



东兴证券
DONGXING SECURITIES

惟精惟一 蓝光之崛起

——蓝光发展（600466）调研简报

2017年06月16日

强烈推荐/首次

蓝光发展

调研简报

报告摘要:

公司以“开源节流”策略推进经营管理，2017年公司业绩有望大增：

- 2016年签约销售额301亿元，同比增速达到65%，为2017年和2018年两年营收大增奠定坚实基础，我们预测公司2017年营收有望达到264亿元。
- 2016年公司销售净利率仅为4.17%，不及行业平均水平的一半，在毛利率提升和融资成本大降的作用下，公司有望提升销售净利率2个百分点，我们测公司2017年净利润有望大幅提升至14亿元。

公司正处于规模化进程中，是300亿梯队中成长为1000亿房企的有力竞争者。

- 发展战略：**公司将地产业务规模化作为未来发展的主要思路，从深耕四川至向全国布局，从商业地产至聚焦改善型产品开发销售，明晰的发展战略有效指导公司经营。
- 城市布局：**公司立足成渝区域，实施全国化布局发展战略，截至目前已成功布局五大区域（西南、华中、华东、北京、华南），进驻大中型城市近20个。
- 拿地策略：**在地价高企的大背景下，大力运用收并购、合作等多种“低溢价”拿地方式拿地占比超过60%。
- 融资显著：**公司通过中票和公司债显著降低资金成本，2016年融资80亿元，平均利率5.75%，降成本效应将支持公司未来3年业绩大幅改善。
- 多元业务：**公司已成功构建了以“房地产开发运营”为引领，“现代服务业、3D生物打印、生物医药”为支撑的多元化产业战略发展格局。

公司盈利预测及投资评级。公司是四川地区房企龙头，2015年借壳上市后迎来快速发展机遇，业绩有望在未来三年保持快速增长格局。2017-2019年EPS分别为0.66元、1.01元和1.25元，对应PE分别为12.96、8.46和6.87，6个月目标价10元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：地产销售不及预期、生物医药板块推进不及预期、政策调控风险

财务指标预测

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 17,598.3 | 21,328.8 | 26,418.0 | 30,287.0 | 33,710.0 |
| 增长率(%) | 4309.37 | 21.20% | 23.86% | 14.65% | 11.30% |
| 净利润(百万元) | 805.00 | 895.77 | 1,405.76 | 2,157.98 | 2,659.08 |
| 增长率(%) | 6298.47 | 11.28% | 56.93% | 53.51% | 23.22% |
| 净资产收益率(%) | 9.05% | 8.98% | 14.36% | 19.85% | 21.80% |
| 每股收益(元) | 0.40 | 0.41 | 0.66 | 1.01 | 1.25 |
| PE | 21.63 | 20.87 | 12.99 | 8.46 | 6.87 |
| PB | 2.05 | 1.83 | 1.86 | 1.68 | 1.50 |

分析师: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

联系人: 梁小翠

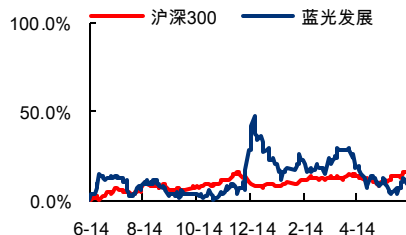
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|--------------|--------------|
| 52周股价区间(元) | 8.34-7.65 |
| 总市值(亿元) | 178.08 |
| 流通市值(亿元) | 73.61 |
| 总股本/流通A股(万股) | 213522/88255 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 2.68 |

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 公司正处于规模化进程中 | 4 |
| 2. 支撑公司跨越式发展的几大因素 | 4 |
| 2.1 战略：惟精惟一——蓝光规模化之思路 | 4 |
| 2.2 城市：全国布局——蓝光规模化之途径 | 5 |
| 2.3 土储：多法拿地——蓝光规模化之手段 | 5 |
| 2.4 融资：开源节流——蓝光规模化之工具 | 6 |
| 2.5 多元业务：全面开花——蓝光规模化之助力 | 7 |
| 3. 为何 2017 年公司业绩有望大增？ | 9 |
| 3.1 公司多措并举提升销售利润率 | 9 |
| 3.2 2017 年将进入销售大量结转周期 | 10 |
| 4. 盈利预测及估值 | 11 |
| 4.1 2017 年公司业绩有望大增 | 11 |
| 4.2 相对估值显示公司股价还有提升空间 | 11 |
| 5. 投资评级 | 12 |
| 6. 风险提示 | 12 |

