾期的损失。

由财险公司为小贷增信的模式存在一定的道德风险。经监管指导，2021 年中平安普惠在新增贷款中的风险分摊应达到 20%。所以 2021 年，平安财险的个人消费信贷保证业务在赔付率好转的同时，规模也会大幅收缩。

展望未来三年，对平安财险有显著影响的还是车险综合改革。根据银保监会统计，2020 年 9 月启动综改以来，车险的件均签单保费车均保费从 3700 降至 2700，降幅 20%以上，90%车主的件均保费均有下降。同时，交强险、商车险的保障责任也有所扩大。

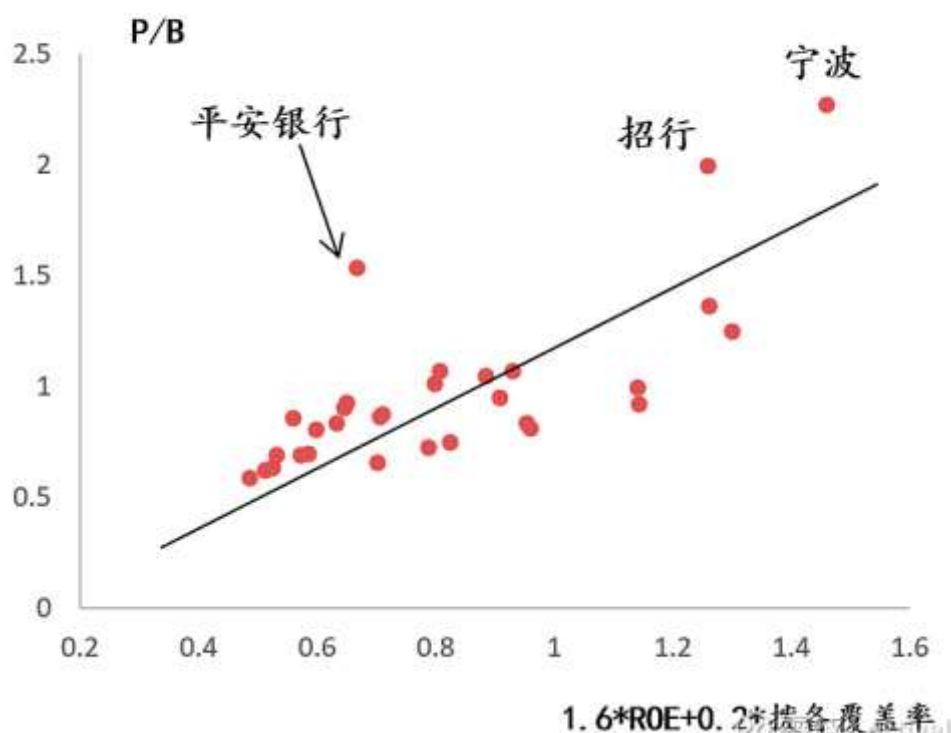
有人可能会问，原本车险的承保利润率也就 3%不到，保费降 20%，岂不是要巨亏？买过车险的人应该知道里面的猫腻。以往车险返佣非常普遍，返佣比例通常在 20%-30%，此次综改后，财险公司的返佣空间大幅被压缩。所以财险公司实际到手的保费并没有减少太多。

人保的投关在最近的交流中表示，2021 年努力实现车险承保有盈利。考虑到财险公司在经营中对支出有动态调整的能力，同时平安的理赔管控一直优于同业，对平安财险的综合成本率也不必太悲观。预计消费信贷风险出清后，未来三年财险业务的 ROE 将在 14%-16%之间。

3、银行业务

平安银行是过去几年零售转型最为成功的上市银行，目前零售营收占比位居上市银行第一。尽管当前平银的 ROE、拨备覆盖率同招行、宁波还有差距，但市场还是给出了明显的估值溢价，对未来业绩释放的预期较高。

上市银行 P/B 与 “ROE-拨备指标” 对比



业界习惯将平安对标招行，但两者启动零售时的初始条件与外部环境差异较大，故路径有所区别。

招行的零售发力起始于负债端，从最早的一卡通，到金葵花理财，通过持续的产品与服务创新提升用户黏性、沉淀活期资金，负债端成本优势避免了资产端的高风险偏好，同时率先进入中高端财富管理领域，做大中收。所以招行的财务特征是，低信用损失、高中收、高 ROE，高资产质量。

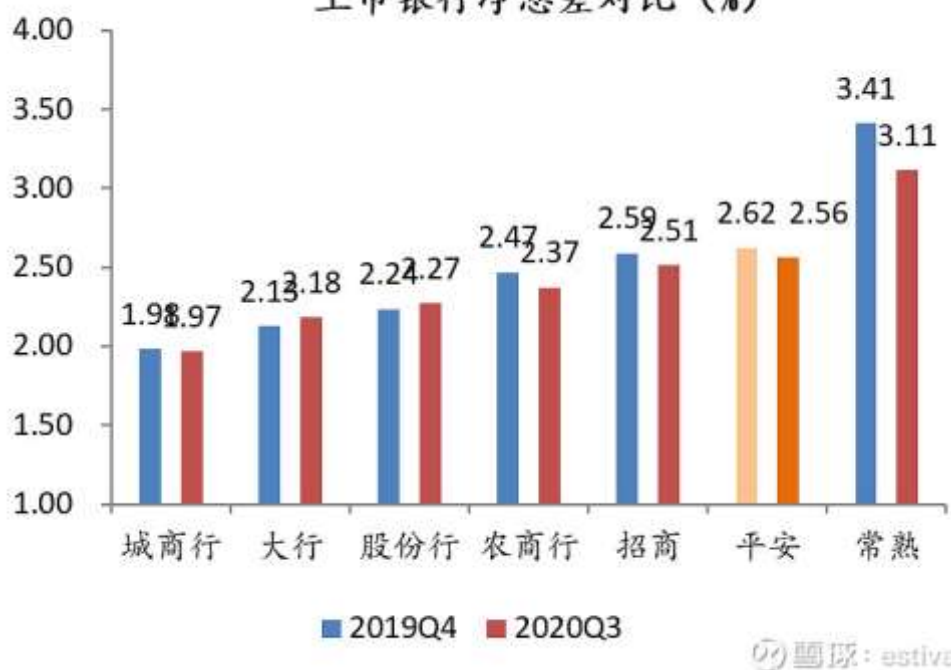


平安 2015 年开始零售转型时，移动支付、各种线上理财产品已经发展成熟，所以平安只能先从资产端入手，压降对公贷款，通过消费金融产品、房贷等资产业务拉动零售，提高息差。同时保持较大的拨备计提力度，消化存量不良，控制新增不良。所以过去平安银行的财务特征是，高息差、高信用成本、低 ROE、改善中的资产质量。

平安银行资产结构



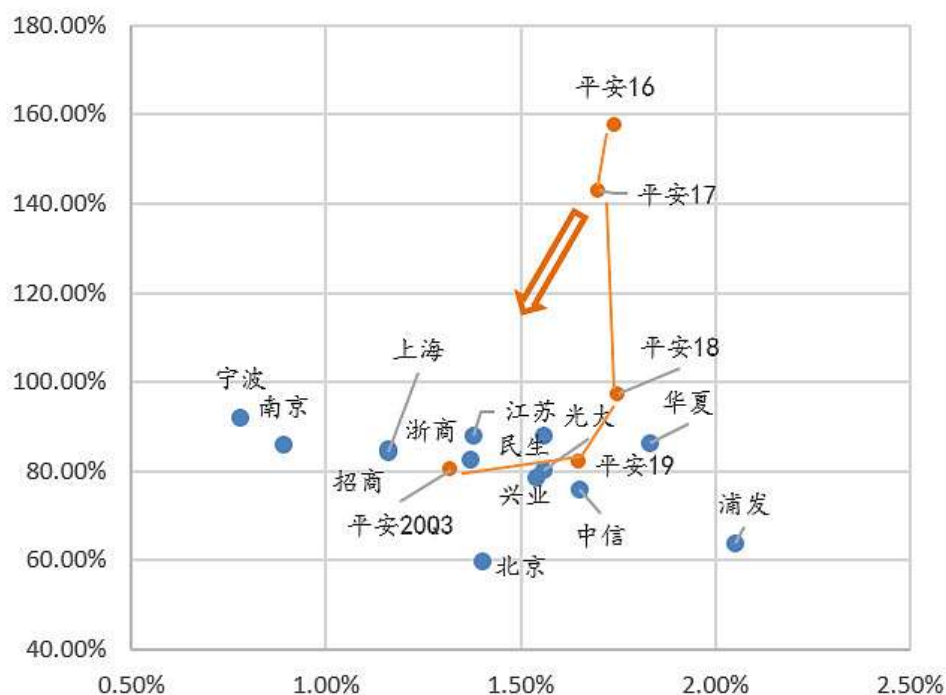
上市银行净息差对比 (%)





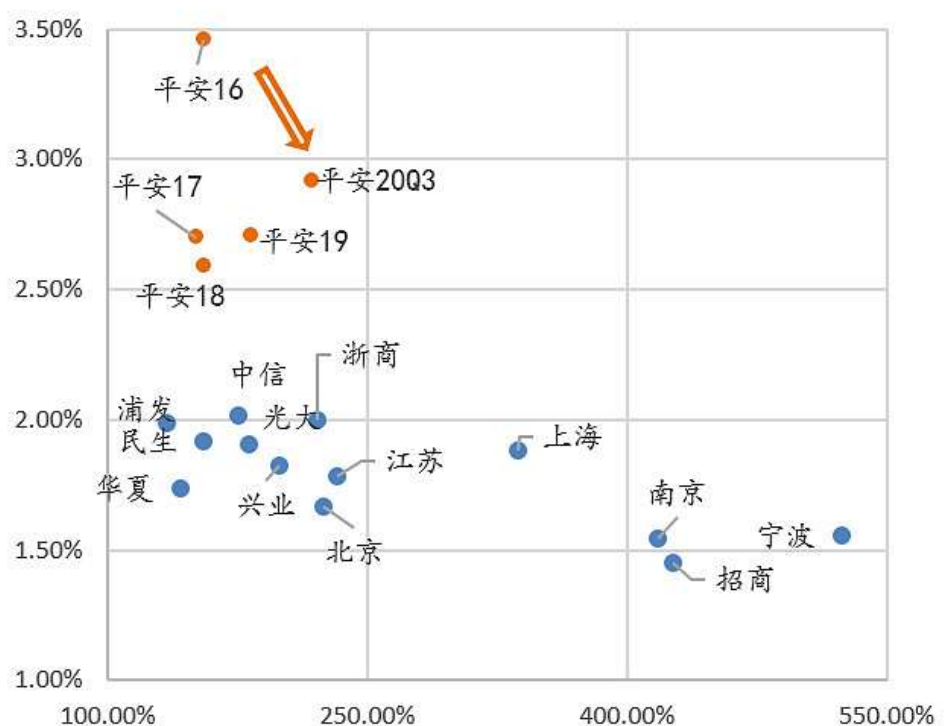
经过四年多转型，到2020年三季度的时候，平安银行的资产质量已经达到行业中上水平，而拨备覆盖率达到同业中游。

不良率-90天+偏离度



注：除平安外，其他银行均采用2019年末的数据

拨备覆盖率-信用损失率



雪球: estival

平安 2020 年年报进一步超预期，提前完成非标理财回表，并一次性提完减值。从对平安过去几年盈利的归因来看，拨备计提一直是压制盈利和 ROE 的关键因素。在资产质量已大幅改善、拨备覆盖率达到行业中游水平的背景下，2021 年平安银行的信用成本大概率将大幅下降。

平安银行盈利增长归因

	2016	2017	2018	2019	2001-Q3
归母净利润增速	3.4%	2.6%	7.0%	13.6%	-5.2%
利息净收入：	36.4%	-10.6%	3.2%	61.3%	37.6%
资产规模增长	38.9%	41.9%	5.9%	24.0%	45.1%
净息差	-2.5%	-52.5%	-2.7%	37.4%	-7.5%
中收	16.5%	2.1%	44.0%	24.3%	20.0%
管理费用	9.8%	-16.1%	-16.3%	-22.0%	-7.6%
拨备	-73.3%	15.9%	-21.3%	-47.0%	-56.7%
所得税	-1.6%	1.6%	-1.9%	-2.5%	2.7%
其他	15.7%	9.7%	-0.6%	-0.5%	-1.1%

雪球: estival

平银另外的一个预期是,在全集团资源加持下,私行财富管理业务将不断追赶招行。参照招行经验,私行业务增长除提升中收外,还可逐渐沉淀活期资金,改善负债成本。

主要银行私行AUM与客户数

	私行AUM 2020H(亿元)	较年初增长	达标客户 (万人)	客户数
招行	24974	11.94%	9.10	2743
工行	18299	17.70%	10.57	1732
建行	16743	10.93%	15.39	1088
农行	16296	16.07%	13.60	1198
中行	16000 (19年末)	N/A		
平安	9231	25.80%	5.11	1806

雪球: estival

中性预期下,平安银行 2021-2023 净利润将实现 15%+增速,同时 ROE 水平逐步提升至 13%左右。

八、集团业绩预期与估值

1、业绩预期

根据财务模型的敏感性分析,影响平安集团价值、利润的最核心的几个变量如下。

业务板块	影响集团价值 的关键因素	影响集团利润 的关键因素	敏感性 (基于2020)
寿险	投资收益率 新业务价值	投资收益率 国债750均线	投资收益率下降10bps,集团净利润/价值减少24亿 国债750均线下行1bps,集团净利润减少约20亿
财险	综合成本率(CR)		综合成本率上升1pct,集团净利润/价值减少20亿
银行	信用成本(减值损失/贷款)		信用成本上升50bps,集团净利润/价值减少约43亿

雪球: estival

基于对以上核心变量的不同情景假设,2021-2022 年平安集团的 ROEV 预计在 14%-16%之间,2021 年末每股 EV82.8-84.3,2022 年末 EVPS94.4-97.8。

2020 年，平安对华夏幸福的 540 亿风险敞口并未计提减值。假设平安在 2021 年就计提 50%的减值（华夏的环京土储还是有价值的，100%减值过于悲观），那么 2021 年末 EVPS 在 81.4-82.9 之间，2022 年末 EVPS 在 93.0-96.4 之间。

2、对平安的估值区间

假设上面的预测没有大的偏差，那么平安的合理估值到底应该是多少？

我的观点是，市场永远是带情绪的，不存在一个均衡的、合理的估值。在市场偏悲观阶段，应该考虑所有悲观预期，去找有安全边际的位置；而在市场偏中性的时候，可以去看各业务板块的市场价值，也就是其他人愿意以多少的价格买下这部分业务。

个人认为，平安的安全边际位置，就是 1XPEV，相当于给寿险 1XPEV，其他业务给 1XPB。这里面的逻辑是，寿险公司的内含价值是存量业务 FCFE 的折现值，平安过去的投资、经营偏差经常为正，同时资产负债久期匹配较好，对未来利率下行的抵御能力比较强，所以内含价值的评估结果比较实，能够真实反映 11%折现率下寿险存量业务的价值，而不考虑未来任何新业务的价值。类似地，其他业务给 1Xpb，相当于只考虑清偿价值，而不考虑牌照、流量、品牌的价值。

而对平安比较中性的估值，可以采用分部估值法，取决于对保险业务给的估值倍数，平安每股合理估值在 93.8-103.9 之间，对应 2021 年 PEV 倍数在 1.1-1.25 之间，基本上是过去几年估值的中下区间。

		估值基准	估值倍数	估值	集团持股比例
寿险与健康险业务		内含价值	1.2X-1.4X	9894-11543亿元	99.50%
财险业务		净资产	1-1.2X	1034-1250亿元	99.50%
银行业务		市值		3580亿元	49.60%
资管业务	融资租赁	净资产	1.1X	471亿元	67.90%
	信托（不含证券股权）	固有业务：净资产	固有业务：1XPB	448亿元	99.80%
		信托业务：净利润	信托业务：10XPE		
	保险资管	净资产	2.5X	208亿元	98.70%
	证券	净资产	1.3X	418亿元	55.70%
	其他资管业务	净资产	1X	146亿元	100%
科技业务	陆金所控股	市值		434亿美元	39.00%
	金融壹账通	市值		79亿美元	36.50%
	平安好医生	市值		1469亿港币	38.40%
	平安医保科技	投后估值		88亿美元	38.50%
	汽车之家	市值		157亿美元	49.30%
	平安智慧城市	投后估值		80亿美元	42.87%

我相信平安的估值已经在底部，剩下的交给时间。

3、从万华化学 2020 年年报看到了什么？

自从寇总升任总裁，这个万华的老财务给万华带来的最直接的改变就是财务报告风格大变。过去的财务报告总体很务实，现在的报告很官方，颇有文采，滴水不漏，官话套话一堆，有用的信息却越来越少。我对此颇有微词，之前也多次表达过不满。今年的财报延续了去年的风格，但不同于去年，大段的官话里，高度概括并隐含了大量极为重要的信息，结合公布的相关数据，足以达到重新认识万华的战略方向的效果。今年的年报，需要抽丝剥茧，去细品万华管理层点到为止的说话艺术，大谈情怀的同时透漏出的点点滴滴万分重要的信息。

今年的年报太重要！我像拿着放大镜一样，仔仔细细逐字逐句从大段官话之中寻找着那些无比重要的东西。令我欣慰的是，我找到一些足以改变我认知的东西。因为这些信息散落在各处，我分析起来就看到哪说到哪，这篇文章可能会看起来很乱，不成体系。但我的主要目的是把这些重要的点说透，至于文章好不好就不强求了。另外，这次我还想讨论一下过去和市场很少关注到的点，而以前多次论述过的就不写了。

从产品结构出发

一、主要产品的产量、销量及收入实现情况

主要产品	产量（吨）	销量（吨）	营业收入（万元）
聚氨酯系列	2,871,796	2,884,384	3,441,687
石化系列	1,879,133	6,282,957	2,308,499
精细化学品及新材料系列	573,005	554,944	794,786

注：以上销售量统计包含贸易量。

(2). 产销量情况分析表

√适用 □不适用

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
聚氨酯系列	吨	2,871,796	2,884,384	202,465	7.06	10.11	-5.85
石化系列	吨	1,879,133	1,884,886	85,942	-5.57	-4.72	-6.27
精细化学品及新材料系列	吨	573,005	554,944	74,321	34.22	33.53	32.10

以上两张表里有关产销量的数据一个来自主要经营数据公告，一个来自于年报，两张表里只有一处矛盾，是石化系列的销量。经营数据公告里比年报里多 4398071 吨，并且备注了销售量统计包含贸易量。

一、主要产品的产量、销量及收入实现情况

主要产品	产量（吨）	销量（吨）	营业收入（万元）
聚氨酯系列	2,682,387	2,619,603	3,185,813
石化系列	1,990,066	4,439,672	2,010,204
精细化学品及新材料系列	426,902	414,670	708,778

以上销售量统计包含贸易量。

(2). 产销量情况分析表

√适用 □不适用

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年 增减(%)	销售量比上年 增减(%)	库存量比上年 增减(%)
聚氨酯系列	2,682,387 吨	2,619,603 吨	215,053 吨	16.37%	12.27%	22.07%
石化系列	1,990,066 吨	1,978,362 吨	91,695 吨	10.99%	9.78%	14.63%
精细化学品及新材料系列	426,902 吨	414,670 吨	56,260 吨	38.07%	22.35%	27.73%

相对比，2019 年的经营数据公告里比年报里多 1820069 吨。

这多出的 4398071 吨和 1820069 吨就是 LPG 贸易的销量。过去的文章里，我定性的分析过，由于 LPG 贸易的存在，万华的营收增量实际上是被扭曲的。因为 LPG 贸易对利润的贡献几乎为 0，我一直称为无效营收。但几年来这部分营收的规模快速扩大，大到足以扭曲客观评价营收增长的程度。但这种影响到底有多大，我一直没有定量分析过，这次我就定量算一次。

LPG 的贸易量从 2019 年的 1820069 吨猛增到 2020 年的 4398071 吨，增幅 142%。两年的经营数据公告里分别公告了当年的丙烷和丁烷的均价。“2019 年丙烷 CP 均价 435 美元/吨，同比下跌 20%；全年丁烷 CP 均价 442 美元/吨，同比下跌 18%。”，“2020 年丙烷 CP 均价 397 美元/吨，同比下跌 8.6%；全年丁烷 CP 均价 404 美元/吨，同比下跌 8.6%。”大约取 440 和 400 为 LPG 的均价，估算两年的营收分别约为 55 亿和 120 亿。仅仅一个无效的 LPG 贸易对营收增量的贡献就是 65 亿，而 2020 年万华的总营收增量只有不到 54 亿。

剥离掉 LPG 贸易的无效增量，才能还原出很多事实：

(1)2020 年的营收结构由聚氨酯系列 344 亿、石化系列 231 亿、精细化工和新材料系列 79 亿，变成聚氨酯系列 344 亿、石化系列 111 亿、精细化工和新材料系列 79 亿；

2019 年的营收结构由聚氨酯系列 318 亿、石化系列 201 亿、精细化工和新材料系列 71 亿，变成聚氨酯系列 318 亿、石化系列 146 亿、精细化工和新材料系列 71 亿；

还原之后，可以看出总营收从增加 54 亿，变为减 11 亿。其中聚氨酯增 25.6 亿，精细化工和新材料增 8.6 亿，而刨掉 LPG 贸易的石化系列实则降 35 亿，降幅达 24%。这符合 2020 年量价双降的事实。

(2) 我一贯的认知是，石化产业链是配套工程，目的是为聚氨酯和精细化工服务，而石化产品的销售只是合理利用产能的捎带，不是目的。2020 年，聚氨酯和精细化工产品的产量不同程度增加，内部消耗的石化原材料相应也应该增加，那么外销的下降也合情合理。

(3) LPG 贸易的规模激增，对应的另一个后果就是石化系列的毛利率骤降近 7 个点，只剩 4.26%。如此低的毛利率，侧面证明 LPG 贸易对利润的贡献近乎为 0，甚至可能是负的。那万华为何还要无限度地扩大贸易规模，费力不讨好呢？这实在是令我不解的事。万华的 LPG 直接合约采购自中东，为了平抑价格波动，万华采取一定的期货合约的手段，难道 LPG 贸易和期货合约有关，不是真正意义上的贸易？这是今后需要努力搞清楚的点。

(4) 弄清楚了化工板块“增长”的实情，那么聚氨酯和精细化工板块的表现就着实可圈可点了。先说精细化工，营收增加 12%，毛利增加 11%，毛利率基本持平。但是这样的成绩是在销量大增 34%，均价由 1.71 万/吨，降到 1.43 万/吨的状态下取得的。这只有一种解释行得通，精细化工板块产品结构不均衡，增长也不均衡，并且平均成本与均价同比例下降。这就能体现出石化板块对于精细化工降低成本的显著作用了。

精细化工和新材料板块的价格万华也是不能控制的，也有周期性，但是从规模上却保持了快速增长。这个板块从无到有，仅仅只有 5 年时间，但这 5 年时间足以平抑掉周期的影响，从 16 年将 10 亿的毛利，做到了 5 年翻倍的 20.2 亿。15% 的复合增长说明成效显著。但这一板块的问题在于体量太小，5 年前对毛利的贡献将 10%，5 年后还是将 10%。这引发了我的深度反思。之前我一直认为万华的发展思路是靠聚氨酯和精细化工两条腿，在聚氨酯体量无比巨大，基本饱和之后，万华的增长是要靠大力发展精细化工和新材料的。但是万华定义的精细化工和新材料，目前来看主要是产能 6 万 SAP，21 万的 PC，5 万的 MMA，8 万的 PMMA，将来再加上几万吨的尼龙-12、柠檬醛、PBAT、电池材料这些前沿的新项目以及特种胺、特种异氰酸酯这些高端的聚氨酯产品。实话实说，我一点儿也不清楚这些东西的市场前景和市场空间有多大，但无外乎两种情况：一市场空间不小，但万华只有这么大能力。这是因为聚氨酯才是万华的根本，一体化的核心是聚氨酯产业链，换句话说其他的一切都围绕聚氨酯打转转，这就局限了这些项目的范围，只有这么大空间；二，市场空间本身就很小，需求有限，主要满足特定客户的差异化需求。这就像高端奢侈品行业，上量不可能。但是奢侈品能定价，把价订的高高的，万华却毫无定价权。因此，无论是哪一种，这个板块都不具备和聚氨酯平分天下的可能。2019 年 11 月，在“第三届中国企业改革发展论坛”上，万华提出发展“三部曲”：用两年左右的时间进入世界化工 20 强，五年左右的时间进入世界化工 10 强，十年成为世界一流的化工企业。到 2030 年再培育两个有全球竞争优势的产业，成为能与巴斯夫、思科创、陶氏这些综合化工巨头平起平坐的又一国际巨头。10 年时间里，万华要成为综合化工巨头，就要在一个市场空间巨大的领域里获得类似聚氨酯一样的行业地位，即使优势不像聚氨酯那么大，也要和主要对手半斤对八两。这么看，目前的精细化工和新材料板块里哪一个领域也不是万华的着力点。

那么对精细化工和新材料板块的期望过高了？对万华的战略布局理解有误？先留个悬念，下面的内容再联系到这里时，我会非常明确地给出结论。

再说聚氨酯，时至今日，聚氨酯依旧是万华不可撼动的支柱。2020 年 196 亿的毛利里聚氨酯系列贡献了 150 亿，占 76.5%。MDI 全球领先，并且和对手的距离越拉越大，进一步巩固了优势地位。万华 MDI 产能、产品质量行业领先，优势在于单套规模大、建设成本低、一体化程度较高，具有全球核心竞争力。今后很长时间万华的 MDI 都会保持一骑绝尘的态势。短短几年万华通过并购、自建、扩建多种形式快速拥有了 TDI 65 万吨产能，成为 TDI 领域里一支非常重要的力量和主流供应商。聚醚多元醇将是

