

# 阳光城 (000671.SZ)

## 收购成为投资主力，资源优势逐步提升

### 核心观点:

#### ● 收入规模降低，毛利影响业绩

16 年营业总收入同比下降 12.4%，归母净利润 12.30 亿元，同比下降 13.0%。收入规模下降，是由于结算结构调整所致，结算面积与去年基本持平，但是结算均价与 15 年相比下降 9.85%，大福建、长三角以及中西部城市 3 个板块主要的结算项目均价都有所下降。销售方面，16 年销售金额 487 亿元，公司近 5 年维持了 65% 的复合增速，在 A 股上市公司销售规模 top20 的企业中，近年的平均增长水平维持在行业第一梯队。

#### ● 并购投资领先行业，土地投资进一步提升

16 年公司通过招拍挂和收购的方式合计获取土地规模 978 万方，合计土地投资金额为 281 亿元，占销售金额比例 58%，与去年相比上升 15%。进入 16 年，公司的收购力度进一步加大。整体上来看，收购中泛置业进入长沙，先后四次收购广州南山项目以及物产中大资产包的收购，对公司价值以及储备规模影响最为显著。

#### ● 上下齐心，股东增持大幅提振信心

控股股东计划自 17 年 5 月 2 日起在 12 个月内拟通过二级市场增持公司股份不低于 8100 万股，按照目前的股价计算，总金额不低于 4.4 亿元。

#### ● 预计 17、18 年 EPS 分别为 0.43、0.56 元，维持“买入”评级。

阳光城 16 年整体的变化是积极的，作为快周转企业的代表，在过去的 5 年内公司充分受益于高杠杆所带来的增长，截止到目前公司在手土地储备规模达到了 2285 万方储备充足，关注 17 年的销售表现和目标完成情况。

#### ● 风险提示

新业务拓展以及房地产市场波动存在不确定性。

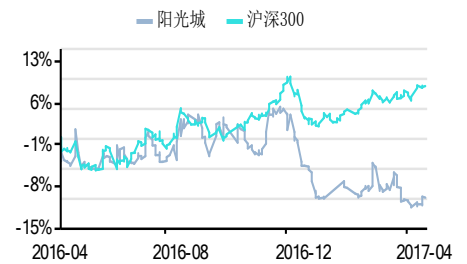
### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,380	19,598	27,169	34,175	39,182
增长率(%)	61.08%	-12.43%	30.98%	33.14%	14.65%
EBITDA(百万元)	2615.44	2182.50	3107.79	4224.04	5178.33
净利润(百万元)	1418.20	1230.06	1723.64	2270.28	2804.91
增长率(%)	7.14%	-13.27%	40.13%	31.71%	23.55%
EPS(元/股)	0.35	0.30	0.43	0.56	0.69
市盈率(P/E)	15.51	17.88	12.76	9.69	7.84
市净率(P/B)	1.81	1.67	1.53	1.32	1.13
EV/EBITDA	12.14	26.71	25.50	25.79	20.17

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	5.43 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-17

### 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

010-59136622

guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001

021-60750652

jinshan@gf.com.cn

### 相关研究:

布局站稳长三角，项目并购浪淘金	2016-11-10
夯实基础，迎接新阳光	2016-04-20
新阳光，照进新梦想	2016-03-06

联系人: 李飞

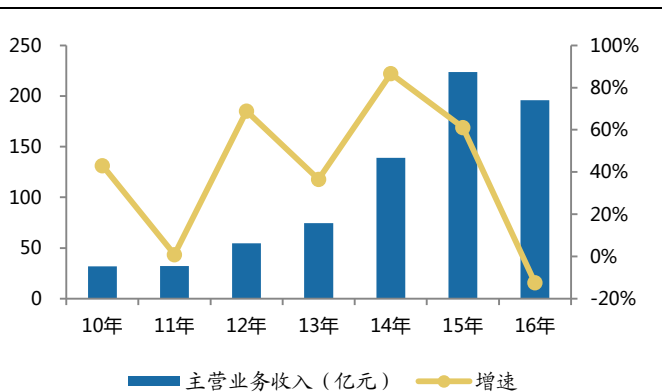
gflifei@gf.com.cn

## 收入规模降低，毛利影响业绩

2016年全年，公司实现营业总收入195.98亿元，同比下降12.4%，实现营业利润20.66亿元，同比下降12.0%，实现归属于上市公司股东的净利润12.30亿元，同比下降13.0%，每股收益0.44元，分红预案每10股派0.5元现金股息。

