

苏宁环球 (000718.SZ)

遥映金陵谋四方，暗香幽浮曲临江

核心观点:

● 地产主业深耕南京，江北新区成立助力土地资源价值重估

公司在南京项目大多位于浦口，江北新区成立使得公司前期低地价项目价值向上重估，此外，非公开已经过会，有助于项目加快建设，利于公司地产销售回款加快。

● 三驾马车鞍鞴齐备，大文体布局一马当先

15年公司文体转型布局进一步加快，与韩国顶级动漫公司 REDROVER 共同设立子公司赤焰科技，与韩国动漫公司 OCON 和国内和睿资本分别达成合作意向。此外，公司 11 月 25 日公告拟收购韩国著名娱乐公司 FNC Entertainment 股权，同时公告成立合作子公司，大文体转型再下一城。

● 牵手专业机构，大健康转型不甘落后

专科医院和医疗美容是公司大健康转型的核心，公司先后长城国融和九鼎投资合作，增加了公司的投资渠道，有利于公司对长城国融和九鼎投资在健康领域的资源进行嫁接。

● 主动寻求布局，大金融转型稳步推进

苏宁环球与长城国融除了在“大健康”领域展开合作外，还在“大金融”领域展开相关合作，可加快在金融领域更快、更优的布局。

● 预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.32、0.48 元，上调为“买入”评级

公司当前 NAV 总价值为 164 亿元，每股 NAV 价格为 6.16 元/股。公司的土地储备，未来都将会转为公司进行业务拓展的基础，随着公司转型节奏的不断加快，价值具备进一步想象空间。

● 风险提示

公司转型期现有业绩对于股价的支撑较弱，转型拓展存在不确定性。

盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6,721	5,457	6,195	9,362	11,181
增长率(%)	52.53%	-18.81%	13.54%	51.11%	19.44%
EBITDA(百万元)	1031.86	1347.92	1227.08	1806.68	2213.85
净利润(百万元)	487.22	762.51	847.00	1279.42	1570.24
增长率(%)	-43.55%	56.50%	11.08%	51.05%	22.73%
EPS(元/股)	0.18	0.29	0.32	0.48	0.59
市盈率(P/E)	61.77	39.47	35.53	23.52	19.17
市净率(P/B)	5.36	4.75	5.26	4.30	3.51
EV/EBITDA	13.76	15.28	10.13	10.16	16.64

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

当前价格 10.46 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2015-11-30

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,656/1,910

流通 A 股市值(百万元) 27,783

每股净资产(元) 2.39

资产负债率(%) 77.20

一年内最高/最低(元) 22.02/5.09

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001

021-60750620

lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003

021-6075-0637

guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001

021-60750652

jinshan@gf.com.cn

相关研究:

期待突破 2013-10-31

期待区域扩张 2013-08-28

业绩释放加速 2013-07-15

联系人: 李飞

gflifei@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

地产转型起飞金陵，投资多元策马申城.....	4
深耕南京，地产主业是支撑.....	5
房地产业务贡献主要收入和利润.....	5
南京江北新区成立，助力地产项目价值重估.....	7
非公开发行获证监会批文，利于项目加快销售回笼.....	12
三驾马车鞍鞴齐备，文娱产业群星璀璨.....	13
合作电影率先开花，投资《破风》名利双收.....	14
并购韩国顶级动漫公司，获取优质 IP.....	15
合资子公司涉足 VR 下游领域，市场前景可期.....	16
投资线上教育，入驻潜力行业前景广阔.....	16
业界泰斗执掌文化集团，文体转型有望迎来新局面.....	17
收购韩国著名娱乐公司（FNC）股权，文体布局“再下一城”.....	18
牵手专业机构，大健康转型掷地有声.....	20
与首尔峨山医院和江苏省人民医院合作，拉开转型大健康序幕.....	21
牵手长城国融和九鼎投资，执行有望加速.....	22
主动寻求布局，大金融转型稳步推进.....	23
员工持股解锁条件独特，为公司转型注入动力.....	25
公司估值.....	25

图表索引

图 1：苏宁环球股权结构.....	4
图 2：苏宁环球集团所获荣誉.....	5
图 3：苏宁环球公司发展历程.....	5
图 4：苏宁环球营业收入及净利润情况.....	6
图 5：苏宁环球各业务营业收入占比情况.....	6
图 6：公司营业利润以及房地产业务营业利润情况.....	6
图 7：苏宁环球房地产业务收入情况.....	6
图 8：公司地产整体毛利率及南京地区结算毛利率.....	6
图 9：公司各区域毛利率情况.....	7
图 10：苏宁环球主要房地产项目毛利率情况.....	7
图 11：公司预售账款分布情况.....	7
图 12：苏宁环球未结算面积分布情况.....	7
图 13：苏宁环球主要代表地产项目.....	8
图 14：南京住宅成交面积以及成交均价情况.....	9
图 15：南京江北新区商品住宅成交情况.....	10
图 16：南京江北新区商品住宅成交均价情况.....	10

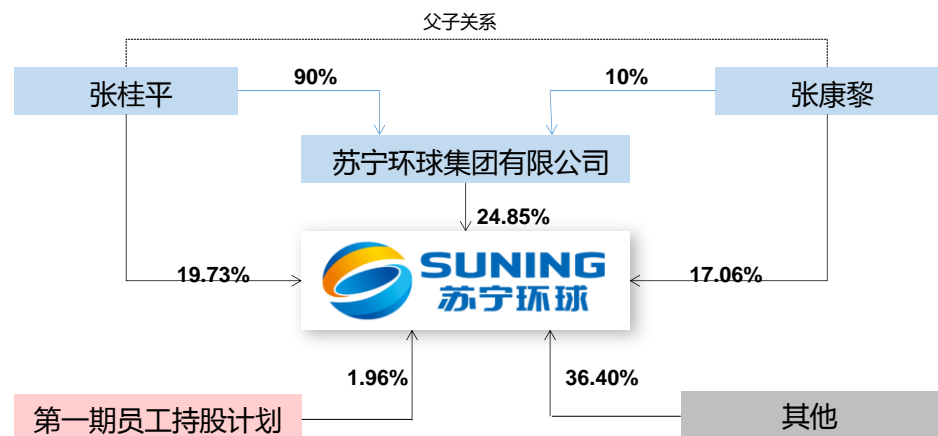
图 17: 苏宁环球威尼斯水城销售情况	10
图 18: 苏宁环球天润城销售情况	10
图 19: 公司江北高新区地产项目分布示意图	11
图 20: 南京地区住宅库存以及去化周期情况	11
图 21: 南京各区域土地去化周期	11
图 22: 目前南京各区域商品住宅成交均价 (元/平)	11
图 23: 苏宁环球净负债率情况	12
图 24: 苏宁环球三大集团情况	13
图 25: 苏宁环球文化布局时间轴	14
图 26: 中国内地电影票房收入发展情况	14
图 27: 中国电影观影人数发展情况	14
图 28: REDROVER 公司和 OCON 公司简介	15
图 29: VR (虚拟现实) 产业链及公司参与部分	16
图 30: 我国在线教育市场规模 (万元)	17
图 31: 我国在线教育用户规模 (百万人)	17
图 32: 陈梁先生履历简介	17
图 33: FNC 公司主营业务简介	18
图 34: FNC 旗下主要艺人	19
图 35: FNC 核心艺人及组合介绍	20
图 36: 我国历年总诊疗人次情况	21
图 37: 我国历年住院人数情况	21
图 38: 整形医院机构与收入变化趋势	21
图 39: 专科医院机构与收入变化趋势	21
图 40: 苏宁环球与韩国峨山医院及江苏省人民医院合作协议概览	22
图 41: P2P 交易规模和增速	24
图 42: P2P 贷款公司数量和增速	24
表 1: 2015 年上半年南京地区房企销售业绩排行榜	8
表 2: 2015 年上半年南京地区商品住宅项目销售面积排行榜	8
表 3: 2015 年上半年南京江北地区楼盘销售业绩排行榜	9
表 4: 苏宁环球 2015 年非公开发行股票筹集资金投资项目概览	12
表 5: 韩国四大上市娱乐公司相关财务数据	18
表 6: 苏宁环球在大健康领域的合作一览	23
表 7: 苏宁环球金融类子公司信息一览	24
表 8: 苏宁环球 2014 年员工持股计划解锁条件	25
表 9: 苏宁环球项目表	25
表 10: 苏宁环球 NAV 估值情况	26

地产转型起飞金陵，投资多元策马申城

苏宁环球前身为吉林纸业股份有限公司，2005年苏宁集团在受让吉林市国有资产经营公司持有的吉林纸业股份有限公司50.06%股权后，将经营性资产天华百润和华浦高科各95%股权注入吉林纸业，再对吉林纸业进行重组，吉林纸业主营业务由造纸转变为房地产开发，2005年12月，公司正式更名为苏宁环球股份有限公司，第一大控股股东为苏宁环球集团，实际控制人为张桂平。

公司控股股东苏宁环球集团创立于1987年，是一家以房地产为主业同时涉足旅游、文体、健康、农业、金融和投资等多个领域的综合性大型民营企业集团，集团总资产近千亿元，品牌价值超千亿元，位列“2015中国民营企业500强”第17位，“中国民营企业服务业100强”第8位。集团旗下资源丰富，尤其是地产资源雄厚，自创业至今苏宁集团开发近百个，开发面积超千万平方米，项目遍布江苏、上海、安徽、浙江以及福建等多个省市。