表格目录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1: 公司近两年土地储备情况 | 6 |
| 表 2: 公司各业务板块营收预测 | 11 |
| 表 3: 同类型上市公司市盈率比较 | 12 |
| 表 4: 公司盈利预测表 | 13 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1:公司发展历程 | 4 |
| 图 2:全国布局格局已经基本形成 | 5 |
| 图 3:近两年土地储备区域分布情况 | 6 |
| 图 4:近两年土地储备获取方式情况 | 6 |
| 图 5:公司有息负债稳定增长 | 7 |
| 图 6:多种融资手段降资金成本 | 7 |
| 图 7:公司秉承“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的战略顶层设计 | 7 |
| 图 8: 2015-2017 年物业直接管理面积 | 8 |
| 图 9: 2015-2017 年物业轻资产面积 | 8 |
| 图 10:3D 生物血管打印动物实验取得成功，即将进入临床实验阶段 | 9 |
| 图 12:公司历年销售净利率显著低于行业平均水平 | 9 |
| 图 13:近几年公司签约销售额及销售面积 | 10 |
| 图 14: 2015-2016 年年度销售均价 | 10 |
| 图 15:2016 年和 2017 年一季度销售均价 | 10 |
| 图 16:营收有望在 2017 年保持平稳增长 | 11 |
| 图 17:控费增效作用下净利润有望在 2017 年实现大涨 | 11 |

1. 公司正处于规模化进程中

经过 20 余年发展，公司在经营规模、业务领域取得长足发展，已从最初的商业地产开发快速成长聚焦改善型产品开发销售，同时发展现代服务业、3D 生物打印、生物医药等产业的知名大型多产业集团公司。蓝光发展凭借跨越式发展，形成了四川区域龙头房企的竞争优势地位，并处在向全国型房企发展的进程中，公司连续三年荣膺“沪深上市房地产公司投资价值 TOP10”称号。截止至 2016 年底，公司总资产约为 734 亿元，净资产为 140 亿元。

图 1:公司发展历程



资料来源：东兴证券研究所

根据克而瑞数据，公司 2016 年签约销售额为 339 亿元，行业排名第 39 位，全国布局效应初显。

2. 支撑公司跨越式发展的几大因素

对近几年公司经营发展各方面进行深刻分析，我们认为公司专注地产规模化的战略、全国城市布局、多途径拿地、严控资金成本、多元化有序推进是保障公司未来能够实现快速发展的五大重要影响因素。

2.1 战略：惟精惟一——蓝光规模化之思路

公司秉承“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的战略顶层设计，构建了人居蓝光“地产金融+现代服务业”为核心基础产业和以生命蓝光以“3D 生物打印+生物医药”为创新支柱产业的多元化产业战略发展格局。

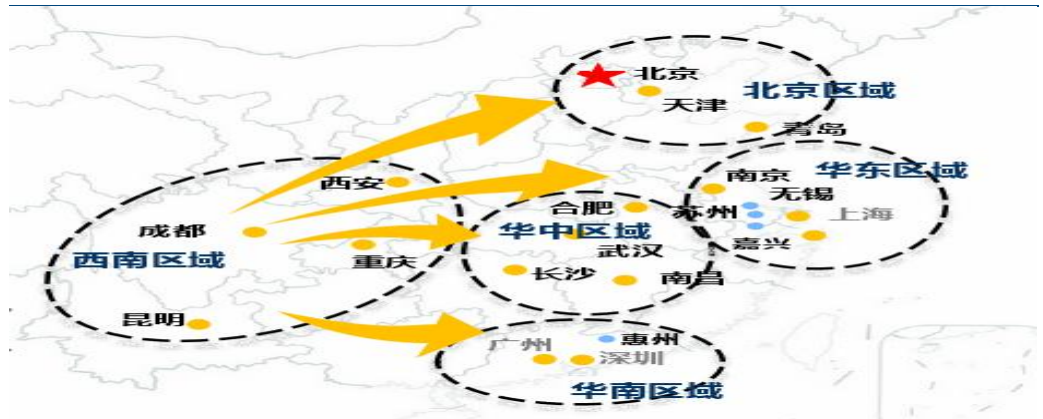
目前公司正处于规模化进程中，是 300 亿梯队中成长为 1000 亿房企的有力竞争者，公司从两个角度努力达成这一目标：

- ◆ **惟精：**公园/雍锦系产品的问世代表公司产品开发能力的质的飞跃，从刚需至豪宅全产品的打造能力使公司能够在行业激烈的竞争力处于优势地位。
- ◆ **惟一：**公司将地产业务规模化作为未来发展的主要思路，从深耕四川至向全国布局，从商业地产至聚焦改善型产品开发销售，明晰的发展战略有效指导公司经营。

