

上市公司 投资分析报告案例

顾露露 主编

Case Studies on Financial Analysis and
Valuation Report of Chinese Listed Firms



WUHAN UNIVERSITY PRESS

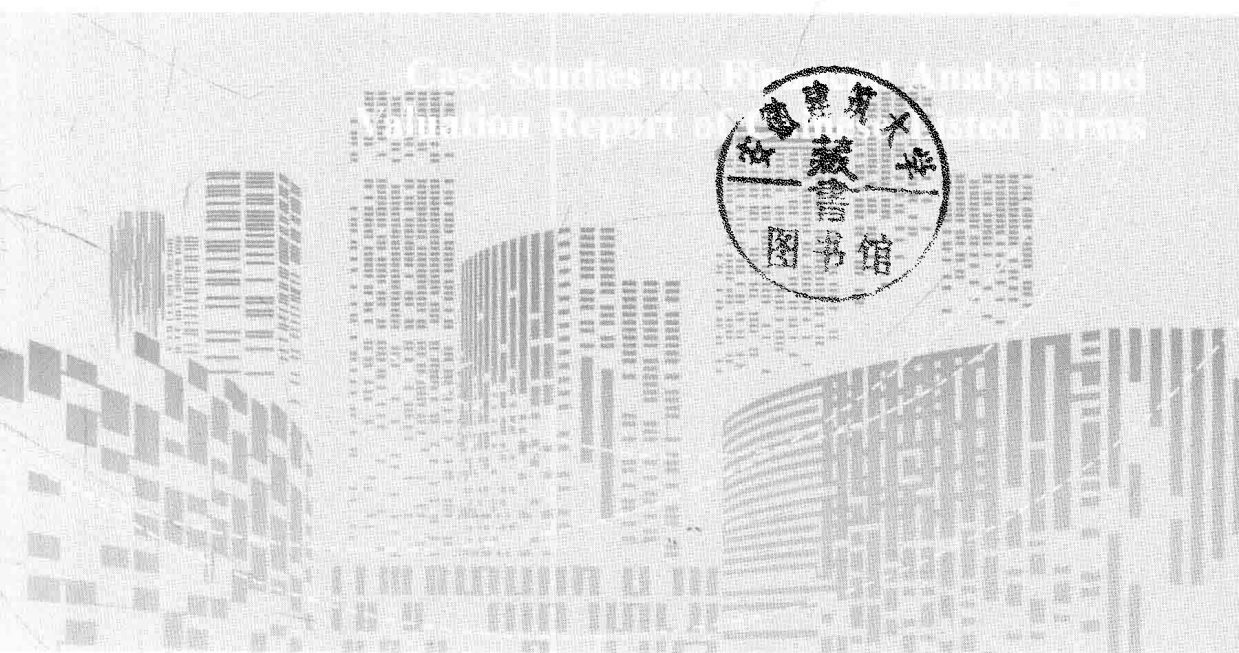
武汉大学出版社

国家自然科学基金面上项目“海外投资集群化、外部化与‘逆向技术溢出’效应研究——基于信息科技企业的全球价值链分析（项目批准号：71472187）”和中南财经政法大学金融学院国际投资学术团队项目支持

上市公司 投资分析报告案例

主编 顾露露

编委 吴泳涛 张昌 王栋坤 张璐 凌丽



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司投资分析报告案例/顾露露主编. —武汉: 武汉大学出版社, 2017. 11

ISBN 978-7-307-19804-3

I. 上… II. 顾… III. 上市公司—投资分析—案例—中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 276073 号

责任编辑:唐 伟

责任校对:李孟潇

版式设计:汪冰滢

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 虎彩印艺股份有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 24.5 字数: 439 千字 插页: 1

版次: 2017 年 11 月第 1 版 2017 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-19804-3 定价: 60.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

序

投资是一定经济主体为了预期收益而将现期的一定收入转化为资本或资产，而预期的收益是不确定的。投资涉及众多的因素，充满魅力，也充满风险。投资学的核心问题是投资收益与风险的权衡，重点是分析投资主体如何通过衡量投资收益与风险，合理选择投资的品种和时机，从而实现资产的价值增值。所以，关注资产的内在价值以及内在价值增值，坚信“资产的市场价格围绕着价值波动”是投资学人推崇的理性投资理念。