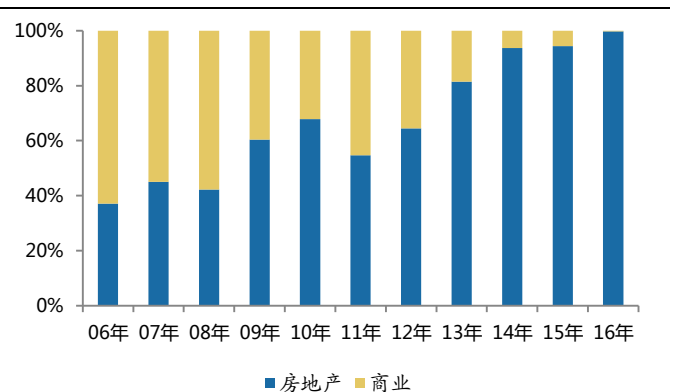
16年公司主营业务收入规模有所下降，主要是由于房地产项目结算结构调整所致。其中房地产结算金额与去年同期相比下降8%，结算面积与去年基本持平，但是结算均价与15年相比下降9.85%。从业绩结转结构变化可以看出，长三角的贡献比例大幅上升，大福建、长三角以及中西部城市已经形成稳定的3个利润贡献板块，其中长三角的业务占比已经赶超公司传统优势的大福建区域，而珠三角项目也逐渐形成销售。各区域结算均价都有所下降，福建区域均价较低的西海岸项目是16年的结算主力，长三角16年价格较低的苏州和杭州项目已经进入结算，而中西部城市中西安各项目结算均价全面下降。

图1：阳光城主营业务收入及增速



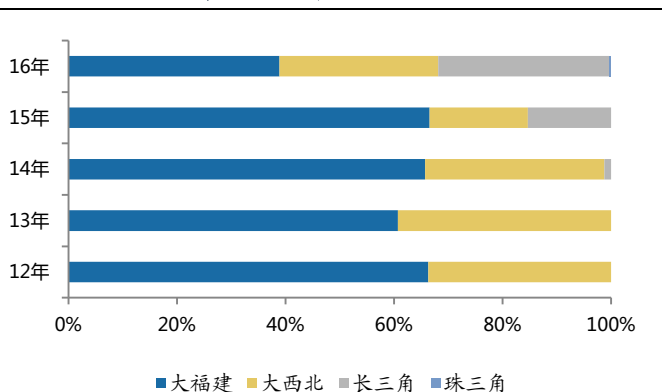
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：阳光城主营业务收入结构拆分



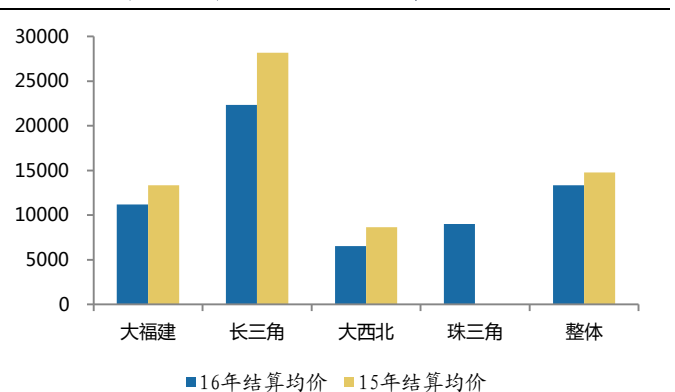
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：阳光城结算金额分布结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

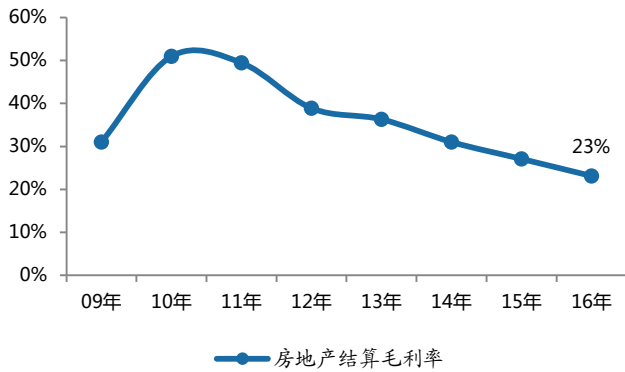
图4：15年和16年整体及分区结算均价变化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

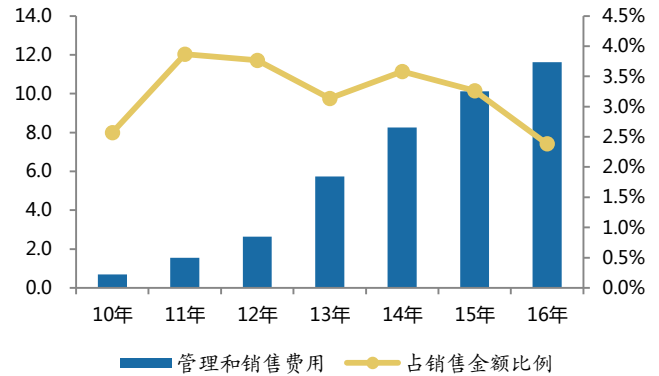
除了毛利率的下降，费用水平提升对于业绩也有一定影响，但相对于当期的销售规模，管理和销售费用率却有所下降，由15年的3.26%下降至16年的2.38%，表明公司在体量和城市数量扩张的同时，管控水平依然维持较好的水平。

图5：阳光城房地产结算毛利率变化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：阳光城管理及销售费用率变化



