

## 布局养老，期待国改

公司简报

### ◆事件：

公司发布2016年年报，实现营业收入76.46亿元，同比增长30.38%，归属于母公司所有者的净利润0.92亿元，同比增长-17.89%。

### ◆点评：销售明显增加，毛利率下降

二三线城市房产销售回暖，公司营收回升。2016年公司实现合同销售额72.58亿元，销售面积99.83万平方米，分别同比增加34.46%和36.59%。

毛利率14.61%，下降了5.33个百分点，主要原因为：商业及高档住宅收入占比下降，而毛利较低的普通住宅收入占比上升了11.69个百分点；同时普通住宅的毛利率下降了6.95个百分点。

### ◆积极推进养老产业布局

2016年公司加大向健康产业转型的力度，完善适老化产品线及相关标准，形成鲁商置业大健康综合体、健康社区、颐养中心等标准产品和服务系列。同时推动“嵌入式养老”落地，完成临沂知春湖、泰安国际社区、鲁商国奥城三处健康小屋建设。

### ◆背靠大集团，将受益于山东国企改革

山东国企改革标杆。公司是大股东鲁商集团唯一地产上市平台，鲁商一直为公司提供资源和资金支持。鲁商集团旗下有众多未上市地产优质资源，同时还有很多与养老、医疗相关的项目，与公司业务重合度高，集团优质资产整合可能性高。

### ◆看好公司，目标价6.40元

公司背靠大集团，资源丰富，同时充分利用地产和医疗优势，发展养老地产，前景广阔。预计2017-2019年EPS分别为0.11元、0.12元和0.13元，目标价6.40元，维持“增持”评级。

### ◆风险提示：

地产销售不及预期风险，偿债能力不足风险，国企改革不及预期风险

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5864	7646	9703	11771	14403
营业收入增长率	3.21%	30.38%	26.91%	21.31%	22.36%
净利润(百万元)	112	92	108	119	132
净利润增长率	-45.50%	-17.89%	16.99%	9.70%	11.36%
EPS(元)	0.11	0.09	0.11	0.12	0.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.27%	4.15%	4.63%	4.83%	5.11%
P/E	51	62	53	48	43
P/B	3	3	2	2	2

## 增持(维持)

当前价/目标价：5.71/6.40元

目标期限：6个月

### 分析师

刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)

021-22169177

[liuxb@ebsec.com](mailto:liuxb@ebsec.com)

### 联系人

王琦

021-22169076

[wangqi16@ebsec.com](mailto:wangqi16@ebsec.com)

### 市场数据

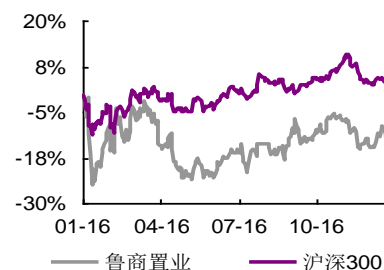
总股本(亿股)：10.01

总市值(亿元)：57.16

一年最低/最高(元)：4.77/6.29

近3月换手率：36.28%

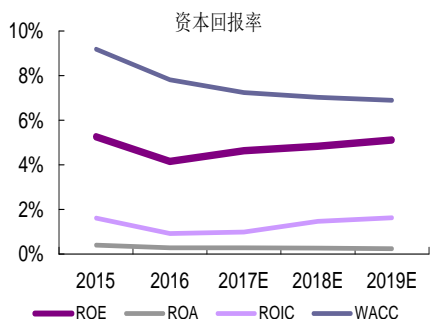
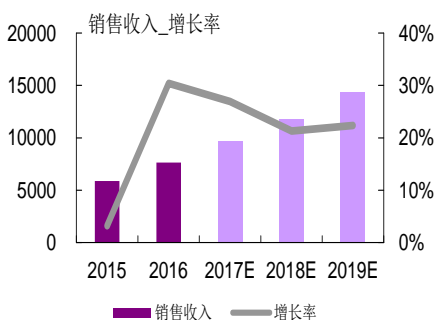
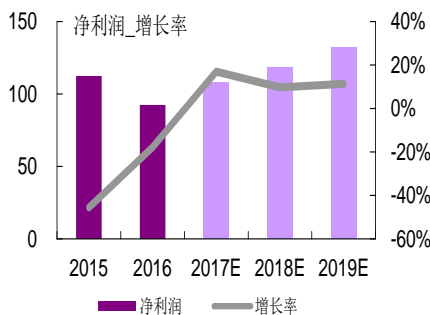
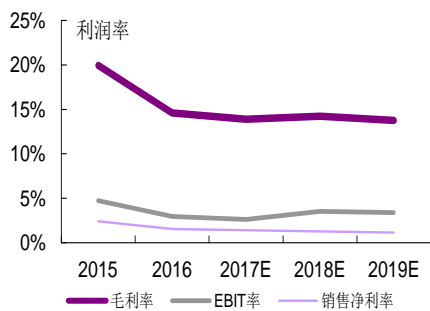
### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.40	3.62	-13.46
绝对	4.21	6.12	-0.48