2.2 城市：全国布局——蓝光规模化之途径

公司立足成渝区域，实施全国化布局发展战略，截至目前已成功布局五大区域（西南区域、华中区域、华东区域、北京区域、华南区域），进驻全国大中型城市近 20 个。蓝光借助大数据分析，有效把握了南京、苏州、合肥等强二线城市，在 2016 年迸发的结构性市场机遇下，东进战略成效显著，华东、华中、北京区域销售额较去年增长高达 180%以上，销售占比近 50%，已经实现了从“四川蓝光”走向“中国蓝光”，

图 2:全国布局格局已经基本形成



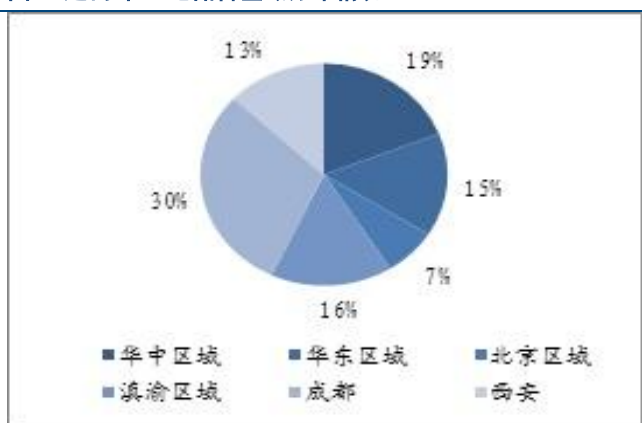
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.3 土储：多法拿地——蓝光规模化之手段

2016 年，信息收集有效覆盖全国 100 个城市，有效拓展资源获取渠道，严格执行投资标准。

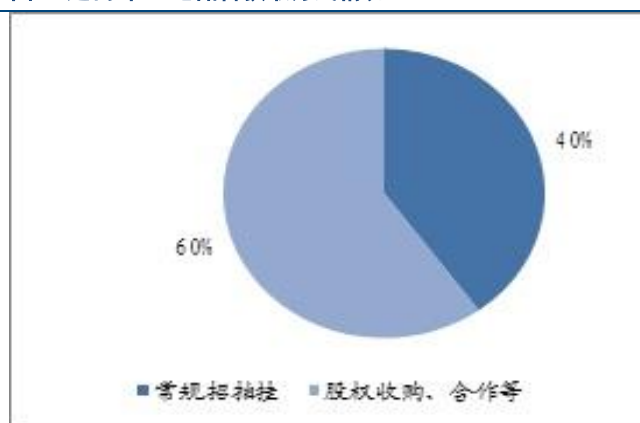
- ◆ 在地价高企的大背景下，大力运用收并购、合作等多种“低溢价”拿地方式获地占比超过 60%；
- ◆ 成功获取南京、天津、西安等重点目标城市优质资源，成都外土储占比约 70%，为后续发展提供稳定支持。

图 3:近两年土地储备区域分布情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 4:近两年土地储备获取方式情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 1:公司近两年土地储备情况

| | | 持有待开发土地面积（万平） | 土地储备建筑面积（万平） |
|------|-------|---------------|--------------|
| 2015 | 成都区域 | 131.66 | 179.1 |
| | 滇渝区域 | 51.91 | 124.67 |
| | 华中区域 | 29.19 | 81.1 |
| | 长三角区域 | 11.62 | 26.08 |
| | 环渤海区域 | 6.81 | 14.11 |
| | 合计 | 231.19 | 425.06 |
| 2016 | 成都区域 | 165.11 | 280.97 |
| | 滇渝区域 | 28.93 | 72.9 |
| | 华中区域 | 4.34 | 16.63 |
| | 华东区域 | 27.89 | 59.99 |
| | 北京区域 | 13.45 | 24.87 |
| | 合计 | 239.71 | 455.36 |

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2.4 融资：开源节流——蓝光规模化之工具

公司 2015 年登陆资本市场以来，恰逢地产行业融资窗口期，公司通过发行中票、公司债、私募债等方式实现大额融资，融资结构和成本得以显著改善。

目前地产企业公司债窗口已经再次打开，虽然整体资金环境将面临利率上升的压力，但大中型地产公司作为业绩有保障的主体发债难度仍然会小于其他行业。我们认为公司仍然有可能以低于行业平均水平的利率融资。