万华给予厚望和今后贡献大量增量的重要力量，关于聚醚，后面谈到万华的规划布局时再详细谈。总之，万华的聚氨酯将愈发强大，会强大到没对手。

2、产能利用情况

(5). 产能与开工情况

√适用 □不适用

单位：万元 币种：人民币

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率(%)
聚氨酯项目产能	335.5 万吨/年 (包括 MDI 项目 210 万吨/年、TDI 项目 65 万吨/年、聚醚项目 60.5 万吨/年)	90.00
烟台工业园聚氨酯产业链一体化—乙烯项目	190 万吨/年	34.00
烟台工业园 PO/AE 一体化项目	183 万吨/年	93.00
烟台工业园 PC 项目	21 万吨/年	55.00
烟台工业园 PMMA 项目	8 万吨/年	54.00
烟台工业园 SAP 项目	6 万吨/年	67.00
烟台工业园 MMA 项目	5 万吨/年	97.00

注：新增产能按照项目的投产时间加权计算产能利用率。

生产能力的增减情况

√适用 □不适用

2020 年通过收购福建 TDI 项目新增产能 10 万吨/年。2020 年聚醚项目新增产能 19.5 万吨/年，聚氨酯产业链一体化—乙烯项目新增产能 190 万吨/年，PC 项目新增产能 13 万吨/年。

(5). 产能与开工情况

√适用 □不适用

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率(%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
MDI 项目产能	210 万吨/年	85		
TDI 项目产能	55 万吨/年	76		
烟台工业园 PO/AE 一体化项目	183 万吨/年	106		
烟台工业园 SAP 项目	6 万吨/年	35		
烟台工业园 PC 一期	8 万吨/年	94		
烟台工业园 PC 二期			13 万吨/年	2020 年 6 月
烟台工业园 PMMA 项目	8 万吨/年	39		
烟台工业园 MMA 项目	5 万吨/年	60		
烟台工业园聚氨酯产业链一体化—乙烯项目			100 万吨/年乙烯联合装置 40 万吨/年聚氯乙炔装置 15 万吨/年环氧乙烷装置 45 万吨/年 LLDPE 装置 30/65 万吨/年环氧丙烷/苯乙烯装置 5 万吨/年丁二烯装置	2020 年 4 季度

这是 2020 年和 2019 年的产能及利用情况，对比之后，可以得出以下几个结论：

(1) 聚氨酯综合产能利用率高达 90%，MDI 的比重最大，所以极大可能不会小于 90%。这个数据是我期盼许久的，他对判断景气周期及景气度作用巨大。这个 90%是近几年最高值，进一步证明了 2020 年下半年以来的涨价行情确实是由需求催生的，一个完整景气周期确定无疑。考虑到 2020 年上半年的低迷行情，当时我测算的万华的产能利用率只有 7 成左右，那么下半年，特别是四季度的产能利用率会非常高，才能加权平均出 90%的结果。很可能超负荷运行，超过 100%。对比 2017 年时的不到 88%，这个周期的景气度可能超过 2017 年。因此，对 2021 年的业绩应适度乐观，看高一线。

(2) 精细化工及新材料产品产能利用率实质性提高，从侧面证实了产销两旺，高速增长。

产品驱动和客户解决方案双线发展，不断提升全球供应链精细化管理水平，提升客户服务能力。”“聚醚多元醇是聚氨酯产业另一关键原料，与异氰酸酯有极强的协同效应。依托公司全球化、技术领先、产业链高度集成、产品营销渠道高度协同等竞争优势，公司在聚醚业务领域已经发展成为家电、家居、汽车、涂料等下游行业的核心供应商，成为客户信赖的差异化解决方案提供商，成为中国市场领先、世界一流的聚醚多元醇供应商。”从报告中摘录的对聚醚的定位可以非常肯定聚醚将来在聚氨酯板块中的突出地位，与 MDI、TDI 形成三足鼎立之势，将提供重要的增量业务。万华已经拥有了 60.5 万吨的产能。

[illegible]

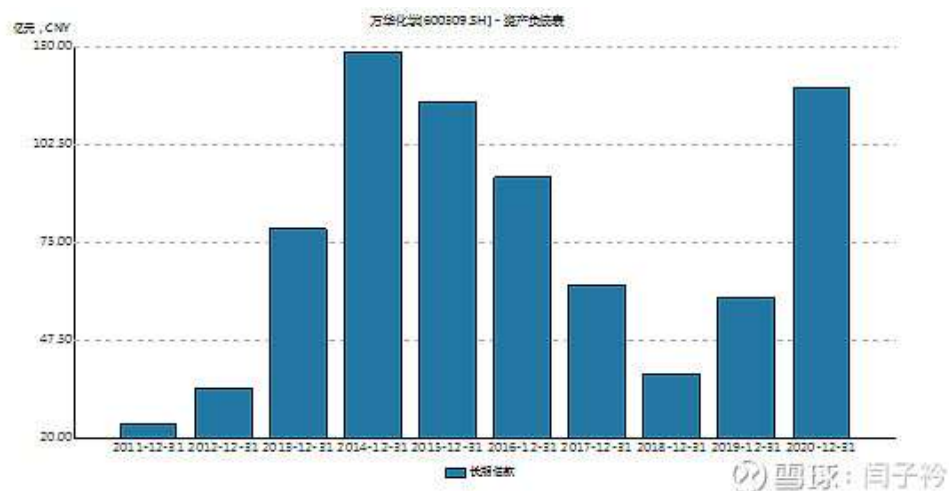
亿元, CNY

万华化学(600309.SH) - 资产负债表

年份	总资产 (亿元, CNY)
2011-12-31	10.00
2012-12-31	20.00
2013-12-31	25.00
2014-12-31	35.00
2015-12-31	100.00
2016-12-31	85.00
2017-12-31	125.00
2018-12-31	180.00
2019-12-31	205.00
2020-12-31	440.00

■ 总资产

雪球 · 闫子衿



万华在高速扩张，资金非常紧张。2020 年的短借大幅创下历史记录，负债率接近安全边界。进一步扩大负债规模，加杠杆的空间已不大。一年内到期的长短借 389 亿，一年以上长借 118 亿，带息负债合计 507 亿。而万华手里的类现金 220 亿的样子，扣除分红的 40 亿，还剩 180 亿，单纯还债还需 200 亿。2021 年经营现金流至少 300 亿，还债几无压力。

万华的资金压力大小全看资本支出了。我仔仔细细扒了扒在建的项目，算了算尚需投入的资金额。如果预算靠谱，那么所有的在建未完工项目，不算美国一体化项目，一共还要投入 205 亿。考虑临时的零星小项目大概 220 亿。这里面投入超过 10 亿的有聚氨酯产业链延伸及配套 66 亿、乙烯项目二期 33 亿、宁波技改 13 亿、异氰酸酯新建（应该就是福建的工业园）57 亿、高性能改性树脂项目 10.7 亿。就算所有项目都在 2021 年完工，借新债换旧债万华也没有太大压力。

还要考虑还未开工，但计划 2021 年开工建设的项目的资金需求。我找了一个今后五年的万华的建设项目统计，来源非官方，口径和年报也不一致，不保证完全正确。由此可见，今后几年，除了 200 亿的乙烯二期外，没有大型的建设项目了。今后几年资本支出总额会控制在 500 亿，平均到各年 150 亿左右。可见，投资扩建的高峰期已过，接下来会有一段大口吃肉的好日子，现金流会非常充裕。

项目	投资金额	开工日期	预期投产时间	产能
MDI二期项目	20.3130亿元	2020年3月25日	计划中间时间2022年4月30日	12万吨/年 MDI 8万吨/年 PDI
45万吨/年双酚A一体化项目	62.3594亿元	2020年7月23日	2022年5月30日中交，2022年11月底投产	53万吨/年双酚A 65万吨/年苯酚丙酮 48万吨/年双酚A 120万吨/年乙醇 70万吨/年苯酚汽油加氢装置 42万吨/年芳烃抽提装置
乙烯二期	199.8467亿		乙烯一期2016-12-22第一次环评，2020年11月11日已投产。乙烯二期2019-12-23第一次环评，按万华的推进速度，预期2023年12月31日新投产。	19万吨/年丁二烯 35万吨/年高密度聚乙烯 (HDPE) 25万吨/年低密度聚乙烯 (LDPE) 20万吨/年聚烯烃弹性体 (POE) 50万吨/年聚丙烯 (PP)
万华烟台				4万吨/年尼龙12 10万吨/年通用型碳酸酯装置 4万吨/年特种型碳酸酯
年产4万吨尼龙12 (PA12) 项目	25.48亿元			
年产14万吨聚碳酸酯 (PC) 项目	11.0919亿元		执行年限2020年~2021年	
大规模集成电路干光刻胶材料 (ChpPadsilary) 项目	15.7亿元		执行年限2020年~2022年	
合成香料一体化项目	5.7604亿元	2019年1月29环评		P 醇装置4000吨/年 M 醇装置500 吨/年 2-醇装置200 吨/年 研究院将聚氨酯化工高性能材料的研发及成果产业化，主攻方向包括聚氨酯材料、环保高性能表面材料、特种聚氨酯、高纯有机硅材料、高性能改性材料等。按照计划，研究院将力争5年内形成150件以上发明专利，10年内拥有10项达到国际一流水平的重大研发成果及200件发明专利。
万华宁波 万华宁波高性能材料研究院及系列产业化项目	70亿元	2018年8月16日	计划在2020年年中竣工 (已于2020年5月15日封顶)，系列产业化项目计划在2018~2021年间陆续开工并建成。	三元正硅材料1万吨/年 生物降解聚酯6万吨/年 天然气乙炔装置5万吨/年 乙炔副产合成气制甲醇装置20万吨/年 甲酯装置24万吨/年 300装置10万吨/年 新百万吨乙烯装置257.7万吨/年 40万吨/年 PVC
万华福建 万华福建		2020年3月24日开工建设	2022年竣工	

4、万华的规划布局

通过对上述各点比较详细的梳理，我清晰地看出了万华今后数年的规划布局。而这次的认知是对过去认知的一次颠覆，这是这次分析万华年报的最大收获。

聚氨酯始终是万华的根本，万华在不断加深他的优势。MDI 技改、新建扩产能后，产能会达到 330 万吨，牢牢把持一枝独秀的地位；TDI 产能会达到 80 万吨，能和巴斯夫、科思创平起平坐。聚醚也是万华今后几年重点要做大做强。总结一句，万华的聚氨酯在全面升级。

但是，聚氨酯的市场毕竟有限，万华的增量就这些了。万华一直对标巴斯夫，10 年之内，万华要想和巴斯夫掰手腕，走综合性化工是必经之路。之前我的认知一直是万华要大力发展精细化工和新材料，石化板块配套支撑，精细化工和新材料百花齐放。精细化工和新材料是万华的另一条腿。但经过这次年报的分析，我发现经过 5 年发展，精细化工和新材料虽然快速成长，但体量太小，对万华的贡献实在有限。并且项目众多，哪一个也不具备做强做大，独自撑起一片天的潜质。前面也详细论述了，这里不再重复。

那么，万华的另一条腿是什么？高端聚烯烃！确定无疑。这另一条腿必须满足体量巨大，市场空间巨大的条件，万华选的领域正是高端聚烯烃。年报第十页有一句非常重要的话，石化业务沿着“双核驱动，多点支撑，协同发展”的战略，继续深耕 LPG/烯烃商业模式。双核驱动我实在不理解指的是什么，是 C2 和 C3、C4 两条生产链吗？而继续深耕 LPG/烯烃商业模式的含义则无比清晰。LPG 是石化产业链的原材料，是源头，而烯烃则是终端，是最终产品。原来如此，石化产业链的作用不仅仅是配套，为聚氨酯和精细化工、新材料提供支撑。他的的确确是一条真正意义的完整产业链。整个石化产业链是以烯烃为最终目的之一。烟台工业园聚氨酯产业链一体化—乙烯项目两期的投资总额超过 660 亿，仅乙烯项目为 360 亿，如此的大手笔，能看出万华的的决心和寄予的厚望。报告第 26 页，“公司二期项目包括百万吨聚氨酯产业链一体化-乙烯项目和产业链高附加值延伸项目两大类”，一期已经投产，搭建了烯烃产业的基础平台。二期的产

业链高附加值延伸则是普通的 PE、PP、PVC 向高端聚烯烃的延伸。这一延伸，万华又投了 200 亿，很明显万华是要搞大动作的。

关于高端聚烯烃，去年这个时候我写的《万华化学投资笔记》里，比较详细的写了他的行业格局和万华多年来做的技术储备，这儿就不重复了。当时只是推理万华会去啃高端聚烯烃这块硬骨头，从来没想到这么快就上升到如此重要的战略高度。高端聚烯烃是一个类似聚氨酯的高技术壁垒的领域，但他的市场空间是聚氨酯的数倍。市场缺口很大，急于实现国产替代。万华是要在另一个更广阔的天地里，重走一边聚氨酯发展的老路-技术引进，然后直线超车。

因此，几年后，万华所有规划落地时，会形成聚氨酯和高端聚烯烃双轮驱动，精细化工和新材料百花齐放（都是小花，成不了气候）的格局。

5、关于万华价值的思考

该怎样看待万华周期性与成长性的关系？该如何衡量万华的价值？这是两个没有标准答案，又不得不面对的问题。特别是在现在景气周期，股价又高企的时候。我也没有标准答案，1000 个人眼里有 1000 个哈姆雷特，自求多福吧。

在这里，我想提几个并不太被关注到的点，可能对辩证看待万华的估值问题有所帮助。

(1) 我统计了万华近 10 年的研发费用，每年占营收的 2 点几到 3 点几不等，逐年增加。10 年的研发花了 110 亿，这些研发全部费用化，没有一毛钱转资。但我们都门清，这些研发形成了多少成果，这些成果为万华带来了多少收益、多少竞争力，虽然无法量化，但他们的价值是巨大的。如果把这些成果资本化，那么是不是资产增加了，利润也相应增加？还有一个例子，万华的两套 MDI 装置值多少钱？MDI 一套装置折旧不到 20 年就折没了（万华的折旧政策是机器设备 年限平均法 6.67-20），账上可能已经是 0 了。但世界范围内，哪一套 MDI 装置的岁数不是我爷爷的岁数。哪套装置重置了？哪套装置报废了？你去重置一套，大几十亿、上百亿还不知道够不够。万华烟台技改花了 3 亿，增加了 50 万产能。这设备就值 3 亿？

我想表达的是，万华是典型的拥有隐形资产的企业，他的表外资产值多少钱？我虽然说不出来，但我感受的出来。这些看不见的东西，给万华定价时是需要考虑的。

(2) 企业的内在价值的含义就是自由现金流折现，和利润没关系。与其所有人都盯着利润，不如稍微关注一下现金流。

从 2011 年到现在的 10 年里，万华的经营现金流一共 979 亿，利润是 567 亿，现金流是利润的 1.73 倍；

从 2016 年到现在的 5 年里，万华的经营现金流一共 796 亿，利润是 456 亿，现金流是利润的 1.74 倍；

好巧，是巧合吗？

这两个 5 年基本上涵盖两个完整的涨跌周期，能完美平抑掉周期的影响。我看到的是万华的现金流超级稳定，稳定在利润的 170% 以上。从现金流角度是不是应该比利润角度得出的结论多出 70%？

我还看到了，万华显而易见的高成长，平抑掉周期波动的真实的高增长。第一个 5 年，现金流是 183 亿，第二个 5 年，现金流是 796 亿。

5 年 4.35 倍。细品！你细品！

在下一个再造一个万华化学的新 5 年里，万华能挣回多少现金流？到 2030 年，万华跟巴斯夫掰手腕时呢？

4、王者归来！东阿阿胶年报解读及投资机会发掘

作者：@吴下阿 C

发表时间：2021-03-21

“一个时代的结束了，是另一个时代的开启。”

苦守东阿阿胶近三年，终于在 3.19 晚等来了一份十分满意且信息量巨大的年报，显示公司的经营全方位向好发展，远远大超我预期！大大激励了阿 C 的创作激情，为此写下万字的东阿阿胶 2020 年年报解读长文，献给同样长期守候东阿阿胶且憋屈了多年的阿胶小股东。本文篇幅较长，不仅只分析东阿阿胶 2020 年年报，还把 2020 年放到东阿阿胶上市以来 25 年的长河中分析。本文的完成，感谢东阿阿胶众多老股东如石兄复利兄等线上线下的分享，阿 C 得以从中学习。

摘要：本文主要分四部分：

第一部分，主要阐述 2020 年报预示着东阿阿胶经营三大历史性的转折：

- 1、“秦玉峰”为首的旧一代核心管理层正式谢幕
- 2、以往“提价压货”恶性增长宣布终结
- 3、东阿阿胶新经营周期正式开启

第二部分，主要阐述年报财务报告中的亮点，呈现出来五大好转迹象

- 1、经营现金流大幅改善
- 2、应收账款恢复正常水平
- 3、公司去库存基本结束
- 4、阿胶系列产品呈现恢复性高增长
- 5、财务费用大减，现金分红大增

第三部分，主要阐述年报中大家可能存在的疑惑，进行了更深入的分析讨论

- 1、高达 18 个亿的应收款项融资是个雷吗？
- 2、大量存货跌价和资产减值是个雷吗？

3、公司的毛利率会不会持续下降？

第四部分，主要阐述东阿阿胶的投资机会，结合十四五计划预估业绩

1、东阿阿胶的投资价值

2、未来五年业绩预测与估值

总结

利益相关及风险提示

废话少说，下面是正文：

一、经营的三大历史性转折

（一）“秦玉峰”为首的旧一代核心管理层正式谢幕

2020年1月19日，东阿阿胶发表2019年业绩预告，上市24年来首度亏损，在资本市场引发了轰动。与之同时，总裁秦玉峰宣布离任，结束了自2006年至今接近14年的总裁任期，其任期完整跨越了“十一五”、“十二五”、“十三五”共三个五年计划，2020年刚好是十三五的最后一年。继老秦退休离任，还有3个副总裁，2个助理总裁相继离开东阿阿胶，还剩下投资者人（ren）见（ren）人（han）爱（da）的吴大董秘。在补充的文件中，吴怀锋也辞去董事和董秘一职，加上吴怀锋财务出身一直掌管财务，职能在2020年3月被华润派来的邓蓉取而代之，老吴实则已完全沦为空壳，意味着东阿阿胶“秦玉峰”为首的旧一代公司核心管理层的正式谢幕！

秦玉峰	董事、总裁	离任	2020年01月14日	因到龄退休原因申请辞职
岳晓华	监事	离任	2020年09月08日	因工作变动原因申请辞职
李世忠	副总裁	离任	2020年11月15日	因工作变动原因申请辞职
周祥山	副总裁	离任	2020年05月22日	因工作变动原因申请辞职
王中诚	副总裁	离任	2020年10月10日	因到龄退休原因申请辞职
张庆伟	助理总裁	离任	2020年11月15日	因工作变动原因申请辞职
田维	助理总裁	离任	2020年04月24日	因个人原因申请辞职

大家可能对这几个人物比较陌生，没关系，阿C给补充一点资料就明白了。看看阿C下面这张图和去年国庆去阿胶博物馆偷拍的照片就懂了，基本都是些公司最重量级的人物。老秦、王忠诚、李世忠和吴怀锋都是阿胶阿胶技艺稀缺的7位传承人之一，周祥山是高总在东阿阿胶新任总裁竞争对手（江湖传言周总还一度领先，后落败），五位大佬是东阿阿胶公司年薪最高的五个人。吴大董秘最牛逼，我从2001年年报，就看到他是董秘了，哪怕年报辞去至今还没下台，共辅助了三代“君王”，是辅助中的金牌辅助，是三朝元老，惹不起！

姓名	职务	性别	年龄	任职状态	基合可获得的股权激励金额	是否在公司关联方获取报酬
黄武伟	董事长	男	51	离任	0	是
吴晓	董事	男	57	离任	0	是
周青波	董事	女	44	离任	0	是
王立志	董事	男	55	离任	0	是
高玉峰	董事、总裁	男	61	离任	226.3	1 否
吴树峰	董事、联席总裁、财务总监	男	57	离任	153.18	2 否
张峰	独立董事	男	48	离任	12	否
陈洁	独立董事	男	53	离任	12	否
张元彬	独立董事	男	68	离任	12	否
陶然	监事会主席	男	54	离任	0	是
潘娜	监事	女	43	离任	0	是
吴晓华	监事	女	48	离任	0	是
周广立	副董事长	男	55	离任	88.2	否
刘永林	副董事长	女	52	离任	89.7	否
王冠南	副总裁	男	47	离任	128.7	否
郑建兴	首席财务官	男	49	离任	146.49	否
李忠志	副总裁	男	56	离任	146.49	5 否
周祥山	副总裁	男	43	离任	146.19	4 否
任强彬	副总裁	男	41	离任	125.6	否
周广新	副总裁	男	44	离任	128.7	否
高登博	副总裁	男	47	离任	126.7	否
王中成	副总裁	男	39	离任	131.34	3 否
李新华	副总裁	男	41	离任	130.5	否
张庆雨	助理总裁	男	38	离任	106.43	否
张强	助理总裁	男	37	离任	118.9	否



一代“老人”的谢幕，自然意味着新一代接班人的崛起，2020 年高登峰结果东阿阿胶新任总裁一棒，在华润的支持下，东阿阿胶开启战略纠错、组织调整、营销改革的一年，开启东阿阿胶“十四五计划”（2021-2025）的新篇章，奔向“营收 80 亿，冲击 100 亿”的扎实目标。这是值得我们投资人期待的第一点。



图片来源：东阿阿胶 2021 年工作会议

“秦”人已走，“高”人登场，股权激励正当时。但目前东阿阿胶的股权激励方案尚未出，但有《关于公司高级管理人员薪酬调整的公告》激励已经先行，增加了战略激励，与长期经营业绩挂钩。“奔腾吧，后浪！”

一、调整目的

为稳定与激励高级管理人员队伍，推动实现战略转型与组织重塑，根据市场对标和公司经营业绩，公司制定了高级管理人员薪酬调整方案。

二、实施范围

高级管理人员（含总裁/高级副总裁/副总裁）

三、实施方案

（一）通过薪酬市场对标、调整薪酬水平及结构、强化绩效关联等方式，全方位优化高级管理人员薪酬机制。

（二）调整后，薪酬由基本工资、绩效奖金（含季度与年度）、战略激励三部分构成。其中，总现金薪酬（含基本工资与绩效奖金）各部分占比为基本工资：季度绩效奖金：年度绩效奖金=50%：20%：30%，季度绩效奖金、年度绩效奖金与绩效考核关联。

战略激励占目标总现金薪酬的 40%，与公司中长期经营业绩达成、个人绩效考核结果双关联。

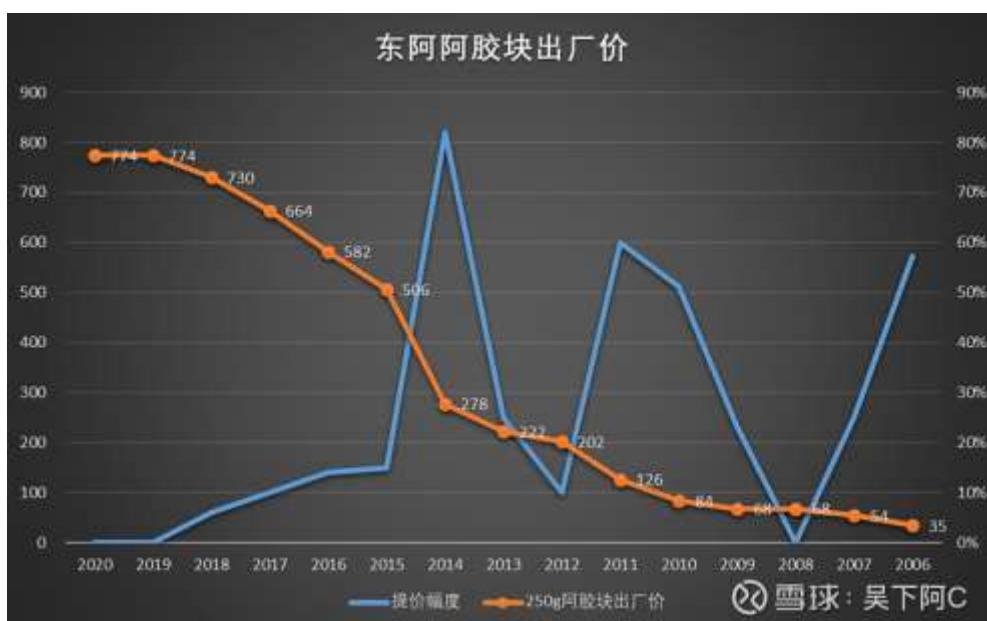
雪球：吴下阿Q

（二）以往“提价压货”恶性增长宣告终结

秦总任期内的战略代表作就是“阿胶的价值回归工程”，通俗来说，就是通过文化营销配合“提价”，把东阿阿胶从比较边缘小众的“补血圣药”，回归到十分高端主流的“滋补国宝”。

我们来看一张图，就能惊叹于老秦的艺高人胆大，这个提价的频率和幅度，A股敢认第二，无人敢人第一，也为此老秦获得球友的戏称“秦玉疯”称号。

（考虑东阿阿胶习惯性在年末提价，图中对应每一年的出厂价为当年年初价格水平，而阿胶块当年的提价后的价格体现在次年初的价格。）



东阿阿胶提价数据一览：（数据自己整理的）

老秦执掌下的东阿阿胶,主打产品东阿阿胶块最近一次提价是 2018 年 12 月 20 日,最早一次是 2006 年 5 月 1 日,从 2006 年至 2018 年 13 年间累计提价 18 次,以 250g 东阿阿胶块,从 2006 年初的 35 元一盒,涨到 2019 年初 774 一盒,累积提价幅度超过 20 倍,大概每年复合涨价 26%,其暴利程度跑赢大城市的核心地段房价,如果你囤东阿阿胶块,估计老巴看了都惊呆了。

过往资本市场一直给东阿阿胶很低的估值,很大一个原因就是对于东阿阿胶持续且大幅度提价的担忧,因为从常识来看,通过这种手段拉动的业绩增长是不可持续的,甚至是有害的增长,后来也证实如此,如今这个担忧已经解除。

在 2019 年-2020 年经历了长达两年痛苦而惨烈的去库存,不仅 2019 年割天荒地上市 24 年首亏,还有 2020 年去库存又雪上加霜地受到疫情的影响,东阿阿胶终端的售价一度跌破出厂价,终端最低都卖到了 700+ 元一盒 250g 阿胶块,渠道出现退货现象。