### 相关研报



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>5864</b>	<b>7646</b>	<b>9703</b>	<b>11771</b>	<b>14403</b>
营业成本	4695	6529	8356	10096	12423
折旧和摊销	34	35	3	3	3
营业税费	541	564	699	812	965
销售费用	191	195	213	224	266
管理费用	153	146	175	230	259
财务费用	70	41	98	268	329
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	67	38	40	68	82
<b>营业利润</b>	<b>274</b>	<b>224</b>	<b>197</b>	<b>215</b>	<b>241</b>
<b>利润总额</b>	<b>255</b>	<b>232</b>	<b>203</b>	<b>222</b>	<b>243</b>
少数股东损益	28	25	28	30	31
<b>归属母公司净利润</b>	<b>112.49</b>	<b>92.37</b>	<b>108.06</b>	<b>118.54</b>	<b>132.01</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>34761</b>	<b>42525</b>	<b>48463</b>	<b>56724</b>	<b>67251</b>
流动资产	33975	41702	47631	55888	66411
货币资金	2029	4240	3396	4120	5041
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	164	206	266	247	259
应收票据	22	3	12	14	14
其他应收款	424	137	146	165	230
存货	27842	32559	38605	45232	54414
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	5	16	16	16	16
长期投资	143	181	185	190	195
固定资产	453	433	437	440	442
无形资产	64	62	59	56	53
<b>总负债</b>	<b>32350</b>	<b>39976</b>	<b>45777</b>	<b>53890</b>	<b>64255</b>
无息负债	25150	28184	30960	37522	46861
有息负债	7200	11792	14818	16368	17394
<b>股东权益</b>	<b>2411</b>	<b>2549</b>	<b>2685</b>	<b>2834</b>	<b>2997</b>
股本	1001	1001	1001	1001	1001
公积金	400	397	408	420	433
未分配利润	735	828	925	1032	1150
少数股东权益	275	323	351	381	412