图 5:公司有息负债稳定增长


资料来源：东兴证券研究所

图 6:多种融资手段降资金成本

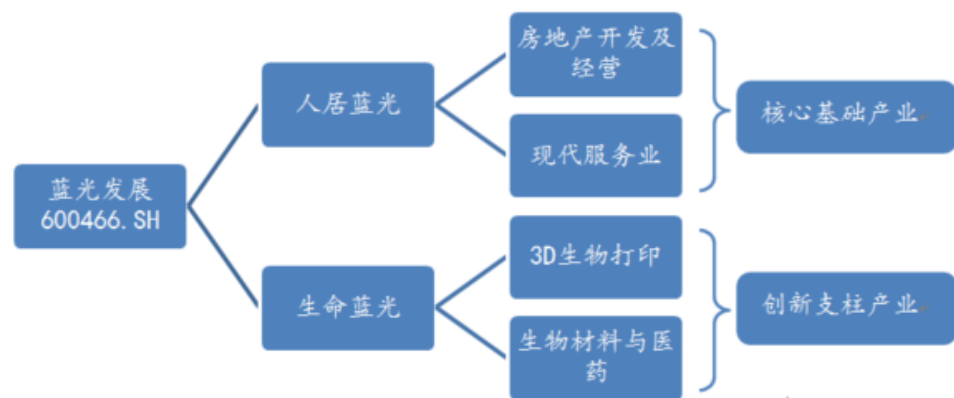

资料来源：东兴证券研究所

具体来看,公司通过中票和公司债显著降低了资金成本,2016年平均利率为5.75%,降成本效应将支持公司未来3年业绩大幅改善。

- ◆ 2016年发行中票40亿(中票一期7亿元,利率5.9%;二期20亿元,利率6.5%;三期13亿元,利率5.5%);
- ◆ 2016年公司债40亿(公司债一期30亿元,利率5.5%;公司债二期10亿元,利率5.25%);
- ◆ 目前仍有80亿私募债处于推进中。前期申请获批的房企公募债近期已经有放松,未来仍可期待更多渠道的放开。

2.5 多元业务：全面开花——蓝光规模化之助力

公司除传统的医药业务外,在现代服务业领域也成果颇丰。公司已成功构建了以“房地产开发运营”为引领,“现代服务业、3D生物打印、生物医药”为支撑的多元化产业战略发展格局。

图 7:公司秉承“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的战略顶层设计


资料来源：东兴证券研究所

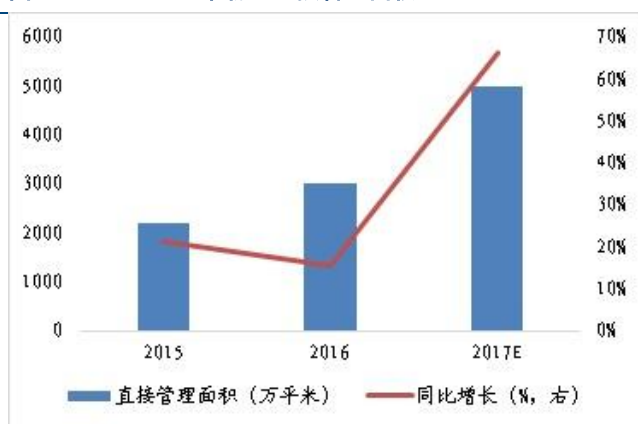
- ◆ “并购+轻资产运作”，现代服务亦在规模化路上。嘉宝股份于2015年12月成为西南地区首家成功挂牌新三板的现代服务业企业，也是新三板规模体量最大的现代服务业物业企业。