从东阿阿胶 2021 年年度工作会议上董事长的发言和高总的发言,从年报的措辞来看,都能从言语中感受到管理层对这个错误深深的反思,未来必将吸取教训,不会重蹈覆辙。

这是我们投资人值得期待的第二个点。

（三）东阿阿胶新经营周期正式开启

“周期”这个词可能比较抽象,为了准确表达自己的意思,大家可以这么理解,可参考石兄的文章《周期的演变、特征和对投资的意义》,你可以把我讲的周期理解为古代的改朝换代,百废待,也可以理解为查尔斯·汉迪讲的企业增长第二曲线:跨越“S 型曲线”的二次增长。

下面,我们从长期的视觉来看东阿阿胶的发展。

总裁	时期	营业收入 (均值)	同比增长	扣非净利润 (均值)	同比增长	扣非净 利润率
高登锋	十四五	?	?	?	?	?
秦玉峰	十三五	54.8	42%	10.1	-11%	18%
	十二五	38.6	122%	11.3	259%	29%
	十一五	17.4	142%	3.2	199%	18%
	十五	7.2	186%	1.1	138%	15%
刘维志	九五	2.5	82%	0.44	224%	18%
	上市前三年	1.4		0.13		10%

备注：十三五：2016-2020；十二五：2011-2015；十一五：2006-2010；

十五：2001-2005；九五：1996-2000；上市前：1993-1995。

阿C挖掘的数据，最早来自于上市前3年，东阿阿胶1993年，至今共28年的数据。由于东阿阿胶是一家央企，其工作计划是跟着国家的“五年计划”走，加上每次重要的领导换届都是以此为准。例如刘总是2005年“十五计划”终结下台的，老秦是2006年“十一五计划”的开局。如今老秦是2020年“十三五计划”下台，高总刚好卡在2021年“十四五计划”开局。这两年的亏损，是老秦要还的旧债，算五年平均是最能充分体现每个阶段的真实发展状态。通过长期的视野，我们就不会短时到扣东阿阿胶这两年的利润，为那一千几百万争个面红耳赤。很明显目前东阿阿胶的真实利润水平就是10个亿左右。

东阿阿胶上市的时候，若上市前5年算平均，估计也就不足1亿营收，千万利润，不过3个亿市值级别的上市公司。

刘维志用了两个五年计划，基本把东阿阿胶做到了营收7个多亿，利润1个多亿的二十多亿市值的上市公司，10年间利润差不多翻十倍，同样也是差不多十倍的大牛股。

同样，秦玉峰用了两个五年计划，把东阿阿胶做到了营收年均38.6，利润11.3亿的两百多亿级别市值上市公司。这是东阿阿胶的高光时刻，是一个不折不扣的十年十倍的大牛股，无论是业绩还是市值。

业绩连续20年高速增长的背后，是公司阿胶系列发展的蓬勃发展，具体见后文的分析，这个暂时不展开。

十三五计划是东阿阿胶的盛世危机，把利润做到真实的10个亿已经是老秦这代管理层的极限，因为营收严重依赖单一的大单品，提价穷途末路业绩增长乏力。可上市公司有业绩增长的压力，为了增长而增长，仍然采用提价压货而牺牲市场份额的手段，是一种恶性的增长，导致亏损的惨状。这阶段是东阿阿胶企业发展遇到的阶段性的经营错误，通过更换管理层，更新企业发展战略，并大力去库存的两年，这种错误已经得到了纠正。

新的管理层，一改忽视消费者诉求而过度提价的过往，回归以消费者需求为导向，关注终端客户的真实需求，扩大终端市场份额。正如高总在2021年工作会议提出今年硬指标，市场份额提升5%。营销上一改过去打电视广告，提价压货并严重依赖OTC渠道的传统营销方式，向数字化营销转型，围绕顾客运营开展内容创作、社群运营和直播

等系列活动，以谋求公司高质量良性的增长。（目前前五名客户占总销售比例已从 2018 年 24%，降到了 16%，恢复以往正常水平，杜绝大客户渠道依赖）



那么，在前两任总裁的基业上，以高总为核心的新管理层，能否带领东阿阿胶攀登另一个高峰呢？十四五计划、十五五计划用十年能否达到 50 亿甚至以上利润呢？（前两任十年十倍，如今利润基数大，十年 5 倍能做到否？）

毫无疑问，东阿阿胶新的经营周期在 2021 年正式启动，这是值得我们投资者关注的第三点。

二、经营的五大好转迹象

（一）经营现金流大幅改善

现金流可以说是一家企业的血液，这里重点分析一下。本来看到去年现金流净流入 8 个亿，还是感到大喜的！毕竟利润几乎为 0，竟然有这么高的现金流入，还有就是，去年可是大幅净流出 11 个亿。

公司的解释，经营活动产生的现金流量净额增加 171.55%，主要是采购原料、缴纳税金及费用支出减少影响。在这里质疑的声音也多，有球友认为没啥值得开心，主要是采购原料支付少了，并没什么好转。

真的这样吗？错！随着经营的好转，未来东阿阿胶的现金流会越来越好，目前已经有多重迹象出现。下面详说。

项目	2020	2019	差值
销售商品、提供劳务收到的现金(万元)	349782	345052	
收到的其他与经营活动有关的现金(万元)	37071	23013	14058
经营活动现金流入小计(万元)	387293	368082	
购买商品、接受劳务支付的现金(万元)	103482	189127	-85645
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	51331	62229	-10898
支付的各项税费(万元)	21354	93749	-72395
支付的其他与经营活动有关的现金(万元)	131043	134976	
经营活动现金流出小计(万元)	307209	480081	
经营活动产生的现金流量净额(万元)	80083	-111999	192082

上图是简化的现金流量表：

1、流入方面：

卖货收入和去年差不多，35 亿流入，结合年报 34 亿应收，可以看成去年卖货全收到钱了，公司不会再压货。流入方面，只有其他经营活动有关的现金有 1.4 亿增量，翻备注的明细是代收款多了 1.4 亿，忽略掉就行，代收说明不是自己的钱。

2、流出方面：

采购原料支出方面减少了 8.5 亿，支付税费减少 7.2 亿，支付职工薪酬减少 1 亿。

采购的原料减少，或许有球友质疑以后还会加大采购，到时候现金流又很难看。说得很有道理，但是有失偏颇。因为采购金额减少，一是因为本来公司就囤积了大量驴皮（目前还有 11 亿原料），减少采购很正常，另一方面，驴皮价格下滑也会导致采购成本减少。公司日后只需按需维持稳定的采购量即可，不需像往年一样囤积驴皮。

所以，这是第一点，未来现金流将会越来越好！

支付税费减少 7.2 亿，这个没啥讲得，2020 年是正常的，主要 2019 年不正常。企业一般都是一季度纳税的，像 2018 年末还有 7.7 亿应付税费，所以 2019 年哪怕亏损了，最终还补交了 7 个多亿的税费，所以现金流额外难看。然后 2019-2020 年末的应交税费都只剩 4 千万，这是第二点，未来的现金流会更好看！

支付其他与经营活动有关的现金，高达 13 亿，虽和去年同期持平，但每年的比重很大不能忽视，深挖一下，有惊喜。

附注写的这部分支出包含两大类，经营性费用支出减少 5.26 亿，而支付往来款增加 4.86 亿。

经营型费用支出，主要是销售费用比同期减少了 4.9 亿，占大头的是，广告费少了 2.6 亿，市场推广费少了 1 亿，合计共 3.7 亿。这个费用减少应该不是常态，但跟着公司应收规模按比例走就好，觉得未来影响有限。

年份	2020	2019	差值
市场推广费	41,918.00	52,153.00	-10235
广告费	3,986.00	30,254.00	-26268
总计	45,904.00	82,407.00	-36503

再说往来款，公司简直财大气粗，富得流油，把应付账款和票据几乎都要还请了（共还了4亿），仅剩不到2个亿，恢复到往年的合理水平，要知道2017年底该项目高达8个亿。这是第三点，所以未来的现金流会更充裕！

年份	2020	2019	差值
应付票据(万元)		31227	-31227
应付账款(万元)	19163	28761	-9598
总计(万元)	19163	59988	-40825

支付职工薪酬的减少，占大头的是销售费用中的职工薪酬减少了0.6亿，这个对未来影响可以忽略。

综上所述，我们熟悉的那只东阿黑奶驴又回来了！加上阿C去年去东阿阿胶厂区调研，基本该建的都建好了，以后资本支出，现金流出的方面越来越少，现金流会很丰富。

上述提到的具体见报表附注，我贴两张图方便大家看。

53. 现金流量表项目注释

	2020年	2019年
收到其他与经营活动有关的现金		
保证金	15,254,823.36	23,861,015.70
政府补助	64,390,353.34	13,665,902.14
代收款	215,596,766.46	75,730,177.81
备用金	3,129,322.54	9,835,859.37
活期存款利息	15,551,794.01	10,683,139.20
其他	56,784,869.58	103,975,089.45
	<u>370,707,929.29</u>	<u>237,751,183.67</u>
支付其他与经营活动有关的现金		
经营性费用支出	707,149,068.53	1,233,150,351.95
往来款	603,279,364.50	117,212,694.87
	<u>1,310,428,433.03</u>	<u>1,350,363,046.82</u>

38. 销售费用

	2020年	2019年
市场推广费	419,183,001.98	521,532,285.10
广告费	39,854,943.38	302,536,063.87
职工薪酬	235,431,736.32	299,756,829.30
差旅费	35,376,005.74	50,652,796.68
租赁费	30,823,648.62	35,170,708.38
专业机构费	12,530,237.86	23,475,840.35
办公费	17,466,860.25	21,450,388.78
折旧费	9,114,538.03	9,776,667.25
会议费	2,393,946.07	5,082,828.67
长期待摊费用摊销	2,406,569.18	3,070,200.41
其他	33,266,454.73	54,341,512.04
	837,847,942.16	1,326,846,120.83

如果从单季来看现金流,东阿阿胶 2020 年 4 季度的回款十分优秀,单季度营收 13.6 亿,销售商品、提供劳务收到的现金就 14.6 亿,经营现金流净流入 17 亿,经营现金流净额高达 7.7 亿。对比一下同期 2019 年,经营现金流入总计才 11 亿,可以说是回款迅猛,明显是经营好转了。具体不展开讲了,大家看下面报表吧。

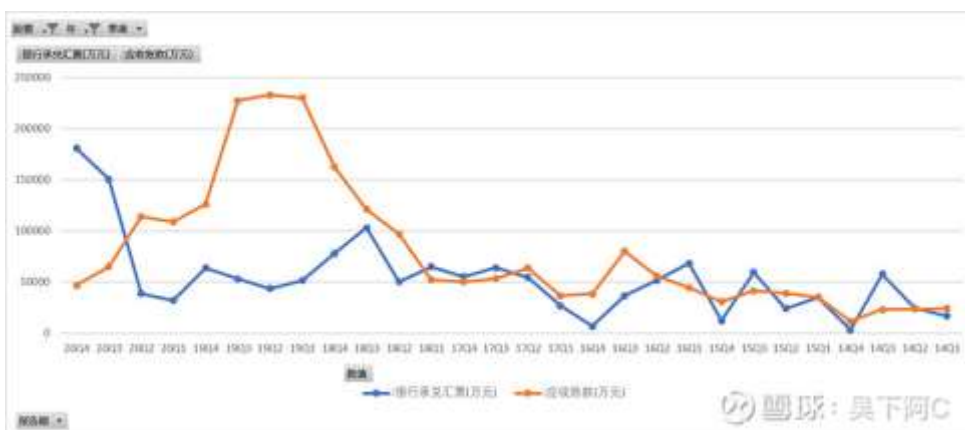
简况	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1	19Q4	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4
单季度销售商品、提供劳务收到的现金(万元)	145632	49886	67881	86383	105622	77073	69903	92254	318917
单季度收到的其他与经营活动有关的现金(万元)	26676	3839	4320	2236	9262	4218	6897	2636	3790
单季度经营活动现金流入小计(万元)	172748	53725	72201	88619	115085	81290	76807	94900	322721
单季度购买商品、接受劳务支付的现金(万元)	21492	23626	28660	29704	51236	49099	50965	37827	37559
单季度支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	15105	12451	10762	13013	17851	14497	12315	17566	16895
单季度支付的各项税费(万元)	12374	1600	2227	5153	7294	5454	10538	61463	4053
单季度支付的其他与经营活动有关的现金(万元)	46802	48989	16109	19143	42486	22976	28307	41307	45866
单季度经营活动现金流出小计(万元)	95772	86666	57759	67012	118867	94466	111744	153104	114771
单季度经营现金流净额(万元)	76975	-32941	14442	21607	-3783	-10634	-34939	-63263	218350

(二) 应收账款恢复正常水平

东阿阿胶公司从 2017 年以前,东阿阿胶的应收票据全是银行承兑汇票,2018 年 1 月开启启用商业承兑汇票,其实就是和应收账款一样,最终收回来比较难。2018 年中报显示有 4.6 亿商业承兑汇票,2018 年年报 7.5 亿商业承兑汇票,2019 年中报 7.6 亿商业承兑汇票。

2019 年 3 季度把银行承兑汇票列为应收款项融资,商业承兑汇票列为应收账款。

经阿 C 修正,统一口径,把银行承兑汇票分开,商业承兑票汇归到应收账款那边,这回公司原形毕露!看看下面的图。



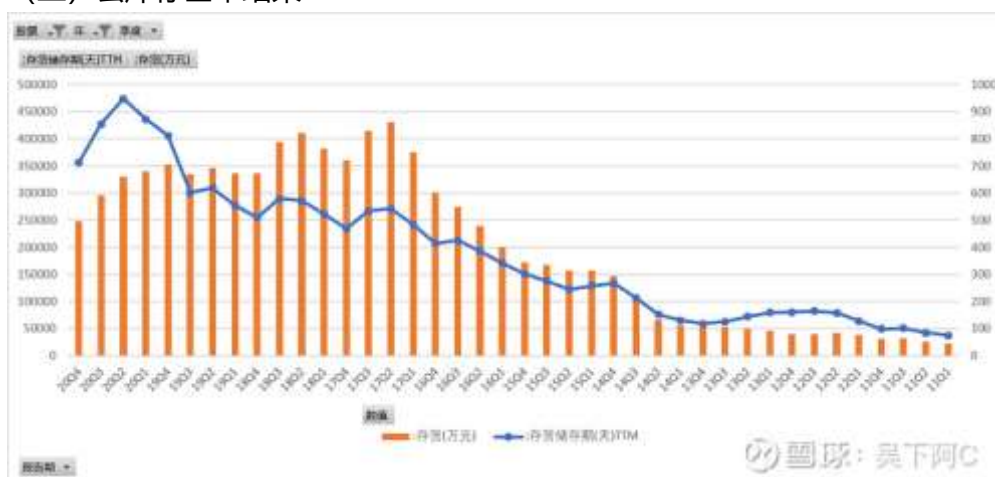
东阿阿胶公司的应收账款在 2019 年 1 季度最后一次压货，达到惊人的 23 亿，然后随着去库存一路回落到如今的 4.7 个亿，已经恢复到 2016 年压货前的水平，老秦欠的债已经还清。

当然这些应收账款不都全部收回了，有渠道退货的，还有计提减值的，实则账户余额有 8.8 亿，只是累计计提了 4.1 个亿，够狠的，都体现在这两年的利润上了。出来混迟早要还的，当年压的货，如今哭着也要计提出清，不能给后来人背锅。整体来看，应收账款这里不会有雷了，日后轻装上阵。

应收账款	88' 582' 48	41' 385' 83	48' 805' 82	18' 018' 81
期末余额	期末余额 (元)	期末余额 (元)	期末余额 (元)	期末余额 (元)
2019 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日

关于应收款项融资的讨论，确认东阿阿胶里面是银行承兑汇票，分析见后文讨论。

(三) 去库存基本结束



公司的存货仅剩 24.7 亿，相比 2019 年底，连续四季度降低，累计减少 10 亿左右（实则计提了 2 个亿跌价准备），和 2017 年 Q2 的 43 亿高峰已接近腰斩，已经回到 2016 年 Q2 的良性水平。

当然阿 C 再给你再挖深到具体的存货结构：存货中占比 98%的，主要就是原材料、在产品、库存商品，具体如下：



由图可见，结合公司的年报，2020 年公司减产了，出的货主要消耗了库存商品 7.1 个亿，最终仅剩 4.7 个亿，竟然回到了 2013 年的水平，公司已经没啥成品了，没有库存压力。目前存货有的 45%是原材料，35%是以在产品的形式储存的原材料，基本 8 成原材料，至少够用 2 年。如果不是要扶持上游，公司确实没多少要花钱的地方。

但是值得注意的是，公司端的库存基本去库存结束了，但渠道的库存还是存在的，离良性还有一段距离，目前看终端市场消费，从调研来看还是比较低迷，售价也比较低，所以今年依旧还会控制发货，请谨慎理解这个库存，切勿盲目乐观。

(四) 阿胶系列产品呈现恢复性高增长



阿胶系列产品是东阿阿胶的生命线，之前我还会关注母公司子公司，后来发现没必要区分，就盯着阿胶系列产品就行。2021 年阿胶系列产品卖了 27.9 亿，比同期增长 37%，重回高增长。（这里可能是我比较乐观，2019 年是有退货抵消影响）

从公司的年报可见，主要是华南片区恢复了发货，印证了阿 C 在广州的调研见闻，日期普遍较新，都是 2019 年生产日期，发货日期是 20 年三四季度。

（五）财务费用大减，现金分红大增

项目（单位：万元）	2020	2019	同比
财务费用	1644	6132	-76%
现金分红	19621	13080	50%

先从财务费用来看，东阿阿胶近 3 年的首次由正转负，利息收入远远高于利息费用支出，资金压力大大好转，利息收入已经是近 10 年排名第三！而利息费用仅支出 1458 万，去年同期高达触目惊心的 6132 万，同比减少了 76%！说明贴现的应收票据少了很多，回到了 2017 年前的水平，资金压力大大的减轻。

这个绝对是好转的明确信号呀！具体趋势见图：



再谈东阿阿胶的分红，在 A 股资本市场是很厚道的，累积分红融资比已经 10 倍有余，是个爱分红的好公司。2019 年亏损近 5 个亿，还能每股分红 0.2 元，共分红 1.3 个亿左右。2020 年利润几千万，扣非还亏损，但却提高了 50% 的分红，每股分 0.3 元，分红近 2 个亿，对投资人是很惊喜的！毕竟，我个人预计 2020 年分红最多也就和 2019 年持平，甚至不一定有。但从公司的大方分红，可见公司的资金是没啥压力的，而且加大了分红金额，也暗示着公司的经营进一步好转！

毕竟，亏损的公司多着呢，不赚钱的公司也多着，但亏损又不间断分红的，还真的少之又少。

三、年报疑惑及讨论

（一）高达 18 个亿的应收款项融资是个雷吗？

首先说明，阿 C 也不是专业的审计师，但我老婆是，我也是自己自学的会计，不懂就问老婆，这里根据自己的理解展开谈谈。

“应收款项融资”是一个报表项目，而不是会计科目，只在列报时候出现，而不用做会计分录。

旧的金融准则中，所有的应收票据都在“应收票据”（会计科目）中核算，并且在报表中的“应收票据”（报表项目）列报；

根据新的金融准则，应收票据也是在“应收票据（会计科目）”中核算，但是到了期末，企业会根据管理的业务模式，将其划分为“按摊余成本计量”，在“应收票据（报表项目）”中披露，还有就是划分为“按公允价值计量且其变动计入其他综合收益”，在“应收款项融资（报表项目）”中列报。

再讲通俗点，管理的业务模式，以持有至到期的应收票据，年报就在“应收票据（报表项目）”中披露，既以持有至到期又以出售金融资产为目的，就在“应收款项融资（报表项目）”中列报。

毫无疑问，管理的业务模式，东阿阿胶是后者，贴现的业务一直在用，所以从 2019 年年报，应收票据一栏就清空了，全部换成了应收款项融资。

东阿阿胶在 2019 年年报正式启用应收款型融资分类，把应收票据中，6.5 亿的商业承兑汇票划分到应收账款中，把 6.4 亿银行承兑汇票划分到了应收款项融资（报表项目）中。

更详细的，请见我写的旧帖子：《天亮了？东阿阿胶三季报解读》关于应收款项融资的讨论。

从年报的经营讨论，重大变动说明，也提了应收款项融资一栏，就是本次收到的银行承兑汇票尚未到期导致暴增。

	2020 年末		2019 年末		比重增减	重大变动说明
	金额	占总资产比例	金额	占总资产比例		
货币资金	1,452,295,049.08	13.26%	1,925,840,182.39	16.46%	-3.20%	
应收账款	469,028,451.33	4.28%	1,488,808,618.01	12.72%	-8.44%	公司加大客户欠款清收，部分客户货款到期收回。
存货	2,477,620,936.06	22.63%	3,529,614,094.56	30.16%	-7.53%	本期销售增加影响。
投资性房地产	108,472,208.33	0.99%	125,634,046.73	1.07%	-0.08%	
长期股权投资	141,379,339.43	1.29%	219,223,974.49	1.87%	-0.58%	本期减持联营公司股权影响。
固定资产	2,224,784,667.78	20.32%	2,179,870,580.28	18.63%	1.69%	
在建工程	26,979,659.02	0.25%	97,590,603.95	0.83%	-0.58%	本期原料基地等投资项目完工后转资。
交易性金融资产	1,435,820,191.77	13.11%	411,114,001.79	3.51%	9.60%	本期购买理财产品影响。
应收款项融资	1,807,989,165.88	16.51%	638,872,410.57	5.46%	11.05%	本期销售收到银行承兑汇票尚未到期。
其他流动资产	26,732,619.77	0.24%	89,449,727.27	0.76%	-0.52%	本期待抵消费返利。

写到这里，东阿阿胶的应收款项融资的质量是非常高的，因为全都是银行承兑汇票，风险很小，略逊于库存现金。理论上按照金融工具准则，对应收款项融资也是要提减值

的，但是翻阅东阿阿胶年报全文都没有找到，倘若有商业承兑汇票，怎么也得减值。阿C再确认这18亿质量是很高的，加上换了华润的财务来把关，这个我很放心，也相信公司管理层。

最后，大家也可能怀疑，怎么用18个亿的票据来融资，岂不是公司很缺钱？实则不是，该报表项目虽有18个亿，不是全部都是贴现的，只是因为只要既以持有至到期又以出售金融资产为目的都划分到这里了。

4. 应收款项融资

	2020年	2019年
应收票据	1,807,989,165.88	638,872,410.57

于2020年12月31日，本集团无所有权受到限制的应收票据（2019年12月31日：人民币343,590,400.98元）。

已背书或贴现但在资产负债表日尚未到期的应收票据如下：

	2020年		2019年	
	终止确认	未终止确认	终止确认	未终止确认
银行承兑汇票	118,584,301.20	29,990,697.81	90,653,446.94	20,409,210.45

从年末的12.31日的时点来看，东阿阿胶18个亿的银行承兑汇票，只贴现了1.5亿（终止确认1.2亿，未终止确认0.3亿）。比例还是很小的，这个从财务费用的利息费用那栏也能印证，详见上文的讨论。

（二）大量存货跌价和资产减值是个雷吗？

2020年公司计提资产减值准备力度非常大，接近4个亿，为此还单独发了一个公告，具体如下：

为了更加客观公正的反映公司当期的财务状况和资产状况，根据《企业会计准则》及公司会计政策相关规定，公司2020年对存在减值迹象的资产计提了减值准备，本期计提资产减值准备总额为39,366.32万元。具体如下：

资产类别	2020年12月31日 账面余额（万元）	2020年12月31日 减值准备（万元）	2020年12月31日 账面净值（万元）	其中：2020年度计 提减值准备金额 （万元）
应收账款	88,285.48	41,382.63	46,902.85	19,016.91
其他应收款	4,938.15	1,982.78	2,955.37	-231.67
存货	267,170.41	19,408.32	247,762.09	20,187.52
生产性生物资产	2,490.46	393.56	2,096.90	393.56
合计	362,884.50	63,167.29	299,717.21	39,366.32

应收账款没啥好分析的，都是为以前年度还的债，出清了就好，长线股东都懂。账面8.8亿减值了近一半，够狠，大不了今年再减值一半，已经极限了。

存货跌价计提了 2 个亿，这点也让我很意外，因为东阿阿胶产品毛利率很高，而存货都是囤的驴皮等原料，目前原料和在产品占 80%了，基本没啥好计提的。为啥不计提，阿 C 过去文章也分析过。

再挖细一点，主要是库存商品计提了近 2 个亿，这里有点问题。

存货跌价准备变动如下：

2020年

	年初余额	本年计提	本年减少 转回或转销	年末余额
原材料	48,511.39	418,388.08	(339,386.88)	127,512.59
在产品	2,347,973.35	1,812,559.72	(4,160,533.07)	-
库存商品	65,447.82	195,872,476.36	(9,113,085.98)	186,824,838.20
包装物	1,731,559.87	1,745,998.21	(615,258.45)	2,862,299.63
消耗性生物资产	816,184.46	13,782,301.71	(10,329,982.35)	4,268,503.82
	5,009,676.89	213,631,724.08	(24,550,716.75)	194,081,154.24

库存商品中的系列产品毛利率 2020 年还有 62%，你说会大幅计提减值吗？不会，那么计提的都是些啥呢？我在报表没找到。但从经营上听过一些，从石兄去年 2019 年股东大会分享的文章邓蓉问答提到过，“我问了我关心的西丰公司等几个亿的人参鹿茸的库存情况，因为有传言说这部分库存已经坏掉了，存货损失很大。邓蓉女士应该还不太了解公司的状况，对我的问题很诧异，只是敷衍我说正在盘点，还不知道数据。