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1798</b>	<b>-2468</b>	<b>-3807</b>	<b>-621</b>	<b>148</b>
净利润	112	92	108	119	132
折旧摊销	34	35	3	3	3
净营运资金增加	2328	3056	4716	1695	1184
其他	-4272	-5651	-8635	-2438	-1171
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-20</b>	<b>-46</b>	<b>36</b>	<b>63</b>	<b>76</b>
净资本支出	-15	-25	0	0	0
长期投资变化	143	181	-4	-5	-6
其他资产变化	-148	-201	40	68	82
<b>融资活动现金流</b>	<b>1697</b>	<b>4364</b>	<b>2927</b>	<b>1282</b>	<b>697</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2104	4592	3026	1550	1026
无息负债变化	1681	3033	2776	6563	9338
<b>净现金流</b>	<b>-120</b>	<b>1850</b>	<b>-844</b>	<b>724</b>	<b>921</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	3.21%	30.38%	26.91%	21.31%	22.36%
净利润增长率	-45.50%	-17.89%	16.99%	9.70%	11.36%
EBITDA 增长率	-25.70%	-16.12%	-1.01%	61.75%	17.81%
EBIT 增长率	-27.18%	-18.33%	12.66%	62.50%	17.94%
<b>估值指标</b>					
PE	51	62	53	48	43
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	43	63	81	54	48
EV/EBIT	48	72	82	55	49
EV/NOPLAT	87	143	123	82	72
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	19.93%	14.61%	13.89%	14.23%	13.74%
EBITDA 率	5.30%	3.41%	2.66%	3.55%	3.42%
EBIT 率	4.73%	2.96%	2.63%	3.52%	3.39%
税前净利润率	4.35%	3.03%	2.09%	1.88%	1.69%
税后净利润率 (归属母公司)	1.92%	1.21%	1.11%	1.01%	0.92%
ROA	0.41%	0.28%	0.28%	0.26%	0.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.27%	4.15%	4.63%	4.83%	5.11%
经营性 ROIC	1.62%	0.91%	0.99%	1.46%	1.62%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.22	1.40	1.34	1.28	1.23
速动比率	0.22	0.31	0.25	0.24	0.22
归属母公司权益/有息债务	0.30	0.19	0.16	0.15	0.15
有形资产/有息债务	4.80	3.59	3.26	3.45	3.86
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.11	0.09	0.11	0.12	0.13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-1.80	-2.47	-3.80	-0.62	0.15
每股自由现金流(FCFF)	-2.15	-2.94	-4.53	-1.42	-0.85
每股净资产	2.13	2.22	2.33	2.45	2.58
每股销售收入	5.86	7.64	9.69	11.76	14.39

资料来源：光大证券、上市公司

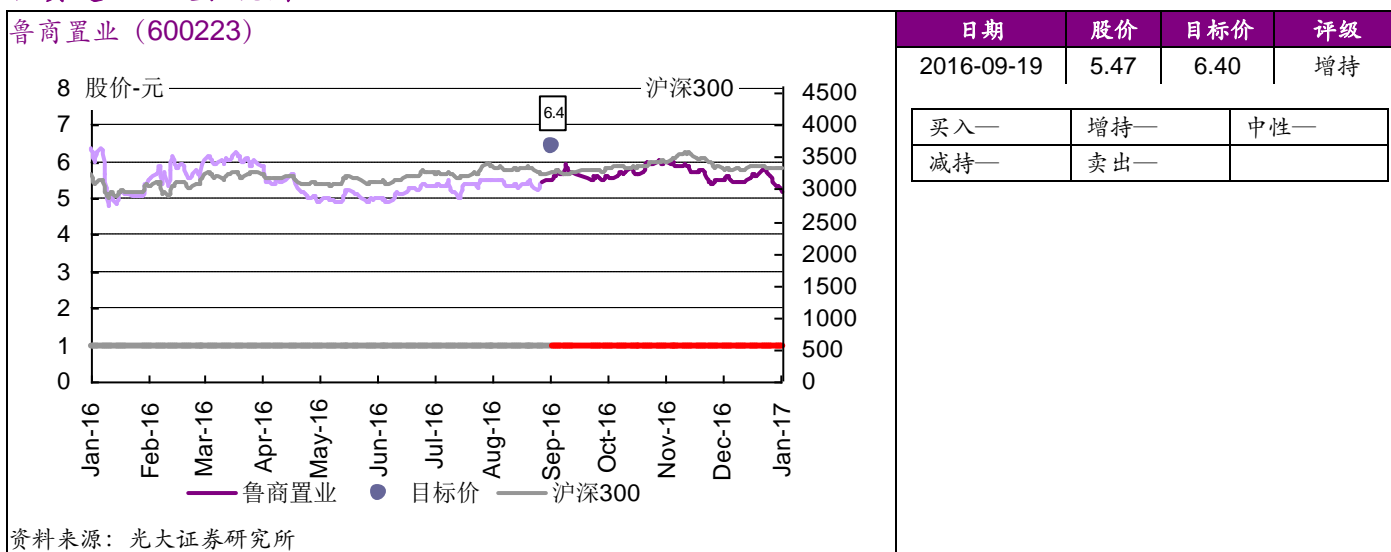
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	