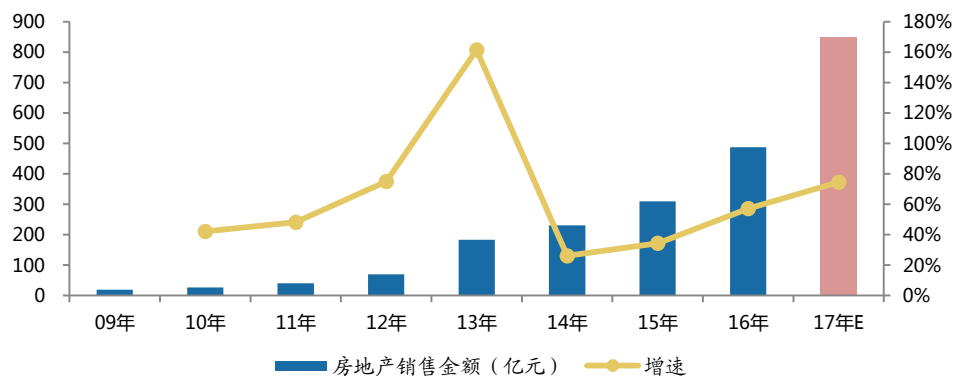
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

销售方面，16年公司实现房地产销售金额487亿元，与15年相比同比上升57%，公司近5年维持了65%的复合增速，在A股上市公司销售规模top20的企业中，近年的平均增长水平维持在行业第一梯队。公司优异的成长能力受益于公司原有在大福建区域的土地储备以及13年以后在长三角重点城市的果断布局，展现了公司清晰的战略思路以及优秀的操盘能力。

2017年公司计划进一步提升销售体量，在15、16年的稳定的项目拓展的保障下，17年货值规模将会达到近年新高，公司目前在手可售货值约250亿，预计年内的新推货值在1100亿左右，总货值将达到1350亿。在合理的销售去化率的假设下，公司预计销售金额将会达到800-850亿。

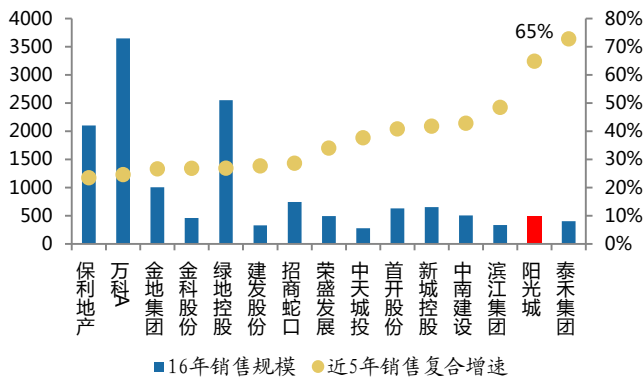
在17年的政策逐步加码的情况下，东部及南部重点城市的政策调控力度会逐渐提升，影响货值的兑现以及去化效率，而近些年公司在中西部城市增加了土地获取力度和储备规模，在当前政策环境下，布局十分合理，具备进一步提升和爆发的潜力。

图7：房地产销售金额（亿元）及增速



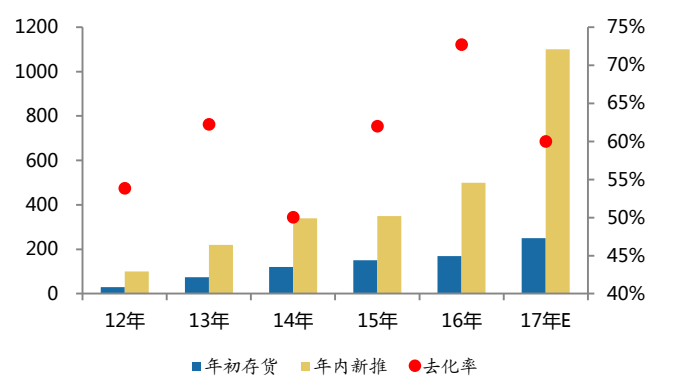
数据来源：公司年报，CRIC，广发证券发展研究中心

图8: 房地产行业top20企业近5年销售金额增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

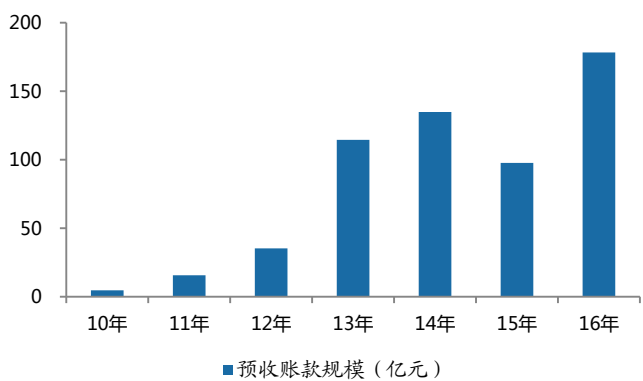
图9: 阳光城货值以及销售去化率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