2016年实现营业收入6.8亿元，同比增长23%；实现归属于挂牌公司股东的净利润1亿元，同比增长66%；

2016年全年新增委托项目19个，通过委托+并购共计新增管理面积604万平方米，累计管理面积达3006万平，累计联盟面积达1.2亿平方米。

依据当前增速进行预测，我们认为嘉宝股份2017年计划管理规模有望达到5000万平，轻资产联盟面积达到1.5亿平方米。

图 8: 2015-2017 年物业直接管理面积



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 9: 2015-2017 年物业轻资产面积

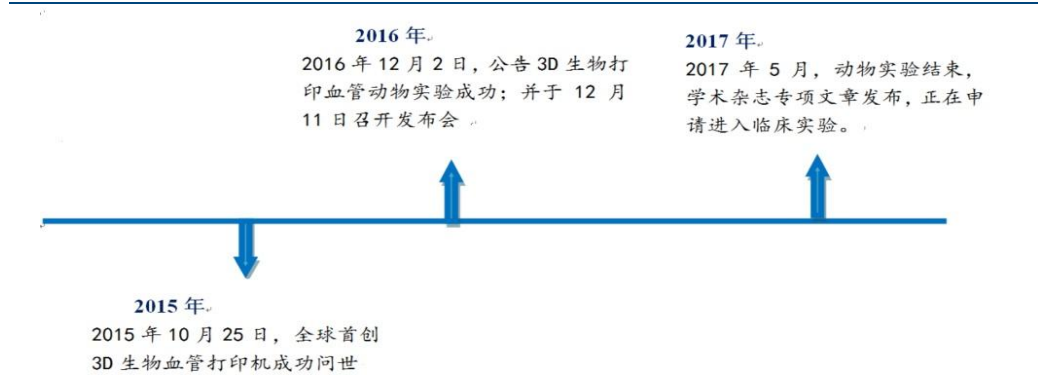


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

- ◆ 以3D血管打印为代表的医药板块赋予公司更大想象空间。2016年12月11日，蓝光英诺宣布3D生物打印血管植入恒河猴体内实验取得成功，2017年5月结束动物实验，开始推动临床试验进程，目前公司正在进行FDA申报，若申报进展顺利，预期年内有望进入临床试验，必须清楚的知悉，实际临床试验可能需要几年的时间，进入产业化仍然需要相当长的时间。

从整个医药板块的发展逻辑来看，未来该板块仍然以内生和外延共同增长为推动力。内生性增长体现在生物医学材料的产品升级和生物医药的渠道升级；外延性增长将通过产业并购实现，即围绕高端生物医药、高端医疗器械，利用资本优势，并购相关企业，增强企业竞争力。

图 10:3D 生物血管打印动物实验取得成功，即将进入临床实验阶段



资料来源：东兴证券研究所

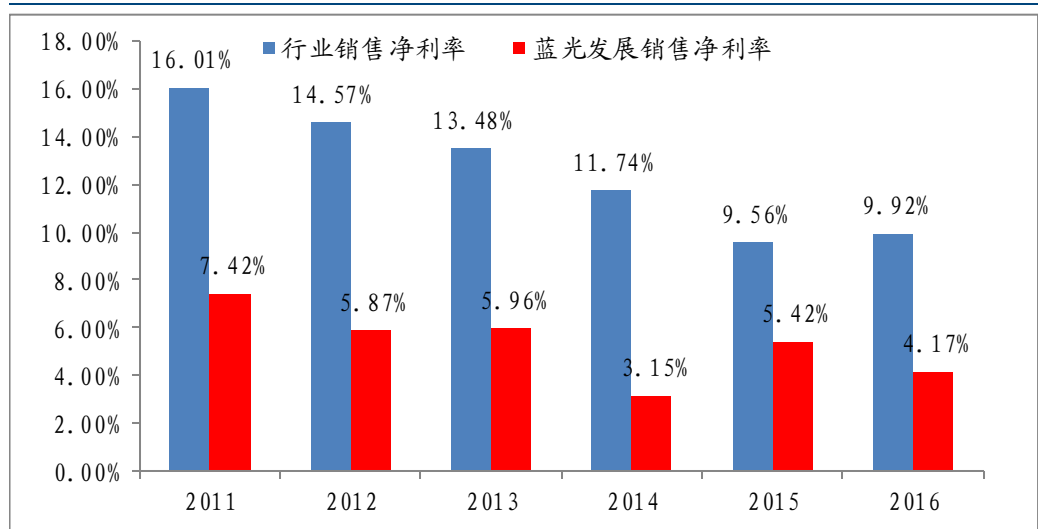
3. 为何 2017 年公司业绩有望大增？

我们从公司结转周期和控费增效两个方面来进行分析，认为得益于这两大因素的共同提升，公司在 2017 年有望实现业绩大增。

3.1 公司多措并举提升销售利润率

目前公司销售利润率仅为 4.17%，不及行业平均水平的一半，与公司的行业地位和经营管理能力存在巨大的不匹配，因此，利润率有非常巨大的提升空间。我们认为，随着公司全国化布局显效、低成本负债替代高成本负债降资金成本、改善型产品占比提升以及控费降成本措施加强等多措并举，我们认为公司今年销售净利率有望实现大幅提升。