资本市场在资源配置中起着关键性的作用。要“让金融为实体经济服务”，必须让资本市场成为“有效市场”，核心则是要让资本市场能够提供充分信息，尽量准确地为企业资产定价，从而为投资者的理性投资提供指引。

精准的投资分析是投资科学决策的基础。在日趋发达的资本市场上，每天都有海量的各种信息，要挑选理想的投资对象和投资时机，必须运用科学的分析方法，掌握必要的信息搜集、挖掘和处理的工具手段，从宏观、行业、公司以及投资行为等多个维度进行分析。

公司投资分析重点在基本面分析，在分析企业宏观环境、行业地位、公司战略和产品的前提下评估资产内在价值。《上市公司投资分析报告案例》一书收录了近两年来中国资本市场上八家行业龙头或代表性上市公司，以宏观政策和经济环境、行业结构与竞争态势、公司主营业务和产品线、公司战略以及公司主要财务指标分析为基础，运用国内外目前最新的估值模型和回测技术开展了深度的量化分析估值。而且每篇分析报告通过比较该公司内在价值和市价的差异，为投资者提出投资策略建议，也为公司经营者评估公司战略价值提供信息。

本书所收集的投资分析报告出自高校投资学专业的师生之手，既不代表买方的利益，也不代表卖方的利益，结论相对中立客观。相信通过阅读这本投资

分析报告，读者可以了解到公司内在价值评估中主要的依据和方法，投资者可以通过找到对该资产错误定价的市场和时机以期盈利，公司内部管理者可以通过市场的估值水平重新审视公司前期的战略价值。特此推荐！

中南财经政法大学 张中华

2017 年 10 月于湖北武汉

前 言

《上市公司投资分析报告案例》是一本投资专业教研类书籍。本书是收集中国市场上近年来的行业龙头企业或代表性公司，综合宏观经济形势、行业政策和格局、企业战略和产品、财务绩效表现等多维度的信息数据，运用最新量化投资分析工具对这些上市公司进行深度、系统的基本面量化分析而形成的投资分析报告集，用中国市场上的具体案例为读者们呈现了开展相关基本面量化投资分析的方法和过程。

本书提倡价值投资，从投资实务的角度，通过对金融、财务领域的量化分析工具的具体运用，综合上市公司多方信息，对其内在价值开展定性和定量结合的综合性分析评估报告。帮助投资者进一步认识上市公司基本面，为读者成功地寻找到心仪的投资标的公司提供真实、可信而有依据的参考，也为上市公司高层检验公司发展战略效果提供量化的评估依据。

本书中所收录投资分析报告案例的写作历时两年多。从样本公司的挑选、公司宏观、行业和财务基本面信息的收集和整理、分析报告行文框架的确定、每篇投资分析报告具体内容的写作、修改，到最后通稿成书，饱含各位参与者的辛勤劳动！正是大家的严谨求实、团队协作的工作态度才保证了这本高质量的投资分析报告案例集的问世！

本书适用于从事投资相关专业领域研究学习的高校教师和博硕士研究生，也对需要通过较短时间熟悉了解投资估值量化分析方法的实务操作者具有较高的参考价值。感谢中南财经政法大学和金融学院相关领导和前辈的悉心指导，从而坚定了编者一鼓作气完成本书的信心！感谢清华大学杨国华教授对本书提出的宝贵意见和建议！感谢同事和亲朋好友在本书的撰写过程中所给予的鼓励和帮助！本书受国家自然科学基金面上项目“海外投资集群化、外部化与‘逆向技术溢出’效应研究——基于信息科技企业的全球价值链分析”（项目批准号：71472187）和中南财经政法大学金融学院国际投资学术团队项目支持，特此致谢！