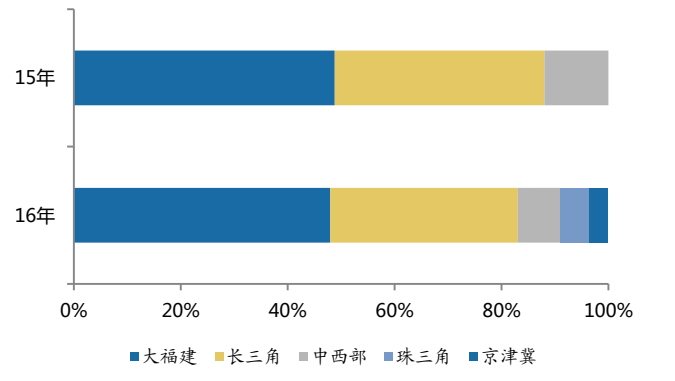
截止到16年末, 公司在手预收账款规模178亿元, 与15年同期相比上升82.8%, 并且达到近几年的新高。16年之前公司预售账款规模与次年的结算金额相比, 平均覆盖率仅为55%, 这与公司的回款节奏以及部分现货项目销售有关。而16年底较好的存量预收款规模未17年以后的业绩规模增长提供了较好的基础, 同时由于整体市场价格的上漲, 未来的结算毛利和结算款质量都将有所提升。

图10: 阳光城预收账款规模



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图11: 阳光城预收账款结构



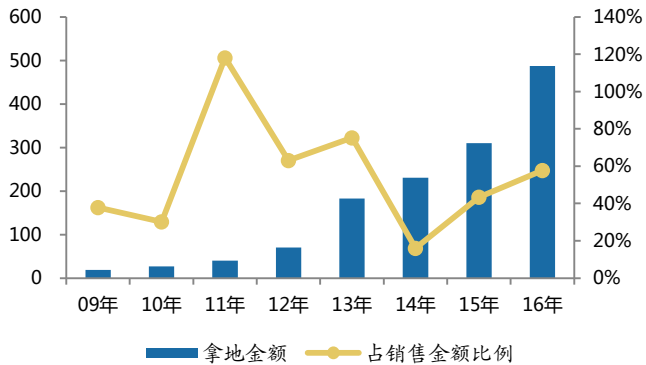
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 并购投资领先行业, 土地投资进一步提升

16年公司通过招拍挂和收购的方式合计获取土地规模978万方, 合计土地投资金额为281亿元, 占销售金额比例58%, 与去年相比上升15%。从15年开始, 在中民投的相关股东的影响下, 公司开始大量通过并购项目补充优势区域的土地储备, 先后在厦门、上海等地获取在建项目, 有效补充了可售货值规模。而进入16年, 公司的收购力度进一步加大, 并且通过收购的方式进入或大规模增加局部城市市场的货值储备。整体上来看, 收购中泛置业进入长沙, 先后四次收购广州南山项目以及物产中大资产

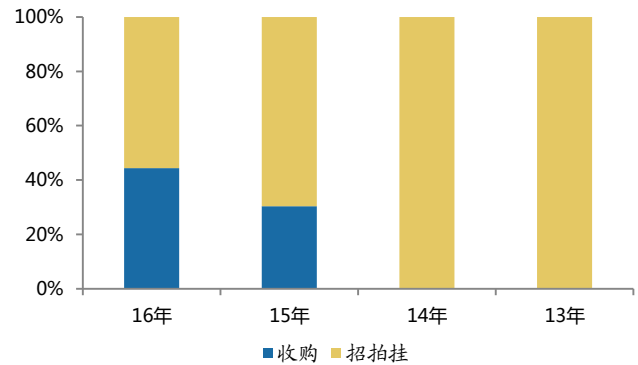
包的收购，对公司价值以及储备规模影响最为显著。

图12: 阳光城拿地金额占销售金额比例



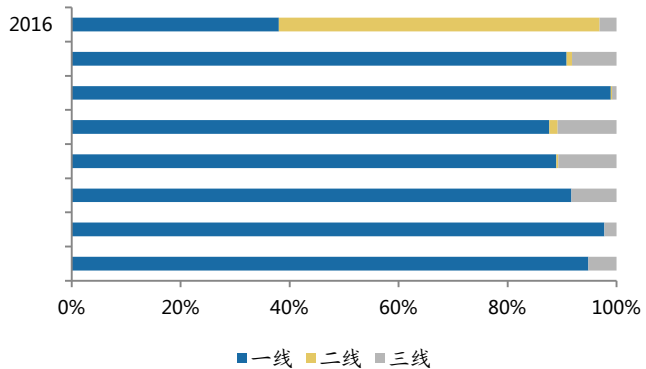
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 阳光城拿地招拍挂及收购项目占比