大家有空去挖一下这个历史的情况，应该是有点问题的，所以 2020 年存货跌价准备还是为历史还债。

历史的债到底还请了没有？哈哈哈哈哈哈哈哈哈哈，扎心了。

应收账款仅剩 4 个多亿，库存商品仅剩 4 个多亿，额，毛估估，随着十三五计划的结束，随着旧一代管理层的离去，差不多了吧！

换做你新任总裁，你会放在 2021 年帮忙还吗？可能吧，保证去年没亏损尽量多还，没还清的顶多今年在还一年。

（三）公司的毛利率会不会持续下降？

要问这个问题，先给你看个长达 20 年的经营数据吧。我最早能找到东阿阿胶 2001 年的年报，具体如下：



首先，东阿阿胶公司综合业务的毛利率波动，与阿胶系列产品占总营收的比重呈正相关，主要原因是因为阿胶系列产品的毛利率长达 20 年都比较稳定且很高，在 70%±5%内波动。

本次阿胶系列产品的毛利率为 62.7%，是 2001 年以来的历史新低，其次是 2008 年的 65%。主要原因公司解释是本期产量同比下降，制造费用等固定费用占比上升。可见这是短期的降低，属于比较异常的，从年报和本文存货的分析，也可以印证，问题不大。

看到有投资者担心公司阿胶系产品的毛利率会大大降低，在阿胶股东群也有股东这样担心，阿 C 认为不会，长期来看甚至还会创出新高。阿胶的售价长期向上，短期受到减产和前几年囤的虚高的驴皮价格影响，过去了就恢复正常了，驴皮价格从高位都跌了一半了。东阿阿胶近 20 年来稳定的阿胶系列产品毛利率，就是最好的证明，关于这个我们小股东有讨论过。

石兄用很通俗的话说：过去毛利垃圾的，像毛利好很难，过去毛利高的，突然变为低毛利，也不会。

复利兄：每一种生意它都有自己的特性，这种特性决定的是难以轻易改变，除非面临长期的重大变化或者毁灭才会打破。

阿 C 想补充的就是，东阿阿胶就是一家小公司，产品简单，制作工艺已全程机械自动化，而驴皮就是最大的成本。阿胶系列产品来去就阿胶块、阿胶浆、阿胶糕核心三款长达几十年的运营，从管理的角度还是很简单的，所以毛利率稳定。

四、投资机会

（一）东阿阿胶的投资价值

东阿阿胶在资本市场其实是个很热门的股票，其投资价值早就被人发掘了，只不过近些年发展不太好，犹如过气明星遭遇冷落，被埋没了。

写到这里篇幅很长了，这里不扯阿胶历史悠久、生命力旺盛，东阿阿胶龙头地位不可撼动之类很定性，老生常谈的东西了。也不去与阿胶黑去争论有没有用的蠢蛋问题，下面直接上干货。

我们要找的是，历史证明其优秀，未来也大概率优秀的公司，我认为东阿阿胶就是我要找的公司。仅从 25 年上市长期业绩来看，东阿阿胶表现优异，也给投资者带来了丰厚回报，直接上图。

时期		营业总收入 (亿)	同比增长率	归属于母公司 股东的扣非净利润 (亿)	同比增长率	分红记录	分红率	融资
上市前	1993	1.03		0.09				
	1994	1.34	30.1%	0.15	64.8%			
	1995	1.77	32.1%	0.17	13.3%			
刘维志 时期	1996	1.57	-11.3%	0.23	35.3%			IPO募集0.58亿
	1997	1.90	21.0%	0.32	39.1%			配股融资1.12亿
	1998	2.24	17.9%	0.38	18.9%			
	1999	2.80	25.0%	0.45	18.4%	10转2股派2元		
	2000	4.05	44.6%	0.84	86.7%	10转3股派3元		配股融资3.35亿
	2001	4.52	11.6%	1.03	22.6%	10派2元		
	2002	5.70	26.1%	0.87	-15.5%	10派2.5元		
	2003	7.48	31.2%	0.98	12.6%	10送2股转3股 派0.5元		
	2004	8.81	17.8%	1.30	32.7%	10派2元		
	2005	9.38	6.5%	1.10	-15.4%	10派2元		
秦玉峰 时期	2006	10.76	14.7%	1.57	42.7%	10转4股派2元		
	2007	13.81	28.4%	2.06	31.4%	10派2元	51%	
	2008	16.86	22.1%	2.86	38.4%	10派1.6元	29%	
	2009	20.79	23.3%	3.90	36.5%	10派3.5元	58%	
	2010	24.64	18.5%	5.43	39.2%	10派3元	34%	
	2011	27.59	12.0%	8.10	49.2%	10派3元	23%	
	2012	30.56	10.8%	9.38	15.9%	10派7元	44%	
	2013	40.16	31.4%	11.54	23.0%	10派7元	38%	
	2014	40.09	-0.2%	12.64	9.6%	10派8元	38%	
	2015	54.50	35.9%	14.97	18.4%	10派8元	32%	
	2016	63.17	15.9%	17.39	16.2%	10派9元	32%	
	2017	73.72	16.7%	19.61	12.7%	10派9元	29%	
	2018	73.38	-0.5%	19.15	-2.3%	10派10元	31%	
	2019	29.59	-59.7%	(5.30)	-127.7%	10派2元		亏损计提分红
	2020	34.09	15.2%	(0.39)		10派3元		扭亏后继续分红

公司上市 25 年，包括上市前 2 年共 27 年，营收利润保持着快速的增长，两者只出现过两次同时负增长，就是 2018-2019 两年。从上市前 1 亿营收，千万利润，到如今能做到 40-50 亿营收，10 亿级别的利润，20-25 年间营收增长了 40 倍，利润翻了 100 倍。

1996 年公司上市，股本仅 5200 万股，以 5.28 元的价格发行 1090 万股在深市上市，合计 6290 万股，即最初上市市值是 3.3 亿左右。

上市后刘维志用了两个五年计划，做到一个亿左右的利润，对应 2005 年年底 22 亿市值。十年接近五倍多。

然后秦玉峰用了两个五年计划，到 2015 年 340 亿市值，十年十倍以上。那时候东阿阿胶 20 年间涨了 100 倍。

近五年发展不好，市值回落到 240 亿低谷，但长期投资者若从上市初算，也有大概年化率 18.7% 的 80 倍的收益，还是很可观。

除此之外，东阿阿胶现金流丰富，分红很大方，上市以来分红融资比都达到 10 倍以上，常年分红率 30%-50%，虽然对比贵州茅台分红率 50%，海天味业分红率 60%

这些顶尖公司，没得比。但得考虑东阿阿胶如今体量甚小，投资者若资金量小，还是可以去翻翻小石头，一来锻炼人，二来获取超额收益。

公司更长期的发展经历，可以参考阿 C 写的，【情人节特供】细数东阿阿胶的三次历史危机与重生。

（二）未来五年业绩预测及估值

我从来没想到预测东阿阿胶未来五年的业绩，这个太难了，而且过去券商预测的，脸都被打肿了。作为小散户，好公司看到价格便宜，安全边际高就是买了，业绩增长多少，我们赚多少。主要是听了东阿阿胶 2021 年的年度工作会议，高总的讲话以及“十四五”计划，结合对高总言谈中的了解，和自己对公司的研究，试着估一下。以前看研报一般都要估一下，我也玩玩，大家看看就好，切勿当真。具体如下：

年份	营业收入		扣非净利润率		扣非净利润	
	营收 最小值	营收 最大值	净利润 率 min	净利润 率 max	利润 最小值	利润 最大值
2025	70.8	88.5	25%	30%	17.7	26.5
2024	63.6	75.1	20%	25%	12.7	18.8
2023	57.1	63.8	15%	20%	8.6	12.8
2022	51.3	54.2	10%	15%	5.1	8.1
2021	46.0	52.0	7%	10%	3.2	5.2
五年间 复合增长率	11%	18%			53%	55%

1、营业收入

主要根据东阿阿胶 2021 年年度工作会议，高总在讲话中谈到的。

2021 年的营收目标 52 亿，利润 3.2 亿。这个营收口径是含增值税的，扣掉 13%，体现在报表上大概 2021 年营业收入 46 亿，利润 3.2 亿。感觉这个很保守了，而且央企领导给公司定的这种目标，年末基本都能实现，算作最小值。

2025 年的营收目标，即使十四五目标，营收 80 亿，冲击 100 亿，扣掉 13% 增值税，体现在报表的最小值就是 70.8 亿，最大值为 88.5 亿。

中间的年份营收按照线性拟合，营收大概每年复合增长 11%-18%。

2、扣非净利润率

公司的盈利能力非常强，这个是结合公司上市 25 年来得利润率得出的结论。早期刘维志执掌的时候，东阿阿胶尚未提价都有 15% 左右的扣非净利润率，那时候的所得税率还高，33%。到了老秦执掌的时候，聚焦阿胶主业，阿胶系列营收占总营收提高，净利润率也从 2006 年的 15% 逐步提高到 2012 年的 31% 的高峰，随着增长的乏力，又逐步回落到 2018 年的 26%。

结合公司库存出清后的经营恢复是逐步的，净利润率假设逐步提高，最小值从 2022-2025 年按照 10%，15%，20%，25% 恢复，最大值则 +5%，即到 2025 年若顺利能恢复 30% 的净利润率。



3、扣非净利润

按照 1 和 2 的假设和估算，两者相乘得到 2021-2025 年的扣非净利润。

2021 年大概利润 3.2-5.2 亿，2025 年大概利润 17.7-26.5 的区间，五年间的扣非利润年化增速超过 50%！这可不得了了。（当然我们不玩数字游戏）

4、东阿阿胶的估值

估值这个，东阿阿胶这种永续经营自由现金流丰富的消费医药公司，用自由现金流折现来估值可以简化为 PE 估值（具体不说了，之前写过文章）。我们用最悲观的估值体系，2025 年东阿阿胶到了成熟期，不再快速成长，产品价格跟着通胀走，销量缓慢放量，按着相同增长率永续增长。在 2025 年那个时点可以折成 PE，即最低 25PE，最高取 30PE，作为合理区间。

对应 2025 年大概利润 17.7-26.5 亿，取 25-30PE，即合理市值是 440-800 亿，其实若能碰到 26.5 亿的利润，大概率恢复良性增长了，增速还会保持两位数，很容易给个 40PE，2025 年东阿阿胶能摸到千亿市值。（这里立帖为证，五年后看脸会不会被打肿）

目前东阿阿胶 240 亿市值，也就是未来 5 年大概率能赚 1-4 倍，折成年化收益率 15%-37%，可以说是一个十分有吸引力的投资机会。

这个业绩预测是年报未出之前，阿 C 都已经写好了，除了年报，个人对此更偏乐观，但也不打算改了，按照保守的来吧。

（估值这篇，我写的时候阿胶还是 220 亿，涨了两天到了 240 亿了。本文发表的在东阿阿胶开盘前一天，明天 240 亿市值想买到估计很难了，市场不至于是瞎的。前段时间散户还骂易方达跑了，结果年报一出，人家还在。我也相信易方达是有水平的，毕竟是国内消费行业投资的 NO.1，人家也是公司亏损的时候进来，大资金敢买亏损股，都是有实力。但说在前面哈，我买的比易方达早，重仓也较早，我不抄大佬作业，只爱自己做作业。）

五、总结

行文至此，从整理资料，阿 C 陆陆续续已经写了一整周，而且周末也已经快过去了。面对一份亮眼的财报，全面向好的各项指标，之前想题目的时候犹豫了很久，后用“王者归来”一次概括，现在为结尾发愁。持有阿胶和写阿胶的分析报告两年多了，股价没怎么涨没赚到啥钱，倒是陆续有不少基金找过来问话，也结识了很多阿胶大小股东，平时十分热闹。中间有很多小故事，今天以其中一个在阿胶上赚了 10 倍的前辈的分享来结束全文吧：

“2005-2006 年的时候，老秦刚上任为东阿阿胶总裁的时候，那年股东大会只有 6 个社会股东，有两个是外地的，我刚好带着孩子。那天独立董事要回厦门，证代王鹏安排我和独董一起回济南机场，老秦让他司机开着那辆奔 600 送我们回机场。”

前辈简单地评价是：

“东阿穷地方，当地人慢一拍，人还可以。山东孔孟文化，相对骗人少。”

15 年后，阿 C 在 2019 年国庆第一次走进东阿县，实地调研东阿阿胶，我看到他们的透明工厂、透明的立体仓库，美丽的园区，那时候挺感慨的。

但愿公司未来发展更好吧，2021 扬帆起航！

5、真金不怕火炼，商业逻辑成立——评新城控股 2020 年报

作者：@死磕新城一千天

发表时间：2021-03-29

第一部分：真金不怕火炼

A. 利润表情况

一. EPS：符合市场预期

要说符合市场预期，得先知道市场预期是怎么样的，为此笔者整理了去年到今年的大部分有关新城的券商研报，整理如下：

券商	研报名称	发布日期	预测营收	预测归母净利润	预测每股收益
华西证券	“住宅+商业”双轮驱动，稳健成长发展可期	2020/3月	1171.9	152.9	6.78
华创证券	业绩兑现承诺，商业发展迅猛	2020/3月	1328.2	179.4	7.94
东方证券	净负债率大幅下降，综合运营步入增长快车道	2020/3月	1086.2	158.1	7.01
华泰证券	业绩销售稳增长，“住宅+商业”再开花	2020/3月	1268.8	159.4	7.06
中信证券	业绩稳健财务优化，充分激励两翼发展	2020/3月	1100.6	158.6	7.03
天风证券	负债低现金好，稳健成长质量	2020/3月	1315.4	161.4	7.15
平安证券	业绩增长平稳，净负债率大幅改善	2020/3月	1150.5	159.1	7.05
东吴证券	稳中求进，双轮驱动，运营扎实	2020/3月	1117.5	167.5	7.42
华泰证券	去杠杆稳融资，商业积极开拓	2020/3月	1194.4	158.7	7.03
东北证券	稳健方能致远	2020/4月	1206.2	160.6	7.12
西南证券	运营优先稳健提效，估值提升有空间	2020/4月	1102.2	157.5	6.98
半年报前市场预期			1185.6	161.2	7.14
天风证券	补货积极性不减，新增项目权益比维持高水平	2020/8月	1287.7	168.4	7.46
华西证券	销售短期承压，拿地力度衰减	2020/8月	1171.9	152.9	6.78
东方证券	业绩高增投资提速，租金收入逆势上升	2020/8月	1086.2	158.1	7.01
东北证券	业绩逆势高增，融资、拿地改善明显	2020/8月	1206.2	160.6	7.12
华泰证券	利润稳健增长，杠杆下降扩张恢复	2020/8月	1194.4	158.7	7.03
华创证券	业绩稳健，拿地积极，商业保持节奏发展	2020/8月	1400.4	157.8	6.98
天风证券	上半年营收高增长，补货积极	2020/8月	1545.2	169.5	7.51
平安证券	业绩稳步增长，投资相对积极	2020/8月	1150.5	159.1	7.05
西南证券	业绩符合预期，商业运营逆势提升	2020/8月	1102.2	157.5	6.98
海通证券	收入同比大幅增加，财务更稳健	2020/8月	1039.1	179.0	7.93
申万宏源	经营稳中有序，负债率进一步下降	2020/8月	1219.1	157.8	6.99
国信证券	业绩高增，双轮驱动	2020/8月	1206.2	158.0	7
华泰证券	业绩稳健增长，土地投资积极，商管实力强劲	2020/8月	1268.8	159.4	7.06
兴业证券	销售逐步回暖，拿地保持积极	2020/8月	1098.8	152.1	6.74
半年报到三季报			1212.6	160.6	7.12
海通证券	Q3业绩靓丽，基本面彰显周期把握能力	2020/10月	1272.6	158.5	7.03
东方证券	营收稳健大幅增长，投资延续积极态势	2020/10月	1086.2	158.1	7.01
平安证券	业绩增长稳健，投资保持积极	2020/10月	1150.5	159.1	7.05
华泰证券	业绩稳健增长，土地投资积极	2020/11月	1268.8	159.4	7.06
兴业证券	业绩稳健增长，拿地保持积极	2020/11月	1098.8	152.1	6.74
华创证券	业绩快速增长，投资趋于积极	2020/11月	1171.9	152.9	6.78
天风证券	销售加快提速，补货预期转化	2020/11月	1545.2	169.5	7.51
华创证券	商业优质成长标杆，乘风广阔消费市场	2020/11月	1400.4	157.8	6.98
山西证券	经营转入稳健，业绩高度锁定	2020/11月	1269.4	141.6	6.28
西南证券	10月销售业绩超预期，推盘显著提速	2020/11月	1118.1	156.7	6.94
开源证券	规模成长，双轮驱动，运营能力持续提升	2020/12月	1255.7	160.0	7.09
三季报到2020年底			1239.8	156.8	6.95
申万宏源	商业优质成长标杆，打造长期持续发展	2021/1月	1337.4	152.28	6.75
海通证券	商业逻辑不断增值，估计空间持续打开	2021/1月	1272.6	158.5	7.03
天风证券	单月销售增长提高，圆满完成每年2500亿销售	2021/1月	1545.2	169.5	7.51
华创证券	长期结转高增，销售快速改善	2021/1月	1400.4	157.8	6.98
兴业证券	销售同比增加，拿地积极	2021/2月	1098.8	152.1	6.74
华泰证券	单月销售大幅增长，土地投资保持积极	2021/1月	1268.8	159.4	7.06
广发证券	思巧而行，持资且善推	2021/2月	1361.7	156.8	6.95
2021年以来市场预期			1361.7	156.8	6.95

我把券商的预期按照时间排列，并且按照半年报，三季报，全年经营简报这三个时间点，分成了四部分。

第一部分是发布 2020 中报之前，市场的预期是 1186 亿的营收和每股 7.14 的利润。

第二个时间段是 2020 中报发布之后到 2020 三季报之前，受整个地产市场毛利润下滑的预期，市场的预期变成了 1212 亿的营收和每股 7.12 的利润。

第三个时间段是 2020 三季报以后到 2020 经营简报之前，这个时间段全行业毛利率下滑频发，市场的预期更加悲观，营收的预期提高到了 1240 亿，但是净利的预期下滑到了 6.95 元。

第四个时间段是发布经营简报以后，受结算面积大增的影响，市场对新城的营收预期提高到了 1362 亿，但是净利的预期不变。

具体到有分量的研究团队，袁豪在转战申万宏源后，下调预期到 6.75。

广发地产团队在发表了优秀的研报以后，只给出了 6.57 的预期。

所以总的来说，新城 eps6.79 的表现还是符合市场预期的。

当然啦，这里说的是市场预期，要说我的预期的话，还是比我的预期低了些。

另外在这里仅代表我个人给袁豪和广发地产团队打 CALL，预测的数据准确，研报做的也很好。

二.业绩含金量分析：24K 纯金

看完大家最在意的 EPS 以后，笔者对这份业绩进行结构梳理，有以下几点发现：

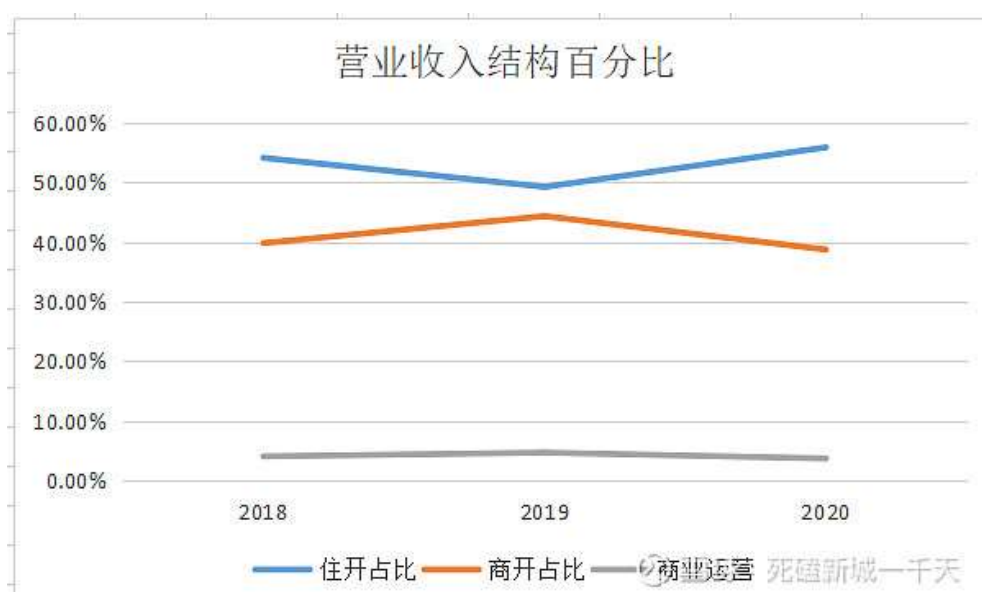
1.营收规模和营业成本：营收规模 1454.75 亿，营业成本 1113 亿。营业成本的增速高于营收规模的增速，且营收规模小于我的预期，主要是结算单价略低于我的预期。

2.毛利率水平：23.5%，低于我此前预期的 29%，其中最重要的原因是纯住宅开发的利润率从 25%以上下滑到了 15%不到。但是同时应当看到商业运营的毛利进一步上升到了 70%以上。



如果把前三年的对比来看，纯住开毛利率下降的不少，这个是行业共性，不止新城，整个开发行业都是如此。

但是，新城的商开部分毛利率一直保持在高位运行，商业运营的毛利率稳中有升，这个是新城的个性，也是投资新城的魅力所在，同时也是勾地模式的优势所在。



如果把住开，商开，商业运营单独按照百分比进行统计，可以发现 2020 年纯住开的营业收入占总营收的 55.84%，相较于 2019 年的 49.23%，提高了 6.61% 的占比。

住开占比的提升，同时叠加纯住开毛利率水平的下滑，拉低了总体的毛利率水平。

那么问题来了，2020 年已然如此，2021 年以后将会如何呢？

我们看一下竣工情况分析：

	2019	2020	2021
竣工面积	1881.03	3596.53	4309.86
纯住开	1250.27	2556.52	2752.45
综合体	630.76	1040.01	1557.41
住开面积占比	66.47%	71.08%	63.86%
综合体面积占比	33.53%	28.92%	36.14%

2021 年的综合体面积竣工百分比提高了 517.4 万平，百分占比从 28.92% 提搞到了 36.14%，料在 2021 年的年报中，商开营收占总营收的比例会提高到 45% 以上。

同时商业运营收入达到 90 亿左右，占总营业收入的比例提高到 5% 以上，而纯住开的营收占比将会小于 50%，助力 2021 年整体毛利率的提升。

看完竣工再回顾一下销售结构：

	2018	2019	2020
住开销售金额（权益）	958.5	1094.5	982.1
商开销售金额（权益）	504.2	717	699
住开占比	65.53%	60.42%	58.42%
商开占比	34.47%	39.58%	41.58%

从 2018 年以来，住开的权益销售金额占比一直在下将，而商开的权益销售金额一直在上升，所以未来的结算，毛利率是有保证的。

看完销售结构再看一下土储结构：



绿色折线是新增综合体土储面积占比，可以看见 2018 年的新增土储虽然多，但是其中的综合体面积占比很低，落在 2020 年的结算当中也反映了这个情况。

所以笔者判断 2020 年将会是新城控股整体毛利率的转折点，以后随着行业整体回暖，以及新城结算结构的影响，新城控股整体毛利率将会一路长扬。

3.三费控制：销管费用合计 95 亿，比去年的近 82 亿多了 13 亿，新城在成本管控这块做得非常不错。

3. 费用

√适用 □不适用

科目	本期数	上年同期数	本期比上年同期增减(%)	单位：元 主要变动原因
销售费用	5,490,828,306	4,371,936,738	25.59	广告宣传费及职工薪酬有所增长
管理费用	4,018,704,973	3,819,873,590	5.21	职工薪酬有所增长
财务费用	969,950,194	891,986,653	8.74	本年借款平均余额增长，导致利息支出增加

报表里给出的说法是职工薪酬有所增长。

薪酬支出	8'301'694,000	12'360'000,230
------	---------------	----------------

对照现金流量表的“支付给职工及为职工支付的现金”科目，增长是12.5亿左右，基本吻合，说明上述解释是合理且合适的。

	2018	2019	2020
职工人数（人）	20653	28058	29405
职工薪酬支出（亿元）	51.58	69.5	82.08
人均薪酬（万元/年）	24.97	24.77	27.91

职工人数从28058名增加到了29405名，人均薪酬从24.77万/年提高到了27.91万/年，考虑到很大一部分薪酬和销售提成挂钩，叠加疫情的影响，个人觉得新城的成本管控还是非常出色的，对待员工也算厚道。

4.公允价值损益：25亿，低于我预期的35亿，少了10个亿。相较于883亿的投资性房地产，可以说这部分的保守水平是历年之最。当然了，考虑到疫情的影响，25亿也是可以理解的。我看到现在还有一种声音在质疑公允价值损益这块儿，在这里我也稍微展开一点。

网页链接

这是2019年的年报时候我回应质疑的帖子，现在我把数据更新到2020年。

2020年	公允价值损益	当期归母净利润	公允价值损益/归母净利润	投资性房地产	公允价值损益/投资性房地产	租金收入增速
新城	25.23	152.56	16.54%	882.9	2.86%	30%
宝龙	20.96	60.93	34.40%	582.4	3.60%	15%
龙湖	23.5	200	11.75%	1524.9	1.54%	22%

鉴于万达和华润的年报还没出，我就用宝龙，新城，龙湖做个对比：

租金收入增速高的企业理所当然的应该拥有更高的公允价值损益。

比如龙湖的租金收入增速是22%，匹配的公允价值损益占当期归母净利润的11.75%，公允价值损益/投资性房地产1.54%。

那么新城的租金收入增速是30%，匹配的公允机制损益占当当期归母净利润的16.54%公允价值损益/投资性房地产2.86%。非常合理。

当然了，龙湖是最成功的房企，新城和龙湖又是同一天出的年报，我当然要用新城和龙湖比。

如果和宝龙这样的企业比的话，新城的公允价值损益这块儿就保守的太离谱了，胜之不武。

5.投资收益：30 亿，低于我预期的 39 亿，少了 9 个亿。这部分的原因还是非操盘结算业务略低。

5.资产减值损失：16 亿，高于我预期的 10 亿，多了 6 个亿。

按照公司计提坏账准备的会计政策，报告期内共对应收账款和其他应收款计提坏账准备 172,083,968 元。

2、存货跌价准备

(1) 存货跌价准备计提方法

当存货成本高于其可变现净值时，公司根据成本与其可变现净值的差额计提存货跌价损失准备。可变现净值的确定涉及重大会计估计，包括对预计售价、销售费用和待投入开发成本等的估计。该等估计存在重大不确定性。