图1：苏宁环球股权结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

大股东雄厚的地产资源为苏宁环球地产业务的发展提供了支撑，公司在重组后一方面通过不断置入控股股东及实际控制人所拥有的优质房地产项目进行扩张，尤其是实现了南京地区的深耕，奠定了区域龙头地位，另一方面，通过竞拍、挂牌竞拍等土地储备方式实现对南京以外地区的扩张，先后于无锡、上海、吉林、芜湖、昆明等地获取土地储备，公司“深耕南京、立足江苏、布局全国”发展战略取得成效，成功位列中国房地产企业前20强。

2014年在地产行业深化调整的背景下，公司基于自身原有地产主业的优势以及资源，并考虑产业之间的协同效应，主动寻求业务转型方向，在14年7月公司成功并购苏宁文化有限公司，开始涉足“大文化”领域。此后，2015年，公司进入转型加速阶段，确立了“大文化、大健康、大金融”的三大转型方向，并且目前在三大领域均有项目落地，转型推进迅速。此外，值得一提的是，2015年11月24日晚，公司公告称苏宁环球新产业运营总部正式落户至上海苏宁天御国际广场，至此，苏宁环

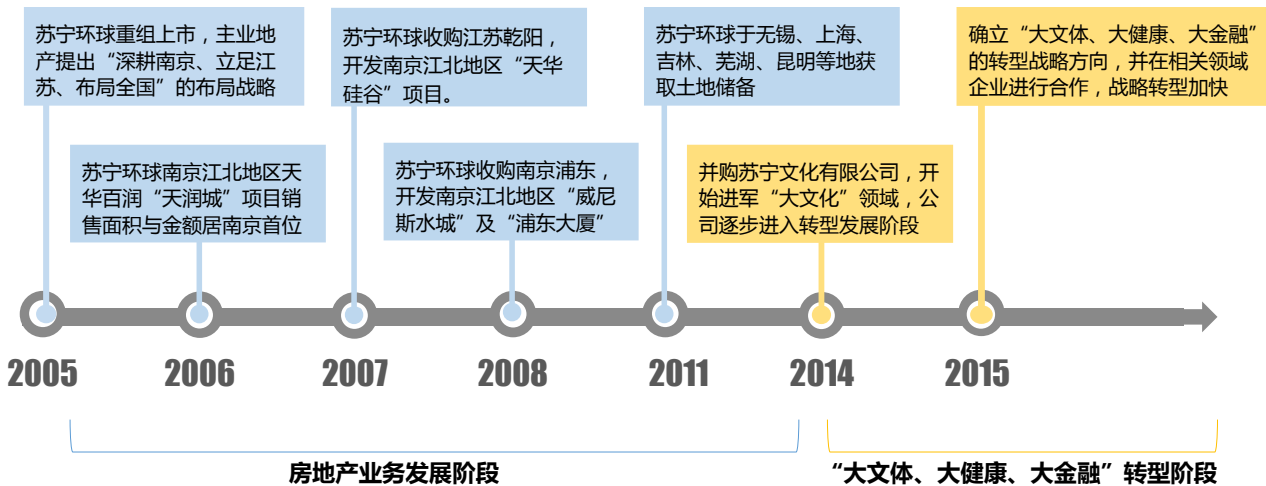
球双总部模式正式确立，有利于公司借助上海的地缘优势为新业务提供地缘支撑。

图2: 苏宁环球集团所获荣誉



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3: 苏宁环球公司发展历程



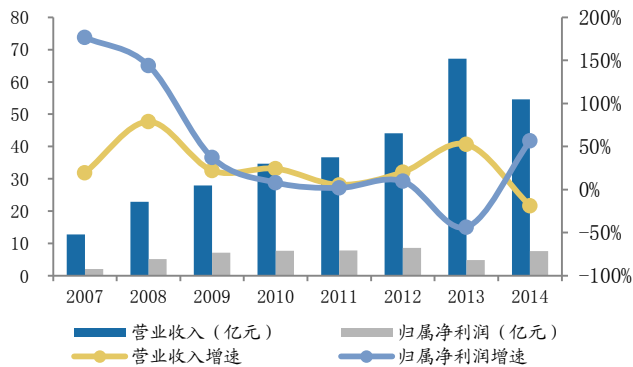
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

深耕南京，地产主业是支撑

地产业务贡献主要收入和利润

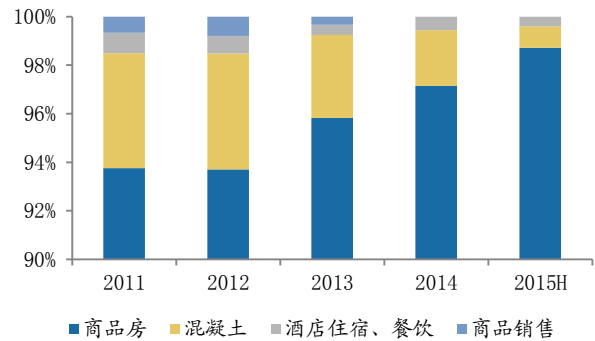
苏宁环球目前的主营业务包括房地产开发、混凝土、酒店餐饮等业务，其中房地产业务是公司收入以及利润的主要来源，2015年上半年，公司实现营业收入37.46亿元，同比增长605%，其中房地产业务收入36.98亿元，占总营业收入的98.7%，与去年同期相比大幅增长770%，主要是报告期内结算面积大幅增长所致。

图4: 苏宁环球营业收入及净利润情况



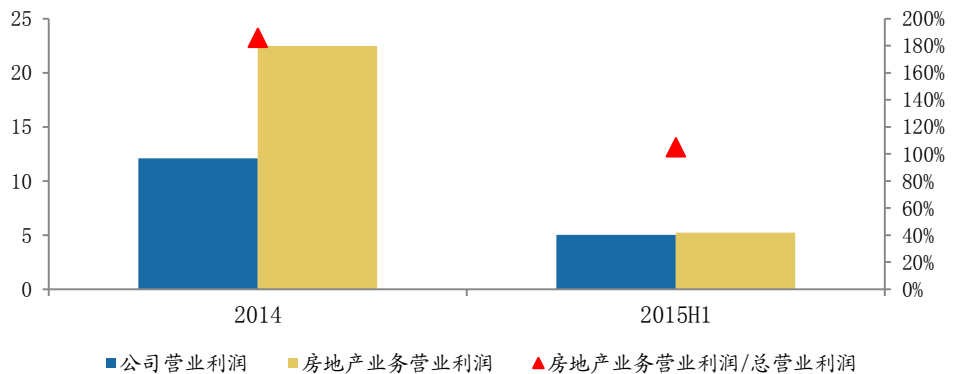
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图5: 苏宁环球各业务营业收入占比情况



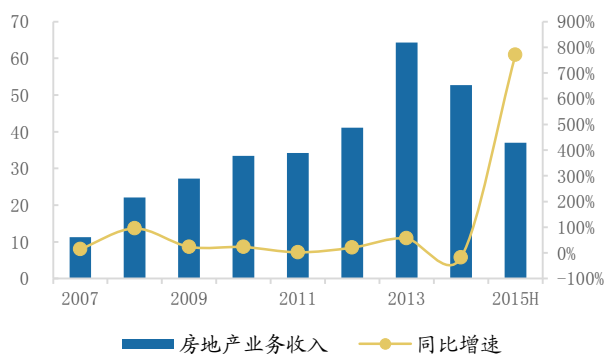
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 公司营业利润以及房地产业务营业利润情况



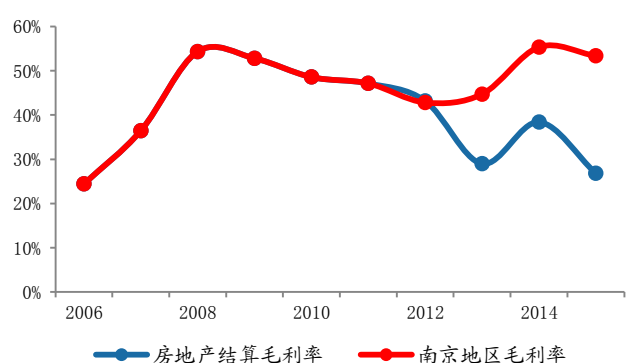
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图7: 苏宁环球房地产业务收入情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 公司地产整体毛利率及南京地区结算毛利率

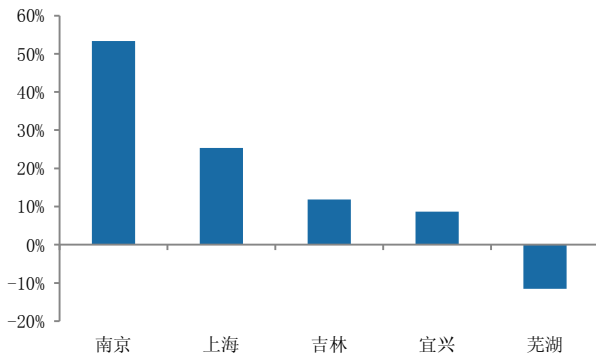


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

15年上半年苏宁环球房地产业务结算毛利率26.8%，与14年全年相比，毛利率大幅下滑11.6个百分点，主要是受吉林、芜湖、宜兴等低毛利项目结算的影响，南京区域受益于前期低价，整体结算毛利率较高，为53.33%，预计随着未来南京地区

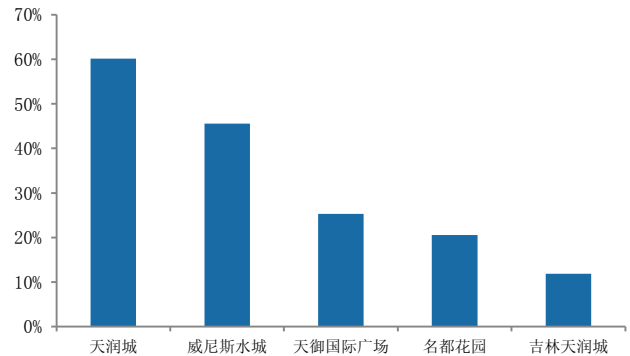
尤其是江北新区房价的上涨，公司南京区域结算毛利率或将在高位有所攀升。截止目前，公司未结算面积500多万方，其中高毛利的南京地区占比高达61%，公司未来房地产结算毛利率将维持一个较高水平，公司的业绩有一定的保障。