图 11:公司历年销售净利率显著低于行业平均水平

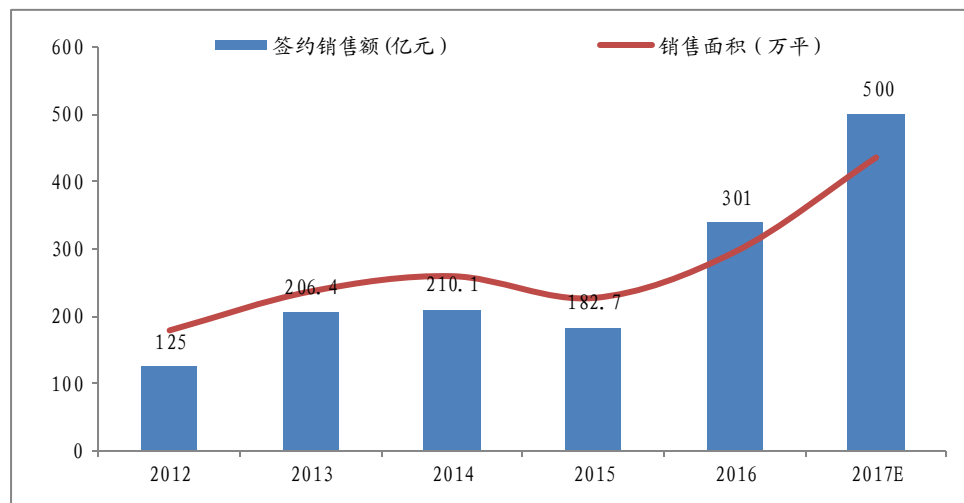


资料来源：WIND，东兴证券研究所

3.2 2017 年将进入销售大量结转周期

自 2015 年借壳上市以来, 得益于资本市场融资便利和品牌效应, 公司实现跨越式发展, 2016 年签约销售额 301 亿元, 同比增速达到 65%。2017 年 1 季度销售合同额为 85 亿, 同比增长为 111%, 根据公司当前发展战略和土地储备情况, 我们认为公司 2017 年销售金额有望达到 500 亿元, 同时公司 2017 年营收总额有望继续实现大幅增长。

图 12: 近几年公司签约销售额及销售面积



资料来源: CRIC 数据库, 东兴证券研究所

图 13: 2015-2016 年年度销售均价



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 14: 2016 年和 2017 年一季度销售均价



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

公司是成都区域地产开发龙头企业, 随着产业规模扩张和业务模式清晰, 看好公司在向全国型房企转变过程中所体现出来的业绩高增长能力。

4.1 2017 年公司业绩有望大增

公司以“开源节流”策略推进经营管理, 2017 年公司业绩有望大增:

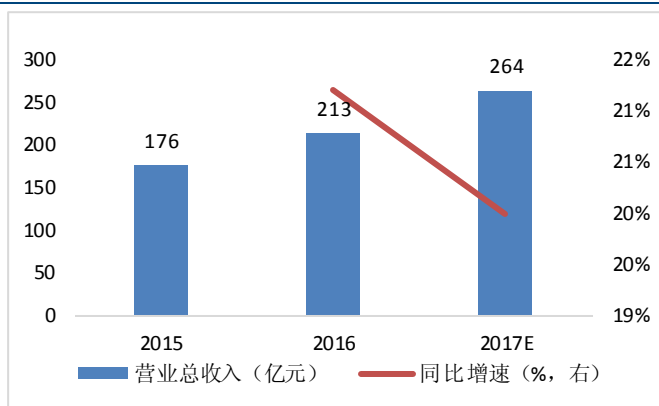
- ◆ 2016 年签约销售额 301 亿元, 同比增速达到 65%, 为 2017 年和 2018 年两年营收大增奠定坚实基础。
- ◆ 2016 年公司销售净利率仅为 4.17%, 不及行业平均水平的一半, 在提效控费的作用下, 公司有望提升销售净利率 2 个百分点。

表 2: 公司各业务板块营收预测

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 药品销售 | 4.47 | 5.55 | 4.92 | 5.50 | 5.20 |
| 现代服务业 | 3.22 | 6.80 | 7.48 | 8.00 | 8.80 |
| 住宅及配套 | 108.39 | 153.15 | 229.73 | 275.67 | 317.02 |
| 商业地产 | 52.37 | 44.38 | 20.00 | 12.00 | 5.00 |
| 其他业务 | 7.52 | 3.41 | 2.00 | 2.00 | 1.00 |
| 合计 | 175.97 | 213.29 | 264.12 | 303.17 | 337.02 |