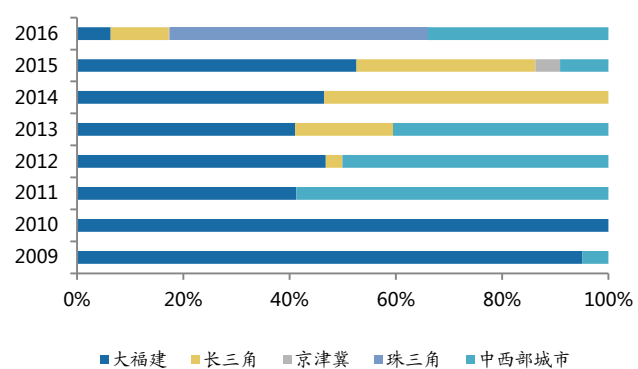
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图14: 阳光城总建筑面积各线城市占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图15: 阳光城总建筑面积各区域占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 1: 16 年阳光城项目获取明细

项目名称	成交金额(亿元)	土地面积(万m <sup>2</sup> )	计容面积(万m <sup>2</sup> )	用途
2016-03 号	5.15	5.69	17.08	商住
2016-11	15.50	3.11	7.15	商住
萧政储出(2016)10 号	13.85	3.17	6.98	商住
余政储出(2015)65 号	2.10	6.37	14.01	商住
余政储出(2016)11 号	37.48	9.53	19.06	住宅
萧政储出(2016)25 号	17.81	5.96	14.26	住宅
京土整储挂(顺)[2016]010 号(北京市顺义区后沙峪镇 SY00-0022-6014F2 公建混	7.50	1.78	3.91	商住
2016WG014 号	6.39	2.35	8.21	商业
TD2016(NH)WG0012	1.08	0.45	1.44	商住
2016WG025	10.37	3.45	6.76	商住
WH04(252):2016-029 号	10.78	3.49	11.23	商住

郑政经开出 (2016) 026 (网)	28.24	7.07	31.81	商住
<b>招拍挂合计</b>	<b>156.27</b>	<b>52.42</b>	<b>141.90</b>	
<b>宗地</b>	<b>并购价款 (亿元)</b>	<b>土地面积 (万㎡)</b>	<b>计容建面 (万㎡)</b>	<b>用途</b>
福州润华山庄项目地块	4.70	7.01	10.71	住宅
厦门时代中心	0.90	0.44	3.83	住宅、商业
漳州富山项目	5.20	9.32	23.31	住宅、商业
苏地 2015-G-1 号 (平江项目)	15.89	7.81	36.92	商业
杭政储出【2012】66 号 (拱运项目)	2.32	0.59	1.17	住宅
上海市浦东新区 (大团项目)	2.31	9.08	13.81	住宅
粤 (2015) 广州市不动产权第 11800005 号	11.03	19.72	48.76	商住
番府国用 (2002) 字第 13-002128、13-000110 号	12.67	10.49	62.92	商住
雅苑第 6-14 期 6 宗地块	3.66	29.59	85.88	商住
万国一期-十八期 16 宗地块、沙螺湾地块	20.49	124.82	259.21	商住工业
长沙中泛 18 宗地块	34.70	60.17	270.06	商住
QJI-9-35 (大唐不夜城项目)	7.38	3.95	11.86	住宅
长沙劳动广场项目	3.70	1.15	7.46	住宅、商业
<b>收购项目合计</b>	<b>125</b>	<b>284</b>	<b>836</b>	
<b>所有项目合计</b>	<b>281</b>	<b>337</b>	<b>978</b>	

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

阳光入湘: 16年5月收购长沙中泛置业, 项目位于长沙市芙蓉区, 临近浏阳河及京珠高速, 未来具备较高的升值空间。项目规划建筑面积共270万方, 平均获取楼面价1285, 当前周边可比项目价格为8000元/平米, 与收购项目时相比提升1000元。预计可以为公司带来净利润43.5亿。

图16: 长沙中泛项目区位情况



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

图17: 广州南沙项目区位情况



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

增强广州: 3季度公司先后四次公告, 披露了在广州南沙区的并购进程, 先后拿下了“逸涛万国”、“逸涛雅苑”、“广晟海韵”及“太古地块”等共计544万方的土地储备。项目背靠大海, 具有极好的开发价值和升值潜力。目前周边可比项目平均售价为13000元/平米, 11月25日最新出让地块平均价格为15000-18000元/平米, 平

均收购成本2246元/平米，预计能为公司带来98亿净利润。

物产中大收购：预计公司最新物产中大收购资产包未结算面积约150万方，主要分布在杭州、武汉、成都、南昌等地。平均销售价格在2万元左右，总货值约300亿，部分项目已经达到预售条件，可以立刻为公司每年至少增加50亿的销售。收购项目总成本约1w元/平米，销售毛利率在40%以上，合计为公司贡献净利润58亿。