最后，需要提醒读者的是：股市有风险，入市需谨慎，本书所得出的结论

及给出的相关建议仅供参考，是否进行相关投资操作投资者应自主决策并承担相应风险。受个人能力和学术水平的限制，书中的错误和遗漏在所难免，还请读者多加批评指正！

中南财经政法大学 顾露露

2017 年 10 月于湖北武汉

目 录

格力电器（一）	1
一、公司简介	1
二、白色家电行业分析	4
三、公司所处行业地位分析	11
四、公司主营业务分析	16
五、财务分析	23
六、格力电器可能面临的风险	46
七、企业估值	48
同仁堂药业	52
一、研究目的	52
二、研究结果	53
三、行业介绍	53
四、公司介绍及估值	68
万达电影投资分析报告	90
一、公司分析	90
二、行业分析	99
三、财务报表分析	113
四、估值模型	135
五、总结	143
贵州茅台酒股份有限公司	144
一、公司概况	144
二、行业分析	148
三、公司治理结构分析	156

四、财务报表分析.....	160
五、公司财务及估值分析.....	170
六、结论和建议.....	187
七、附件.....	188
联想集团	194
一、行业分析.....	195
二、公司分析.....	210
三、企业价值估值.....	221
万科 A 股投资分析报告	235
一、背景介绍.....	235
二、行业及公司分析.....	239
三、财务分析.....	253
四、模型分析.....	270
五、总结及投资建议.....	277
顺丰公司投资报告	280
一、快递行业宏观环境分析.....	280
二、公司估值风险.....	283
三、公司分析.....	288
四、企业估值.....	296
五、结论与建议.....	300
国元证券	302
一、国元证券简介.....	302
二、国元证券资产负债表分析.....	306
三、现金流量分析.....	319
四、公司估值分析.....	324
五、趋势预测.....	329
六、业绩评价与投资建议.....	330

格力电器（二）	332
一、公司简介	332
二、行业分析	334
三、财务报表分析	339
四、估值分析	373
五、总结	380

格力电器（一）

本报告以白色家电行业龙头企业格力电器股份有限公司为研究对象，通过对其所处行业、公司地位、主营业务情况、2011—2015 年财务状况等进行分析，对格力集团发展趋势和前景以及可能面临的风险做出判断。然后预测出 2016 年至 2019 年的每股收益和每股股利，利用剩余收益模型和异常收益增长模型对格力电器每股价格进行估值，为投资者提供合理的投资建议。

一、公司简介

（一）历史沿革

格力电器是目前全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的国有控股专业化空调企业。前身为珠海市海利冷气工程股份有限公司，1989 年经珠海市工业委员会、中国人民银行珠海分行批准设立，1994 年经珠海市体改委批准更名为珠海格力电器股份有限公司，1996 年于深圳证券交易所上市，注册资本为 6015730878.00 元。母公司是珠海格力集团有限公司，最终控制人是珠海市国有资产监督管理委员会。

（二）公司优势

珠海格力电器股份有限公司是全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的专业化空调企业。格力电器旗下的“格力”品牌空调，是中国空调业唯一的“世界名牌”产品，业务遍及全球 100 多个国家和地区。公司优势在于：

1. 技术投入费用最高

格力拥有强大的核心技术能力，建了一支拥有外国专家在内的 5000 多名专业人员的研发队伍，成立了制冷技术研究院、机电技术研究院、家电技术研

究院、自动化研究院 4 个基础性研究机构，拥有 400 多个国家实验室，格力是中国空调业技术投入费用最高的企业。

2. 空调企业中专利最多

格力电器在国内外累计拥有专利超过 8000 项，其中发明专利 2000 多项，是中国空调行业中拥有专利技术最多的企业，也是唯一不受制于外国技术的企业。

(三) 业务概况

图 1 显示 2015 年格力电器的主营产品包括空调、小家电、其他，其中空调产品占比高达 95.12%。图 2 显示 2015 年格力电器主营产品收入绝大多数来自于空调产品，同产品结构布局正相关。除去 2015 年略有下降以外，2012—2014 年该公司主营业务收入呈逐年上升的趋势。