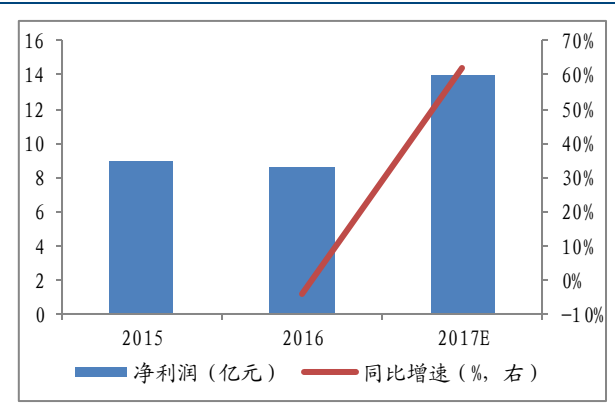
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 15: 营收有望在 2017 年保持平稳增长



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 16: 控费增效作用下净利润有望在 2017 年实现大涨



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

4.2 相对估值显示公司股价还有提升空间

我们选取了 4 家主业与公司相仿的企业进行比较, 考虑到公司面临规模化进程带来的新机遇, 以及资本市场融资便利的大力支持, 我们看好公司地产板块业绩大增、生物医药板块进展顺利共同作用下对公司估值的提升效应, 认为公司股价仍然有进一步上升的空间, 给予公司 15 倍 PE, 对应公司股价为 10 元/股。

表 3: 同类型上市公司市盈率比较

| 代码 | 公司 | EPS | | | | PE | | | | 股价 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 000656.SZ | 金科股份 | 0.28 | 0.35 | 0.40 | 0.53 | 19.04 | 18.61 | 16.25 | 12.26 | 6.57 (停牌) |
| 600565.SH | 迪马股份 | 0.33 | 0.43 | 0.52 | 0.68 | 50.36 | 12.84 | 10.46 | 8.00 | 5.46 |
| 002244.SZ | 滨江集团 | 0.46 | 0.59 | 0.71 | 0.82 | 16.28 | 12.30 | 10.13 | 8.76 | 7.22 |
| 000620.SZ | 新华联 | 0.28 | 0.36 | 0.45 | 0.48 | 48.08 | 20.45 | 16.58 | 15.49 | 16.53 |
| | 均值 | | | | | | 16.05 | | | |

资料来源: wind, 东兴证券研究所

5. 投资评级

公司是四川地区房地产开发企业的龙头, 精于住宅和商业地产的开发运营。公司在 2015 年借壳上市后迎来快速发展机遇, 同时受益于始自 2015 年下半年的地产销售行情和公司提效控费的多项举措, 公司业绩有望在未来三年保持快速增长格局。除地产业务板块外, 公司在生物医药板块成果卓著, 3D 生物血管打印技术处于国际领先水平, 将为公司估值和业绩大幅提升带来巨大想象空间。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 264 亿元、303 亿元和 337 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 14 亿元、22 亿元和 26.6 亿元; 每股收益分别为 0.66 元、1.01 元和 1.25 元, 对应 PE 分别为 12.96、8.46 和 6.87, 公司 6 个月目标价 10 元, 首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

