

值春暖，言行深思稳步行

——世茂股份（600823）调研简报

2016年04月23日

强烈推荐/维持

世茂股份

调研简报

报告摘要：

- 大股东变化对公司产生积极影响。**近期推出的定增计划使公司再次成为行业热点关注对象，极大的显示出公司解决历史遗留“同业竞争”问题的决心。在公司重组的公告中对于两个主体的业务范围已经有明确的规定：纯商业项目由公司开发而世茂房地产不可以，商住混合且无法分割可以合作拿地（由公司控股 51%），住宅项目则无明确规定（证监会出于对投资者保护的要求对同业竞争的定义中并未约束公司不可以涉足住宅产品）。我们认为公司对于住宅领域的渗透仅是出于提升周转率的角度，未来发展的重点仍然是纯商业地产和综合体，关于同业竞争的忧虑也将不攻自破。
- 地产业务平静中待机遇。**从当前地产业务种类来看，近两年公司明显提升了住宅地产在整个地产业务中的比重，未来这一比重将上升至住宅和商业比例为 4: 6。究其原因，商业地产开发周期较长，可达 2-3 年的时间，提升住宅比重这一短平快产品有利于提升公司的存货周转率，从而降低公司整体的资金压力，从全局角度来提升地产业务的盈利能力。
- 2016 年为公司转型落地元年。**公司管理层非常踏实，经营表现出一如既往的稳健风格，在转型方面也要步步为营。2016 年公司已经确定进军金融行业的多元发展战略发展思路，2016 年将成为公司全面进军金融板块的“元年”，以多元投资为补充，公司有望由“纯地产”公司转变为“地产+金融+多元投资”公司。
- 土地储备丰富奠定未来增长之基。**截止 2015 年底，公司持有在建/待建的土地储备建面 956 万平方米，多数布局于核心二三线城市，弹性较大，尤其是当前二线市场热度较高的情况下，预期今年公司签约额将大幅增长。按照公司销售均价 1.3 万/平米预估，公司货值超过 1200 亿。
- 公司盈利预测及投资评级。**公司作为国内商业地产的龙头企业，随着定增解决同业竞争问题后有望迎来新的发展机遇，看好公司“商业地产+金融+多元化投资”的发展战略。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 181.89 亿元、207.53 亿元和 229.37 亿元，EPS 分别为 1.42/1.59/1.63 元，对应 PE 分别为 6.97/6.24/6.07 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,700.9	15,032.8	18,189.9	20,753.1	22,937.0
增长率(%)	25.09%	18.36%	21.00%	14.09%	10.52%
净利润(百万元)	1,892.15	2,045.63	2,726.00	3,044.10	3,128.50
增长率(%)	15.15%	8.11%	33.26%	11.67%	2.77%
净资产收益率(%)	11.77%	10.51%	16.00%	16.27%	15.32%
每股收益(元)	1.61	1.16	1.42	1.59	1.63
PE	6.17	8.56	6.97	6.24	6.07
PB	0.72	0.98	1.12	1.02	0.93

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

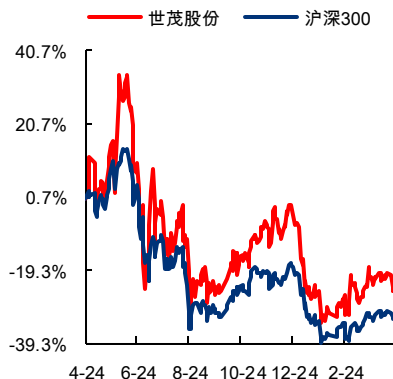
执业证书编号:

S1480115080094

交易数据

52 周股价区间(元)	10.06-20.63
总市值(亿元)	192.53
流通市值(亿元)	177.28
总股本/流通 A 股(万股)	191386/176219
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.83