图9：公司各区域毛利率情况



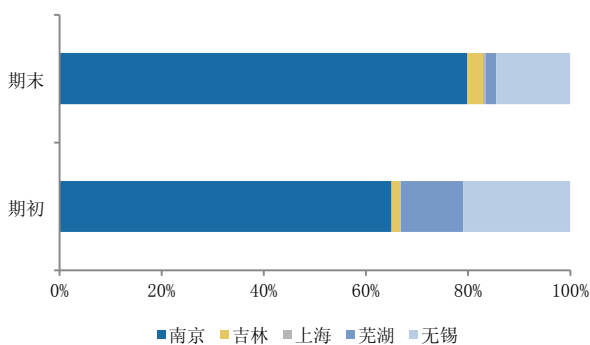
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：苏宁环球主要房地产项目毛利率情况



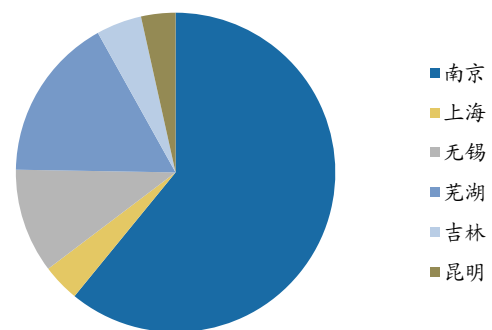
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11：公司预售账款分布情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：苏宁环球未结算面积分布情况

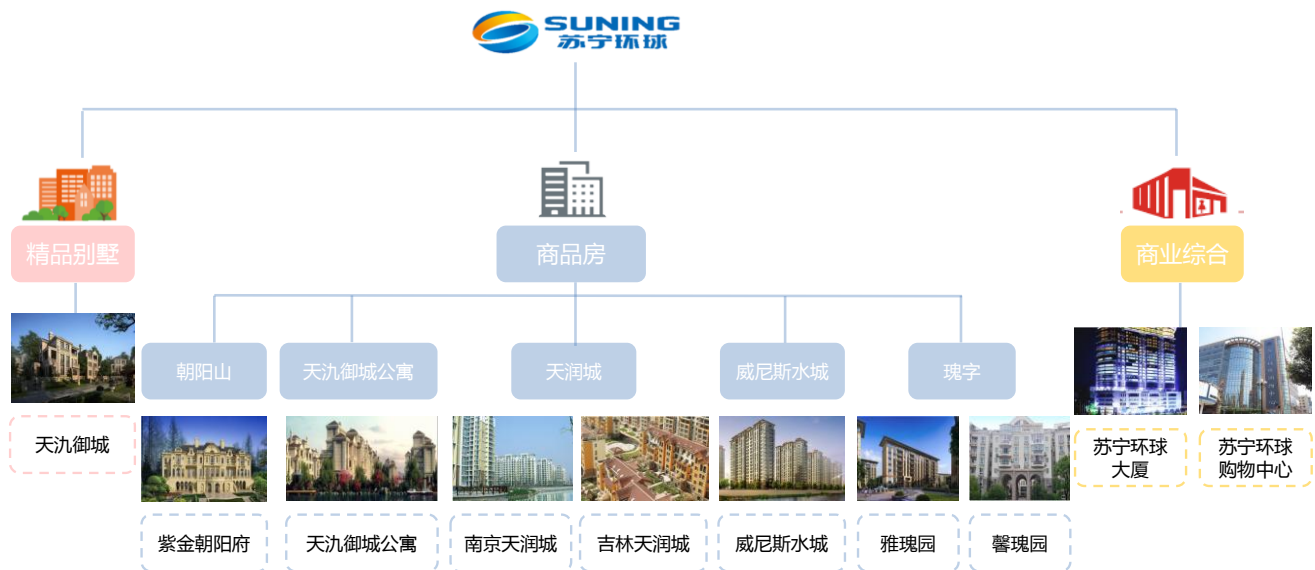


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

南京江北新区成立，助力地产项目价值重估

苏宁环球作为中国房地产企业前二十强，先后开发了“瑰宇”系列住宅项目、千秋情缘住宅项目、威尼斯水城与天润城项目等多个著名地产项目，并且初步完成“深耕南京，立足江苏，布局全国”的战略布局，地产项目分布在南京、上海、无锡、芜湖、吉林以及昆明等多个城市。其中，值得一提的是，公司在南京成功开发了浦东大厦、威尼斯水城、天润城等多个美誉度很高的项目，经过多年持续深耕，已经成长南京地区龙头房企，销售业绩居南京前五。根据365地产家居网数据显示，2015年上半年，苏宁环球在南京地区实现销售金额20.11亿元，排名第五，实现销售面积20.22万方，位居第一，其中天润城、威尼斯水城两个项目销售面积在南京全市住宅项目中分列第三和第四。

图13: 苏宁环球主要代表地产项目



数据来源: 公司网站, 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 2015 年上半年南京地区房企销售业绩排行榜

2015 年上半年南京地区商品房销售金额前 10 房企			2015 年上半年南京地区商品房销售面积前 10 房企		
序号	房企名称	销售金额(亿元)	序号	房企名称	销售面积(万方)
1	世茂地产	34.41	1	苏宁环球	20.22
2	新城地产	25.96	2	弘阳地产	18.9
3	升龙地产	21.72	3	荣盛发展	18.58
4	弘阳地产	21.5	4	世茂地产	18.34
5	苏宁环球	20.11	5	新城地产	17.37
6	保利地产	17.97	6	朗诗地产	11.92
7	五矿地产	17.83	7	金融城建设	10.38
8	朗诗地产	16.46	8	金地集团	10.31
9	苏宁置业	15.82	9	保利地产	10.13
10	金地集团	15.5	10	万科地产	10

数据来源: 365地产家居网, 广发证券发展研究中心

表2: 2015年上半年南京地区商品住宅项目销售面积排行榜

序号	项目名称	销售面积(万方)
1	弘阳旭日上城	16.16
2	荣盛龙湖半岛	14.07
3	金融城	10.38

4	苏宁天润城	10.34
5	苏宁威尼斯水城	9.81
6	金地湖城艺境	9.15
7	世茂海峡城	8.27
8	新城香悦澜山	7.82
9	龙湖春江紫宸	7.22
10	绿地国际花都	6.81

数据来源：365地产家居网，广发证券发展研究中心

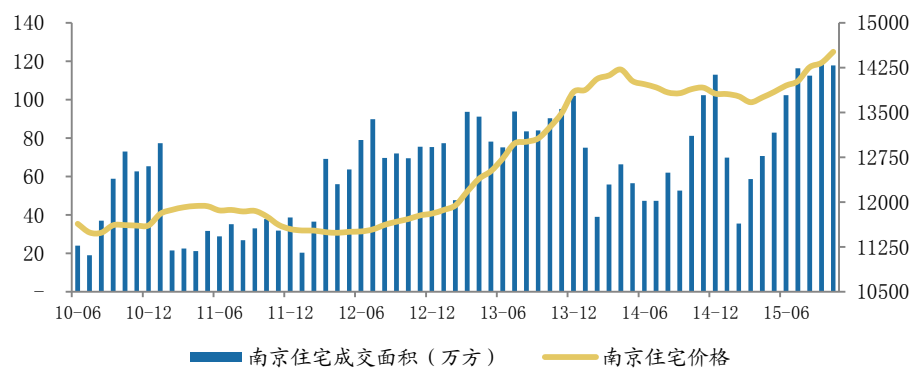
表3：2015年上半年南京江北地区楼盘销售业绩排行榜

2015年上半年南京江北楼盘销售金额前五位		2015年上半年南京江北楼盘销售面积前五位	
1	弘阳旭日上城	1	弘阳旭日上城
2	苏宁天润城	2	荣盛龙湖半岛
3	苏宁威尼斯水城	3	苏宁天润城
4	荣盛龙湖半岛	4	苏宁威尼斯水城
5	明发新城中心	5	明发新城中心

数据来源：365地产家居网，广发证券发展研究中心

2015年6月27日，国务院印发《关于同意设立南京江北新区的批复》，正式批复同意以浦口区、六合区和栖霞区八卦洲街道为区域设立南京江北新区，成为中国第13个、江苏省首个国家级新区，江北新区的建设上升为国家战略。江北新区的成立拉动了南京地区商品住宅的成交，尤其是对于江北新区（浦口+六合）成交的促进作用立竿见影：2015年7-10月份，江北新区（浦口+六合）商品住宅月均成交建面52万平方米，而1-6月份月均成交建面只有22万平方米，成交增长显著。