(2) 计提存货跌价准备情况

按照公司计提存货跌价准备的会计政策，报告期内共对存货计提跌价准备 1,605,728,576 元。

雪球：死磕新城一千天

看了下《新城控股关于 2020 年度计提资产减值准备的公告》，里面说的意思就是，成本有可能高于预计售价，所以计提了存货跌价准备。

新城的成本摆在台面上了，有多低大家都知道，而现在居然计提了这么多的跌价准备，公告里也没有说明那些项目计提了。只能说明“预计售价”给的预期很低，这中间就会有预期差，当结算这些计提过的项目时，这部分的利润会再次释放出来部分或全部。

6.信用减值损失：1.5 亿，符合我的预期。

所以我的感觉就是这份年报成绩的含金量非常高：稳健可靠。

稳健指的是经营管理层面，销售费用和管理费用的管控。

可靠指的是财务层面，非常保守的公允价值损益以及有调节利润嫌疑的资产减值损失。

同时，住开毛利率见底，商开占比见底，商业运营占比稳重有升，公允价值损益留下巨大升值空间，这个 152 亿的业绩可以说是含金量爆表，成色十足。

B.资产负债端情况：

资产负债端的情况，比较初级的，比如在手现金，合同负债，大家都看得明白，就不多说了。

其中比较重要的是有息负债和融资利率。

2020 年末有息负债规模 916 亿，综合融资利率 6.72%

相较于 2019 年末的 740.76 亿，有息负债增加了 23.6%，综合融资利率下降了 0.01%。

看起来似乎没什么亮点，但是如果和 2020 半年报相比，综合融资从 6.85%下降到了 6.72%，降幅 0.12%。

所以我们更关心接下来的融资利率情况，是否会持续下降？

而说到融资利率，必然绕不开国际信评机构的评级，我们对照穆迪的标准一个一个看财务指标：

因素1
规模 (15%)

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
收入 (亿美元)	≥ 500	300 - 500	150 - 300	50 - 150	15 - 50	5 - 15	2 - 5	≤ 2

2019 年的营收规模是 858 亿，折合美元 131 亿美元，落在了 Baa 这个区间。

2020 年的营收规模是 1454.75 亿，折合美元 222 亿美元，落在 A 级的区间。

所以规模这个占比 15%的考察因素，新城在 2020 年年报出来以后上了一个等级。

因素4
杠杆率与覆盖率 (30%)

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
a) EBIT/利息覆盖率 (15%)	≥ 20 倍	15 - 20 倍	10 - 15 倍	6 - 10 倍	3 - 6 倍	1 - 3 倍	0 - 1 倍	<0 倍
高速增长市场公司								
b) 收入/债务比率 (15%)	≥ 250%	195% - 250%	145% - 195%	115% - 145%	85% - 115%	65% - 85%	45% - 65%	<45%
标准市场的公司								
b) 住宅建筑与房地产开发债务/总资本比率 (15%)	≤ 20%	20% - 25%	25% - 30%	30% - 40%	40% - 50%	50% - 65%	65% - 80%	≥ 80%

EBIT 利息保障倍数：

EBITDA 利息保障倍数	4.96	4.53	9.49
贷款偿还率 (%)	100	100	-
利息偿付率 (%)	100	100	-

2020 年是 4.96 倍，比 2019 年的 4.53 倍提高了少许，但是依然落在了 Ba 这个档次，到达下一个档次的 6 倍还需努力一到两年。

可以看到，新城的信评各项数据，几乎都在走上坡路，之所以说几乎，是因为 2020 年的毛利率这个指标下滑了，但是前文已经推测了未来的毛利率上升趋势，所以未来新城的各项财务指标都会影响到信评的评级指标，评级进一步上升，以及融资利率下降，都是可以预见的未来。

C.现金流量表情况：

	2018	2019	2020
CFO	38.17	435.8	38.19
CFI	-200.1	-90.27	-159.7
CFF	358.9	-155.2	147.18

从 CFO，CFI 和 CFF 的结构来看，2020 年的现金流量表和 2018 年的极为相似。

有一种声音质疑说 CFO 从 2019 年的 435.8 亿下降到了 2020 年 38.19 亿，是不是回款或者经营出了问题？

其实这是一种脱离了实际的误读，对于房企来说，影响 CFO 最重要的两个因素是销售和拍地。而 2020 年新增的土储比 2019 年新增的土储多了 1631 万平方米，楼面单价也提高了，所以 CFO 减少是非常好理解的事情。

如果和 2018 年对比着来看，新城的 CFF 少了 200 多亿，意味着用更少的杠杆实现了更多的土储（金额口径），更多的吾悦沉淀，现金流情况大为改善。

从中也可以窥见新城的经营策略：特殊情况除外，最大化的使用 CFO 带来的现金流，实现双轮驱动的完美循环。

通过对利润表，资产负债表，现金流量表的分析，我们可以发现新城控股 2020 年的财务状况非常好，虽然 EPS 有点差强人意，但是同时也对 2021 年和 2022 年的利润释放留出了空间，属于明珠蒙尘，真金不怕火炼。

但是同时因为隐藏的信息比较多，阅读门槛比较高，所以对解读财报报表的能力提出了更高的要求，特别是对只熟悉开发业务，而不懂商业地产的开发型地产投资者，不甚友好，会引起不小的误解。

第二部分：商业逻辑成立

财务报表属于过去，商业地产才是未来的星辰大海。

2020 年新城年报的一大亮点是首次披露了吾悦广场的关键数据，而这些关键数据印证了笔者此前的猜想和商业逻辑：

一个小股东的建议

这是之前提的建议，希望新城披露相关数据，现如今就真的披露了。

假设新城也是14%这样的比例，那么我推测吾悦广场2019年的商品销售额在280亿附近。

3.每人消费金额，龙湖是47.7，万达是61，假设新城低一些，在40到45这个区间，新城2019的推测商品销售额是280亿，那么吾悦广场2019年的总客流量应该在6亿到7亿人次之间。

09 雪球：死磕新城一千天

这是之前的猜想, 2019 年的销售额在 280 亿左右, 实际披露的是 266 亿左右。2019 年的客流总量在 6 亿到 7 亿之间, 实际披露的是 5.8 亿。有差距, 但不大。

下表是和龙湖集团的横向对比：

		2019	2020	YOY增速
新城控股	客流总量（亿人次）	5.8	6.55	13%
	销售总额（亿人民币）	265.8	319	20%
	客单价（元/人次）	45.83	48.70	6%
	会员人数（万人）	568	983	73%
	租金收入不含税口径（亿人民币）	41.08	53.79	31%
	租金收入/销售总额	15.46%	16.86%	9%
龙湖集团	客流总量（亿人次）	5.6	5.5	-2%
	销售总额（亿人民币）	267.5	305	14%
	客单价（元/人次）	47.77	55.45	16%
	租金收入不含税口径（亿人民币）	47.47	58.17	23%
	租金收入/销售总额	17.75%	19.07%	7%
				眼~

我们和 2020 年的龙湖比一比，在客流总量一项上，无论是总量和增速都超过了龙湖的天街系列。6.55 亿人次的客流量，将近千万的会员人数，一个巨大的消费平台正在冉冉升起。

而在商品销售总额上，也在 2020 年实现了对龙湖集团总额和增速的双超越。

租金收入的不含税口径在总额上暂时落后龙湖，但是单第四季度很可能大概率已经超越了，增速上更不用多说。

唯一的差距就是客单价，但是可以看到差距并不大，所谓的一二三四线的差距仅仅是 48.7 和 55.45 的差距，不知道很多人该作何感想？

更关键的是新城目前的租金收入/销售总额只有 16.86%，而龙湖高达 19.07%，这部分还有提高的空间，以后随着吾悦规模的提升，溢价能力的提升，这个比例超过龙湖也没有什么奇怪的。

当然啦，很多人又要质疑了，吾悦增速这么高，是因为新开业的比较多，占比比较大，而不是本身的经营水平超过了龙湖天街，毕竟天街在高贵的一二线城市呢，而吾悦在三四线，所以还是比不上。

那么事实果真如此么？

2018Q4前已开业商业广场租金收入对比					
龙湖天街			新城吾悦		
	2020租金收入	2019租金收入		2020租金收入	2019租金收入
重庆北城天街	4.927	5.018	武进吾悦	1.972	2.072
重庆西城天街	1.433	1.67	吾悦国际	1.358	1.533
重庆时代天街一期	3.953	3.931	吴江吾悦	0.67	1.392
重庆时代天街二期	2.479	2.397	张家港吾悦	0.719	0.772
重庆时代天街三期	0.909	0.969	丹阳吾悦	0.965	1.016
成都三千集天街	0.35	0.448	海口吾悦	1.163	1.166
成都北城天街	1.697	1.798	南昌吾悦	0.688	0.774
成都时代天街1期	0.505	0.524	金坛吾悦	0.897	0.937
北京长楹天街	4.51	4.557	安庆吾悦	0.89	0.789
杭州金沙天街	2.606	2.596	成都吾悦	0.914	0.919
成都金楠天街	1.311	1.372	桐乡吾悦	1.094	1.056
北京大兴天街	2.096	2.121	衢州吾悦	0.732	0.795
上海虹桥天街	1.444	1.525	长春吾悦	0.865	0.948
重庆U城天街1期	0.173	0.16	镇江吾悦	0.857	0.935
重庆U城天街2期	1.219	1.114	嵊州吾悦	0.944	0.85
重启源著天街	1.272	1.129	如皋吾悦	0.882	0.827
杭州滨江天街1期	2.821	2.743	宁波吾悦	0.631	0.678
苏州狮山天街	2.896	2.744	晋江吾悦	0.584	0.605
上海宝山天街	2.061	1.952	瑞安吾悦	1.221	1.215
常州龙城天街	0.937	1.072	义乌吾悦	0.986	0.922
北京房山天街	1.664	1.809	淮南吾悦	0.71	0.695
成都西宸天街	1.426	1.555	台州黄岩吾悦	0.85	0.829
重庆春森星悦荟	0.369	0.352	平湖吾悦	0.819	0.745
重庆品鹏馆	0.223	0.221	渭南吾悦	0.485	0.399
重庆紫都城	0.123	0.2	昆山吾悦	0.69	0.665
北京颐和星悦荟	0.247	0.267	扬州吾悦	0.718	0.755
西安大兴星悦荟	0.575	0.582	长沙吾悦	1.091	1.028
西安曲江星悦荟	0.711	0.75			
合计	44.937	45.576		24.395	25.317
YOY增长率	-1.40%			3.64%	

咱们统计两家公司 2018 年 4 季度前开业的商业广场进行对比，这样一来 2019 年和 2020 年都是完整的经营年度，龙湖天街 2020 年受疫情影响较 2019 年下滑 1.4%，而吾悦广场 2020 年受疫情影响较 2019 年下滑 3.64%，可以看到确实是天街更胜一筹，但是和吾悦的差距也只是在伯仲之间，其中的原因也并非吾悦经营问题，而是免租政策更加优惠。

天街和吾悦都施行了 1 月 25 日到 3 月 31 日期间为期 67 天的租金减半优惠政策。

同时吾悦还在在 2020 年 4 月 1 日至 5 月 31 日期间，对于影院、教育培训、健身、KTV 等因疫情管控延迟开业的相关商户给予租金减半的扶持政策。

如果把这两个月的租金减半收入加上，2019 年前开业吾悦的租金收入增速半点不会逊色于龙湖天街。

一个重要的商业逻辑就成立了：

商业地产毛利润=总销售额*租金收入占比*毛利率；

总销售额=总客流量*客单价；

总客流量=吾悦广场数量*每个广场平均客流量。

所以，

商业地产毛利润=吾悦广场数量*每个吾悦广场平均客流量*客单价*租金收入占比*商业运营毛利率。

其中，吾悦广场数量，每年增加 30 个以上，是确定无疑的正增长。

每个吾悦广场的平均客流量依托吾悦的经营水平，能大概率保持正增长。

客单价依靠大的经济环境，目前看来也是确定性极高的正增长。

租金收入占比在中短期内依靠吾悦的议价能力提升和招商调整的优化，也能大概率在中短期保持正增长。

商业运营毛利率由于单吾悦广场的边际成本为 0，所以也是正增长。

所以说商业地产的毛利润在中短期内是一个 5 阶参数的指数爆炸增长模型。这是一个非常硬派的商业逻辑。

举个例子，2019 年吾悦广场的商业地产毛利润=41.08*0.67=27.52 亿；

2020 年吾悦广场的商业地产毛利润=53.79*0.7=37.65 亿；

YOY 增速 36.8%，远大于其中任何一个因素的增速，这才是星辰大海，诗和远方。

第三部分：价值再发现，市场有共识

1. 价值再发现

商业地产和住开，完全是两套估值体系，最直接的例子就是龙湖还有国外市场，日本股市，美国股市，茫茫多 20 倍 PE，30 倍 PE 的地产股。

		2020年报	2021E	YOY增速	年报披露日TTM
新城控股	总营收	1454.75	1833	26.00%	6.74
	吾悦租金收入（不含税）	53.79	90	67.32%	
	租金收入/营收	3.70%	4.91%		
	总毛利润	341.85	439	28.42%	
	租金收入毛利润	37.65	63	67.33%	
	租金收入毛利/总毛利	11.01%	14.35%		
龙湖集团	总营收	1845.5	2260	22.46%	12.29
	天街租金收入（不含税）	58.17	85	46.12%	
	租金收入/营收	3.15%	3.76%		
	总毛利润	540.3	720	33.26%	
	租金收入毛利润	40.72	59.5	46.12%	
	租金收入毛利/总毛利	7.54%	8.26%		

我们就简单的和龙湖做个对比，对比日定在年报披露日的收盘价，2021 年的预测全部采用袁豪的预测。

首先截止 2020 年 12 月 31 日，新城控股内吾悦租金收入占总营收的 3.7%，已经高于龙湖天街占总营收的 3.15%。

同时吾悦贡献的毛利占总毛利润的 11.01%，也已经超越龙湖的 7.54%。

而如果按照券商的预测，新城在 2021 年，吾悦的租金收入将达到总营收的 4.91，吾悦贡献的毛利占总毛利的 14.35%，超过龙湖的 8.26%。

也就是说，无论从毛利口径，还是营收口径看问题，现在新城控股的“商业血统”的纯度已经超越了龙湖集团，而且未来差距还将进一步加大。

2.高贵的商业血统

其实稍微懂点地产估值的都知道，商业地产的估值要比开发业务高的多，这个属于常识性范畴。但是依然有一些自诩精通财报的小会计，不懂这个道理，或者装作不懂这个道理，然后发出来自灵魂深处的疑问：“难道商业地产的血统确实更高贵么？”

评级对象范围

本评级方法的适用对象是主要从事建筑及销售单户和多户住宅乃至大型住宅公寓的公司。这些公司可能在商业房地产开发和房地产投资方面也有小规模的业务活动。但是，对于最大的业务活动是开发供长期投资的商业房地产的公司，我们采用房地产投资信托公司与其他商业房地产公司 (REITs and Other Commercial Property Firms) 的评级方法³。对于收入或运营现金流主要来自出于商业目的 (办公室、仓库) 或公共目的 (学校、医院、政府办公楼) 从事建筑或房屋翻新业务的公司，我们采用《建筑业评级方法》(Construction Industry)⁴。为住宅建筑和房地产业生产某些原材料的建筑材料公司也不在本评级方法的适用范围之内，因为此类公司的信用状况具有制造业和分值特征⁵。

穆迪在房企的评级细则里的原话：“但是，对于最大的业务活动是开发供长期投资的商业房地产的公司，我们采用房地产投资信托公司与其他商业房地产公司的评级方法”。

看吧，连国际信评机构都把开发业务归类为二等公民，何况对确定性要求更高的市场先生了。

第四部分：年报中的其他重要信息

1.分红率：分红率超过 30%，新城的分红预期管理做的还是挺稳定的。

2.股息率：每股 2.05，按照年报日收盘价，股息率超过 4.5%。

3.销售目标：2600 亿，这是此份年报被诟病最多的点之一。这个明显偏保守了，但是根据新城双轮驱动的战略，超额完成这个目标应该也是大概率的事情。毕竟泰禾黄老板销售额吹牛的事情还历历在目，目标制定的切合实际也是实干的一种表现。

尽管如此，我个人还是希望以后管理层在制定目标的时候可以更加大胆一些的。

4.2020 年内处理了投资的苏州银行股票。

士 5018 年 12 月 31 日，本集團持其名下城區及郊區兩下車牌號州將已歸收 514,880,000 元，本集團

5.经常性现金流入/利息支出达到 91%，料 2021 年即可全覆盖。

6.资产负债率 84.7%，同比下降 1.9%。

6、招商银行：2020 年报分析，依旧是最好的银行！

作者：@估值的救赎

发表时间：2021-03-20

2020 年是危机四伏的一年，招商银行顺利走过。然而疫情的阴影依旧没有散去，国际形势纷繁复杂，我们不能掉以轻心。招商银行今日公布年报，本文将对招商银行 2020 年度报表的规模增长、利润收入、支出损失、未来展望四个部分来进行总结和分析。

第一部分：规模增长

商业银行是三大货币供给部门之一，我们基本上不用担心银行的天花板，银行的规模会伴随货币供应量而增长。在当今这个信用货币时代，基本上很难见到通货紧缩。银行股的规模增长具备一定的永续性。因此银行股的规模指标成为银行股最核心的指标。银行再从具备规模增长的资产中收取一定量的利息获取盈利。规模增长是银行常备的成长性。

在巴塞尔协议框架下，资本充足率是限制银行规模增长的关键限制因素。在没有巴塞尔协议的时代，理论环境下商业银行可以用贷款派生存款，存款在再贷款的方法无穷无尽的制造货币。现实中这会背负很高的杠杆和泡沫，巴塞尔协议就是为了限制银行这个而来。巴塞尔协议要求银行在一定规模的风险资产背后要准备一定量的资本金作为支撑。而资本金对风险资产占比的指标是资本充足率。资本充足率是银行核心指标。

《人民币百万元，特别注明除外》	2020年	2019年	本年末比	2018年
	12月31日	12月31日	上年末 增减(%)	12月31日
规模指标				
总资产	8,361,448	7,417,240	12.73	6,745,729
贷款和垫款总额 ⁽²⁾	5,029,128	4,490,650	11.99	3,933,034
— 正常贷款	4,975,513	4,438,375	12.10	3,879,429
— 不良贷款	53,615	52,275	2.56	53,605
贷款损失准备	234,664	223,097	5.18	192,000
其中：以公允价值计量且其变动计入 其他综合收益的贷款和垫款的损失准备 ⁽¹⁾	238	341	-30.21	228
总负债	7,631,094	6,799,533	12.23	6,202,124
客户存款总额 ⁽²⁾	5,628,336	4,844,422	16.18	4,400,674
— 公司活期存款	2,306,134	1,692,068	36.29	1,645,684
— 公司定期存款	1,289,556	1,346,033	-4.20	1,192,037
— 零售活期存款	1,400,520	1,171,221	19.58	1,059,923
— 零售定期存款	632,126	635,100	-0.47	503,030
归属于本行股东权益	723,750	611,301	18.40	540,118
归属于本行普通股股东的每股净资产 （人民币元/股） ⁽¹⁾	25.36	22.89	10.79	20.07
资本净额（高级法）	821,290	715,925	14.72	641,881
其中：核心一级资本净额	610,092	550,339	10.86	482,340
风险加权资产（考虑并行底线要求）	4,964,542	4,606,786	7.77	4,092,890

根据统计局数据，2020 年货币供应量 M2 同比增长 10.1%，招商银行总资产规模增长 12.73%，核心一级资本净额增长 10.86%，风险加权资产规模增长 7.77%。可以看出招商银行的总资产规模增长速度已经完成了货币供应量 M2+2% 的目标。其核心一级资本净额增长 10.86% 大于风险加权资产规模增长的 7.77% 增长，说明招商银行这一规模增长速度 12.73% 是不需要再融资的内生性增长。

资本充足率指标(%) (高级法)	2020年 12月31日	2019年 12月31日	本年末比 上年末增减	2018年 12月31日
核心一级资本充足率	12.29	11.95	上升0.34个百分点	11.78
一级资本充足率	13.98	12.69	上升1.29个百分点	12.62
资本充足率	16.54	15.54	上升1.00个百分点	15.68

注：截至报告期末，本集团权重法下核心一级资本充足率10.68%，一级资本充足率12.16%，资本充足率13.79%。

因为核心一级资本净额的增长速度比风险加权资产增速快，所以核心一级资本充足率会升高，我们看到招商银行核心一级资本充足率从 2019 年报的 11.95% 升高到 2020 年报的 12.29%。

在 2020 年疫情的阴影之下，放水、让利和核销使很多银行资本金都受到了沉重的压力，放水会加大规模增长的速度，也就增加了风险加权资产的增速，风险加权资产是资本充足率的分母，因此跟随放水扩大资产负债表增速会加大分子资本金的压力。而让利会伤害净利润，更少的净利润使得银行补充核心一级资本的能力受损，给资本充足率的分子产生了压力。而核销则是伤害过去的冬储粮，未来补充冬储粮还会继续伤害净利润。在这个大环境下，不少银行需要在 2021 年再融资，以定增配股发可转债的方法补充核心一级资本。以维持银行稳定的货币供应功能，不至于给实体经济带来流动性压力。

招商银行在这个环境下依然保持了核心一级资本充足率的逆市上升，可见其受到疫情危机的影响是比较小的。更体现了其强大的内生性增长能力。衡量一个银行内生性增长能力，可以使用风险加权资产收益率来观察。

因为核心一级资本充足率=核心一级资本净额/风险加权资产；又因为核心一级资本净额依靠净利润来增长，风险加权资产依靠规模来增长；又因为通过对风险加权资产背后的资产收取利息和服务产生净利润；因此可以得出单位风险加权资产所产生的净利润越高，银行的内生性增长能力越强。净利润除以风险加权资产=风险加权资产收益率 (RORWA)。招商银行 2020 年的 RORWA 是 2.05% 为全 A 银行股最高。(2019 年 RORWA 为 2.15%)

第二部分：利润收入

招商银行是金融控股集团，主营业务是商业银行，包含其他非银金融业务。利润表上主要是依靠净利息收入，非息收入为辅。今年招商银行的净息差只有 2.49% 比去年低主要是受到了 LPR 利率的大幅下调，和让利因素影响，同业市场利率下降等综合因素影响。

下表列出所示期间本集团资产负债项目平均余额、利息收入/利息支出及平均收益/成本率情况。

(人民币百万元，百分比除外)	2020年			2019年		
	平均余额	利息收入	平均 收益率%	平均余额	利息收入	平均 收益率%
生息资产						
贷款和垫款	4,823,379	236,104	4.89	4,289,765	221,979	5.17
投资	1,513,824	51,843	3.42	1,335,247	48,902	3.66
存放中央银行款项	490,092	7,475	1.53	493,722	7,759	1.57
存放同业和其他金融机构款项	615,316	12,003	1.95	570,995	14,354	2.51
合计	7,442,611	307,425	4.13	6,689,729	292,994	4.38

(人民币百万元, 百分比除外)	平均余额	利息支出	平均成本率%	平均余额	利息支出	平均成本率%
计息负债						
客户存款	5,376,582	83,252	1.55	4,636,967	73,430	1.58
同业和其他金融机构存拆放款项	941,182	15,481	1.64	843,293	19,079	2.26
应付债券	453,885	14,652	3.23	504,241	17,631	3.50
向中央银行借款	282,976	8,413	2.97	300,662	9,207	3.06
租赁负债	14,582	596	4.09	13,605	557	4.09
合计	7,069,207	122,394	1.73	6,298,768	119,904	1.90
净利息收入	/	185,031	/	/	173,090	/
净利差	/	/	2.40	/	/	2.48
净利息收益率	/	/	2.49	/	/	2.59

从年报的截图可以看到，净息差与净利差都下降比较多，主要是资产收益率的下降导致。资产端下降 25bp，负债端成本率下降 17bp。在降息周期，招商银行的资产端收益率下降比负债端成本率快。因此可以认为招商银行具备利率顺周期性质。分析该性质的原因主要是因为招商银行较为稳定的客户存款利率一般利率敏感性较低，客户存款占比越大顺利率属性越强。同业负债和应付债券一般都会跟随同业市场利率波动，而资产中的投资、拆放同业也是市场利率比较敏感的资产。所以根据这个道理可以得出除了招商银行以外四大银行+邮储银行也具备顺利率周期的属性。

(人民币百万元)	2020年对比2019年		增(减)净值
	增(减)因素 规模	利率	
生息资产			
贷款和垫款	26,120	(11,995)	14,125
投资	6,116	(3,175)	2,941
存放中央银行款项	(55)	(229)	(284)
存拆放同业和其他金融机构款项	865	(3,216)	(2,351)
利息收入变动	33,046	(18,615)	14,431
计息负债			
客户存款	11,452	(1,630)	9,822
同业和其他金融机构存拆放款项	1,610	(5,208)	(3,598)
应付债券	(1,626)	(1,353)	(2,979)
向中央银行借款	(526)	(268)	(794)
租赁负债	40	(1)	39
利息支出变动	10,950	(8,460)	2,490
净利息收入变动	22,096	(10,155)	11,941

上图是招商银行净利息收入因素表。2020 年净利息收入主要由规模来贡献，利率因素是负贡献。生息资产尽管有双位数增长，但是由于利率因素的拖累，最终导致净利息收入只有个位数的 6.9% 增长。但是在加息周期，由于净息差扩大，规模因素和利率因素都有可能是两个正的，届时净利息收入增速将会超过规模增长速度，也就是超过货币供应量 M2 增长。

(人民币百万元)	2020年	2019年
手续费及佣金收入	86,684	79,047
银行卡手续费	19,551	19,551
结算与清算手续费	12,651	11,492
代理服务手续费	18,507	13,681
信贷承诺及贷款业务佣金	6,191	6,310
托管及其他受托业务佣金	26,742	23,560
其他	3,042	4,453
手续费及佣金支出	(7,198)	(7,554)
净手续费及佣金收入	79,486	71,493
其他净收入	25,965	25,120
公允价值变动净收益/(损失)	(1,660)	384
投资收益	19,162	15,771
汇兑净收益	2,202	3,259
其他业务收入	6,261	5,706
非利息净收入总额	105,451	96,613