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《世茂股份（600823）：守得云开见月明，春色满园此处寻》2016-03-23
- 《世茂股份（600823）：业绩靓丽 锐意进取》2015-08-26
- 《世茂股份（600823）：14 年增长明显 经营能力不断加强》2015-03-26
- 《世茂股份（600823）：销售依然强劲 商业业态持续强化》2014-10-30

目 录

1. 大股东言行如一的坚持	4
2. 房地产业务稳步增长	5
2.1 地产业务平静中待机遇	5
2.2 土地储备丰富奠定未来增长之基	6
2.3 业务发展框架更加清晰	7
2.4 管理层战略思路微调	8
3. 多元化布局在“最好的时期”	9
3.1 与万达的合作已尘埃落定	9
3.2 金融布局初试牛刀	11
3.3 多元化的未来有无限可能	12
4. 盈利预测及估值	13
4.1 公司 NAV 估值	13
4.2 同类公司相对估值比较	14
4.3 投资建议与评级	14
4.4 风险提示	15

表格目录

表 1: 公司定增募投三大资产标的	4
表 2: 公司参股新沃财险设立	11
表 3: 公司未来三年房地产业务板块盈利预测表	13
表 4: 公司未来三年其他业务板块盈利预测表	13
表 5: 公司 NAV 估值	14
表 6: 同类型房企上市公司市盈率比较（元/股）	14
表 7: 公司盈利预测表	15

插图目录

图 1: 高达 68.14% 的实际控制比例彰显实际控制人信心	4
图 2: 近三年公司签约额、签约面积和结算均价	5
图 3: 2015 年土地储备分布区域情况（单位：万平方米）	7
图 4: 2013 年至今新开工、施工面积 单位（：万平方米）	7
图 5: 2015 年公司各业务营收占比	8
图 6: 近 5 年房屋租赁和物业管理营业收入 单位（：亿元）	8
图 7: 全国院线省级分布图	10
图 8: 公司未来重点布局领域	12

1. 大股东言行如一的坚持

公司是全国商业地产龙头，是世茂集团布局生态住宅、商业地产及旅游地产三大业务板块之一，已经形成了长三角、环渤海和海西地区为主的战略布局。从公司股权结构来看，控股股东世茂房地产持股比例高达 68.14%，已经足以彰显实际控制人对于公司长远发展的看好。

近期推出的定增计划使公司再次成为行业热点关注对象，极大的显示出公司解决历史遗留“同业竞争”问题的决心。公司 3 月 14 日晚发布公告，拟募资 66.7 亿元，发行 7.5 亿股，收购世茂房地产旗下地产项目的股权，彻底剥离其商业地产领域的资产。

此次重组，实际控制人许荣茂及控股股东世茂房地产控股有限公司承诺：许荣茂、世茂房地产及其控制的其他附属公司将在中国境内主要专业从事住宅和酒店的投资、开发和经营业务，不再从事商业地产的投资、开发和运营，世茂股份将在中国境内专门从事商业地产的投资、开发和经营（包括但不限于销售、租赁、物业管理等）业务。

图 1：高达 68.14% 的实际控制比例彰显实际控制人信心



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：公司定增募投三大资产标的

项目序号	名称	投资额	募资投入额
1	深圳前海世茂金融中心		
	收购前海世茂 51% 股权	24.5 亿	24.52 亿
	深圳前海世茂金融中心开发建设	47.78 亿	10 亿
2	世茂智慧之门		
	收购杭州瑞盈 100% 股权	15.48 亿	15.48 亿
	世茂智慧之站开发建设	42.97 亿	10 亿
3	南昌世茂新城项目		
	收购南昌水城 100% 股权	6.7 亿元	6.7 亿元
	合计	137.45 亿元	66.7 亿元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 房地产业务稳步增长