图14：南京住宅成交面积以及成交均价情况

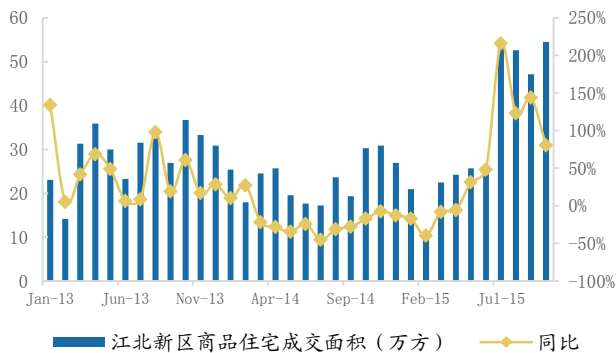


数据来源：中国指数研究院，广发证券发展研究中心

而对于公司而言，公司在浦口地区布局了威尼斯水城、天润城、天华硅谷等多

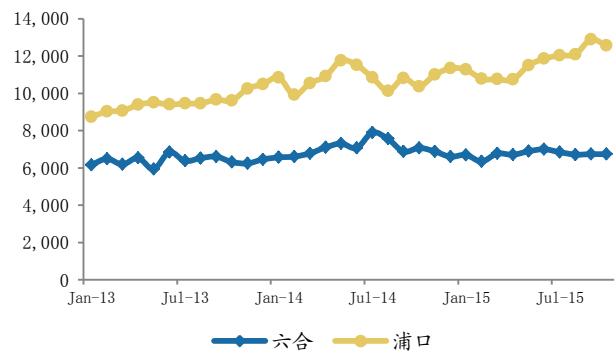
个项目，其中威尼斯水城、天润城项目作为全国第三以及第七的超级大盘，位于江北核心区域，凭借着周边完善的配套设施以及毗邻地铁3号线的区位优势，加之公司深耕区域多年在广大消费者心中建立了良好的品牌形象，在江北新区成立后，两个项目的新推楼盘销售表现优秀，7,8月两月销售面积涨势显著。未来“天润城”和“威尼斯水城”将不断有新盘推出，预计公司将取得更加骄人的销售成绩。

图15: 南京江北新区商品住宅成交情况



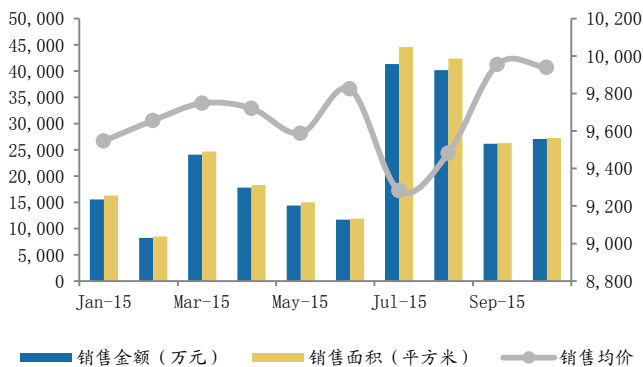
数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图16: 南京江北新区商品住宅成交均价情况



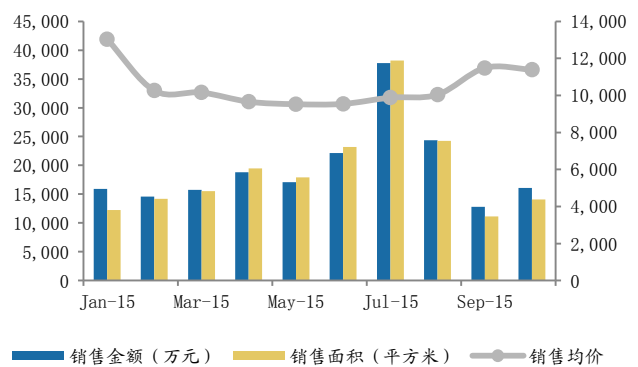
数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图17: 苏宁环球威尼斯水城销售情况



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图18: 苏宁环球天润城销售情况



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

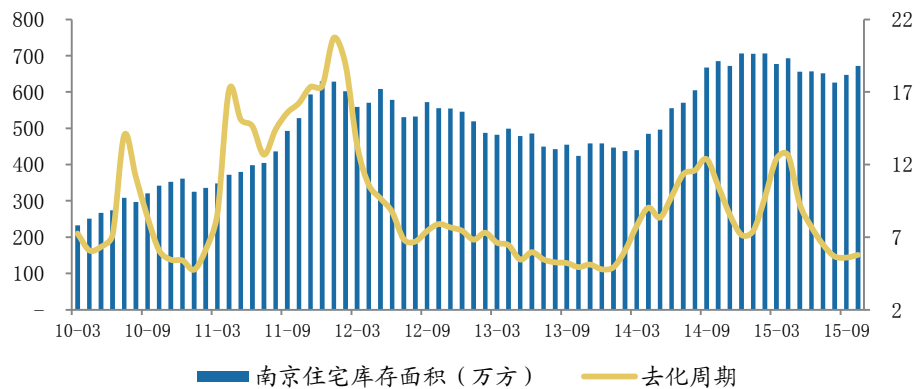
目前南京地区的去化周期处于历史低位，商品住宅去化周期仅为6个月，未来房价整体上涨动力较足，尤其是具体到各个区域来看，尽管江北新区成立后，浦口地区房价有所上涨，但从绝对值来看，依旧处于南京地区的洼地，预计未来仍然有进一步上涨的空间。此外，我们用南京各区域14年1月至15年10月期间的土地出让建面除以各区域15年前10月的商品销售规模来刻画各板块的土地去化周期，通过计算发现浦口地区在南京地区的去化压力比较小，未来房价有较强的上涨预期。而苏宁环球在南京大部分项目，均位于浦口核心区域，未来将充分受益房价上涨，公司的销售回款将有充分保障。

图19: 公司江北高新区地产项目分布示意图



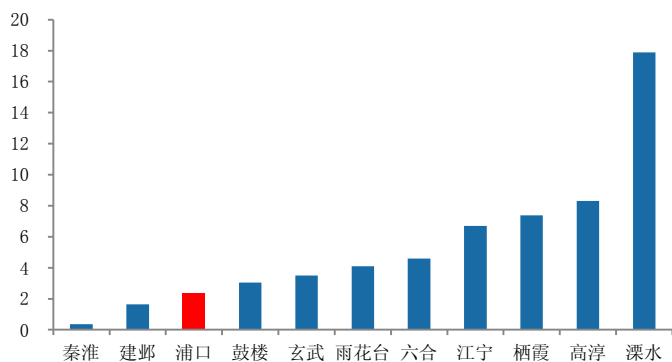
数据来源：搜房网，广发证券发展研究中心

图20: 南京地区住宅库存以及去化周期情况



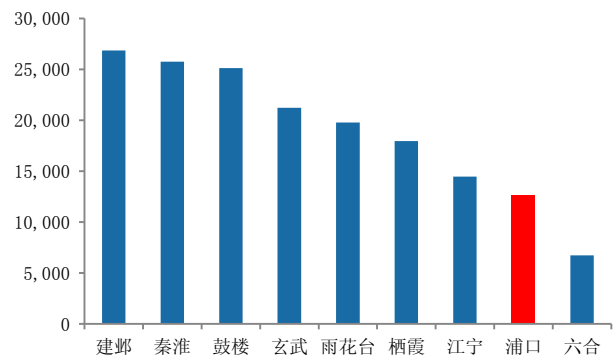
数据来源：中国指数研究院，广发证券发展研究中心

图21: 南京各区域土地去化周期



数据来源：CRIC，广发证券发展研究中心

图22: 目前南京各区域商品住宅成交均价 (元/平)



数据来源：CRIC，广发证券发展研究中心

非公开发行获证监会批文，利于项目加快销售回笼

2015年4月21日，苏宁环球发布2015年度非公开发行股票预案，后因14年年度利润分配方案对发行价格进行调整。根据调整后的修改方案，公司本次非公开发行股票的发价价格不低于6.20元/股，发行数量不超过（包括）6.13亿股，拟募集资金总额不超过38亿元，主要用天润城十六街区北区（C、D、E组团）、天润城十六街区商业综合楼、北外滩水城十六街区以及北外滩水城十八街区等项目。2015年10月19日，苏宁环球发布公告称，公司非公开发行A股股票的申请获得证监会发审会审核通过，并于2015年11月9日收到证监会核准批文。我们认为如果此次定增实施成功，将对天润城以及威尼斯水游城两个超级项目的开发建设提供资金支撑，有利于苏宁环球抓住江北新区的政策红利加快项目去化，实现资金回笼。

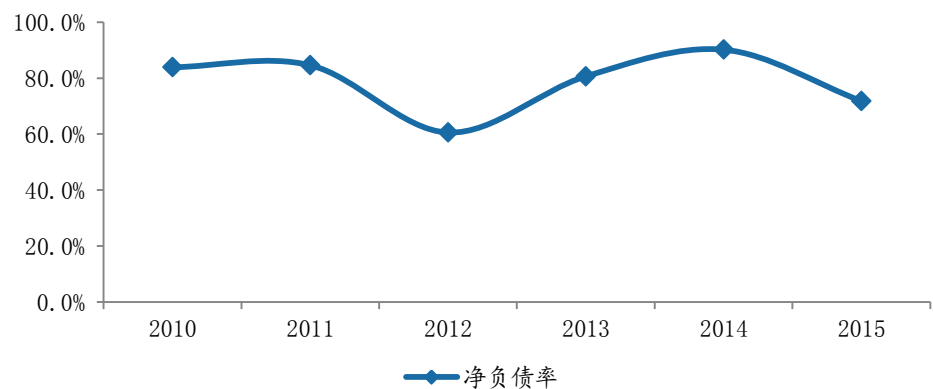
此外，一旦此次定增成功实施，公司的财务杠杆将会进一步下降，进而为后续的加杠杆提供空间，加之，充足的项目储备未来将能够为公司提供可观的资金回笼，而这些都将为公司后续的战略转型提供资金支持。