表 2: 阳光城估值变化情况

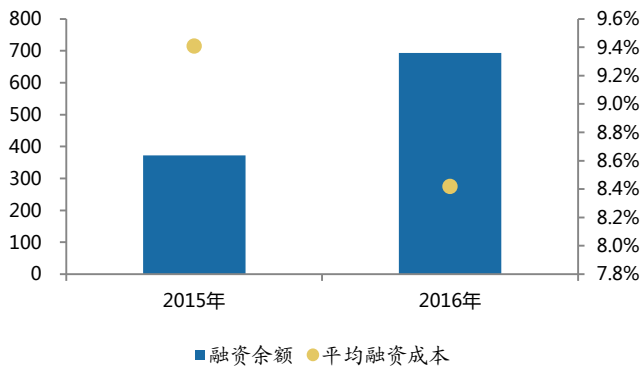
时间	未结算面积	NAV	wacc	总股本	每股 NAV	股价	NAV 折价
	(万方)	(亿元)	%	(亿股)	(元/股)	(元/股)	(%)
15 年底情况	1104	254	9%	40.1	8.95	6.32	-29.4
截至目前情况	2187	405	9%	40.5	10.14	5.43	-46.4
新增项目名称	未结算面积	增加 NAV					
	(万方)	(亿元)					
萧政储出(2016)10号	7	0.58					
余政储出(2015)65号	14	0.74					
2016WG014号地块	8	1.11					
长沙中泛置业项目	270	36.46					
闽侯县南屿镇尧沙村	17	1.09					
北京市顺义区后沙峪镇	3	-0.19					
大沥镇盐步霞露后地段	1	-0.04					
成都市 WH04(252)	11	-0.78					
余政储出(2016)11号	19	-1.31					
广晟海韵收购项目	47	2.58					
广州南沙“太古地块”	63	12.23					
福建福州 2016-11 号土地	7	2.06					
广州逸涛雅苑房地产雅苑 6-14 期	86	14.67					
郑政经开出(2016)026号(网)地块	32	6.50					
苏州新万益“苏地 2015-G-1 号”	37	8.92					
杭州萧山萧政储出(2016)25号地块	14	-1.19					
广州逸涛万国房地产“万国诸多地块”	358	39.73					
东莞万江街道拔蛟窝社区 2016WG025 号地块	7	-0.29					
福建晋安区岳峰镇登云路 388 号	73	12.53					
物产中大收购项目包	150	45.33					

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

房价上涨+低成本并购资产提升整体重估价值，每股nav连续上调，突破10.14元/股，当前市值折价近46.4%，显著低于行业整体平均水平。16年初以来公司nav增长约35%，而股价持续下跌，价格亟待重估。

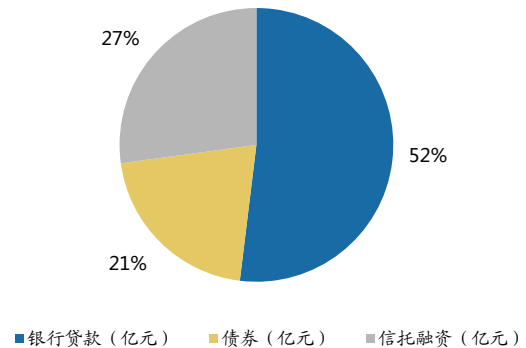
融资情况来看，截止16年末，公司期末融资余额694亿，平均融资成本为8.42%，与15年末相比融资平均成本下降约1%，但是融资余额上升了321亿元，按照当前的平均融资成本和融资余额计算，年化的利息金额为58.4亿元，与去年相比上升66.7%。

图18: 阳光城融资余额及平均融资成本



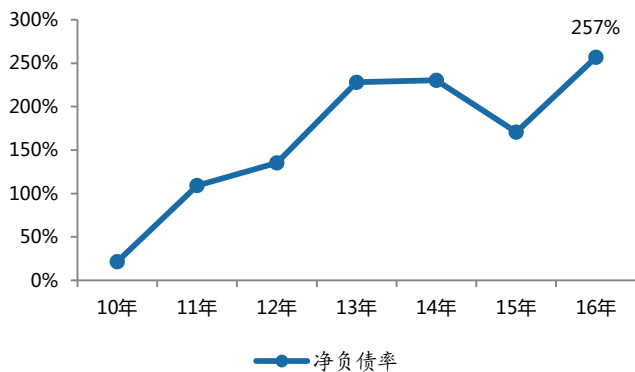
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 阳光城16年新增融资结构



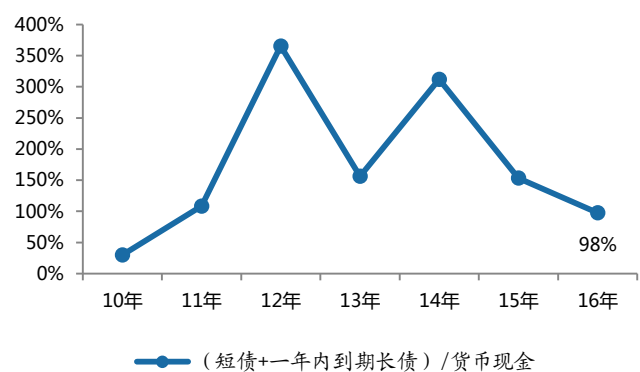
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图20: 阳光城净负债率水平变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图21: 阳光城短期债务覆盖率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司的净负债率水平由15年末的171%上升至257%，由于公司16年投资体量显著提升，而且在仅有债务融资的支持下，杠杆率势必会进一步提升。但是短期债务覆盖率的提升，使公司的财务安全性有了较强的保障。