从公司的发展历程来看, 公司的房地产业务起源于上海, 约 10 万平的住宅开发项目, 自 2009 年开始涉足商业地产开发, 也正式开启其打造商业地产旗舰的进程。在此过程中值得一提的是公司灵活的战略调整思路, 自涉足商业地产业务以来, 公司边摸索道路边总结经验, 退出了百货业态, 选择了更具前景的商业地产的开发, 后来事实证明公司的战略方向选择是正确的。近两年, 公司除了保持原有优势的商业地产项目外, 还以住宅地产为有效补充, 在开发大型城市综合体方面积累了宝贵的经验。

2.1 地产业务平静中待机遇

我们认为公司当前地产业务产品线更加丰富, 从纯商业地产向以“商业地产+住宅地产+X 地产”综合型产品的拓展, 使公司营收来源更加多元化; 公司合作开发项目占比较以往的独立开发显著提升, 2015 年储备项目中有 50% (12 个) 为合作开发项目。公司 2014 年和 2015 年签约额分别为 160 亿元和 177 亿元, 为 2016 年营收稳定增长打下坚实基础。伴随着住宅占比的提升和项目结算周期的来临, 公司营收和盈利能力有望进一步提升。

- ◆ 从当前地产业务种类来看, 近两年公司明显提升了住宅地产在整个地产业务中的比重, 未来这一比重将上升至住宅和商业比例为 4:6。究其原因, 商业地产开发周期较长, 可达 2-3 年的时间, 提升住宅比重这一短平快产品有利于提升公司的存货周转率, 从而降低公司整体的资金压力, 从全局角度来提升地产业务的盈利能力。

图 2: 近三年公司签约额、签约面积和结算均价



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

其中颇引人关注的是公司与控股股东世茂房地产的多个项目, 双方按照股权比例分享项目收入, 公司负责商业部分, 世茂房地产负责住宅部分, 并未出现市场猜测的“1+1<2”的情况, 以其实际经营成果来看, 公司地产业务营收仍然处于稳步上升的路径之中。

- ◆ 在公司重组的公告中对于两个主体的业务范围已经有明确的规定: 纯商业项目由公司开发而世茂房地产不可以, 商住混合且无法分割可以合作拿地 (由公司控股 51%), 住宅项目则无明确规定 (证监会出于对投资者保护的要求对同业竞争的定义中并未约束公司不可以涉足住宅产品)。
- ◆ 我们认为公司对于住宅领域的渗透仅是出于提升周转率的角度, 未来发展的重点仍然是纯商业地产和综合体, 关于同业竞争的忧虑也将不攻自破。

2.2 土地储备丰富奠定未来增长之基

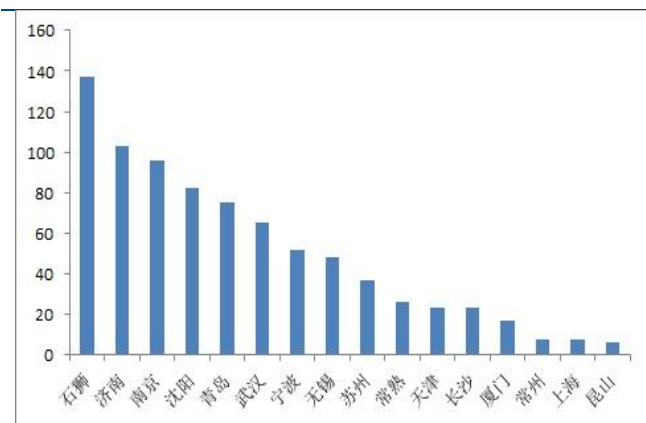
截止 2015 年底, 公司持有在建/待建的土地储备建面 956 万平方米, 多数布局于核心二三线城市, 弹性较大, 尤其是当前二线市场热度较高的情况下, 预期今年公司签约