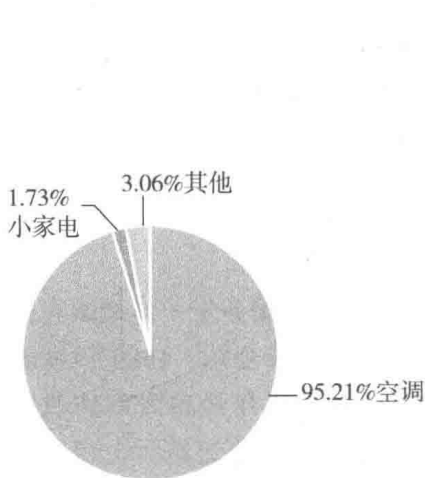


图 1 格力电器主营业务构成
资料来源：Wind 资讯。

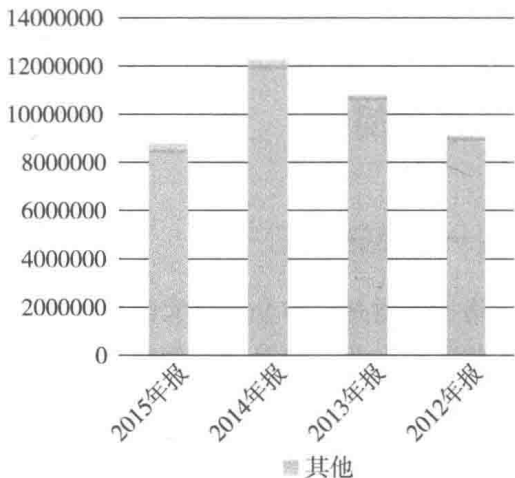


图 2 格力电器主营业务收入

(四) 股本结构及控股股东情况

表 1、表 2 显示截至 2015 年底，格力电器公司股票已实现全流通且股权比较分散，前十大股东所占股份比例仅为 37.24%。其中第一大股东珠海格力集团持股比例占 18.22%，第十大股东格力电器董事长董明珠持股比例为 0.74%，为国内少见的股权集中度很低的 A 股上市公司。

表 1 2015 年格力电器股本结构

股本结构	股本数量（万股）	占 比
流通股（非限售）	597195.60	99.27%
流通 A 股	597195.60	99.27%
流通 B 股	0.00	0.00%
流通 H 股	0.00	0.00%
其他	0.00	0.00%
流通股（限售）	4377.49	0.73%
优先股	0.00	0.00%
非流通股	0.00	0.00%
总股本（含优先股）	601573.09	100%

资料来源：Wind 资讯。

表 2 2015 年格力电器前十大股东

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
珠海格力集团有限公司	109625.56	18.22%
河北京海担保投资有限公司	53606.20	8.91%
中国证券金融股份有限公司	17,126.80	2.85%
UBS AG	10728.65	1.78%
中央汇金资产管理有限公司	8448.30	1.40%
前海人寿保险股份有限公司	5974.06	0.99%
YALE UNIVERSITY	4981.37	0.83%
高华-汇丰-GOLDMAN	4660.97	0.77%
高瓴资本管理有限公司	4536.11	0.75%
董明珠	4429.85	0.74%

资料来源：Wind 资讯。

（五）主要子公司情况

表 3 显示格力电器下属的 11 家子公司基本是全资子公司。从行业分布上

来看，控股子公司除珠海格力集团财务有限责任公司为金融类公司外，其他给格力电器创造利润的子公司均为工业制造类企业。

表 3 格力电器主要子公司

格力电器参股子公司	持股比例	注册资本 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
珠海格力集团财务有限责任公司	88.31%	150000.00	285203.67	59282.99
格力电器（重庆）有限公司	97%	23000.00	666878.23	36727.81
珠海格力电工有限公司	100%	16931.56	378364.47	5269.81
格力电器（合肥）有限公司	100%	15000.00	1502794.56	107298.45
格力电器（石家庄）有限公司	100%	10000.00	499881.41	26647.88
珠海凌达压缩机有限公司	100%	9303.00	988926.00	118272.62
珠海凯邦电机制造有限公司	100%	8200.00	283651.84	21042.77
格力电器（中山）小家电制造有限公司	100%	3000.00	84941.66	2906.79
格力电器（郑州）有限公司	100%	2000.00	889706.35	102634.24
格力电器（芜湖）有限公司	100%	2000.00	597872.22	47435.39
格力电器（武汉）有限公司	100%	1000.00	808374.03	63773.32