表4：苏宁环球2015年非公开发行股票筹集资金投资项目概览

项目名称	项目类型	总建筑面积 (万平方米)	预计总投资额 (亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)	预计销售额 (亿元)	预计净利润率
天润城十六街区北区 (C、D、E组团)	住宅楼、商业用房等	48.15	22.05	12	36.07	21.20%
天润城十六街区商业综合楼	住宅用房、商业用房等	13.28	6.92	4.5	17.71	37.29%
北外滩水城十六街区	住宅、商业用房等	28.54	12.04	9.5	23.03	27.86%
北外滩水城十八街区	住宅、商业用房等	37.36	16.16	12	30.93	27.87%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图23：苏宁环球净负债率情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三驾马车鞍鞴齐备，文娱产业群星璀璨

在2014年地产行业整体深化调整的背景下，在2014年年报中正式确定了“大文体、大健康、大金融”的转型目标。在确立转型战略以来，公司在团队建设、资本运作、机制创新上有了明显提升，在不同的转型方向上都动作连连，与国内外多家新领域内领先企业合作，充分体现了公司执行力和转型的决心。在团队建设方面，10月29日董事会提出对公司管理架构进行清晰化调整，分别组建“文体产业集团、健康产业集团、金融产业集团”，并任命陈梁先生为文化产业集团首席执行官。公司在新领域的专业化运作显示出了公司在转型的道路上意志坚定、信心十足、目标明确。

图24：苏宁环球三大集团情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

苏宁环球的战略转型以率先布局大文体拉开序幕，从2014年公司并购苏宁文化产业公司并将其注册资本由1亿元增加到5亿元，到苏宁文化与英皇联合投资电影《破风》、与江苏广电共同投资江苏聚合投资基金、与南京艺术学院共同建立苏宁环球影业，再到今年“大文化，大健康，大金融”战略转型目标提出后与韩国顶级动漫公司REDROVER共同设立子公司赤焰科技、与韩国动漫公司OCON和国内和睿资本分别达成合作意向、收购韩国著名娱乐公司FNC Entertainment股权，苏宁环球在文化转型战略上动作不断，捷报频传，体现了公司在“大文体”转型方向上的坚定信心。

图25: 苏宁环球文化布局时间轴

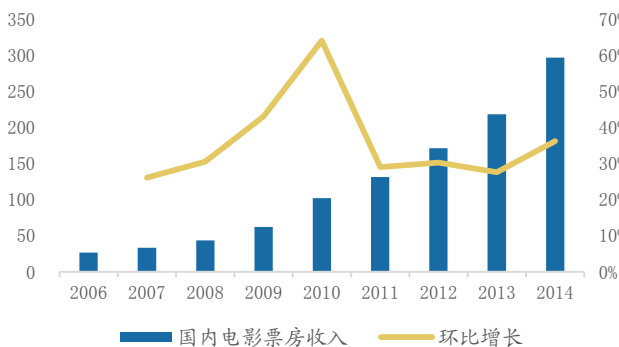


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

合作电影率先开花, 投资《破风》名利双收

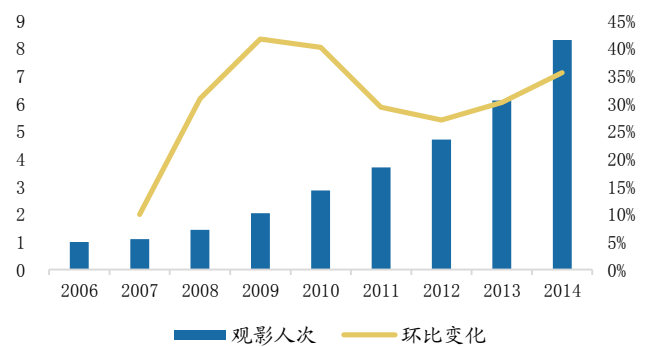
公司通过与英皇影业投资合作体育竞技类型片《破风》进军电影产业, 而后继续通过与南京艺术学院合资创办苏宁环球影业投资公司, 快速布局具有优质人才资源和平台资源的产业链。目前我国影视行业发展迅速, 2014年电影产业收入436亿元, 同比增长57.51%, 内地总票房达到296亿, 2015年上半年中国内地电影票房高达203.63亿元, 同比增长48.2%。

图26: 中国内地电影票房收入发展情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图27: 中国电影观影人数发展情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

国内快速发展到额影视传媒行业尤其是活跃的电影市场为公司大文体转型提供广阔的发展空间。作为文化布局的首个成果，2015年8月6日上映后《破风》斩获1.45亿票房，在各主流电影平台首日评分均过7分，叫好又叫座。

并购韩国顶级动漫公司，获取优质 IP

动漫领域作为公司“大文化”战略的另外一个重点，公司一直致力于和海内外具有优质IP存量的公司寻求合作。随着5月6日副总裁贾森上任后雷厉风行的执行力，公司先后收购了韩国两家顶级动漫公司的股权，并合作成立了子公司赤焰行者科技。凭借合作公司优质的IP资源、技术资源以及动漫衍生品发展经验，以合资成立的子公司为平台，公司在中国动漫领域及其衍生品业务方面或将进入快速发展通道。

图28: REDROVER公司和OCON公司简介

	REDROVER	OCON
	<p>主要成果: 《抢劫坚果店》 全球动漫影视的成功典范，在全球140多个国家上映，韩国进军好莱坞史上票房最高的电影。</p>	<p>主要成果: 《PORORO》 PORORO成为韩国国宝级卡通人物，在全球130多个国家上映，并成功开发了许多动漫相关衍生品。</p>
	<p>即将上映: 《抢劫坚果店2》、《Spark大电影》（包含西游记元素）、《抢劫坚果店3》也已投入制作。</p>	<p>未来目标: 预计3年内全球将开设超过120家儿童连锁咖啡店。</p>
	<p>创新: 数量可观的专利及著作权。 58件专利、42件商标、11件外观设计、104件一般著作权以及6件软著权。</p>	<p>其它: 包括跨屏幼儿教育软件、儿童咖啡连锁、服装、文具以及各类儿童用品的动漫衍生品 韩国领先的特效团队</p>
	<p>其它: 在3D成像领域： 先进的3D/4D放映、显示及采集设备为乐天影院提供4D影院、各地博物馆的5D影像馆的设计及施工已成功切入医疗、教育、广告、军工等相关领域。</p>	<p>(配备韩国最前沿的CG特效工作室) 韩国国内领先的动作捕捉和电影仿真技术 韩国顶尖的动漫创意团队和动漫制作师</p>

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

通过股权收购和设立合资子公司，苏宁环球传媒将成为韩国唯一上市动漫公司REDROVER的实际控制人，公司将以IP资源为核心，配合公司战略转型，加强相关产业布局，打造传媒产业链。子公司的设立可以加强双方合作的黏度以及提升资源协同的效率和效果，REDROVE储存的优质IP、技术等资源也将可以在中国市场得以更好的落地和利用，也对支持国产动画的崛起产生积极意义。

而通过与OCON的合作，苏宁环球传媒将获取其动漫形象及其中国国内完整IP开发权，与OCON共同推进中国动漫影视及衍生品业务，有利于公司迅速切入动漫产业，完善公司传媒产业布局，实现自身文化产业体系的发展。

合资子公司涉足 VR 下游领域，市场前景可期

苏宁环球在收购REDROVER股权后，合资设立的子公司赤焰行者科技主要从事动漫与VFX特效制作，4D影像馆及特殊影像馆系统集成服务等业务。赤焰行者科技计划采用REDROVER拥有的独自研发的4D动感座椅、4D控制系统、4D编程技术以及构筑360度影像立体影像系统的各项专利等技术，在中国市场开展国内的电影院线及企业、公共机构、地方政府等机构的影院、规划馆及展览馆的特殊影像馆事业。作为近期热门的VR市场的下游领域，公司在3D成像领域的发展在未来也可以应用至公司所设计的医疗、教育等相关领域，进一步拓展公司整个产业链，市场前景可期。

图29: VR (虚拟现实) 产业链及公司参与部分

上游：零部件供应

计算、显示芯片
摄像设备
追踪识别设备
.....



中游：整机产品

Oculus Rift
Gear VR
Project Morpheus
.....

下游：应用和内容

游戏
影视
教育
.....



REDROVER涉及：

先进的3D/4D 放映、显示及采集设备的研发制作

赤焰行者科技涉及：

4D影像馆及特殊影像馆系统集成服务等业务

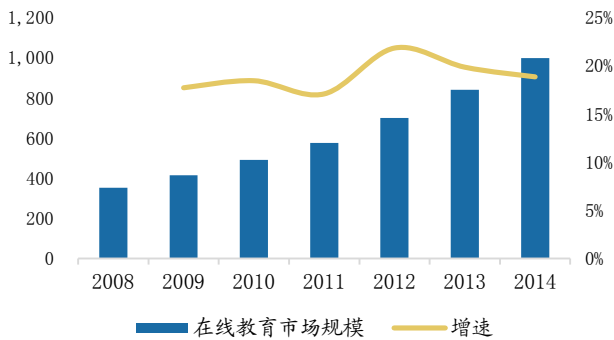
数据来源：新财富公司，广发证券发展研究中心

投资线上教育，入驻潜力行业前景广阔

而在教育领域，7月，苏宁环球教育与和睿资本签署完成《合作备忘录》，双方拟在学前教育、职业教育、K12、在线教育等领域进行深入广泛的合作，在行业资讯和咨询、行业投融资、资产经营管理、资产交易服务、资本化运作等领域进行全方位地深入合作。双方还拟共同设立教育产业基金，对教育培训行业的优质企业和项目进行直接股权投资。