额将大幅增长。

按照公司销售均价 1.3 万/平米预估, 公司货值超过 1200 亿。以石狮地区的土地储备为例, 公司参与开发建设中国石狮服装城, 为亚洲规模最大的服装城, 依托于这一联动优势, 公司开发了石狮摩天城项目, 为涵盖居住、办公、购物、旅游、娱乐、休闲及高端医疗于一体的超大型城市综合体, 已经成为石狮标杆建筑。此项目为公司地产业务打开新视野, 也是在公司向城市综合运营商迈进提供了宝贵的项目经验, 预期通过这类项目公司有望形成差异化的竞争优势, 从而在诸多同质化运营的房企中脱颖而出。

公司“城市综合体”这一产品具有独特的竞争力, 优选二线城市的核心地块, 以住宅促项目周转, 以商业及写字楼分享土地增值收益, 这种运营模式实现了对土地价值和商业价值的充分释放, 不失为商业地产开发企业稳步发展和转型的良策。

图 3: 2015 年土地储备分布区域情况 (单位: 万平米)



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

图 4: 2013 年至今新开工、施工面积 单位 (: 万平米)



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

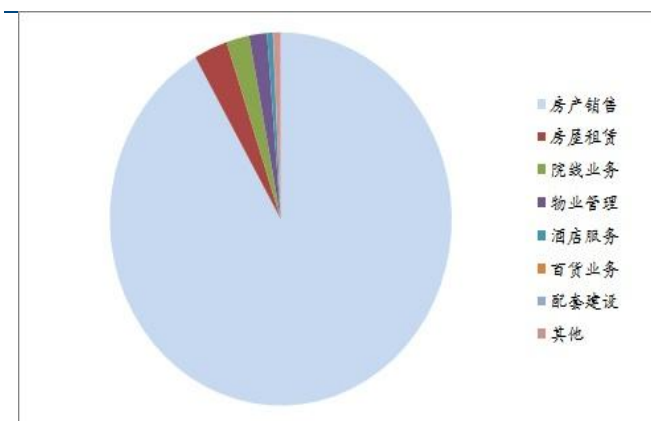
2.3 业务发展框架更加清晰

地产业务方面, 公司已经确定“商业地产为主, 多元业务为辅”的业务发展框架, 以“租售并举、多元协同”的商业模式, 依托于成熟的商业地产运营管理团队, 实现盈利能

力的有效提升。

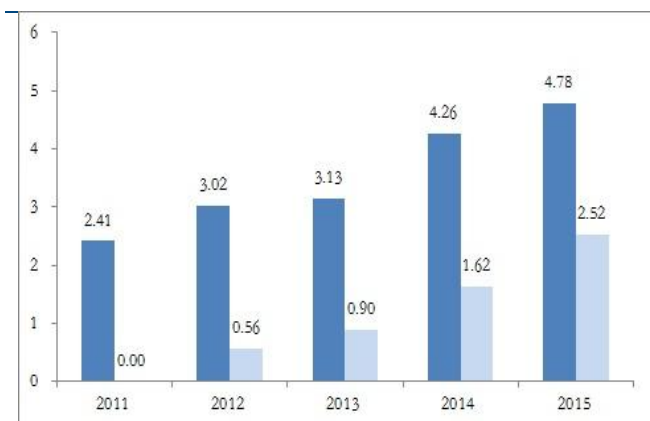
- ◆ 截止 2015 年底, 公司自持商业物业面积 100 万平方米, 业态包括 SHOPPING MALL、写字楼、酒店式公寓等, 房屋租赁和物业管理收入稳步增长。
- ◆ 目前公司商业物业管理团队经营 12 个广场、1 个办公楼, 代管 2 个广场。从此业务领域的盈利模式来看, 公司除了租金、物管费还有望获得分红, 前提是能够实现较强的议价能力, 这也是对公司经营团队的一大考验。

图 5: 2015 年公司各业务营收占比



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

图 6: 近 5 年房屋租赁和物业管理营业收入 单位 (亿元)