## 上下齐心，股东增持大幅提振信心

随着公司的年报披露信息，控股股东福建阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”）计划自2017年5月2日起在12个月内拟通过二级市场增持公司股份不低于8100万股，按照目前的股价计算，总金额不低于4.4亿元，累计增持比例不超过公司总股本的2.00%。近一年公司通过大规模的股权收购，储备资源价值的到大幅提升，但是股价表现低于预期，基于对公司的内在价值和未来发展前景的信心，公司的举措也会为股价带来较好的影响。

16年3月初阳光城公布了第二期员工持股计划方案，整体规模为9亿，其中员工



出资3亿, 优先级部分由上海兴全睿众资产管理有限公司通过资产管理计划发行筹集。优先级保底收益为6.42%, 参加本员工持股计划的总人数不超过1,500人, 其中董事、监事、高级管理人员合计2人, 分别为林腾蛟先生及张海民先生, 合计认购不超过5,500份。经过股东大会审核通过后, 员工持股资管计划从6月起陆续增持, 截止到10月14日已经完成增持, 最终成交金额为7.92亿元, 成交均价为6.06元/股。

**表 3: 阳光城二期员工持股计划情况**

指标	优先级	次级
管理计划名称	上海兴全睿众资产-平安银行-兴全睿众阳光城1号分级特定多客户资产管理计划	
委托方	上海兴全睿众资产管理有限公司	
规模	6 亿	3 亿
预期收益	不超过 6.42%	--
募资方式	资产管理计划	员工出资认购
担保方式	股东提供连带责任担保	--
持股比例限制	公司全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%	
认购方式	包括但不限于通过二级市场购买 (包括但不限于竞价交易、大宗交易、协议转让等)	
参与员工规模	参加本员工持股计划的总人数不超过 1,500 人, 其中董事、监事、高级管理人员合计 2 人, 分别为林腾蛟先生及张海民先生, 合计认购不超过 5,500 份	
存续期和锁定期	本员工持股计划存续期为不超过 24 个月, 自本员工持股计划成立之日起算。本计划所获标的股票的锁定期为 12 个月	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**表 4: 阳光城第二期员工持股计划增持情况**

公司员工持股计划第二期				
增持日期	成交股数 (万股)	成交金额 (亿元)	成交均价 (元/股)	截至本公告日持股数 (万股)
2016 年 6 月 1 日	7174	4.29	5.97	7174
2016 年 7 月 2 日	2685	1.61	5.99	9858
2016 年 8 月 2 日	500	0.32	6.33	10358
2016 年 10 月 10 日	2733	1.72	6.06	13091
合计		7.93	6.06	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

本次员工持股计划为第二期, 第一期集团及上市公司员工计划在2014年下半年实施, 并在15年陆续增持完毕, 总规模约5亿元, 考虑送转以及分红等因素当前持股计划平均成本在5.8元/左右。第一期持股计划的锁定期为12个月, 目前已经可以销售, 按照承诺的优先级和次级收益率, 对应最低股价在6.88元/股。

## 盈利预测与投资评级

阳光城16年整体的变化是积极的, 作为快周转企业的代表, 在过去的5年内公司充分受益于高杠杆所带来的增长, 尽管行业在投资收益率在持续降低, 对于企业而言

寻找适合自身发展状况的出路是最重要的战略方向。很庆幸阳光城通过股权收购的方式获取项目，部分解决了土地资源价格高企对于企业长期发展的困扰。截止到目前公司在手土地储备规模达到了2285万方，储备充足，关注公司17年的销售表现和目标完成情况。预计17、18年EPS分别为0.43、0.56元，维持“买入”评级。

## 风险提示

新业务拓展以及房地产市场波动存在不确定性。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>67,976</b>	<b>114,561</b>	<b>154,671</b>	<b>213,049</b>	<b>281,707</b>
货币资金	13,795	18,889	12,780	16,614	20,235
应收及预付	10,899	19,458	28,187	22,406	30,664
存货	42,383	74,721	112,211	172,536	229,315
其他流动资产	899	1,493	1,493	1,493	1,493
<b>非流动资产</b>	<b>2,197</b>	<b>5,870</b>	<b>6,335</b>	<b>6,993</b>	<b>7,590</b>
长期股权投资	143	1,002	1,102	1,213	1,334
固定资产	211	684	719	762	808
在建工程	0	0	144	282	415
无形资产	15	83	83	83	83
其他长期资产	1,828	4,100	4,286	4,654	4,950
<b>资产总计</b>	<b>70,173</b>	<b>120,431</b>	<b>161,005</b>	<b>220,042</b>	<b>289,297</b>
<b>流动负债</b>	<b>40,211</b>	<b>52,151</b>	<b>91,994</b>	<b>133,829</b>	<b>205,723</b>
短期借款	16,918	14,571	2,517	4,126	3,991
应付及预收	19,048	33,121	65,241	106,168	158,878
其他流动负债	4,245	4,459	24,236	23,535	42,854
<b>非流动负债</b>	<b>16,220</b>	<b>49,355</b>	<b>48,481</b>	<b>62,845</b>	<b>56,699</b>
长期借款	9,400	33,790	32,789	46,968	40,617
应付债券	6,681	15,252	15,252	15,252	15,252
其他非流动负债	139	313	440	626	830
<b>负债合计</b>	<b>56,431</b>	<b>101,506</b>	<b>140,475</b>	<b>196,674</b>	<b>262,423</b>
股本	4,015	4,050	4,050	4,050	4,050
资本公积	3,600	3,627	3,972	4,426	4,987
留存收益	3,961	4,977	6,356	8,172	10,416
归属母公司股东权	12,014	13,203	14,378	16,648	19,453
少数股东权益	1,728	5,721	6,152	6,720	7,421
<b>负债和股东权益</b>	<b>70,173</b>	<b>120,431</b>	<b>161,006</b>	<b>220,042</b>	<b>289,297</b>