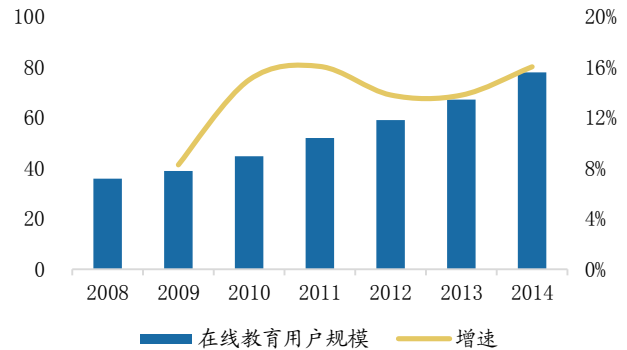
教育在我国一直处于优先发展的战略地位。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》的规划，2020年我国的学前教育、九年义务教育、高中阶段教育、高等教育、继续教育人数人次将分别达到为4000万人、1.65亿人、4700万人、3550万人和3.5亿人次。在线教育近些年发展迅速，据中国互联网市场统计，我国2014年在线教育市场规模998万，同比增长18.85%，目前在线教育市场规模已达到1191.7万，在线教育用户规模也接近一亿人次，为9099万人。

图30: 我国在线教育市场规模 (万元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图31: 我国在线教育用户规模 (百万人)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

业界泰斗执掌文化集团, 文体转型有望迎来新局面

人事方面公司同样积极调动, 公司任命陈梁先生为文化产业集团首席执行官, 公司有望凭借其在文化领域的丰富经验及广阔的人脉在“大文体”方向上的转型取得更多成绩。这也彰显了公司转型的意志和信心, 体现了团队建设的改善和执行力的进步。对“大健康”、“大金融”方向的团队建设, 我们相信公司也会取得更多进展。

图32: 陈梁先生简历简介



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

收购韩国著名娱乐公司（FNC）股权，文体布局“再下一城”

苏宁环球于11月23日发布公告称，因正在筹划与韩国高斯达克上市公司FNC Entertainment申请停牌，并于11月24日晚再次发布了全资子公司收购韩国FNC Entertainment 部分股权的公告。

根据公告，苏宁环球以人民币1.19亿元收购韩国第三大上市娱乐公司FNC现有股东HAN SEONG HO、HAN SEUNGHOOON、KIM SOOIL合计持有的143.65万股，并以人民币1.84亿元认购FNC新发行股的172.4万股份，通过本次认购苏宁环球将合计持有FNC22%股权，将成为FNC第二大股东。

FNC公司2006年以FNC Music 建立，于2012年更名为 FNC Entertainment，发展成为综合娱乐公司。其经营涉及艺人经纪、唱片制作、演唱会制作、影视音乐制作、电视剧制作以及Merchandising六大板块。2014年12月，FNC Entertainment 在韩国高斯达克市场成功上市，成为韩国第四家上市的娱乐公司，目前在四家公司中市值排名第三。

图33: FNC公司主营业务简介



数据来源：公司网站，FNC网站，广发证券发展研究中心

表 5: 韩国四大上市娱乐公司相关财务数据

公司	2012		2013		2014				市值(截至 2015-11-24 10:30AM)
	主营业务收入	净利润	主营业务收入	净利润	主营业务收入	净利润	资产	净资产	
SM	241.35	35.45	245.59	17.18	272.66	5.7	350.09	257.6	832.22
YG	94.64	16.66	106.29	14.1	148.52	18.3	311.46	225.21	597.66
FNC	28.46	4.39	45.35	2.56	57.08	7.46	69.87	51.1	247.14
GYP	13.38	-8.25	19.49	-3.39	46.04	7.32	67.59	51.19	127.13

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

在主营业务方面，FNC公司的经营以旗下艺人为核心，通过对明星、偶像的打造，经营范围覆盖全娱乐产业，经营的娱乐内容较为多元化。其主营业务范围涵盖艺人经纪、唱片制作、演唱会制作、影视音乐制作、电视剧制作等众多娱乐领域，旗下艺人也囊括了演艺行业的各个领域，包括歌手、搞笑艺人、主持人、演员等。

图34: FNC旗下主要艺人



数据来源: FNC网站, 互联网, 广发证券发展研究中心

FNC旗下的许多艺人不仅在韩国国内较为知名，在国际娱乐界也享有一定知名度，如刘在石、CNBLUE、FTISLAND等。值得一提的是FNC Entertainment是韩国代表性的“乐队公司”，旗下两个乐队FTISLAND和CNBLUE的诞生使乐队市场比较弱的韩国更加关注乐队，两组乐队的出现也使得世界各国看到了不一样的韩国音乐。因为出道前经过非常强的实践表演训练，使得公司旗下的歌手都有很强的现场表演实力。

除了目前公司旗下的艺人事业以外，2014年，FNC还创立了自己的音乐教育系统FNC Academy，学院有韩国最好、最专业的老师教导学生，也训练艺人、挖掘新人。同年公司将明星培训规模化发展，建立了FNC全球艺人培养中心韩国校区(FNC GTC Korean)。2015年7月，FNC全球艺人培养中心又分别在上海和广州建立分校，作为公司开拓中国娱乐市场的稳定平台。

除收购FNC股权外，公司于11月25日发布了双方共同投资设立合资公司的提示性公告，公司将与FNC共同出资在中国境内设立合资公司，其中苏宁环球传媒的股权比例为51%，FNC的股权比例为49%。FNC向合资公司投入的金额应在6000万元人民币或其以上。合资公司由FNC派遣主要管理层（包括CEO/代表理事等），由新股东派遣财务总监，董事会由3名公司人员和2名FNC人员构成。

通过本次股权收购和成立合资子公司的合作，公司将引进FNC在艺人培养、艺

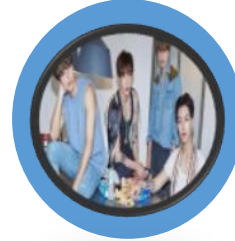
人经纪、娱乐产业经营的丰富经验，共同开发国内市场，并通过文体产业集团的各产业协同，进一步提升竞争力，推动公司的可持续性发展，也进一步加速在文体产业的布局。

图35: FNC核心艺人及组合介绍

主要艺人介绍



刘在石



CNBLUE

- 2015年7月签约FNC Entertainment，使得当日FNC股票涨停，足见其在韩国娱乐界的影响力之深重。
 - 2010年7月起，担任SBS《星期天真好-Running Man》主持人，凭借该节目获得SBS演艺大赏的2次演艺大赏、3次观众选择最高人气赏。
- 刘在石也因该节目在中国网络的热播在中国国内享有一定知名度。

- 2013年4月至2014年1月，举办世界巡回演唱会“BLUE MOON”，于亚、澳、南北美四大洲12个国家举办共计20场演唱会。
- 2014年10月，作为韩国代表乐队在第17届仁川亚运会闭幕式上登台表演。
- 2015年，为华谊兄弟出品的电影《坏蛋必须死》献唱主题曲。

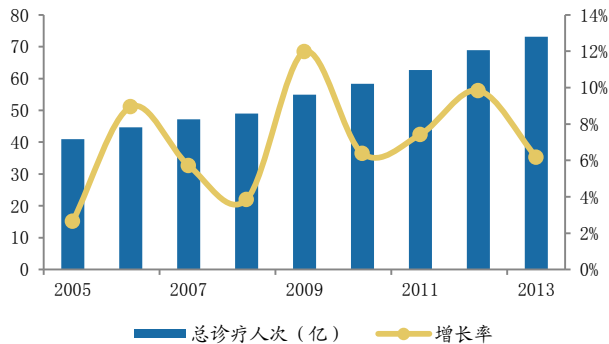
数据来源：FNC网站，广发证券发展研究中心

牵手专业机构，大健康转型掷地有声

大健康是苏宁环球转型的三大主线之一，并且公司主要以发展专科医院及医疗美容事业为核心，并结合产业的互联网属性，注重线上线下的合并发展，打造国内一流的健康产业集团。

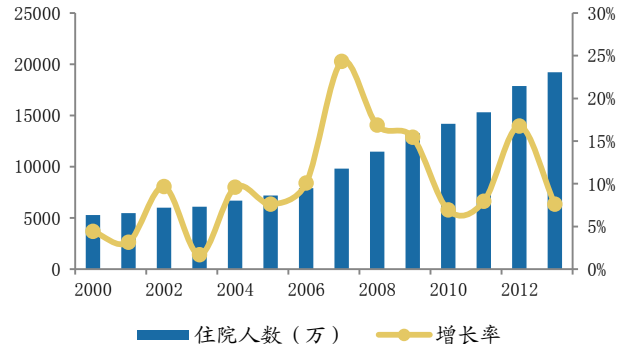
随着我国社会经济水平的不断发展，加之人口老龄化的不断加剧，我国大健康行业情景广阔，行业发展巨大。近年来，我国的医疗人数的增速基本上保持在5%的以上，住院人数基本保持在10%左右，到2013年我国的总医疗人数已经突破70亿人次，住院人数也达到了两亿人次。

图36: 我国历年总诊疗人次情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 我国历年住院人数情况

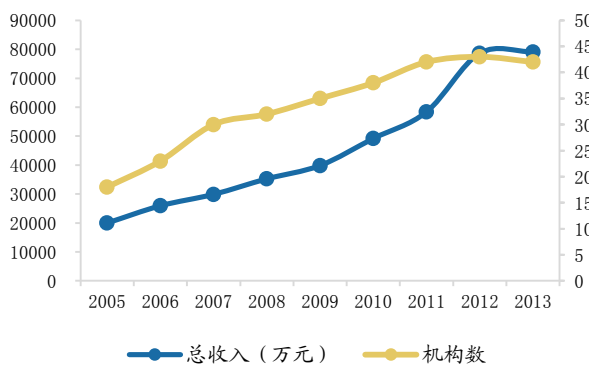


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

而具体到专科以及医疗美容两个细分行业来看, 随着我国专科医院不断发展壮大及在管理制度方面的不断完善, 专科医院已经成为国家医疗卫生事业中不可或缺的一部分, 专科医院机构数量比2005年多了近一倍, 收入更是达到了2005年的三倍之多。专科医院作为国家医疗卫生事业的重要补充部分, 专科医院以其经营灵活, 为患者提供人性化的、便捷的、高效率的服务等特点, 让人耳目一新。