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

另外值得注意的是, 公司计划对自持的广场进行结构性优化, 以盈利能力为衡量标准, 对已有的商业地产“提档升级”, 可能会挑选 1-2 个已经成熟的、租金仍然处于上升通道的商业地产项目出售, 基于如下考虑: 一方面, 追求项目的利润率提升而不是利润额, 另一方面, 集中优势力量提升其他物业项目, 实现资产质量的优化。

2.4 管理层战略思路微调

近 1 年以来, 公司及集团高管变动频繁, 相应的对于公司的发展战略也有所变化。对公司经营产生深远的两位高管分别为公司总裁刘赛飞和新进世茂集团副总裁吴凌华。

- ◆ 2015 年初刘赛飞接任公司总裁职务，对公司的发展战略进行微调，更大力度强调和探索“多元化业务协同”发展模式，通过跨界和上下游整合优势资源，以实现公司主营业务由“地产开发商”向“多元化投资商”的转变。
- ◆ 今年 1 月，原华润置地商业地产事业部常务副总经理吴凌华世茂集团，职务为世茂集团副总裁兼商投总裁。原华润系高管的加盟将为公司商业地产板块增加一份新的梦想动力，势必将华润这一超级旗舰的先进经验带入公司。

新高管加入将为集团和公司的发展带来新气象，尤其是新高管无论是从业经历，还是学历背景，公司发展或有不一样的轨迹。

3. 多元化布局在“最好的时期”

从以往股权投资历史来看，以院线为基础向影视界等上游产业链延伸，以保险和证券公司为落脚点涉入金融领域，公司一直走在行业转型前沿队列，预期未来这一相对优势也将保持，直待多元化投资“开花结果”。

3.1 与万达的合作已尘埃落定

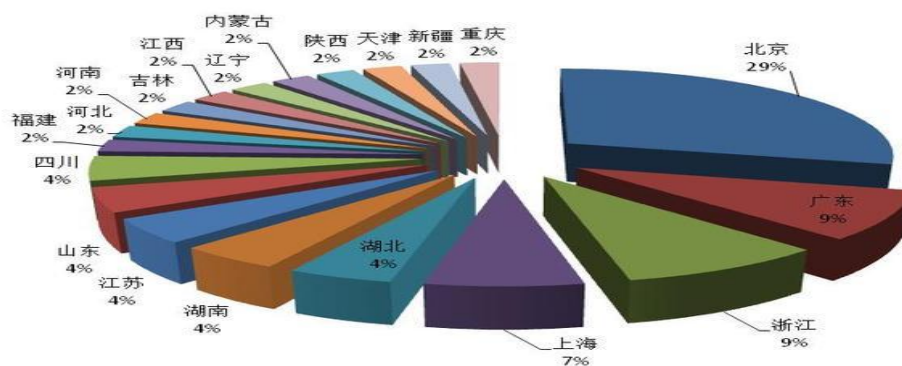
去年公司吸引诸多投资者眼光的一件大事是向与万达院线的合作。以 10 亿元的交易对价向万达院线转让下属世茂影院持有的重庆、福州、济南、昆明世茂影院管理有限公司等 15 家公司 100%，万达院线以向世茂影院非公开发行股份的方式进行购买。此次与万达的合作顺应整个行业的发展趋势，以换股的方式实现对万达院线的投资，未来预期将分享万达院线的成长收益。

- ◆ 从行业发展来看，2015 年影院总体收入规模达 400 亿元，预期 2016 年将达到

600 亿, 向好趋势不变, 预期随着我国消费结构变迁, 影院等文化娱乐产业将在相当长的一段时间内将是名符其实的“朝阳产业”。但鉴于核心城市的成熟商圈内影院数量已经趋于饱和, 在三四线城市、未成熟商圈投入投资回收期又过长, 培养难度较大, 在这一领域继续加大投资将大概率无法达到内部收益率 (IRR) 6% 的要求, 继续投入已是不智之举。