非息收入的情况招商银行年报已经有文字解释，主要是理财产品规模和代理基金业务的增长，银行卡手续费因为疫情影响增长受到影响。我不再额外分析。

净手续费及佣金收入794.86亿元，同比增长11.18%。手续费及佣金收入中，托管及其他受托业务佣金收入267.42亿元，同比增长13.51%，主要是理财产品规模稳中有升。托管规模增长及托管产品结构不断优化；银行卡手续费收入195.51亿元，同比持平。主要是受疫情影响，借记卡和信用卡交易手续费收入增长受限；代理服务手续费收入185.07亿元，同比增长35.28%，主要是资本市场活跃，代理基金收入快速增长；结算与清算手续费收入126.51亿元，同比增长10.09%，主要是电子支付收入增长；信贷承诺及贷款业务佣金收入61.91亿元，同比下降1.89%，主要是招银租赁融资租赁业务手续费收入减少。

其他净收入259.65亿元，同比增长3.36%，其中，公允价值变动净损失16.60亿元，主要是非货币基金投资分红增加导致基金估值下降；投资收益191.62亿元，同比增长21.50%，主要是非货币基金投资分红增加；汇兑净收益22.02亿元，同比下降32.43%，主要是2020年人民币升值，本集团持有的外币货币性项目产生的汇兑损失增加；其他业务收入62.61亿元，同比增长9.73%，主要由于招银租赁经营租赁业务收入增长。

第三部分：成本支出

银行股的成本支出主要有信用减值损失，业务及管理费，所得税费用组成。所得税费用基本上没什么好分析的，是国家规定的支出。而业务及管理费银行股基本上都是20%-30%之间相对稳定，除了邮储银行的业务及管理费需要特别拿出讲以外，其他银行没有什么好分析的，主要观察指标为“成本收入比”。今年招商银行成本收入比升高了，招商银行文字解释的加大了金融科技的投入。而我则补充认为今年净息差的下降，营业收入增长较为缓慢也是一个因素，因为成本收入比的分母是营业收入。

2020年，本集团业务及管理费967.45亿元，同比增长11.79%，其中员工费用同比增长10.89%；其他一般及行政费用同比增长16.13%；成本收入比33.30%，同比上升1.21个百分点。业务及管理费增长主要原因一是本集团为加快金融科技转型，不断夯实科技基础，加大了数字化基础设施建设及研发人员投入；二是为促进经营模式3.0转型目标的实现，锻造全业务条线数字化获客与数字化经营能力，加大了客户经营及价值提升相关领域的资源投入；三是为提升网点品牌形象及服务水平，加大了数字化网点软硬件设施改造的投入。本公司成本收入比33.78%，同比上升1.26个百分点。

48. 业务及管理费

单位：人民币百万元

	本集团		本行	
	2020年	2019年	2020年	2019年
员工费用				
— 工资及奖金	43,257	37,267	39,511	34,673
— 社会保险及企业补充保险	6,048	6,470	5,920	6,315
— 其他福利	7,735	7,702	7,361	7,477
小计	57,040	51,439	52,792	48,465
固定资产折旧费	3,833	3,609	3,495	3,295
无形资产摊销费	1,371	1,199	1,290	1,133
使用权资产折旧费	4,233	4,179	3,994	3,978
短期租赁费和低价值资产租赁费	292	302	269	276
其他一般及行政费用	29,976	25,813	28,619	24,628
合计	96,745	86,541	90,459	81,775

银行股成本支出的重头戏是信用成本，也就是资产质量。资产质量不仅包括了贷款减值损失，还包括了其他资产的信用减值损失。从 3.2.8 信用减值损失这个表可以看出，贷款和垫款的信用减值损失虽然降低了，但是金融投资及表外逾期的信用减值损失却增加得非常明显。

3.2.8 信用减值损失

2020年，本集团信用减值损失648.71亿元，同比增长6.23%。

下表列出所示期间本集团信用减值损失的主要构成。

(人民币百万元)	2020年	2019年
贷款和垫款	46,882	54,214
金融投资	15,367	6,481
应收同业和其他金融机构款项	307	(208)
表外预期信用减值损失	2,147	545
其他资产	168	34
信用减值损失合计	64,871	61,066

贷款和垫款信用减值损失是信用减值损失的最大组成部分。2020年，本集团贷款和垫款信用减值损失468.82亿元，同比下降13.52%；金融投资信用减值损失153.67亿元，同比增长137.11%，主要是对理财回表资产按照其风险情况，基于预期信用损失模型计提了减值损失。有关贷款损失准备的详情请参阅本章3.4“贷款质量分析”，有关理财资产回表的详情请参阅本章3.9中“关于不良资产的生成和处置”。

看来今年招商银行和平安银行一样也出现了突然增长的信用减值损失项目，文字解释说是因为理财回表资产。

报告期内，本公司根据中国人民银行《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》等监管政策，对符合条件的理财业务风险资产通过回表至表内投资类金融资产科目进行处置。2020年共完成理财资产回表本金金额126.29亿元，并按照预期信用损失模型逐笔计提资产损失准备121.26亿元。后续，本公司将与招银理财协同优化投后检查流程，建立健全风险分层跟踪管理，完善多维度、全覆盖的风险检查机制，不断加强理财资产的投后风险管理。对过渡期内新生成的理财不良资产，在符合监管政策的前提下，综合考虑对本公司经营的影响，妥善进行回表安排，并加强回表后的管理，推动清收处置工作有序开展。

招商银行对这个的解释，表外回表，看来平安银行理财回表计提信用减值损失不是个例，招商银行也有这个情况。招商银行和平安银行都出现了该类信用减值计提，说明表外理财回表这个情况可能会存在于其他银行 2020 年报中，其他银行需要留意信用减值损失的量。招商银行这个量是比较小的。招商银行利润表中的信用减值损失 648.71 亿除以生息资产 74426.11 亿得出来的信用成本为 0.87%，不算很高可以接受。

22. 资产损失／减值准备表

本集团

单位：人民币百万元

附注	年初余额	本年计提	本年收回	2020年		汇率变动	年末余额
				本年核销／处置	已减值资产折现回拨		
以摊余成本计量的金融							
投资损失准备	11	13,995	13,875	80	(1,822)	—	26,118
以公允价值计量且其变动							
计入其他综合收益的							
债务工具投资损失准备	12	2,600	1,492	—	—	—	4,014
应收同业和其他金融机构	6(b), 7(c),						
款项损失准备	8(d)	1,106	307	—	—	(17)	1,396
贷款和垫款损失准备	9(c)	223,097	46,882	8,781	(43,734)	(176)	234,664
商誉减值准备	19	579	—	—	—	—	579
待处理抵债资产减值准备	21(a)	174	1	—	(73)	—	102
固定资产减值准备	16	93	153	—	—	(10)	236
其他资产信用损失准备		3,049	168	—	(209)	(2)	3,006
合计		244,693	62,878	8,861	(45,838)	(293)	270,115

单位：人民币百万元

招商银行与平安银行最大的不同就是，平安银行对其进行了大量的核销，招商银行除了贷款的资产的核销以外基本上没有多少核销。

信用减值损失中的贷款信用减值损失，2020 年报表则比 2019 年少，如果维持去年 542.14 亿这个计提力度招商银行净利润就是负增长了，不好看。招商银行今年的核销比去年的要大。因此导致贷款拨备率降低。

3.4.10 贷款损失准备的变化

本集团采用新金融工具准则，以预期信用损失模型为基础，基于客户违约概率、违约损失率等风险量化参数，结合宏观前瞻性的调整，充足计提信用风险损失准备。

下表列出本集团贷款损失准备的变化情况。

(人民币百万元)	2020年	2019年
上年末余额	223,097	192,000
本期计提／转回	46,882	54,214
已减值贷款和垫款折现回拨 (注)	(186)	(286)
收回以前年度核销贷款	8,781	9,170
期内核销／处置	(43,734)	(32,201)
汇率变动	(176)	200
期末余额	234,664	223,097

注：指随着时间的推移，已减值的贷款随现值增加摊余成本。

剔除广义不良贷款以后的正常贷款占比超过 98%，可见资产质量非常好。从核销和计提的量来看，公司口径不良贷款生成率为 1.26%。贷款拨备率 4.67%，大幅超越不良贷款生成率，具备很高的安全垫。但是贷款拨备率比年初减少了 0.3%，说明疫情期间加大核销消耗了一些坏账安全垫。疫情期间加大核销使关注类和不良贷款率出现了下降，相反也提高了正常贷款占比。

3.4 贷款质量分析

3.4.1 按五级分类划分的贷款分布情况

下表列出截至所示日期，本集团贷款五级分类情况。

(人民币百万元，百分比除外)	2020年12月31日		2019年12月31日	
	金额	占总额 百分比%	金额	占总额 百分比%
正常类贷款	4,934,797	98.12	4,385,785	97.67
关注类贷款	40,716	0.81	52,590	1.17
次级类贷款	14,760	0.29	15,747	0.35
可疑类贷款	22,000	0.44	17,383	0.39
损失类贷款	16,855	0.34	19,145	0.42
贷款和垫款总额	5,029,128	100.00	4,490,650	100.00
不良贷款	53,615	1.07	52,275	1.16

注：在贷款监管五级分类制度下，本集团的不良贷款包括分类为次级、可疑和损失类的贷款。

大量银行在放水周期不良贷款的指标都表现不差，我认为应该需要对此警惕。2020年是放水周期的一年，在放水的时候通常企业和个人更加容易获得借款。企业因为借到钱而改善现金流，这种情况一定程度上会造成资产质量好转不良贷款生成率降低也是有可能的。一方面银行加大存量不良贷款的核销，另一方面不良代生成率的降低，使得不良贷款相关指标都表现靓丽。当加息周期潮水退去才知道谁在裸泳。届时不同银行的资产质量可能会出现分化。因此银行资产质量的历史表现将成为未来银行资产质量分化的重要参考。从招商银行历史资产质量表现来看，招商银行的资产质量在A股银行里算比较好的那个。

第四部分：未来展望

对于投资招商银行，我的定位是A股最优秀的银行系金融控股集团与中国平安这个最优秀的保险系金融控股集团相对应。随着经济进入高质量发展阶段，公司和个人对综合金融的需求是增大的。未来的金融业必定是金融控股集团的天下。小银行金融牌照不全在这方面是缺陷。对于大型集团和高净值个人的包围式金融服务是在深度上挖掘金融需求。

招商银行银行旗下拥有多个金融牌照。2020年均有贡献可观的净利润。招银租赁净利润25.09亿元、招银国际净利润港币15.12亿元、招银理财净利润24.53亿元、招商基金净利润9.04亿元、招商信诺净利润16.38亿元、招联消费净利润16.63亿元，合计约100亿元（招商银行非银牌照2019年报约70亿元）。

招商银行战略主要是建立“大财富管理体系”打通“财富管理-资产管理-投资银行”价值循环链。利用金融科技升级产品及服务（如图）。

一是进一步打通大财富管理价值循环链，以客户资金流为脉络，有效连接客户投资端和融资端需求，进一步打通“财富管理-资产管理-投资银行”价值循环链。用更加开放的思维，促进“一体两翼”在更高层次上深度融合，将招行的优势与全社会的资源更好地整合，让客户资金和资产在招行的平台上对接、流动、留存，形成资金供给、资金管理、资金融通相互作用的生态圈，强化“飞轮效应”，更好地为客户创造价值。

二是加快三大经营模式转型。加快数字化转型，全面升级招商银行App的产品体系、服务模式和智能化能力。加快平台化转型，打造开放的服务平台，整合全社会优质资源为客户提供一站式金融服务；发挥自身“人+数字化”的优势，以专业能力为客户创造价值；转变盈利模式，大力发展顾问式财富管理和全权委托模式，在长期为客户创造价值的过程中实现自身的价值；批发业务突破以自身资产负债表服务客户的局限，充分利用内外部资源解决客户各类融资需求。加快生态化转型，提高生活场景建设的质量和运营能力，加快产业互联网和企业数字化服务的破局。

三是持续提升风险管理能力。构建适应大财富管理的风险管理体系，将风险控制的策略贯穿到资产组织、产品创设、资产配置、投资者适当性、投后管理的全过程。系统提升行业研究和客户认知能力，构建具有本公司特色的行业分类体系。完善重点大额客户的全流程扎口管理机制。落实房地产相关监管政策，优化客户、业务和区域结构。完善应对机制，严防制裁风险和合规风险。

四是深入推进金融科技建设。推动数据中心向云计算中心转型。持续推进技术中台建设，完善应用程序编程接口(API)应用市场治理机制，改善API应用市场用户体验。完善数据中台框架建设，加强数据治理。

五是坚持在开放融合大局下推动组织文化变革，推动开放融合从物理反应向化学反应转变。将跨边界的融合型组织作为解决复杂工作的有效组织方式，打造适应不同场景需要的组织形态。进一步完善人才交流体系，健全干部交流机制，防止部门壁垒，提升中台落地干活、赋能一线的能力。

该战略基本上就是要发挥出综合金融的力量，深度挖掘客户金融需求。为客户提供一站式服务，听起来和中国平安的一站式金融服务有点像。年报战略定位部分的描述完全符合我对招商银行的定位，我将继续持有招商银行！

7、全面解析 A 股之王——贵州茅台的投资价值

作者：@巍巍昆仑侠

发表时间：2021-04-02

一、公司概况

1. 公司主要产品/业务

公司主要业务是茅台酒及系列酒的生产与销售。

其中茅台酒指飞天商标和五星商标的 53°和 43°茅台，陈年茅台（15 年、30 年、50 年），以及在茅台和陈年茅台基础上做的各类小批量或不同容量的品种，例如生肖茅台、精品茅台、纪念茅台等。

系列酒主要是一曲三茅四酱：贵州大曲、华茅、王茅、赖茅、汉酱、仁酒、王子、迎宾。下图是我 2019 年买的股东礼盒套装，上述茅台家族酒大部分都有了。

2. 业务结构

公司业务构成主要是两大块：茅台酒和系列酒。

2020 年茅台酒占比高达近 90%，为公司目前最主要收入来源。

销售渠道分为直销和批发代理渠道，其中直销占比 14%，毛利率 95.62%，高于批发代理的毛利率 90.8%。

3.公司上下游情况

1)上游原材料与供应商情况

茅台酒的上游原料主要包括酿造用的当地特有的一种糯性高粱和小麦、包装材料以及赤水河水（免费）等。报告期内，公司主要原材料采购金额及占原材料采购总额比例的情况如下：

单位：元 币种：人民币

划分类型	营业收入	同比 (%)	营业成本	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (%)
按产品档次						
茅台酒	84,830,936,002.19	11.91	5,100,340,201.05	8.24	93.99	0.21
其他系列酒	9,991,063,100.26	4.70	2,983,031,217.19	12.45	70.14	-2.06
小计	94,821,999,102.45	11.10	8,083,371,418.24	9.76	91.48	0.11
按销售渠道						
直销	13,240,356,503.01	82.66	579,663,668.13	60.36	95.62	0.61
批发代理	81,581,642,599.44	4.46	7,503,707,750.11	7.14	90.82	-0.23
小计	94,821,999,102.45	11.10	8,083,371,418.24	9.76	91.48	0.11

公司供应商较为分散，前五名供应商采购额 170,958.70 万元，占年度采购总额 38.14%。

总体而言，本公司上游主要原料高粱、小麦、赤水河水均为当地特有，有一定的供应上限，但由于茅台是贵州国资企业，所以中短期内上游原料对企业的生产经营的影响并不明显。

2)下游客户情况

公司产品通过直销和批发代理渠道进行销售。直销渠道指自营渠道，批发代理渠道指社会经销商、商超、电商等渠道。

单位：万元 币种：人民币

渠道类型	本期销售收入	上期销售收入	本期销售量 (吨)	上期销售量 (吨)
直销	1,324,035.65	724,865.97	3,932.08	2,651.84
批发代理	8,158,164.26	7,809,590.86	60,123.86	61,993.46

单位：万元 币种：人民币

区域名称	本期销售 收入	上期销售 收入	本期占 比 (%)	本期销售量 (吨)	上期销售量 (吨)	本期占 比 (%)
国内	9,238,973.51	8,242,415.78	97.43	62,529.32	62,848.73	97.62
国外	243,226.40	292,041.05	2.57	1,526.53	1,796.61	2.38

前五名客户销售额 1,708,403.14 万元，占年度销售总额 18.02%；其中前五名客户销售额中关联方销售额 540,913.57 万元，占年度销售总额 5.70 %，关联方是茅台集团，暂且按下不表。

4.销售模式

公司经营模式为：采购原料—生产产品—销售产品。

原料采购根据公司生产和销售计划进行；产品生产工艺流程为：制曲—制酒—贮存—勾兑—包装；

销售模式为：公司产品通过国内社会渠道区域经销、直销渠道、国外社会渠道区域经销进行销售。

5.公司实际控制人

贵州省国资委全资子公司茅台集团持有茅台股份公司 54%的股份，处于绝对控股地位。



6.机构持股情况

公司前十大流通股东中北向资金四季度增持 3.7%，位列第二大股东。茅台一直是北向资金重仓 Top3，说明外资机构还是非常看好的。

二、行业发展空间和潜力

最新茅台 2020 年报显示，2020 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 740.73 万千升，同比下降 2.46%；实现销售收入 5836.39 亿元，同比增长 4.61%；实现利润总额 1585.41 亿元，同比增长 13.35%。

从白酒近几年的总量数据来看，白酒行业随着去产能和调结构的逐步深化，行业总体呈现产出规模稳中有降、利润逐步提升的新特征。



此外，随着“少喝酒、喝好酒”的健康理念传播和广大中产阶级的崛起，近年来中高端白酒产销两旺。

我国高端酒市场容量大概就是 6 万吨左右，茅台 2020 年卖了 3.4 万吨、占据了一半江山；五粮液 2 万吨、国窖有 0.5 万吨左右，剩余的就是其他地方市场份额。

根据茅台这几年的基酒产量推算，茅台酒 2025 年产量将达到 4.7 万吨。当然伴随着人们收入的增长，高端酒总规模会有扩大，但增长不会快。

总之，白酒与那种新兴行业公司不同，白酒行业已经进入存量竞争的阶段，每年总产量都在下滑，规模以上企业的营收小幅增长，未来各公司会从之前的跑马圈地扩规模，变成固守地盘提利润。

因此，对茅台的分析也就应该聚焦在其竞争优势、市场集中度提升的逻辑，以及短中期可见的一些增长驱动因素上。

三、白酒行业竞争格局

因为人口结构、健康认知、替代饮品及产业结构等多种原因，白酒消费总量不乐观，总体呈稳中有降的趋势。在白酒行业由高速增长迈向高质量发展的新阶段下，行业主要呈现以下三个发展趋势：

一是品质至上。在居民收入提高和消费持续升级背景下，以名优白酒为代表的品质消费，更加契合消费者日益增长的美好生活需要；

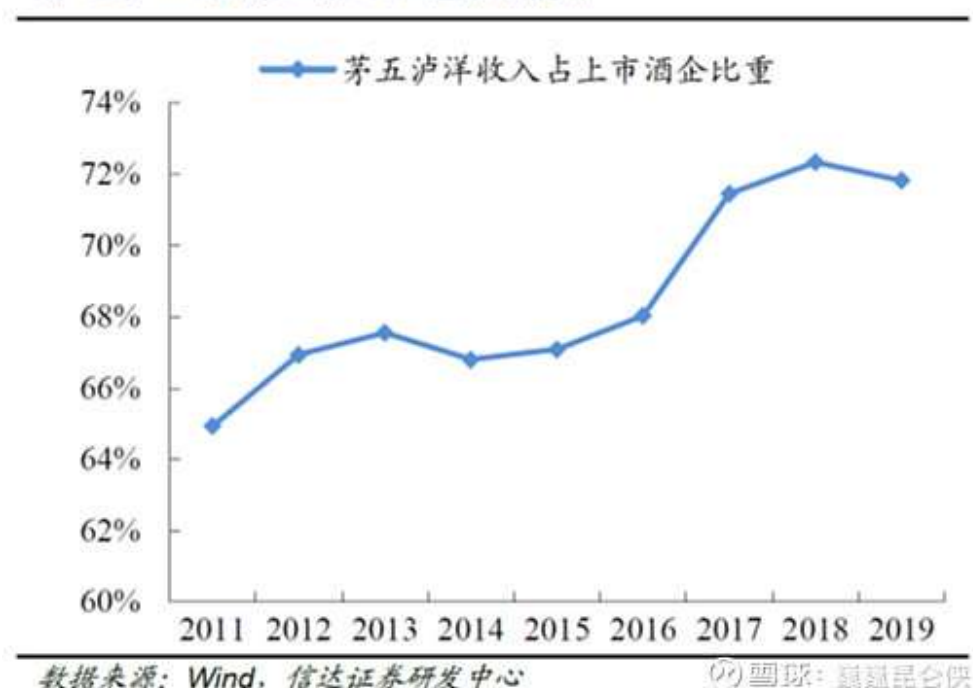
二是分化加剧。市场竞争逐步进入挤压式增长和结构性繁荣新常态，大酒企、名优品牌市场竞争优势更加明显；

三是集中度提升。行业市场份额将加速向优势品牌、优势产能和优势产区集中，行业结构不断升级，整体格局不断优化，业内外整合活动日趋频繁。

2020 年全国规模以上白酒企业实现利润总额 1585.41 亿元，而茅台一家净利润 467 亿元，占比 30%。

同时，一线酒企（茅五泸洋）在上市酒企中的市场份额也在持续提升，2019 年收入占比达 72%，利润总额占比达 86%。此次疫情加速了行业分化，区域龙头的份额占比也在进一步攀升，行业结构性繁荣趋势不变，白酒行业最值得关注的就是中高端品牌的几只领头羊。

图 25：一线酒企的收入比重持续提升

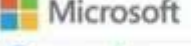
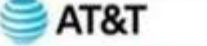
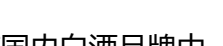


四、公司核心竞争优势

1. 全球知名品牌

全球领先的品牌价值评估机构 Brand Finance 发布了《2021 年全球品牌价值 500 强报告》，茅台以 453.33 亿美元的品牌价值，排名从去年 31 位上升至第 27 名。报告显示，茅台品牌评级继续保持 AAA 级（最高级），也是排名最高的食品企业。

而另一份由 WPP 与凯度联合发布的“2020 年 BrandZ™最具价值全球品牌 100 强”排行榜显示，茅台品牌价值 537 亿美元，力压全球奢侈品品牌 LV。

1		零售	4158.55	+32%
2		科技	3522.06	+14%
3		科技	3265.44	+30%
4		科技	3236.01	+5%
5		支付	1868.09	+5%
6	 	零售	1525.25	+16%
7	 	科技	1509.78	+15%
8		科技	1471.90	-7%
9		快餐	1293.21	-1%
10		支付	1081.29	+18%
11		电信服务	1058.33	-2%
12		电信服务	946.62	+0%
13		软饮	840.22	+4%
14		科技	836.67	-3%
15		烟草	582.47	-19%
16		零售	575.85	+8%
17		科技	575.78	+0%
18	 	酒类	537.55	+58%
19		奢侈品	517.77	+10%
20		物流	507.42	+8%

而在国内白酒品牌中，茅台更是一骑绝尘，更是被戏称为“中国有两种白酒，一种叫贵州茅台，一种叫其他白酒”。而茅台作为也是多次作为国礼赠送给外国元首和嘉宾，有兴趣的朋友可以看看电视剧《外交风云》，茅台出境率非常高。

茅台比五粮液好喝吗？不一定。事实上，五粮液的市场占有率是超过茅台的。但是，消费者在意吗？不，他们不在乎。更重要的是，一旦人们在头脑中已经形成一种印象，就很难也不愿意改变。

对于 C 端消费品市场，赢得消费者的心智头脑比赢得市场更重要。不管茅台在市场上是不是第一，茅台都是消费者心目中的国酒第一品牌，所以，茅台第一的位置无可动摇。

2.卓越的品质

贵州茅台酒卓越品质来源于其独特的传统酿造工艺，是历代茅台人智慧的结晶，被列为国家级非物质文化遗产之一。

一瓶茅台酒从生产到包装出厂需要五年，是世界上更为复杂的酿造工艺之一。

茅台酒整个生产周期为一年，经过端午踩曲、重阳下沙、两次投料、九次蒸煮、八次加曲发酵、七次取酒等工艺流程。

七次取酒后，第一年进行“盘勾”，再存放3年。3年后，再进行“勾兑”和“调味”，之后，酒还要分批次继续存放一年之后才能灌瓶出厂。这样算下来，一共需要五年。

这其中的繁琐工艺需要耗费大量的人力物力，背后的一种“茅台酒质量文化”和高度的“质量意识”、“责任意识”。一代一代的茅台人遵循着酿酒古法，才让茅台酒的酿造技艺一直传承到现在，并且历久弥新，焕发出蓬勃的生命力。

3.强大的社交属性

近年来随着人们消费水平的不断提高，不管是商业宴请，还是婚丧嫁娶，孝敬长辈，茅台酒越来越多的摆上普通人的餐桌。特别是在中国这样的人情社会里，送礼送茅台，送的人有面子，喝的人也有面子，体现出最高的尊重。

所以不管你是否真的喜欢喝茅台，和朋友们喝茅台都是一件很有面子的事情。并且一旦这次送了茅台，下次再送五粮液，哈哈啊，有点难。

所以茅台已经成具有强大的社交属性，具有强者愈强的特点，一旦形成，很难被颠覆（喝的人越多，越容易被选择）。

4.产量有限，长期供不应求

由于酿造茅台酒需要当地独特的高粱和小麦，以及赤水河水等自然环境，离开茅台镇就无法酿造出正宗的茅台酒，加之茅台酒复杂的酿造工艺，所以茅台的产量虽然一直在提升，但始终无法满足市场的需求。而这种趋势很大可能将持续下去。