资料来源：Wind 资讯。

（六）营业收入

从图 3 我们看出格力电器营业收入近五年来总体呈上升趋势。2015 年略有下降，而收入同比增长率呈递减趋势。

二、白色家电行业分析

（一）行业概述

1. 白色家电概念阐释

白色家电（white goods），指的是生活及家事用的家庭用电器。被列为白色家电的电器有：电饭锅、洗衣机、电冰箱、空调、微波炉等。早期这些家电大多是白色的外观，因此得名。

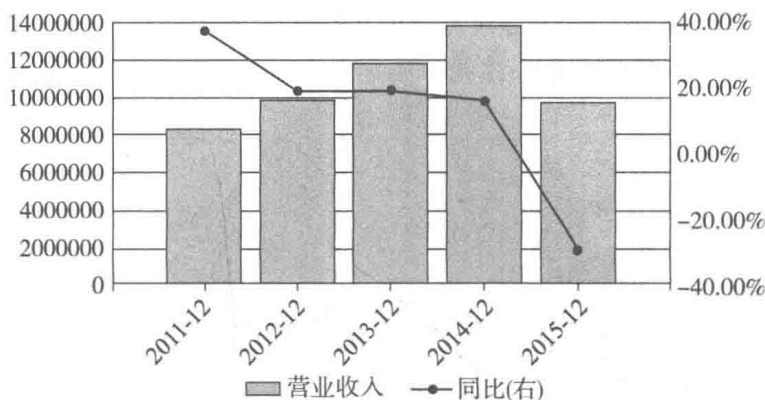


图3 2011—2015年格力电器营业收入及增长率

资料来源：Wind 资讯。

2. 特点

（1）产品同质性较强。

白色家电产品主要用于满足消费者生活及家务用需求。这类生活性需求较为基本简单，所以同类型的白色家电产品功能也近乎趋同。同时消费者对于不同厂商产品在性能、特点方面的感觉相似程度很高，导致白色家电产品的同质性较强。

（2）产品更替周期较长。

基本上所有的白色家电产品都为耐用产品且价格不菲，加之体积偏大、拆装较为不方便，消费者倾向于选择维修而不是更换白电产品。这就导致了白色家电产品更替周期长这一特点。

3. 主要产品种类

（1）空调。

（2）洗衣机。

（3）电冰箱。

（二）市场集中度与竞争格局

目前白色家电行业的主要产品市场均形成了稳定的市场格局。本报告接下来将通过对比洗衣机、冰箱、空调三种主要产品的市场份额来研究白电行业的市场集中度。

图4反映了主要白色家电主要产品：洗衣机和冰箱在国内市场上的市场集

中度。我们可以清晰看出国内洗衣机市场主要由海尔和美的系（主要包括小天鹅、荣事达）主导。而作为白色家电另一种主要产品，冰箱市场主要由海尔占据半壁江山。相比而言，冰箱市场集中度低于洗衣机，但也属于不完全竞争市场。

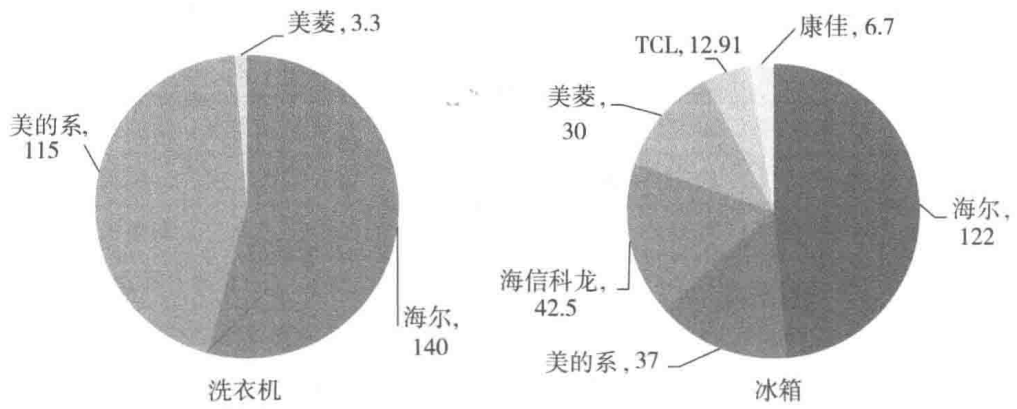


图4 2016年9月洗衣机和冰箱主要生产厂商销售量（内销）对比（万台）
资料来源：产业在线。

图5展示了2016年9月家用空调的主要生产厂商销售量。从图上可以清楚地看出格力电器主导着家用空调市场，海尔和美的虽为白电行业巨头，但在空调市场上，两者市场份额之和只占格力市场份额约2/3，反映出空调市场的高市场集中度。