- ◆ 从合作主体来看, 万达院线 2015 年的荧幕数量占全国的近 10%, 全年实现收入 80 亿元, 接近 14% 的市场份额, 总体盈利水平接近 20%, 远远超出第二名 5 个百分点, 行业已经显现出集中度不断提升和品牌效应强化的趋势。公司近两年院线收入 2-3 亿规模, 在全国排名约为 27-28 位, 面临继续增加投资还是待价而沽获取投资收益的选择。

图 7: 全国院线省级分布图



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

面对这种形势, 公司选择彻底剥离此块业务, 与万达进行合作。

- ◆ 合作的形式有两种: 一方面, 倚靠万达院线的投资资源和在影视界的发行优势, 布局上游产业链, 公司参与投资的电视剧《虎妈猫爸》、电影《情敌蜜月》等获

得良好反响, 预期公司将加大这一板块业务的投资力度;

- ◆ 另一方面, 以观影、餐饮为代表的体验式商业蓬勃发展, 与万达院线的合作不仅将带来品牌影响力的提升, 也有利于公司自持物业的溢价能力和品质提升, 有望在行业保底租金 8%-12% 的基础上附加更多业绩提成收入, 预期商业地产租金水平将显著提升。

3.2 金融布局初试牛刀

面对行业内龙头房企普遍涉足金融行业的趋势, 公司也同步“初试牛刀”。接触了多家银行、券商等机构, 选择了保险公司作为投资标的, 以财务投资者身份试水保险行业。

1 月 18 日, 公司公告计划出资 1.1 亿元参与发起设立新沃财产保险股份有限公司, 占新沃财险注册资本的 11%。

表 2: 公司参股新沃财险设立

序号	股东名称	出资额	出资方式	持股比例
1	新活资本控股集团有限公司	17000 万元	现金	17%
2	乐视网信息技术 (北就) 股份有限公司	17000 万元	现金	17%
3	深圳欧菲光科技股份有限公司	11000 万元	现金	11%
4	上海世茂股份有限公司	11000 万元	现金	11%
5	深圳市科陆电子科技股份有限公司	11000 万元	现金	11%
6	北京卡达普投资有限公司	11000 万元	现金	11%
7	柏年康成健康管理集团有限公司	11000 万元	现金	11%
8	江西济民可信集团有限公司	11000 万元	现金	11%
	合计	100000 万元		100%

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

从商业地产自持这一部分业务性质出发, 公司已经考虑 REITS 的可能性, 只待资产证券化基础设施建设完备, 这一业务的轻资产运营模式无疑将真正实现。

在严格管控的金融业, 民营资本进入的壁垒较高, 公司通过此次投资获得了宝贵的行

业经验，未来将以此为始点，参股或成立寿险或财险公司，更精确定位或停驻于互联网保险这一细分行业，实现资产管理的产业链布局，全面进军金融业可期。

从历年经营管理风格来看，公司管理层非常踏实，经营表现出一如既往的稳健风格，在转型方面也要步步为营。2016 年公司已经确定进军金融行业的多元发战略发展思路，2016 年将成为公司全面进军金融板块的“元年”，以多元投资为补充，公司将有望由“纯地产”公司转变为“地产+金融+多元投资”公司。

3.3 多元化的未来有无限可能

公司除重点布局金融领域外，还利用多元化投资实现更多领域的介入，持股院线、海通证券即为其多元化投资的成果。

从公司整体发展战略来看，商业地产未来仍然将维持稳定的土地储备面积，保持在 2-3 年开发周期的水平，通过金融、多元化投资来实现整体周转率的提升，如果进展顺利，以当前投资进程预测，未来地产占比要降到 50%，金融和多元化投资占据另一半壁江山。

从细分领域来看，未来多元化投资布局的领域将以大消费板块作为核心，具体包括教育、文化、医疗等服务行业，实现的模式也将不拘泥于股权投资这一模式，也可能通过并购和新建等方式实现更快渗透。