地产销售不及预期、医疗板块研发进程不及预期、政策调控风险

表 4: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计 | 49471 | 64458 | 71704 | 79706 | 88011 | 营业收入 | 17598 | 21329 | 26418 | 30287 | 33710 |
| 货币资金 | 5586 | 9171 | 11888 | 13629 | 15170 | 营业成本 | 12381 | 16002 | 19766 | 21728 | 23877 |
| 应收账款 | 376 | 519 | 651 | 747 | 831 | 营业税金及附加 | 1429 | 1584 | 1929 | 2211 | 2461 |
| 其他应收款 | 1001 | 897 | 1111 | 1274 | 1418 | 营业费用 | 751 | 939 | 1057 | 1211 | 1348 |
| 预付款项 | 2035 | 1934 | 2329 | 2764 | 3242 | 管理费用 | 617 | 751 | 793 | 909 | 1011 |
| 存货 | 39288 | 50595 | 54153 | 59528 | 65416 | 财务费用 | 322 | 335 | 462 | 658 | 672 |
| 其他流动资产 | 1156 | 1316 | 1570 | 1764 | 1935 | 资产减值损失 | 451.94 | 336.57 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 非流动资产合计 | 6773 | 8906 | 7050 | 6893 | 6737 | 公允价值变动收益 | -124.62 | -48.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 263 | 953 | 953 | 953 | 953 | 投资净收益 | -8.58 | 138.35 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 固定资产 | 918.14 | 865.20 | 1012.39 | 875.57 | 738.74 | 营业利润 | 1513 | 1471 | 2163 | 3320 | 4091 |
| 无形资产 | 196 | 195 | 175 | 156 | 136 | 营业外收入 | 36.61 | 42.86 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 49.43 | 46.33 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 资产总计 | 56244 | 73365 | 78753 | 86599 | 94748 | 利润总额 | 1501 | 1468 | 2163 | 3320 | 4091 |
| 流动负债合计 | 34303 | 39471 | 47062 | 50173 | 51991 | 所得税 | 546 | 578 | 757 | 1162 | 1432 |
| 短期借款 | 3096 | 3743 | 12959 | 10839 | 6848 | 净利润 | 954 | 890 | 1406 | 2158 | 2659 |
| 应付账款 | 5325 | 5266 | 6498 | 7143 | 7850 | 少数股东损益 | 149 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 16130 | 20181 | 24144 | 28687 | 33743 | 归属母公司净利润 | 805 | 896 | 1406 | 2158 | 2659 |
| 一年内到期的非 | 4890 | 4511 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 2079 | 2060 | 2781 | 4134 | 4919 |
| 非流动负债合计 | 10590 | 19884 | 16881 | 20537 | 25537 | BPS (元) | 0.40 | 0.41 | 0.66 | 1.01 | 1.25 |
| 长期借款 | 9243 | 10099 | 15099 | 20099 | 25099 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 7935 | 0 | 0 | 0 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 负债合计 | 44893 | 59355 | 63943 | 70710 | 77529 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2460 | 4038 | 4038 | 4038 | 4038 | 营业收入增长 | 4309.37% | 21.20% | 23.86% | 14.65% | 11.30% |
| 实收资本(或股 | 2136 | 2135 | 2135 | 2135 | 2135 | 营业利润增长 | 18123.83% | -2.78% | 46.99% | 53.51% | 23.22% |
| 资本公积 | 2007 | 1607 | 1607 | 1607 | 1607 | 归属于母公司净利润 | 6298.47% | 11.28% | 56.93% | 53.51% | 23.22% |
| 未分配利润 | 4123 | 4732 | 4451 | 4019 | 3487 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 8891 | 9972 | 9791 | 10870 | 12200 | 毛利率(%) | 29.65% | 24.97% | 25.18% | 28.26% | 29.17% |
| 负债和所有者权 | 56244 | 73365 | 77772 | 85618 | 93767 | 净利率(%) | 5.42% | 4.17% | 5.32% | 7.13% | 7.89% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 1.43% | 1.22% | 1.79% | 2.49% | 2.81% |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE(%) | 9.05% | 8.98% | 14.36% | 19.85% | 21.80% |
| 经营活动现金流 | 1430 | -2688 | 2037 | 849 | 2783 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 954 | 890 | 1406 | 2158 | 2659 | 资产负债率(%) | 80% | 81% | 82% | 83% | 83% |
| 折旧摊销 | 243.87 | 253.91 | 0.00 | 156.28 | 156.28 | 流动比率 | 1.44 | 1.63 | 1.52 | 1.59 | 1.69 |
| 财务费用 | 322 | 335 | 462 | 658 | 672 | 速动比率 | 0.30 | 0.35 | 0.37 | 0.40 | 0.43 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -132 | -95 | -84 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 3963 | 4543 | 5057 | 总资产周转率 | 0.62 | 0.33 | 0.35 | 0.37 | 0.38 |
| 投资活动现金流 | -255 | -2124 | 307 | -250 | -250 | 应收账款周转率 | 81 | 48 | 45 | 43 | 43 |
| 公允价值变动收 | -125 | -48 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 6.57 | 4.03 | 4.49 | 4.44 | 4.50 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 516 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | -9 | 138 | 50 | 50 | 50 | 每股收益(最新摊薄) | 0.40 | 0.41 | 0.66 | 1.01 | 1.25 |
| 筹资活动现金流 | -682 | 8257 | 373 | 1142 | -992 | 每股净现金流(最新 | 0.23 | 1.61 | 1.27 | 0.82 | 0.72 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -7935 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 4.16 | 4.67 | 4.59 | 5.09 | 5.71 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 5000 | 5000 | 5000 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 1697 | -1 | 0 | 0 | 0 | P/E | 21.63 | 20.87 | 12.99 | 8.46 | 6.87 |
| 资本公积增加 | 1864 | -400 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.05 | 1.83 | 1.86 | 1.68 | 1.50 |
| 现金净增加额 | 494 | 3444 | 2717 | 1741 | 1540 | EV/EBITDA | 14.39 | 17.17 | 7.12 | 8.60 | 7.12 |

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。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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”。

联系人简介

梁小翠

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。