在当下市场经济下，长期供不应求的产品还真是不多，这也是最近有些券商把茅台和顶级奢侈品相比的原因之一，都是产量有限，长期供不应求。

5.优秀的商业模式

1) 现款后货的生意属性，利润含金量高

生意属性是分三六九等的，上等生意是先付钱后提货（产品供不应求），中等生意是一手交钱一手交货（一些快消品和大宗商品），下等生意是先干活后拿钱（很多工程项目）。

而茅台做的就是上等生意，先付钱再提货，更别提账期什么的。2019年公司预收款高达137亿，2020年预收款也有133亿。

预收款项			13,740,329,698.82
合同负债	18	13,321,549,147.82	雪域·藏地·茶马古道

2) 超高的毛利率和净利率

茅台的原料就是 5 斤高粱和小麦，加上免费的赤水河水，经发酵后装瓶成为了一瓶售价高达 2000-3000 元的茅台酒。这使得茅台常年净利润保持在 90%以上，净利率在 50%以上。

3) 无需大额资本开支

和一些重资产企业需要不断研发和扩产来保持竞争力不同，茅台只要守好自家一亩三分地，严格保持安全和质量生产即可，偶尔技改一下，无需大额资本开支，现金创造能力极强。

4) 超强的定价权和不断涨价的能力

由于茅台强大的品牌和长期供不应求的态势，茅台有着超强的定价权，能够不断的通过涨价来转嫁成本端的提升。

据悉，3 月份以来，牛年生肖茅台出厂价 1999 元，相比鼠年生肖酒出厂价 1299 元上涨 53%；零售指导价由 1699 提至 2499 元，上涨 47%。

精品茅台出厂价由 2299 元提至 2699 元，零售指导价由 3199 元提至 3299 元。

经销商全年计划减半，转由自营店按零售价销售。

5) 茅台本身独特的收藏属性和金融属性

由于酱香酒相比浓香酒和清香酒有着更长的保存时间，可以长达数十年，并且越陈越香。

如果卖不掉就可以储存起来，年份越久价格越高，并且在市场上就是和黄金类似的硬通货，变现很容易，这也是很多人囤茅台的原因。我本人就有几瓶十年以上的茅台。可以说是乱世黄金，盛世茅台。

所以茅台不存在存货跌价的问题，不像很多产品存货还要计提损失，茅台的存货是越多越好，不管是基酒还是商品酒。

五、未来成长驱动

绝大部分公司的成长主要是由需求驱动的，但是茅台比较特殊，由于长期供不应求，茅台是以产定销。

茅台未来增长的核心问题是基酒产量、产品结构（更多比普茅价格更高的产品、系列酒）、直营渠道投放量、出厂价上调时机和幅度。

1. 基酒产量和销量

由于茅台的特殊工艺，茅台酒的产量可按照 4 年前的基酒产量的 75-85%确定，由于目前公司基酒存储量已经约 25 万吨，没有继续扩大存储的意义和更充足的酒库空间，2021 年后销售量可以按照四年前 85%预估。所以茅台业绩确定性很高。下图可以看到 2022 年会是茅台的一个大年。

时间	茅台基酒产量	成品销量	销量增幅	库存总量
2015	32179	19798	—	
2016	39312	22918	15.76%	
2017	42828	30206	31.80%	
2018	49671	32464	7.48%	236527
2019	49900	34062	4.92%	
2020	50200	34312	0.73%	249235
2021	55300	36404	6.10%	
2022		42220	15.98%	
2023		42415	0.46%	
2024		42670	0.60%	
2025		47005	12.10%	

系列酒方面，目前有 2.5 万吨产能，原定 2020 年新增的 3 万吨产能预计将于今年 6 月底完成，但是由于要储存 2 年才能上市，所以基本商品酒销售基本要到 2024 年了。

2. 出厂价上调时机和幅度

价格方面，由于今年对于非标茅台进行了涨价，所以主力普茅今年大概率是不会涨价了。这块根据华创的预测，大致增厚利润 44 亿元，约合 9.5%。

图表 1 茅台非标产品测算

序号	产品	提价前（元）	提价后（元）	销量（吨）	收入增量（亿元）	利润增量（亿元）
1	生肖酒	经销商 1299	1999	750	9.9	7.0
		自营店 1699	2499	750	16.9	12.1
2	精品茅台	经销商 2299	2699	400	3.0	2.1
		自营店 3199	3299	400	7.5	5.4
3	出口产品	739	969	2000	8.6	6.2
4	总经销产品	1000+	50-100%涨幅	800	15.8	11.3
合计					61.7	44.1
贡献幅度测算					6.3%	9.5%

资料来源：渠道调研，华创证券测算（注：1、生肖酒和精品茅台的自营店增量由经销商渠道转为自营，因此分别按 1299 元提价至 2499 元，2299 元提至 3299 元测算；2、总经销产品出厂价和提价幅度不一，本文按平均出厂价 1500 元，平均提价幅度 70% 测算，或存在一定误差；3、销量依据过往业绩拆分及调研情况测算。）

对于主力普茅的价格维持时间，间隔最长的一次是 5 年时间，是 2012 年 9 月~2018 年 1 月。自从 2018 年 1 月上调出厂价（从 819 上调至 969）已有 3 年时间。

上面分析过 2022 年茅台可供销量大增 16%，会是茅台的一个大年，会否涨价难讲，而 2023 年茅台维持出厂价进入第 5 年，且当年可供销量同比微增 0.46%，涨价的可能性非常大。如果 2022 年涨价就当意外之喜吧。

六、主要风险

1. 公司治理的风险

这是我认为茅台最大的风险。贵州作为我国的经济欠发达地区，而茅台又是贵州国资委下属企业，所以茅台就成了一块大肥肉，谁都想上来咬一口。列几条比较主要的：

1)去年12月下旬,197位贵州茅台小股东在900兄的发起下,诉贵州茅台董事会公告5项捐赠议案违规!随后,贵州茅台董事会迫于压力自行撤销了捐赠议案。否则合计8.2亿元的捐赠如果执行的话,这净利润增速就只高出1个百分点了!

2)各种关联交易,集团成立营销公司揩油,另一边搞所谓聚合营销,"拉集团兄弟一把",帮其他兄弟公司出货。

3)习酒等集团子公司构成的同业竞争迟迟无法解决。

从贵州茅台董事会撤销捐赠议案可以看出公司对二级市场的小股东多了一份敬畏之心,有了前车之鉴,以后再有类似事情时估计他们要三思而后行了。总体而言茅台的公司治理任重道远,我们且行且看。

2.征收高端白酒消费税

国家有可能出台高端白酒消费税,毕竟烟草就在征税,保不齐哪天白酒也要征收高额消费税。

七、投资逻辑

1.白酒和烟草一样都是易成瘾的易耗品,在我国有着几千年的饮酒文化,其需求接近永恒,且兼具物质和精神层面的需求。是我的“吃喝玩乐”赛道选股的理想标的。

2.茅台具有非常优异的生意属性。强大的品牌,超高的毛利率和净利率,现金创造能力强,宽广的护城河等等。

3.产量有限,长期供不应求。由于酿造茅台酒需要当地独特的自然环境,离开茅台镇就无法酿造出正宗的茅台酒。所以茅台的产量虽然一直在提升,但始终无法满足市场的需求。而这种趋势很大可能将持续下去。

4.强大的社交属性。在中国这样的人情社会里,婚丧嫁娶,孝敬长辈,商务宴请,送礼送茅台,送的人有面子,喝的人也有面子,体现出最高的尊重。

所以茅台已经成具有强大的社交属性,具有强者愈强的特点,一旦形成,很难被颠覆(喝的人越多,越容易被选择)。

5.茅台增长确定性极强,中长期来看,公司业绩(不是股价)至少还有2倍以上的成长空间。

八、盈利预测

前面讲到,由于茅台的特殊工艺,茅台酒的产量可按照4年前的基酒产量的75-85%确定,2021年后可销售量可以按照四年前85%预估。

由于系列酒销售额只占总销售额的10%不到,且毛利率大幅低于茅台酒,所以不再单独进行测算。故2021年业绩预测如下:

2021年茅台酒产量为 $=42828 \times 0.85 = 36403$ 吨,相较2020年增量6%。

价格方面,由于今年对于非标茅台进行了涨价,所以主力普茅今年大概率是不会涨价了。这块根据华创的预测,大致增厚利润44亿元,约合9.5%。

所以2021年利润 $=2020$ 年利润 $\times 1.06 \times 1.095 = 542$ 亿元,同比增加16%。

2022 年茅台酒产量为 42220 吨，相较 2021 年增量 16%。不考虑涨价，只算增量即能保持业绩 16% 的增长，届时净利润为 628 亿。

由于茅台的可预测性很强，所以我们可以直接参照券商的一致性预期如下：

名称	2021	2022	2023
市盈率	46.5	39.9	35
净利润	543 亿	633 亿	721 亿
每股收益	43.2	50.4	57.4
同比增长	16.3%	16.6%	13.8%

雪球：麒麟昆仑供

九、估值

其实我相信绝大多数人对茅台是家优秀公司是没有异议的，关键是多少倍的估值是合理的分歧很大，这也是为什么绝大多数情况下大家都觉得茅台贵。所以我们主要探讨一下茅台 PE 多少合理。

从上图可以看到，以 3 月 31 日收盘价 2009 元计算，2021 年 PE 为 46.5 倍，2022 年下降为 39.9 倍。2023 年为 35 倍。

茅台 2020 年 3 月新冠疫情阶段股价新低破 1000 元时，对应 PE 为 30 倍，这是近期最恐慌时候的价格。大部分股票出现阶段低点，那时的估值作为近期的估值底具备一定参考性。

此外从历史估值区间来看，最近 10 年茅台的 PE 中枢在 30 倍，而最近 5 年茅台的 PE 中枢提高到了 41 倍。

PE/PB Band

最近10年 ▾

市盈率

市净率

市销率

市现率

● 股价 ● 51.56x ● 40.87x ● 30.19x
● 19.51x ● 8.83x



雪球: 财经社区

PE/PB Band

最近5年 ▾

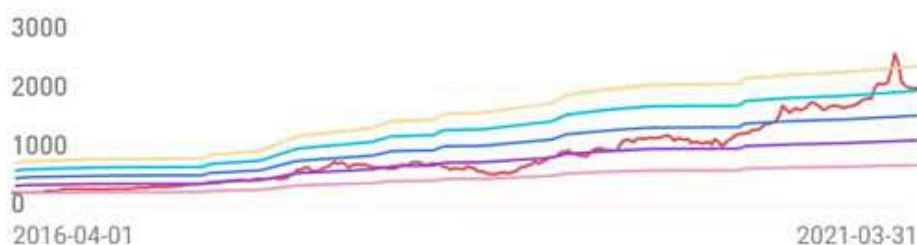
市盈率

市净率

市销率

市现率

● 股价 ● 64.32x ● 52.95x ● 41.58x
● 30.21x ● 18.84x



雪球: 财经社区

为什么有这样的估值差异呢？我认为主要是北向资金不断买入的结果。因为北向资金成本低，投资期限长，茅台这种高确定性股票非常符合他们的审美标准，最近几年茅台一直是北向资金重仓 Top3 的股票。

并且从时间上看也吻合，沪港通开通时间是 2014 年 11 月 17 日、深港通开通时间是 2016 年 12 月 5 日，也是 5 年前左右。因此我认为在茅台基本面没发生大的变化的前提下，最近 5 年的茅台 PE 中枢 40 倍大概率将延续下去，成为合理估值的锚，35-45 倍为合理区间，30 倍以下低估，50 倍以上高估。

目前 2000 元出头的价格对应 2021 年的 PE46 倍，合理偏贵；对应 2022 年的 PE40 倍则是合理估值。

长期视角估值

贵州茅台股份公司制定了十四五规划，目标是到 2025 年利润达到 1000 亿。按照 2020 年 467 亿的基数，5 年复合增长 16.4%，这个增速是安全可以实现的。

届时如果市场处于中性，给予 40PE，那么市值将达到 40000 亿，以目前 2000 元价格（2.5 万亿）买入，年化收益 12%。

市场情绪	2025年市盈率	2025年净利润	2025市值	买入市值	年化收益
乐观	50	1000	50000	25000	18.9%
中性	40	1000	40000	25000	12.5%
悲观	30	1000	30000	25000	4.7%

综合而言，我认为目前看，茅台 40 倍 PE 为合理估值，可以开始买入，30 倍为低估，可以下重手买，如果出现 20 倍估值，应该是公司基本面或者行业出现大的问题，或者股市出现系统性下跌，可遇而不可求，估计真到那时，大部分人更不敢买了。

8、顺丰控股暴雷后的四大感悟！

作者：@滇南王

发表时间：2021-04-10

投资，最大的风险，不是暴雷，而是重仓个股暴雷！顺丰控股是我重点研究的 100 家企业，出现暴雷，所以今天谈谈暴雷后的几大感悟！

一、本期业绩预计情况

1、业绩预告期间：2021 年 1 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日

2、预计的业绩：☒ 亏损 ☐ 扭亏为盈 ☐ 同向上升 ☐ 同向下降

项 目	本报告期	上年同期
归属于上市公司股东 的净利润	亏损：90,000 万元 至 110,000 万元	盈利：90,729 万元
归属于上市公司股东 的扣除非经常性损益 的净利润	亏损：100,000 万元 至 120,000 万元	盈利：83,199 万元

昨晚顺丰控股发布了一季度业绩公告，预计第一季度净亏损 9 亿-11 亿元，上年同期盈利 9.07 亿元。也就是说，相比去年一季度，损失了 20 亿！顺丰这么牛的企业都亏损，还有什么企业不能亏呢？



今天开盘，直接巨量封跌停板！市场已经给出明确的选择！

投资，最重要的不是挣钱，而是如何活下去，只要你在市场待久了，什么奇葩的事情你都会遇上！所以在我的体系中，好的仓控比好企业和好时机重要很多！

好公司是解决基本面的问题，谁优谁劣，根据标准可以判断出来，好时机是解决什么时候布局的问题，现在卖的问题已经解决了，就是买了基本不会想着卖，除非获利巨大！好仓控就是解决出现极端问题怎么解决的！

顺丰暴雷后，我得出几大感悟，分享给大家，让大家少走点弯路！

第一、远离泡沫的企业！不管这企业多好！

说起好企业，很多人就拿赛道来忽悠人，赛道，其实就是基金抱团的一个借口而已！
巴菲特说过，合理的价格买入伟大的企业！所以说，投资不仅仅要挖掘伟大的企业，更要与合理的价格买入！

【1. 财务指标】				
【主要财务指标】				
财务指标	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
审计意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见
净利润(元)	73,2608亿	57,9651亿	45,5591亿	47,7413亿
净利润增长率(%)	26,3879	27,2306	-4,571	14,202
营业总收入(元)	1529,8687亿	1121,934亿	909,4269亿	712,7263亿
营业总收入增长率(%)	37,2513	23,3671	27,5063	23,9897
加权净资产收益率(%)	15,2	14,86	13,19	18,15
资产负债率(%)	48,9388	54,0735	48,3536	40,2339
净利润现金含量(%)	154,57	157,3521	119,8071	123,6719
基本每股收益(元)	1,64	1,32	1,03	1,12
每股收益-扣除(元)	1,37	0,96	0,79	0,37
稀释每股收益(元)	1,64	1,32	1,03	1,12
每股资本公积(元)	5,3562	3,6524	2,6706	3,5469
每股未分配利润(元)	5,6422	4,4799	3,3856	2,6023
每股净资产(元)	12,3875	9,4348	8,308	7,4537
每股经营现金流量(元)	2,4853	2,0662	1,7353	1,6101
经营活动现金流净额增长率(%)	24,1484	67,1023	-12,8245	

上图是顺丰的最近几年的财务，最近三年净利润也就是不足 60 亿的水平，但是截至目前跌停，市值已经 3000 多亿！

3000 多亿是一个什么概念？

财务分析 - 万科A - 更新日期: 2021-04-08 - 港交所 灵通V8.0 ☆【港交所】所获文章、数据仅供参考，使用前务请仔细核实，风险自担。☆ ★本栏包括【1. 财务指标】【2. 报表摘要】【3. 异动科目】【4. 环比分析】★				
【1. 财务指标】				
【主要财务指标】				
财务指标	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
审计意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见
净利润(元)	415,1554亿	388,7209亿	337,7265亿	280,5181亿
净利润增长率(%)	6,8004	15,0993	20,3832	22,4364
营业总收入(元)	4191,1168亿	3678,9388亿	2978,7933亿	2428,9711亿
营业总收入增长率(%)	13,9219	23,5873	22,5537	1,0063
加权净资产收益率(%)	20,13	22,47	23,24	22,8
资产负债率(%)	81,2835	84,359	74,5856	83,9813
净利润现金含量(%)	128,1159	117,5311	99,5426	293,4671
基本每股收益(元)	3,62	3,47	3,06	2,54
每股收益-扣除(元)	3,51	3,42	3,03	2,47
稀释每股收益(元)	3,62	3,47	3,06	2,54
每股资本公积(元)	1,9971	1,0968	0,7252	0,7545
每股未分配利润(元)	8,4713	8,4366	8,309	6,9907
每股净资产(元)	19,32	16,64	14,11	12,02
每股经营现金流量(元)	4,5782	4,0423	3,0454	
经营活动现金流净额增长率(%)	16,4188	25,3991	-59,163	108,0639

地产龙头万科年利润 400 亿，也是 3000 多亿的市值！

财务分析表 0000651 格力电器 更新日期: 2021-03-29 来源: 新浪财经 来源: 新浪财经

★ 本表包括: 【1. 财务指标】 【2. 报表摘要】 【3. 异动科目】 【4. 对比分析】 ★

【1. 财务指标】

【主要财务指标】

财务指标	2020-09-30	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
审计意见	未经审计	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见
净利润(元)	136,987.2亿	246,966.4亿	262,027.9亿	224,004.8亿
净利润增长率(%)	-38.0639	-5.7480	16.9742	44.8592
营业总收入(元)	1274,681.2亿	2005,683.3亿	2000,24.2亿	1500,195.5亿
营业总收入增长率(%)	-18.6424	0.2421	33.2320	36.2412
加权净资产收益率(%)	11.7400	25.7200	33.3900	37.4400
资产负债率(%)	57.5746	60.4023	63.0963	68.9030
净利润现金含量(%)	22.1335	112.9454	102.8165	72.9363
基本每股收益(元)	2.2800	4.1100	4.3600	3.7200
每股收益-扣除非经常性损益(元)	-	4.0200	4.2500	3.5200
稀释每股收益(元)	2.2800	4.1100	4.3600	3.7200
每股资本公积金(元)	0.0160	0.0155	0.0155	0.0208
每股未分配利润(元)	16.6675	15.5916	13.6209	9.2655
每股净资产(元)	19.0753	18.3109	15.1814	10.9072
每股经营活动现金流量(元)	0.5040	4.6365	4.4784	9.9471
经营活动现金流量净额增长率(%)	-90.7362	3.5371	64.8967	9.9471

世界空调霸主格力电器年 200 多亿的净利润，也是 3000 多亿的市值！

也就是说，万科和格力不管从任何角度看，都比顺丰性价比高，顺丰 3000 亿的市值，即使业绩不暴雷，也依然要调整！原因就是有泡沫！

4000 多家企业，没必要去搞泡沫股，找那些能让自己安心持有的企业，比什么都重要！

第二、远离短期涨幅很大的企业！

顺丰从 2019 年到最近高点，一共涨了四倍，最近一年涨了两倍，如果从基本面的角度看，净利润从 40 多亿做到 70 多亿，也就是翻倍，所以股价涨 4 倍是透支的！

2019 年顺丰入选品牌 100 强，那个时候价格不足 30 元，我依然没布局，原因就是我没研究透这个行业！这次跌下来，我会重点跟踪，因为好的投资机会是跌出来的，不是涨出来的！

对于短期涨幅很大的企业，一定要小心，宁可等其大跌后再考虑，也不要追高，不然被套的时间会非常长！

第三、重资产行业要谨慎！

中国最牛的快递，以前是中国邮政，中国邮政牛到每个村镇都有，但是我查了中国邮政，很多年里面都是亏钱的！

快递是一个服务行业，但是更是一个重资产行业，重资产行业我最大感悟就是不能给高估值，原因就是发展的过程很容易出现业绩滞涨！

顺丰最近两年业绩增加的原因是进入了电商快递，我买很多快递都遇到顺丰送货！但是如果高端件下降，未必就能挣钱！

第四、买的便宜比什么都强！

有钱买股，买了放着就行，只要跑赢银行存款，对于投资者来讲就是好的，巴菲特年复利才 20% 多，我认为超过巴菲特的收益大部分是运气，如果这点认识不到，早晚

会吃大亏，股市挣钱不难，难的持续挣钱，为什么我长线投资，原因就是只有长期跟踪才能真正搞明白一家企业，投资没有任何捷径，就是在自己能力范围内布局就行！

如果顺丰你在 30 元布局，即使现在跌停依然还有一倍的利润，如果你在 100 元追高，腰斩也很正常！同样一个企业，30 元不买，为什么非要到 100 元才买呢？如果你这么做，被套也很正常，买的便宜最多就是浪费时间，买的贵很可能就是本金损失！这也是我选择价投的真正原因！

第四、60 月线就是黄金线！



顺丰这次暴雷，技术上要等着出现企稳，月线上，大家注意 2019 年 30 元倍 60 线强支撑，也就是从技术角度看，60 月线是中长线最好布局的位置！顺丰这次也验证了 60 线就是黄金线！

因为这次跌停，后面耐心等着企稳信号就行，不管是 20 还是 30 或者 60 线支撑，至少也要等业绩企稳才能考虑！

总的来说，顺丰控股这次暴雷不是偶然的，这种优秀企业不可能造假，所以选择暴雷来处理一些财务问题，不过我对顺丰未来依然看好，现在人居住城市，网购已经成为生活的一部分，顺丰在快递行业，就是快递行业中的茅台，不管服务还是效率都是最高的，当然价格也是最贵的！

暴雷股，每年基本都有，也很难预测下一个暴雷的是那家企业，最佳的办法就是分散投资，与合理的价格买入优秀的企业，然后不断总结，多长经验教训，股市的每一个教训，都是用时间和金钱换来的！

9、2020 年持仓年报分析——潍柴动力

作者：@景风长赢

发表时间：2021-04-01

潍柴动力业绩报告会问答集锦

问：谭旭光是否退休？

答：近期没有退休计划。

问：如果解答 2020 年财务报表？

答：潍柴是一家跨国型企业，潍柴的海外营收占比 30%以上，由于海外疫情冲击，对利润造成了 8-10 个亿的利润影响，实际上比 19 年利润增长 15%，国内市场增长 25%。

问：2030 年碳达峰对潍柴有什么影响？

答：在碳达峰推进的过程中，将倒逼内燃机行业进行节能减排技术升级，这一过程对于拥有核心技术的企业具备巨大影响，潍柴对燃料电池，混合动力和纯电动多种技术路线广泛布局，均处于世界领先水平，随时满足市场各类需求，有能力应对各种市场变化。2025 年预备了 200 万台供应，潍柴+MAN 发动机在国内重卡市场占据 50%的市场份额，随着国六实施，潍柴将帮助中国将世界一流重卡动力总成完全掌握在手中。

问：50%热效率发动机为潍柴和市场带来什么价值？

答：去年潍柴发布了全球首款商用化的 50.26%热效率发动机，以 49 吨重卡为例，1 万公里燃油节省 1500 元，30 万公里节省 4-5 万，六年内可节省出一辆重卡。

问：潍柴高研发投入对股东有什么好处？

答：潍柴是中国重大装备制造业龙头之一，在市场内一直保持较高的研发投入，去年谭旭光给李克强总理提出了抵扣制造业研发费用的建议，今年总理采用建议，纳入工作报告，将抵扣制造业的研发费用。此外，潍柴储备了一大批技术和产品，能够及时满足随着法规的变化带来的客户需求的变化。而且在研发费用增长的过程中，潍柴的利润仍然可以稳步上升，没有出现大起大落。



问：为什么陕重汽的市场份额有所下滑？

答：主要原因，自身竞争力下滑，没有充分满足市场需求，次要原因，产能不足，在旺季时，不足以支撑市场需求，而且供应链的供应商部分来自湖北，受到了疫情的影响，因而造成增长低于市场增长，市场份额下降。今年计划销售 20 万辆，15%的市占率，目前销量比 19 年一季度增长 50%。

问：如何应对采埃孚 AMT 变速箱的市场竞争？

答：法士特的 AMT 市占率长期保持第一，产品紧密切合市场需求，同时适应重卡，轻卡，传动效率达 99.8%，寿命 200 万公里，50 万长周期换油。法士特的优势是性价比好，集团协同优势，本地化生产，使用户不仅用得起来，而且用得好，提供和乘用车同样的使用体验。预计今年销售 5-6 万台，1-2 月 AMT 变速箱已超过去年全年销售，年底将建成 20 万产能。

问：对飞速空压机的投入与落地？

答：潍柴致力于发展氢能社会，氢能城市。潍柴已经全面布局了氢燃料电池产业链，之前已布局了燃料电池心脏--电堆，在与飞速交流合作 3 年以后，认为飞速空压机处于世界领先地位，通过逐步掌握其技术，进行国产化落地，实现氢燃料电池核心技术的自主可控。目前燃料电池的成本 5000 元/千瓦，到 2025 年有很大可能降低到 1500 元/千瓦。



问：云时代与 5G 对潍柴有何影响？

答：大数据中心依据法规必须具备备用电源，潍柴的大缸径发动机已经具备完全替代欧美产品的实力，销量以指数级的速度持续增长，预计 2025 年销售 2 万台，为股东带来 100 亿的营收增量。



问：火花塞为何分拆上市？

答：潍柴动力是一个多元业务结构的公司，过去很多人看不明白潍柴的业务，但是潍柴的多元业务结构为投资者带来了安全因素以及周期规避因素，通过 20 年的时间，将营收由 40 亿提升至 2000 亿。潍柴旗下很多资源具备分拆上市的能力，过去由于法规限制，非主营业务不能分拆上市，现在由于法规对科创公司的支持，包括火花塞在内的一些潍柴子公司具备了上市资格。火花塞目前业务分为国内 1/3，国外 1/3，后市场 1/3，在固态燃料电池领域的陶瓷技术方面进行布局，并致力于突破氮氧传感器的瓶颈。希望通过上市引入资本，优化公司治理结构，提高研发创新能力。