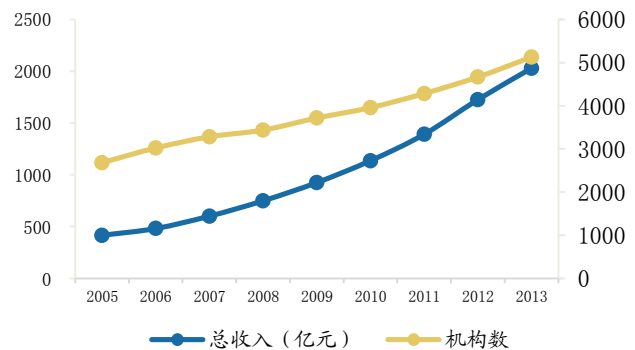
医疗美容方面, 伴随着社会对整形美容的不断理解, 整容手术以每年超过200%的速度增长, 机构数量也呈“井喷式”的增加, 收入也从2005年的不到2亿元增加到现在的近10亿。当前我国的美容业属于完全竞争的成长性行业, 具有高成长和高利润, 是具有巨大发展空间、产业延伸广阔的朝阳产业。

图38: 整形医院机构与收入变化趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 专科医院机构与收入变化趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

与首尔峨山医院和江苏省人民医院合作, 拉开转型大健康序幕

2014年12月, 苏宁环球与首尔峨山医院和江苏省人民医院签署《合作意向》, 根据《合作意向》, 三方将着眼于健康产业发展共同开展投资, 拟在中国境内开展

公立医院，收购或设立民营综合医院、收购或设立体检中心、整形美容、口腔、眼科、康复医疗等各类专科医院。这次合作正式拉开了公司转型大健康领域的序幕。

首尔峨山医院成立于1989年6月，是峨山社会福利财团下属的八个医院的总院，其拥有先进的医疗体系、优秀的医护队伍和高级的诊疗系统、尖端的医疗设备，在韩国保健福利部医疗机构评价中被评选为最佳医院，连续两年获得韩国最受尊敬医院称号。而江苏省人民医院前身是1936年成立的江苏省立医政学院附设诊疗所，至今已有70余年的历史，担负着江苏省医疗、教学、科研、公益四项中心任务，目前是江苏省综合实力最强的三级甲等医院。苏宁环球与国内外两家顶端医院合作，有利于嫁接其在医疗领域领先专业优势，为自身在专科以及医疗美容领域的转型提供支撑。

图40：苏宁环球与韩国峨山医院及江苏省人民医院合作协议概览



数据来源：公司公告，互联网，广发证券发展研究中心

牵手长城国融和九鼎投资，执行有望加速

2015年7月2日，苏宁环球公告称拟与长城国融签署战略合作协议，公告称双方同意在医疗大健康、大金融领域的股权投资、并购重组、产业基金等方面进行深度合作，长城国融将积极为公司大健康领域的外延式并购寻求机会。

长城国融为长城资产的控股子公司，是长城资产的对外投资平台（13大平台之一）。长城国融依托长城资产综合金融品牌资源优势，围绕医疗、医药、健康产业、新能源、新材料、新技术、节能环保等重点行业主要从事中小企业股权投资、上市公司资产重组、上市公司债务重组、上市公司产业并购、大型集团逆周期投资、国际并购等业务。而苏宁环球与长城国融牵手合作，进一步拓宽了公司对外投资渠道，有利于借助长融资产在医疗、医药、健康产业的专业优势，加快公司大健康外延式并购项目的落地。

除了与长城国融合作外，公司在7月13日再次公告称与九鼎投资签署合作协议，根据合作协议，双方同意在医疗大健康领域进行深入广泛的合作，在行业投融资、资产交易服务、资本化运作等领域进行全方位地深入合作。九鼎投资将为苏宁环球推荐并购项目，积极拖进大健康项目的落地，与此同时，双方还拟共同设立大健康产业并购基金。

昆吾九鼎投资管理有限公司（简称九鼎投资）是在国家发展与改革委员会和中国证券投资基金业协会备案登记的专注于股权投资及管理的专业机构。在中国股权投资第三方研究机构清科集团的中国私募股权投资机构综合排名中，九鼎投资在2011、2012年连续两年获得“中国最佳PE机构”，2009-2014年连续6年获评“中国私募股权投资机构十强”。九鼎投资总部位于北京，在全国50个地区设有分支机构或派驻专业人员，管理了多支人民币基金和两支美元基金。九鼎投资在消费、服务、医药医疗、农业、装备、材料、矿业、节能环保等领域均有专业的投资团队进行长期研究、跟踪，并有大量的成长期和成熟期企业的投资案例。目前，九鼎投资累计投资企业超过260家，其中已上市企业及处于上市在审企业超过70余家。

苏宁环球与九鼎投资合作，有利于公司对九鼎投资丰富的大健康领域的资源进行嫁接，有助于公司加快布局大健康领域战略的落实。

表 6: 苏宁环球在大健康领域的合作一览

时间	公司	合作内容
2014.12	峨山医院、江苏人民医院	三方将着眼于健康产业发展共同开展投资，拟在中国境内开展公立医院，收购或设立民营综合医院、收购或设立体检中心、整形美容、口腔、眼科、康复医疗等各类专科医院。
2015.7.2	长城国融	双方将在医疗大健康、大金融领域进行深入广泛的合作。具体在行业投融资、资产经营管理、金融租赁、信托、金融咨询、资产交易服务、人寿保险、金融服务培训和客户信息共享等领域内进行全方位地深入合作。
2015.7.13	九鼎投资	双方将在医疗大健康领域进行深入广泛的合作，在行业投融资、资产交易服务、资本化运作等领域进行全方位地深入合作，并将共同设立大健康产业并购基金等。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

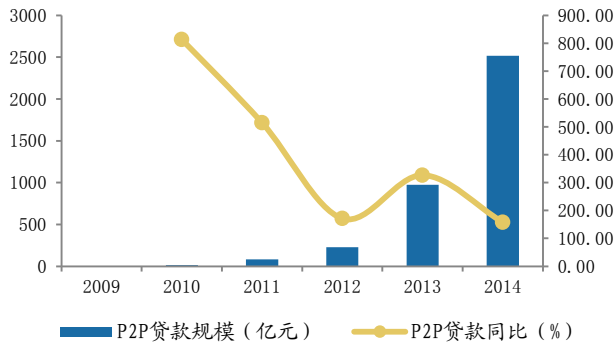
主动寻求布局，大金融转型稳步推进

苏宁环球除了布局“大文体”以及“大健康”领域外，还积极向“大金融”领域布局，通过参与传统金融机构迅速展开，尤其是加大在互联网金融领域的拓展。目前公司在大金融领域的转型正在稳步推进。

在行业层面上，我国的互联网金融通过近年来的发展，已从当初的探索阶段转入实质性的运营阶段，从最初的理论到建成了初具规模的金融数据通信网的基本框架。除了各大银行推出各自的网上银行外，还兴起了大批的新兴金融方式，如第三方支付、P2P小额借贷平台、网络信贷机构等多种金融模式。P2P（Peer to Peer）借贷服务平台自2006年由宜信引入中国，这种基于互联网技术的借贷服务模式开始呈现出“爆炸式增长”。截止到2014年末我国的P2P贷款公司已经达到了1544家，

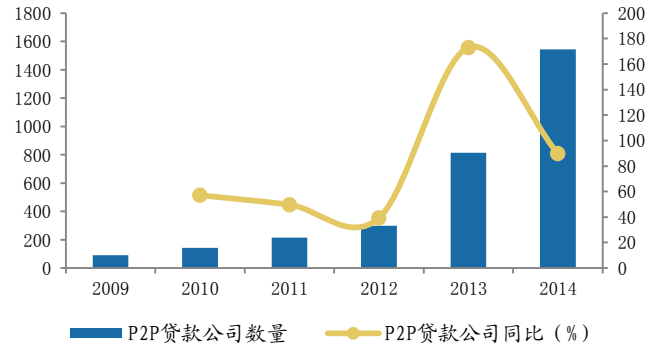
比2013年增加了89.70%，P2P的贷款规模达到了2514.7亿元，比2013年增长了157.85。

图41: P2P交易规模和增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: P2P贷款公司数量和增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司层面上, 苏宁环球先后成立了两家金融类子公司, 苏宁环球(上海)金融信息有限公司、苏宁环球股权投资有限公司, 使得公司具备了转型“大金融”的实体。尤其是在上海自贸区设立的苏宁环球股权投资有限公司可以享受上海自贸区海外投资审批的便利以及未来可能的财政扶持政策, 也为未来公司开展国内外业务打好投融资平台。

表7: 苏宁环球金融类子公司信息一览

注册时间	名称	注册地	注册资本	出资方式	经营范围
2015.7.30	苏宁环球(上海)金融信息有限公司	上海 普陀区	1亿元	自有资金	金融信息服务, 金融产品研发、设计、咨询服务, 金融类应用软件开发, 数据处理服务, 资产管理, 投资管理, 创业投资, 投资咨询、财务咨询、商务咨询、企业管理咨询, 市场信息咨询与调查, 证券、保险咨询, 互联网金融。
2015.8.29	苏宁环球股权投资有限公司	上海 自贸区	1亿元	自有资金	股权投资管理、资本运作, 企业投资咨询, 企业管理咨询, 市场调查, 房地产开发与经营, 物业管理, 投资建设城市基础设施, 投资教育及相关产业, 投资医疗及相关产业, 经济信息咨询, 进出口贸易, 餐饮管理, 酒店管理, 互联网。