图 8：公司未来重点布局领域



资料来源: 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

公司持有在建/待建的土地储备建面 956 万平方米, 多数布局于核心二三线城市, 弹性较大, 尤其是当前二线市场热度较高的情况下, 预期今年公司签约额将大幅增长且公司未来营收持续增长可期。

表 3: 公司未来三年房地产业务板块盈利预测表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营收(百万)	15,032.80	17,266.00	19,716.00	21,645.00
毛利率	36.32%	36.45%	35.86%	33.52%
毛利润(百万)	4,006	4,652	5,059	5,140

资料来源: 东兴证券研究所

其他多元化投资保持稳定增长趋势, 金融+多元化投资有望成为与房地产板块并驾齐趋的新利润增长点。

表 4: 公司未来三年其他业务板块盈利预测表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营收(百万)	923.95	1,037.11	1,292.07	1,675.24
毛利率	60%	60%	60%	60%
毛利润(百万)	554.37	622.27	775.24	1,005.15

资料来源: 东兴证券研究所

4.1 公司 NAV 估值

考虑到公司完成定向增发后, 历史遗留的同业竞争问题将得到彻底解决, 同时在新管

理层的领导下, 整体经营管理活性将继续提升, 可期“商业地产+金融+多元化投资”战略布局所带来的盈利能力增长。公司当前 NAV 估值显示, 当前股价折价率为 41%, 处于明显低估水平。

表 5: 公司 NAV 估值

	日期	股票代码
	2016/4/22	600823
开发项目评估溢价 (百万元)	8169.3	
帐面净资产 (百万元)	24,655.00	
重估净资产 (百万元)	32824.3	
总股本	1913.9	
NAV	17.15	
当前股价	10.060	
当前股价溢价	-41%	

资料来源: 东兴证券研究所

4.2 同类公司相对估值比较

我们选取了 3 家持有投资性房地产并有住宅开发业务的房企与公司进行比较, 公司估值水平显著低于行业均值。我们认为公司目前估值仍然存在较大提升空间。

表 6: 同类型房企上市公司市盈率比较 (元/股)

代码	公司	EPS				PE				股价
		2014A	2015A	2016E	2017E	2014 A	2015 E	2016E	2017E	
600823	世茂股份	1.61	1.16	1.42	1.59	6.17	8.56	6.97	6.24	10.06
	行业均值					22.31	20.42	17.08	15.19	
	金融街	0.98	0.75	1.10	1.07	9.13	11.92	8.15	8.36	8.94
	陆家嘴	0.86	1.02	1.16	1.38	45.03	37.95	33.16	28.05	38.61
	金地集团	0.89	1.00	1.14	1.24	12.76	11.38	9.94	9.17	11.36

资料来源: wind, 东兴证券研究所

4.3 投资建议与评级

公司作为国内商业地产的龙头企业, 随着定增解决同业竞争问题后有望迎来新的发展机遇, 看好公司“商业地产+金融+多元化投资”的发展战略。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 181.89 亿元、207.53 亿元和 229.37 亿元, EPS 分别为

1.42/1.59/1.63 元, 对应 PE 分别为 6.97/6.24/6.07 倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