通过图4、图5，我们可以对白电行业的竞争格局有个概括性的了解：随着多年市场竞争，白色家电行业的竞争格局非常稳定：海尔、美的主要主导着洗衣机市场；海尔主导着冰箱市场；格力主导着空调市场。三种主要产品市场都被少数生产厂商所主导，反映出白电行业是个行业集中度高的产业。而就竞争策略来看，对于三家主要公司（格力、美的、海尔），削价竞争绝不是首选，技术升级和服务的深化是主要竞争手段，合理的竞争和创造价值成为企业的共识。

（三）行业发展情况

1. 行业整体发展现状

进入2014年以来，家电行业逐渐步入调整期，表现为景气指数下降，行业预警指数进入偏冷“浅蓝灯区”；另一方面随着整体家电市场进入成熟期，

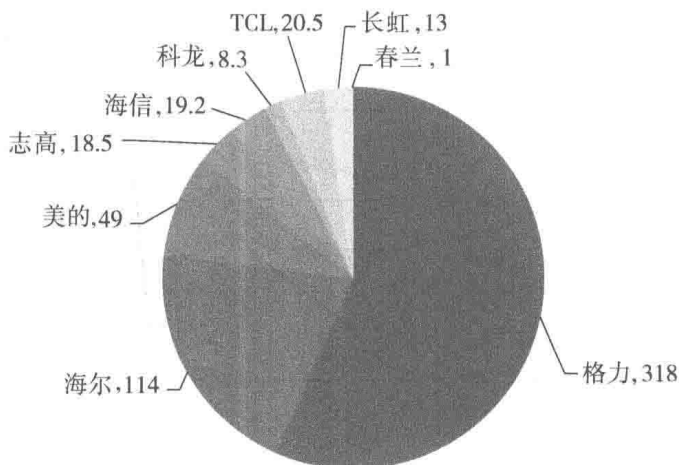


图5 2016年9月家用空调主要生产厂商销售量（内销）对比（万台）
资料来源：产业在线。

家电行业全品类持续高增长时代已经成为过去，总体进入平稳增长阶。2016年第一二季度，从渠道去库存接近尾声有望带动企业出货，到房地产市场销量火爆带来的终端新增需求，加上产品升级和成本下降推动毛利率水平提高，以及低基数等多重利好因素的推动下，2016年的三大白电市场迎景气回升契机。但预计未来在没有大的刺激因素下，销量低增长将成为“新常态”。

从图6可以看到，白色家电在2015年的产量呈现出盆型的状态，产量相应维持着低增长甚至负增长。在2016年开年，随着去库存政策逐步明朗，同时房地产市场出现了又一次的大繁荣，产量在需求的刺激下出现了回升。第三季度以来，新增需求逐渐满足，加之白色家电销量受季节性规律变动的影响，产量有所回落并重回平稳发展的态势。

2. 主要白色电器发展状况

图7（见p9）反映了主要白色家电洗衣机、空调、冰箱在2014—2016年销售量以及产销率的变化情况。从折线图中我们可以看出，近几年主要白色家电的季度销量虽有变化，但变动程度较轻微，并没有出现激增或剧减的态势。同时年度销量几乎趋同。显然，中国白电行业处在产业生命周期中的成熟阶段。销售量的变化主要是由一些政策和相关产业的变动导致，但这些外部因素对近几年的产业整体结构并无根本性的影响。接下来几年中，随着市场需求的逐步满足以及相应一些政策的退出，增长仍然会呈现低速甚至负的态势。为了应对未来可能的衰退，白电企业应适应相应的市场趋势，尽快进行转型升级。