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

此外, 苏宁环球与长城国融除了在“大健康”领域展开合作外, 还在“大金融”领域展开相关合作, 有利于根据公司转型需求, 依托长城资产金融资产等领域专业及平台优势, 同时结合公司既有资源及渠道, 可加快在金融领域更快、更优的布局。

员工持股解锁条件独特，为公司转型注入动力

2014年12月，苏宁环球集团发布员工持股计划方案，提出通过大宗交易的方式，定向受让大股东苏宁环球集团有限公司所持有的占本公司总股本1.96%的4000万股股票，并规定参与人数不超过76人，范围涵盖公司核心利益人员——董高监、管理人员及公司核心骨干。同时值得一提的是，此次员工持股计划由公司控股股东以其自有资金向员工持股计划提供无息借款支持，借款期限为员工持股计划的存续期，这将极大的调动员工参与持股计划的积极性。此外，苏宁环球创造性的提出了“市值在50亿元以上的A股房地产公司（按证监会行业分类）同比涨幅前30名（含30名）”的解锁条件，加强解锁与股价涨幅的关系，提升了公司进行市值管理的动力，也体现了公司对未来发展的高度信心。

表8：苏宁环球2014年员工持股计划解锁条件

	解锁占比	解锁条件	
		扣除非经常性损益后净利润 (以2014年为基数)	交易日成交价涨幅 (以前一年最后20个交易日成交均价为基数)
第一次	30%	增长15%以上	2015年最后20个交易日的成交均价涨幅居2014年最后一个交易日市值在50亿元以上的A股房地产公司（按证监会行业分类）同比涨幅前30名（含30名）
第二次	30%	复合增长率15%以上 (即增长32.25%以上)	2016年最后20个交易日的成交均价涨幅居2014年最后一个交易日市值在50亿元以上的A股房地产公司（按证监会行业分类）同比涨幅前30名（含30名）
第三次	40%	复合增长率15%以上 (即增长52.09%以上)	2017年最后20个交易日的成交均价涨幅居2014年最后一个交易日市值在50亿元以上的A股房地产公司（按证监会行业分类）同比涨幅前30名（含30名）

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司估值

截止到目前公司在手未结算项目储备总规模为549万方，可结算项目的权益增加值为115亿元，加上公司14年末净资产规模48.8亿元，NAV总价值为164亿元，公司当前总股本为26.56亿股，则公司每股NAV价格为6.16元/股。公司作为大体量房地产企业中转型态度最为坚决的上市公司，当前在南京等地的土地储备，未来都将会转为公司进行业务拓展的基础，单就南京江北的项目就将会贡献300亿的回款，将低估值的资产置换为医疗、传媒以及金融等高估值项目，随着公司转型节奏的不断加快，将会有不断的催化落地，价值具备进一步想象空间。预计公司15、16年EPS分别为0.32、0.48元，上调评级为“买入”评级。

表9：苏宁环球项目表

苏宁环球	区域	权益	土地面积	建筑面积	未结面积	楼面价	成本	售价	NAV
			万方	万方	万方	元/平米	元/平米	元/平米	(亿元)

苏宁威尼斯水城	南京浦口	84%	302.59	454.00	221.00	190	3500	10500	63.10
苏宁环球天润城	南京浦口	100%	286.27	370.00	91.00	550	4000	9900	25.82
天华硅谷庄园	南京浦口	100%	32.84	40.00	13.49	1505	6000	10000	2.07
浦东大厦	南京浦口	100%	0.79	7.87	5.80	100	6000	12000	1.33
天华绿谷庄园	南京浦口	100%	11.67	14.00	0.70	836	5000	9500	0.13
苏宁璞邸	南京下关	100%	0.93	1.48	0.28	7142	10500	22000	0.14
苏宁名都汇	南京栖霞	100%	3.78	6.03	2.63	4442	9000	13000	0.42
苏宁中山朝阳府	南京玄武	100%	9.49	7.59	7.59	6088	15000	29000	3.94
苏宁天御国际广场	上海普陀	100%	3.95	9.88	8.08	9851	20000	37000	5.37
苏宁环球珊瑚岛	上海青浦	100%	47.97	11.99	11.99	5220	10000	22000	5.07
苏宁天润城	吉林	100%	31.97	46.00	24.40	289	2500	3500	0.94
苏宁·天御广场	无锡北塘	100%	5.81	13.37	13.37	4002	6500	5800	(1.08)
苏宁天沅御城	无锡宜兴	100%	38.43	70.15	42.65	4034	6500	7400	0.33
苏宁城市之光	芜湖	100%	61.47	112.61	88.11	2593	5000	6000	2.06
如安街 KC2010-47 号地块项目	昆明	100%	3.07	18.43	18.43	7000	10000	13000	1.79

数据来源：广发证券发展研究中心

表10: 苏宁环球NAV估值情况

指标	数值
WACC (%)	9%
净权益增加值 (亿元)	114.8
2014 期末净资产 (亿元)	48.8
NAV (亿元)	163.5
股本 (亿)	26.6
每股 RNAV	6.16

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

公司转型期现有业绩对于股价的支撑较弱，转型拓展存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	19,871	20,793	23,203	29,882	38,464
货币资金	1,830	1,608	2,301	2,570	3,040
应收及预付	622	650	1,866	2,299	2,745
存货	17,013	17,987	18,790	24,536	32,171
其他流动资产	406	547	547	547	547
非流动资产	826	584	651	724	801
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	421	197	207	219	232
在建工程	1	1	43	82	120
无形资产	21	19	19	19	19
其他长期资产	382	366	382	404	429
资产总计	20,697	21,376	23,854	30,606	39,264
流动负债	12,728	14,493	14,834	18,933	24,246
短期借款	1,355	1,779	1,236	1,536	2,061
应付及预收	11,049	10,498	12,996	16,419	20,809
其他流动负债	325	2,215	603	978	1,376
非流动负债	3,640	2,009	3,294	4,662	6,429
长期借款	3,640	2,009	3,260	4,585	6,301
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	34	77	128
负债合计	16,368	16,502	18,128	23,594	30,674
股本	2,043	2,043	2,656	2,656	2,656
资本公积	0	0	169	425	739
留存收益	2,273	2,831	2,896	3,920	5,176
归属母公司股东权	4,316	4,875	5,722	7,001	8,571
少数股东权益	12	0	4	11	19
负债和股东权益	20,697	21,376	23,854	30,606	39,264

现金流量表

单位: 百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	2,374	802	1,476	-1,021	-1,501
净利润	654	763	851	1,286	1,578
折旧摊销	58	59	17	20	19
营运资金变动	1,108	-1,553	479	-2,756	-3,691
其它	553	1,534	129	429	593
投资活动现金流	-711	-659	186	-72	-70
资本支出	-11	-13	184	-74	-72
投资变动	-700	-645	2	2	2
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,100	-464	-1,270	1,593	2,071
银行借款	4,715	5,050	3,089	3,839	5,152
债券融资	-3,875	-4,627	-3,995	-1,838	-2,514
股权融资	0	100	0	0	0
其他	-1,941	-988	-365	-408	-568
现金净增加额	563	-321	392	500	500
期初现金余额	732	1,294	974	1,366	1,866
期末现金余额	1,294	974	1,366	1,866	2,366

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	52.5%	-18.8%	13.5%	51.1%	19.4%
营业利润增长	-20.8%	29.5%	-5.1%	50.8%	22.6%
归属母公司净利润增长	-43.5%	56.5%	11.1%	51.1%	22.7%
获利能力(%)					
毛利率	28.6%	37.8%	38.8%	35.3%	36.2%
净利率	9.7%	14.0%	13.7%	13.7%	14.1%
ROE	11.3%	15.6%	14.8%	18.3%	18.3%
ROIC	8.7%	8.8%	10.1%	11.3%	10.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	79.1%	77.2%	76.0%	77.1%	78.1%
净负债比率	80.6%	90.2%	54.1%	65.6%	78.4%
流动比率	1.56	1.43	1.56	1.58	1.59
速动比率	0.19	0.17	0.19	0.18	0.16
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.26	0.27	0.34	0.32
应收账款周转率	42.49	31.59	34.90	47.88	51.40
存货周转率	0.29	0.19	0.21	0.28	0.25
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.29	0.32	0.48	0.59
每股经营现金流	1.16	0.39	0.56	-0.38	-0.57
每股净资产	2.11	2.39	2.15	2.64	3.23
估值比率					
P/E	61.8	39.5	35.5	23.5	19.2
P/B	5.4	4.7	5.3	4.3	3.5
EV/EBITDA	13.8	15.3	10.1	10.2	16.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,721	5,457	6,195	9,362	11,181
营业成本	4,800	3,392	3,793	6,058	7,139
营业税金及附加	610	458	652	843	1,040
销售费用	189	188	326	408	489
管理费用	148	129	213	266	319
财务费用	5	32	61	54	71
资产减值损失	18	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-15	-15	0	0	0
营业利润	935	1,210	1,149	1,733	2,124
营业外收入	13	12	0	0	0
营业外支出	11	22	0	0	0
利润总额	936	1,201	1,149	1,733	2,124
所得税	282	438	298	447	546
净利润	654	763	851	1,286	1,578
少数股东损益	167	0	4	6	8
归属母公司净利润	487	763	847	1,279	1,570
EBITDA	1,032	1,348	1,227	1,807	2,214
EPS(元)	0.18	0.29	0.32	0.48	0.59

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 七年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
郭镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 三年房地产研究经验, 2013年加入广发证券发展研究中心。
金山: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 两年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
李飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区福华一路 6 号 免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。