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>22,380</b>	<b>19,598</b>	<b>25,669</b>	<b>34,175</b>	<b>39,182</b>
营业成本	16,660	15,031	19,744	26,206	29,454
营业税金及附加	2,108	1,247	1,874	2,517	3,049
销售费用	457	484	422	548	667
管理费用	554	678	542	704	858
财务费用	23	42	146	296	356
资产减值损失	239	75	0	0	0
公允价值变动收益	0	59	0	0	0
投资净收益	10	-35	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,349</b>	<b>2,066</b>	<b>2,940</b>	<b>3,905</b>	<b>4,798</b>
营业外收入	16	39	0	0	0
营业外支出	5	51	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,360</b>	<b>2,053</b>	<b>2,940</b>	<b>3,905</b>	<b>4,798</b>
所得税	628	622	786	1,067	1,292
<b>净利润</b>	<b>1,733</b>	<b>1,431</b>	<b>2,155</b>	<b>2,838</b>	<b>3,506</b>
少数股东损益	315	201	431	568	701
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,418</b>	<b>1,230</b>	<b>1,724</b>	<b>2,270</b>	<b>2,805</b>
EBITDA	2,615	2,183	3,108	4,224	5,178
EPS (元)	0.35	0.30	0.43	0.56	0.69

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-3,879</b>	<b>-2,581</b>	<b>-9,689</b>	<b>-7,799</b>	<b>-5,094</b>
净利润	1,733	1,431	2,155	2,838	3,506
折旧摊销	14	24	22	23	24
营运资金变动	-12,597	-26,825	-14,098	-13,617	-12,327
其它	6,971	22,789	2,234	2,958	3,702
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,996</b>	<b>-17,114</b>	<b>-760</b>	<b>-314</b>	<b>-325</b>
资本支出	-13	-32	-667	-212	-211
投资变动	-744	-1,179	-93	-103	-113
其他	-2,239	-15,903	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>17,096</b>	<b>22,445</b>	<b>4,340</b>	<b>11,947</b>	<b>9,040</b>
银行借款	29,335	57,058	25,169	41,257	39,912
债券融资	-14,440	-28,604	-18,448	-26,170	-27,078
股权融资	4,886	228	0	0	0
其他	-2,685	-6,237	-2,381	-3,139	-3,794
<b>现金净增加额</b>	<b>10,221</b>	<b>2,750</b>	<b>-6,109</b>	<b>3,834</b>	<b>3,621</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>3,337</b>	<b>13,558</b>	<b>16,308</b>	<b>10,199</b>	<b>14,033</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>13,558</b>	<b>16,308</b>	<b>10,199</b>	<b>14,033</b>	<b>17,654</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	61.1%	-12.4%	31.0%	33.1%	14.7%
营业利润增长	25.2%	-12.0%	42.3%	32.8%	22.9%
归属母公司净利润增长	7.1%	-13.3%	40.1%	31.7%	23.5%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	25.6%	23.3%	23.1%	23.3%	24.8%
净利率	7.7%	7.3%	8.4%	8.3%	8.9%
ROE	11.8%	9.3%	12.0%	13.6%	14.4%
ROIC	5.1%	2.3%	2.8%	3.2%	3.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	80.4%	84.3%	87.2%	89.4%	90.7%
净负债比率	170.6%	256.8%	299.2%	311.0%	304.7%
流动比率	1.69	2.20	1.68	1.59	1.37
速动比率	0.42	0.56	0.25	0.20	0.15
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.38	0.21	0.18	0.18	0.15
应收账款周转率	44.34	28.45	29.66	34.06	33.30
存货周转率	0.43	0.26	0.21	0.18	0.15
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.35	0.30	0.43	0.56	0.69
每股经营现金流	-0.97	-0.64	-2.39	-1.93	-1.26
每股净资产	2.99	3.26	3.55	4.11	4.80
<b>估值比率</b>					
P/E	15.5	17.9	12.8	9.7	7.8
P/B	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	12.1	26.7	25.5	25.8	20.2

## 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, 九年房地产研究经验, 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, 五年房地产研究经验, 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, 四年房地产研究经验, 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	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31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	510620	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。