4.4 风险提示

商业地产复苏进程缓慢、公司定增及重组推进不及预期、国内经济复苏不确定。

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	34321	38529	46959	54096	61397	营业收入	12701	15033	18190	20753	22937
货币资金	5190	6634	8185	9339	10322	营业成本	7443	9573	11560	13311	15249
应收账款	1083	1646	1993	2274	2514	营业税金及附加	1269	1484	1728	1972	2179
其他应收款	1402	2296	2778	3169	3503	营业费用	572	550	637	623	573
预付款项	3270	617	617	617	617	管理费用	620	652	764	851	803
存货	22742	26244	31670	36469	41777	财务费用	63	113	62	133	157
其他流动资产	631	1083	1715	2227	2664	资产减值损失	15.12	75.13	65.00	65.00	65.00
非流动资产合计	24579	26818	25556	25500	25469	公允价值变动收益	282.70	496.00	500.00	500.00	500.00
长期股权投资	4713	2083	2083	2083	2083	投资净收益	445.74	923.54	950.00	950.00	950.00
固定资产	700.79	565.17	481.66	352.83	248.21	营业利润	3448	4006	4825	5249	5361
无形资产	179	171	154	137	120	营业外收入	48.66	27.05	35.00	35.00	35.00
其他非流动资产	1	1	15	15	15	营业外支出	8.48	44.45	25.00	25.00	25.00
资产总计	58901	65348	72516	79596	86865	利润总额	3488	3989	4835	5259	5371
流动负债合计	30429	27880	37308	44781	49429	所得税	880	1070	1209	1315	1343
短期借款	2986	537	19390	25351	28327	净利润	2608	2919	3626	3944	4029
应付账款	5984	8203	9501	10941	12533	少数股东损益	716	873	900	900	900
预收款项	6644	6043	6043	6043	6043	归属母公司净利润	1892	2046	2726	3044	3129
一年内到期的非	2789	447	0	0	0	EBITDA	3764	4358	4953	5438	5570
非流动负债合计	8436	12812	8153	5187	5187	EPS (元)	1.61	1.16	1.42	1.59	1.63
长期借款	4145	4500	4850	5050	5050	主要财务比率					
应付债券	1982	4964	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	38865	40693	45461	49968	54616	成长能力					
少数股东权益	3957	5194	6094	6994	7894	营业收入增长	25.09%	18.36%	21.00%	14.09%	10.52%
实收资本 (或股	1172	1914	1914	1914	1914	营业利润增长	46.80%	16.19%	20.43%	8.79%	2.14%
资本公积	2992	3761	3761	3761	3761	归属于母公司净利润	15.15%	8.11%	33.26%	11.67%	2.77%
未分配利润	7386	9155	9836	10597	11379	获利能力					
归属母公司股东	16078	19462	17032	18707	20427	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	58901	65348	68587	75668	82937	净利率 (%)	20.53%	19.42%	19.93%	19.00%	17.56%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	11.77%	10.51%	16.00%	16.27%	15.32%
经营活动现金流	76	445	-11390	-4890	-1794	偿债能力					
净利润	2608	2919	3626	3944	4029	资产负债率 (%)	66%	62%	66%	66%	66%
折旧摊销	252.53	238.75	0.00	55.91	51.71	流动比率	1.13	1.38	1.26	1.21	1.24

财务费用	63	113	62	133	157	速动比率	0.38	0.44	0.41	0.39	0.40
应收账款减少	0	0	-348	-281	-239	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.24	0.27	0.29	0.29
投资活动现金流	-1222	-1342	1371	1385	1365	应收账款周转率	14	11	10	10	10
公允价值变动收	283	496	500	500	500	应付账款周转率	2.42	2.12	2.05	2.03	1.95
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	446	924	950	950	950	每股收益(最新摊薄)	1.61	1.16	1.42	1.59	1.63
筹资活动现金流	854	2347	11570	4658	1411	每股净现金流(最新	-0.25	0.76	0.81	0.60	0.51
应付债券增加	0	0	-4964	0	0	每股净资产(最新摊	13.71	10.17	8.90	9.77	10.67
长期借款增加	0	0	350	200	0	估值比率					
普通股增加	2	741	0	0	0	P/E	6.17	8.56	6.97	6.24	6.07
资本公积增加	-4061	769	0	0	0	P/B	0.72	0.98	1.12	1.02	0.93
现金净增加额	-291	1449	1552	1153	983	EV/EBITDA	4.88	5.24	7.08	7.37	7.55

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士, 中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。