问：林德液压的现状和分拆上市？

答：林德液压的核心技术已经完全国产化，是世界一流的液压品牌，林德液压将会在 2022 与 2023 年之间进行独立上市，届时预计营收达到 20 亿。林德液压主要聚焦于中高端的高价值工程市场，不做低端市场，是高压液压技术的全球领导者。通过控制系统匹配优化，油耗降低了 15%。潍柴在中国工程机械市场占有率较高，林德液压将为潍柴的客户提供增值服务。目前液压市场有 200-240 亿的国产替代空间，尤其是高利润的 20 吨以上高端产品被外国品牌长期占据，而中国的其他液压公司大多聚焦于低端市场。林德液压在性能和性价比方面已经超越川崎等外国液压厂商，大批量上市后，利润率不会低于其他竞品。



问：雷沃重工与潍柴的协同效应？

答：潍柴将与雷沃重工一起扭转我国农业装备大而不强的局面，推动中国农业向智能化，高端化转型，建立核心技术。未来的农业市场一定会向高科技转向，这将为潍柴提供 10 万台大马力发动机的配套空间。目前我国使用的大功率拖拉机 CVT 液压总成完全进口，是我国的重大短板，潍柴已经完成了高端 CVT 总成的自主化，将借助雷沃进入市场。其中在 150 马力动力方面，潍柴借助产业链优势，将会在性价比方面远远超过进口产品。

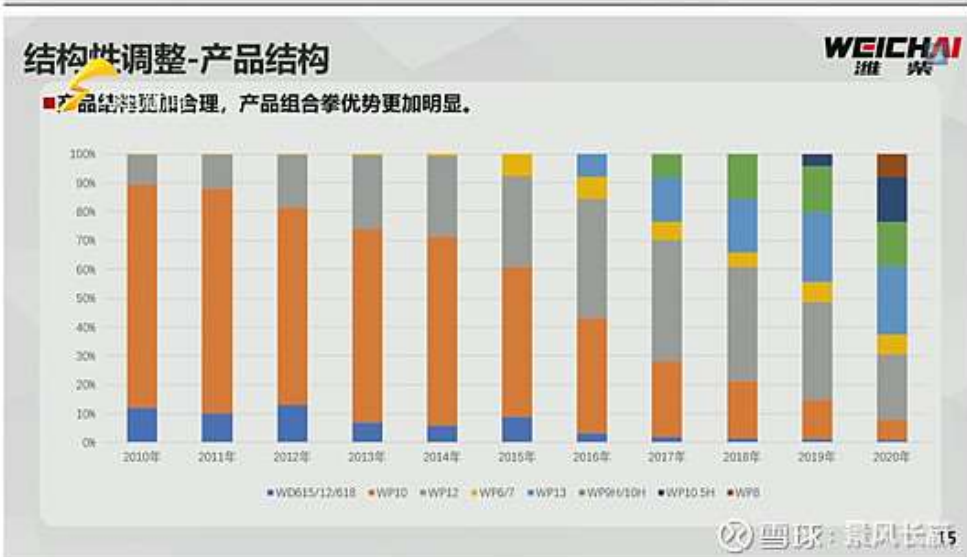
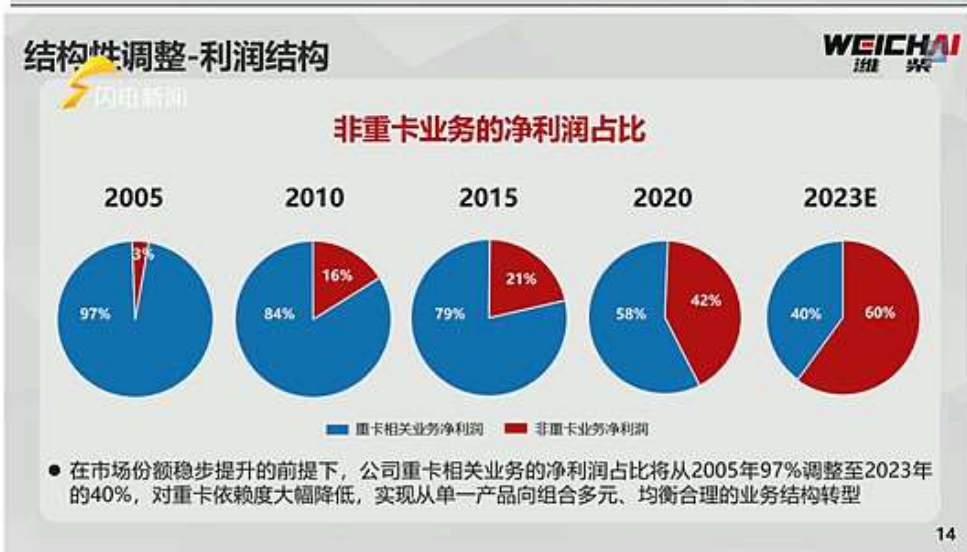
问：凯傲的现状和未来？

答：中国的投资者没有把凯傲的增值体现在潍柴的价值里，反而把凯傲的减值充分体现在潍柴的股价里边，对业务的理解存在问题。凯傲是去年外国中大型集团中唯一没有运营亏损的，订单仍在持续增长，创历史最高水平，现金流正常，股价也接连创新高。同时在疫情期间将旗下叉车业务进行了整合，预计今年业绩将会大幅度提高，营收预计增长 10-17%。目前智能物流领导者德马泰克营收达到 33 亿欧元，增长 33%。



问：重卡周期下行对潍柴的影响？

答：过去的重卡周期是由于自卸车引起，占比 70%，受国家投资影响，而目前自卸车只占据 15-20%，重卡市场主要由物流车提供需求。国三淘汰以后，国四将在 2025 年前淘汰完毕，会带来一个增量，所以不会出现长期的下行周期。同时，潍柴对重卡业务的依赖度越来越小，到 2023 年前，在营收和重卡业务增长的同时，借由其他业务更快速的增长，重卡业务利润占比将下降到 40% 以下。目前潍柴的大缸径和液压动力总成业务将会持续发展，潍柴全面取代包括奔驰在内的外国大型车吊动力和液压动力总成系统，2 月获得了 15 万台的订单。未来这方面业务将在整个十四五期间快速增长。



问：130 亿增发的目的？

答：全面布局大缸径，液压总成，燃料电池，固态燃料电池等业务。由于欧洲可能进入下行周期，不排除潍柴进行新一轮的并购。

问：为什么将潍柴重庆汽车出售给中国重汽？

答：中国重汽将携轻卡与潍柴重庆的皮卡，SUV，借助盛瑞 8AT 变速箱和重汽的品牌及渠道优势，打造全新的业务领域。既帮助中国重汽开展了新型业务，又剥离了潍柴的亏损资产，对两个公司的股东是双赢。

问：国六和非四对潍柴的影响？

答：国六和非四将会支持潍柴全系列进入高端市场，包括国际高端市场。由于潍柴提前十年进行研发，开发费用已经全部消化，在这方面不会额外增加潍柴的研发投入。国六和非四的研发费用不是普通发动机厂可以承受的，随着国六和非四推进，将进一步帮助潍柴拉大其他发动机厂的差距。

问：为什么收购盛瑞？

答：盛瑞 8AT 虽然目前服务于乘用车，但在未来将与轻卡，皮卡，混动密切相关。盛瑞是全国第一个掌握 8AT 自主技术的企业，核心技术非常先进，由于公司较小，渠道较少，因此售后等无法保障，难以在市场推广。并入潍柴后，潍柴将会提供渠道帮助其成长。2025 年前预期销售 50 万套 8AT，具备 100 万套生产能力。

问：潍柴的双百万战略细节？

答：目前全系列发动机已经全部研发完毕，2025 年前，预计销售全系列商用车 100 万台，工程机械 40 万台，农机 30 万台，大缸径电源 20 万台，出口 10 万台。由于目前市场份额进一步向龙头企业聚集，像潍柴这种企业的优势会越来越大，非常有信心完成这一目标。



问：轻卡行业的发展会给潍柴带来什么？

答：随着治超法规趋严，接下来国家将会发布新的轻卡治理法规，重点调整蓝牌轻卡法规，2.5 L 以下挂蓝牌，2.5 L 以上挂黄牌，对行业影响巨大。目前国内柴油机市场对 2L-2.5 L 存在空白，而潍柴收购的扬柴恰恰提供了这方面的支持，今年大概会提供

20-25 台的增量。在 2.5L 以上，潍柴目前已经大量投放市场，效果很好。这个法规对于潍柴是巨大利好。

问：天然气发动机的发展趋势？

答：天然气国六已经提前实施，潍柴今年将会达到 65-70% 的市占率。天然气发动机在非冬天气耗只有 3-4 元，价格优势明显，预计未来会占发动机市场份额的 20%，尤其是在中短途领域。

问：治超政策为潍柴带来什么样的机会？

答：治超对发动机的排量有了降低要求，潍柴已经切入 15L 以下的产品，3 年前只有 1-2 万台销量，今年将达到 15 万台。最近的潍柴 7L 和 8L 发动机供不应求，占有率达到了 80%。治超对于潍柴动力也是利好。

总结

潍柴动力借助多元化优势，抵消行业周期性因素，将在未来实现稳步发展。旗下多家子公司将陆续分拆上市，有利于提升资本市场预期。此外重卡行业的周期性已经明显减弱，而潍柴自身也将进一步摆脱对重卡市场的依赖。

公司及主要子公司业绩营收增长预测

公司名	2024	2023	2022	2021	年化增长
潍柴动力	10%	10%	15%	15%	12.5%
陕重汽	4.70%	4.90%	5.60%	4.90%	5.0%
法士特齿轮	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.2%
汉德车桥	4.60%	4.50%	5.00%	10.10%	6.2%
汉德齿轮	0.70%	0.70%	-0.10%	3.00%	1%
湘火炬火花塞	6.00%	6.50%	7.60%	5.30%	8.9%
株洲齿轮	14.20%	14.70%	14.90%	4.30%	6.3%
林德液压	18.00%	14.00%	5.90%	8.10%	11.3%
Dematic	15.00%	15.00%	15.00%	33.00%	19.3%
KION	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15%

备注：预计 2021 年 KION GROUP 现金流增长 400%，恢复至 45-50 亿欧元，利润增长 80.0%

潍柴动力未来十大增长点

1. 国六，非四柴油与天然气发动机扩大市场优势地位；
2. 凯傲集团携德马泰克抢占全球智能物流市场；
3. 巴拉德动力，锡里斯动力协同飞速空压机抢占全球燃料电池市场；
4. 潍柴动力抢占中国氢能发动机市场；
5. 林德液压与凯傲集团扩大全球叉车市场优势；
6. 林德液压与雷沃重工协同布局中国农机 CVT 液压及动力总成市场；
7. 林德液压进军高端工程机械市场；
8. 清智科技抢占中国商用车无人驾驶市场；

- 9. 大缸径柴油机抢占重型机械，船舶及数据中心市场；
- 10. 盛瑞传动协同中国重汽，进军 SUV,皮卡及轻卡市场。

公司未来预测

科目	2024	2023	2022	2021
营收(亿元)	3297.701935	2997.91085	2725.3735	2,369.89
利润率	7.00%	6.50%	6.00%	5.50%
净利润(亿元)	230.8391355	194.864205	163.52241	130.34395
市盈率 PE	18	18	20	22
对应市值	4,155.10	3,507.56	3,270.45	2,867.57

备注：利润率根据业务差别增长得出，2030 年前年化达到 10%。市盈率按平均市盈率 18，2021 及 2022 两年高增长，应给与较高市盈率

雪球：景风长赢

在营收稳步上涨的同时，随着国家对研发投资减免政策的推动，高利润业务放量，以及自动化装配水平的提高，将逐步提高利润率，向国际化成熟企业并轨。
在不久的将来，潍柴将借助燃料电池核心技术，大缸径发动机，CVT，高端液压，高端变速箱，智能物流，自动驾驶，黄金动力总成与 50%热效率发动机成为全球发动机及动力总成龙头企业。

同类机械企业年报对比

	潍柴动力	三一重工	中联重科
股价	19.24	34.15	12.71
动态 PE	16.58	18.77	15.13
市净率	2.98	5.12	2.36
市销率	0.77	2.92	1.69
市现率	6.66	21.68	14.84
毛利率	19.31%	29.64%	28.59%
未来五年年化 PEG	0.83	0.94	0.64
近五年平均 ROE	18.23%	17.87%	6.70%
净资产	¥51,202,320,240.95	¥56,562,464,000.00	¥38,863,231,588.26
营收增长率	13.27%	31.29%	50.92%
扣非净利润增长率	4.88%	33.96%	135.82%
一季度预增	40%-60%	无	137.88% -189.59%
净资产增长率	13.22%	19.96%	1.73%
资产负债率	70.29%	53.91%	58.82%
财务费用	¥279,015,865.47	¥282,024,000.00	¥1,215,038,576.59
负债压力（财务费用/负债）	0.78%	0.92%	5.32%
存货周转天数	63	86	102

雪球：景风长赢

三一重工	2020 年	2019 年	变动比例
研发人员数量 (人)	5,346	3,204	67%
研发人员数量占比	21.7%	17.4%	4.4%
研发投入金额 (元)	6,259,165,000	4,699,086,000	33.2%
研发投入占营业收入比例	6.30%	6.21%	0.1%
研发投入资本化的比重	22.44%	20.25%	2.2%
信用减值损失 (损失以“-”号填列)	-656,576,000	-1,116,793,000	46.2%
资产减值损失 (损失以“-”号填列)	-24,321,000	-142,448,000	82.9%
资产处置收益 (损失以“-”号填列)	10,469,000	568,750,000	-98.2%
总计	-670,428,000	-690,491,000	-2.9%
中联重科	2020 年	2019 年	变动比例
研发人员数量 (人)	5,992	4,390	36.5%
研发人员数量占比	25.5%	23.1%	2.4%
研发投入金额 (元)	3,501,167,365	2,091,618,023	67.4%
研发投入占营业收入比例	5.4%	4.8%	0.6%
资本化研发投入占研发投入的比例	3.5%	4.7%	-1.2%
信用减值损失 (损失以“-”号填列)	-462,372,946	-282,559,974	63.6%
资产减值损失 (损失以“-”号填列)	-217,826,412	-86,574,603	151.6%
资产处置收益 (损失以“-”号填列)	16,062,613	4,303,021	273.3%
总计	-664,136,745	-364,831,557	82.0%
潍柴动力	2020 年	2019 年	变动比例
研发人员数量 (人)	5,485	7,504	-26.9%
研发人员数量占比	6.7%	9.4%	-2.6%
研发投入金额 (人民币 元)	8,294,086,689	7,347,005,314	12.9%
研发投入占营业收入比例	4.2%	4.2%	0.0%
资本化研发投入占研发投入的比例	8.0%	10.6%	-2.6%
信用减值损失 (损失以“-”号填列)	-563,605,119	-266,894,906	111.2%
资产减值损失 (损失以“-”号填列)	-663,235,953	-469,192,133	41.4%
资产处置收益 (损失以“-”号填列)	31,753,644	66,779,888	-52.5%
总计	-1,195,087,428	-669,307,151	78.6%
柴油机业务毛利率	2020 年	2019 年	2018 年
潍柴动力	16.66%	17.67%	18.06%
玉柴国际	16.40%	17.20%	19%
上柴动力	14.89%	15.95%	14.65%
全柴动力	11.73%	11.49%	10.73%

分析

三一重工和中联重科的利润率高于潍柴动力，市销率和市现率不及潍柴动力，以目前股价对应未来五年年化 PEG，中联重科>潍柴动力>三一重工，三者 PEG 都小于 1，具备较好的安全边际。

从扣非利润增长率来看，中联重科>三一重工>潍柴动力，而周期性因素也是中联重科>三一重工>潍柴动力。关于一季报预增，三一重工无预增，中联重科大概率受益于农机机械的增长，潍柴同时受重卡去年低基数，以及农机和工程机械景气度的正向影响，但尚未反应欧洲疫情的复苏收益，因为去年一季度欧洲尚未封城，凯傲一季度利润仅下降 27%，二季度下降了 90%，复苏影响预计将重点体现在二季度的报表中，效果并逐渐减弱，预计二季度潍柴仍可以维持 30-40%的增长率。

从五年平均 ROE 水平来看，潍柴动力>三一重工>中联重科，而三一重工与中联重科近三年大幅提升，但考虑到较大的波动率，分析认为 ROE 提升是受益于工程机械行业景气度的影响，潍柴动力连续 4 年维持在 20%左右的水平，并没有大幅度的变化。因此需要继续观察三一重工与中联重科的 ROE 在接下来几年的表现，由于潍柴逐渐摆脱重卡周期性因素的影响，高利润项目逐步放量，大概率可以长期保持 20%以上的 ROE 水平。

从净资产增幅来看，三一重工>潍柴动力>中联重科，说明三一重工和潍柴动力仍然在继续扩充产能，进一步拓展后期增长空间，而中联重科最近三年并没有进行大幅度的扩张。

虽然潍柴资产负债率较高，但是可以看到负债压力是最轻的，其外，三一重工与潍柴动力的负债压力均可忽略不计，因此负载风险相对较低，而中联重科负债风险要大于三一重工。

从存货周转天数来看，潍柴动力的周转周期最短，说明潍柴对行业上下游的话语权较强，但由于潍柴与三一重工和中联重科在业务上仍然存在差别，虽然都受益于基建和机械工程器械，但是潍柴目前周期性最弱，因此周转性理应更好。而三一重工优于中联重科，说明行业地位更强。

从财报含水量来看，潍柴动力和中联重科在资产和信用减值方面做了充足的计提，而三一重工计提较少，其次潍柴动力的资产处置收益出现大幅减少，三一重工基本维持原有水平，而中联重科凭借资产处置收益抹平了资产减值计提，为以后的报表提供了操作空间。

从研发的角度来看，研发投入，潍柴动力>三一重工>中联重科，研发人员增长率，三一重工>中联重科>潍柴动力，研发投入占营收，三一重工>中联重科>潍柴动力，研发投入增长，中联重科>三一重工>潍柴动力，而研发资本化水平也是三一重工>中联重科>潍柴动力，其中三一重工远远高于中联重科和潍柴动力，因此这一比例降低了三一重工的财报含金量。

综上所述，潍柴的财报含水量最少。

对行业内其他柴油机企业进行横向对比，潍柴动力是全行业柴油机毛利率最高的企业，柴油机行业近年来毛利率受钼金升值影响，造成下降，而持续的高景气，使得头部厂商产能受限，而尾部企业得到了喘息之机。预计待潍柴 200 万产能上线及国六推广后，未来整车厂商将主要在康明斯和潍柴中选择，而双寡头模型，在行业需求上升或持平时，将有助于提升毛利率。

10、安徽合力 2020 年年报点评——好戏才刚刚开始

作者：@狮王 Lion

发表时间：2021-03-31

安徽合力周五晚上出年报。乍一看，喜忧参半。喜的是销售收入和市占率大幅提升；忧的是毛利率下降，增收不增利，尤其跟隔壁的杭叉集团相比，扣非净利润的增长率大幅落后。

仔细分析一下，却是信心大增。一方面行业增长超预期，拓展新基地市场的战略也已获得成功，优势逐渐显现；另一方面毛利率的下降只是管理层在疫情和同行竞争压力下误判行业动态，跟风让利促销造成的短期问题。而隔壁杭叉扣非净利润增长率的大幅提升则只是会计处理造成的假象。

社会物流体系升级改造给叉车行业带来的增长机会巨大，合力作为行业龙头，提前布局新的基地市场，有望成为最大的受益者，好戏才刚刚开始。

@敏友 @加班的会计

一、行业的东风比预想中来得还要猛烈

在“深蹲后的起跳：安徽合力的戴维斯双击（下）——行业的东风和公司的蓄势待发”一文中，我详细阐述了分布式仓配一体化在提升线上销售物流效率方面的作用。2020年电商相关的线上销售“仓配一体化配送中心”发展迅速，符合预期。意外之喜来自于线下销售物流体系的升级改造加速。

传统的线下销售主要以层层经销为主，订单流、资金流、物流都通过“厂家 - 层层经销商 - 零售终端”这个体系循环。在这个体系中，层层经销商承担了货物的物流和仓储功能，货物由厂家送到省级经销商仓库，省级经销商再层层转运至下级经销商，直至零售终端。跟分布式仓配一体化相比，经销商物流体系存在多次搬运和运输批次规模较小的问题。此外，更关键的是经销商物流解决不了厂商电商销售的物流问题。随着各个行业各家公司电商平台销售占比的提升，分布式仓配一体化的优势越来越明显。经销商物流体系逐渐升级改造成分布式仓配一体化体系将成为一个不可逆转的趋势。有兴趣的同学可以关注一下美的、格力、东鹏股份、好太太等公司近年来的销售物流体系的变革。

分布式仓配一体化体系和经销商物流体系相比，最大的不同就是规模大和标准化程度高，与之对应的就是叉车使用的频率和数量大幅增加。目前各行业还只是少数先知先觉的头部厂商在进行经销商物流体系的升级改造，叉车市场的增长率已经非常可观。随着分布式仓配一体化逐渐成为各行业厂家主流的物流模式，叉车行业的增长空间不可限量。

此外，非道路移动机械国四标准也正式落地，2022年12月1日开始实施。预期也会给叉车行业带来2~3年的突发性增长。

社会物流体系的升级改造和国四标准的推行，长短期因素结合，叉车行业未来五年的年化增长率预计超过20%。合力作为行业龙头，市场份额还在不断提高，毛估估未来五年，合力的年化销售增长率将不低于25%。

二、合力拓展新的基地市场的战略获得成功

如下图所示,合力盘锦和合力衡阳两个生产子公司 2020 年的净利润分别增长 140% 和 49%。公司的实际所得税率低于 15%。运输费用因为会计政策变更调整至销售成本, 年报没有披露具体数据。看中报数据, 即使在疫情影响下, 运输费用占销售收入的比例 仍然只有 0.6%。

表一：安徽合力生产子公司的净利润				
万元	2020	2019	2018	2017
合力盘锦	2,812	1,172	12	(992)
合力衡阳	6,128	4,100	1,439	1,082
表二：安徽合力实际所得税费用率				
亿元	2020	2019	2018	2017
税前利润	9.74	9.07	8.45	6.79
所得税	1.40	1.30	1.33	1.19
实际所得税费用率	14.4%	14.3%	15.7%	17.5%

上述指标都显示合力外拓基地市场的战略取得成功, 前几年的投入开始慢慢见效。有关基地市场的详细分析请参考从“基地市场”看安徽合力的核心竞争力。

三、毛利率下降只是短期的一次性问题

合力的毛利率从 2019 年的 21.3% 下降为 2020 年的 17.7%, 下降 3.6%。剔除运输费用重分类的影响 (约 0.5%), 还下降了 3.1%。好多人把毛利下降的原因归于原材料上涨, 并担心今年一季度钢材价格的上涨会进一步提升合力的成本, 降低毛利率。

虽然大部分的工业品和消费品, 原材料都占生产成本的大头, 但从原材料的涨跌看毛利率, 往往不是一个好的观察角度。因为企业一般都会备有一定数量的原料库存, 原材料价格波动对生产成本的影响有时滞; 而且企业往往可以通过改变销售价格来抵消原材料价格波动的影响, 行业龙头企业尤其如此。我在“深蹲后的起跳: 安徽合力的戴维斯双击——行业集中之路”的文章里已经详细分析过合力的毛利率跟原材料涨跌相关度不大, 有兴趣的朋友可以看一下。

排除了原材料涨价的因素, 我们再看一下合力的毛利率为什么会下降。我觉得主要还是两个原因:

1. 合力降价促销的营销政策。2020 年上半年, 由于疫情的影响, 市场低迷, 杭叉率先开始让利促销, 合力随后跟进。虽然合力 10 月份取消了让利政策 (晚于杭叉), 但叉车行业有 1 个月左右的交货期, 让利的影 响很可能延续到了 11 月和 12 月初。

2. 销售产品的品类构成不同, 可能也是影响合力的毛利率, 尤其是四季度毛利率的一大原因。

2020 年合力毛利率下降, 主要原因还是管理层误判了市场, 在疫情和竞争对手的压力下, 错误的推出了让利促销政策。好在这是一个短期一次性的影响因素, 及时纠正, 合力的毛利应该很快能够提升。我们可以等一季报出来后看一下报表数据验证。

做股票投资，很多人迷信实地调研和管理层访谈。实地调研和管理层访谈能让投资者对企业的具体经营情况有深入的了解，但最多达到和管理层同样的水平。如果这个方法奏效，证券分析行业就没什么存在的意义了，因为管理层就是最好的分析师。行业发展动向和企业真正的核心竞争力，往往不是通过具体经营数据就可以直接看明白。大部分时间，管理层也是知其然而不知其所以然。合力和杭叉两大行业龙头，在市场爆发性增长的前夕推出让利促销政策，就是一个很好的例子。

要提前预判行业和公司的动态，我们还是要从经济规律出发，从行业的关键局限和边际变化看未来的趋势。

四、隔壁老王真有那么香吗？

合力 2020 年扣非净利润上涨 18.41%，其实已经很不错了，但跟隔壁杭叉集团的 45.25% 比就相形见绌了。隔壁老王真的有那么香吗？季报解读时我已经指出，杭叉集团扣非净利润的增长主要是因为会计口径的不同。杭叉集团 2019 年把原先买信托理财产品的 9.75 亿资金投资了中策橡胶 11.45% 的股权，相应产生的投资收益原来是理财收益，会计上归为非经常性损益项目，现在变成了经常性损益项目。剔除这个因素影响，杭叉集团 2020 年扣非净利润增长 17%，比合力还要低。

表三：合力和杭叉2020年调整后的扣非净利润比较				
	扣非净利润	中策橡胶投资收益	调整后扣非净利润	同比增长
杭叉	7.89	1.77	6.12	17%
合力	6.07	n.a	6.07	18%

备注：杭叉的业绩快报里没有披露中策的投资收益，这里根据其他轮胎上市公司的情况把中策橡胶前3季度的利润简单做了线性年化处理。

此外，杭叉近期资本市场运作比较频繁，可转债融资、高管减持，主观上也有提升业绩推高股价的需要。

综上，叉车行业增长空间已经打开，安徽合力提前布局，拓展新的基地市场，有望成为行业增长的最大受益者，未来可期。

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。