

持续增持自有物业，长期受益于中央核心区规划

公司动态

◆国企改革深化，大股东集聚优质资产，业务协同+资源整合可期

17年5月，北京金融街资本运营中心以华融基础100%股权、华利佳合85%股权向金融街集团增资。华融基础主营金融街拓展土地一级开发、区域资源收购改造等；华利佳合主营宾馆饭店等。我们认为华融基础与上市公司将更好地释放协同效应；同时集团内部后续业务整合可期。

◆北京规划“四个中心”，西城区定位“中央核心区”，长期利好公司发展

《北京城市总体规划（2016年-2030年）》已上报党中央、国务院审定。北京将落实“政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心”的战略定位；东城区、西城区为核心区，是政治中心、文化中心和国际交往中心的核心承载区。此举对公司的存量物业租赁业务构成坚实支撑和长期利好；同时公司或将受益于西城区原有资源二次开发。

◆可结算资源丰富优质集中一二线城市，拿地审慎控制风险

16年房产销售金额276亿元，同比增长84%。截至16年末可结算资源建面878.4万平方米，且集中于北京、上海、广州及天津、重庆等重点城市的核心区域。公司拿地谨慎，17Q1新增土储5.2万平方米。

◆持续增持+优化结构，核心区域优质自持物业奠定发展基石

17Q1自持业务营收约4.7亿元，同比增长10%；息税前利润约3.3亿元，同比增长约22%；息税前利润率达62%，较上年同期提高7个百分点。16年公司将北京金融街区域部分物业由自主经营变更为长期出租，同时增持上海的金融街海伦中心。截至16年末持有出租项目建面77.6万平方米，位于北京、上海、天津的核心区域；持有经营项目建面19.5万平方米。

◆12个月目标价12.84元，首次覆盖增持评级

我们预测2017/2018/2019年营收分别为241/291/340亿元；归母净利润分别为32/38/44亿元；EPS分别为1.06/1.26/1.48元。综合考虑给予2017年12倍PE，12个月目标价12.84元，首次覆盖增持评级。

◆风险提示

项目建设进度不及预期导致结算推迟；房地产调控时间过长导致销售不及预期；自持物业招商及租赁情况不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,565	19,853	24,073	29,063	33,955
营业收入增长率	-29.37%	27.55%	21.26%	20.73%	16.83%
净利润(百万元)	2,253	2,804	3,163	3,769	4,430
净利润增长率	-23.03%	24.46%	12.80%	19.14%	17.55%
EPS(元)	0.75	0.94	1.06	1.26	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.84%	10.11%	10.65%	11.70%	12.62%
P/E	15	12	11	9	8

增持(首次)

当前价/目标价: 11.64/12.84元

目标期限: 12个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号: S0930510120013)

021-22169050

chenhaowu@ebsec.com

联系人

何緬南

021-22169170

hemiannan@ebsec.com

范晓佳

021-22169156

xifan@ebsec.com

市场数据

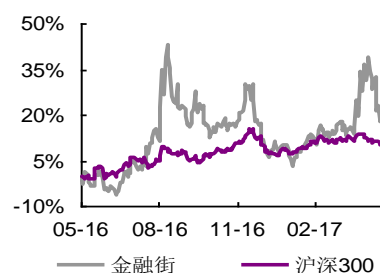
总股本(亿股): 29.89

总市值(亿元): 347.91

一年最低/最高(元): 9.62/14.43

近3月换手率: 58.94%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.55	-10.33	10.51
绝对	-1.24	-6.31	24.73

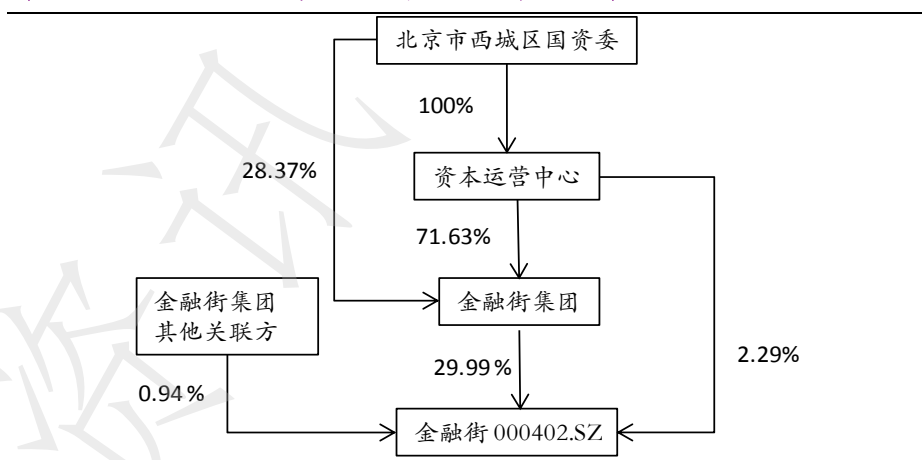
相关研报

1、大股东集聚优质资产，业务协同+资源整合

金融街控股股份有限公司是一家以商务地产为主业的大型开发运营控股公司。公司控股股东为北京金融街投资(集团)有限公司，实际控制人为北京市西城区国有资产监督管理委员会。

2017年5月,公司发布公告,北京金融街资本运营中心以所持华融基础100%股权、华利佳合85%股权向金融街集团增资;资本运营中心持有金融街集团股权增至71.63%,成为金融街集团控股股东。增资完成后,资本运营中心直接持有公司2.29%股权,并通过金融街集团及其关联方间接持有30.93%股份,合计持股33.22%;北京市西城区国资委仍为实际控制人。

图 1：公司实际控制人与控股股东股权关系结构图



资料来源：公司公告

北京金融街资本运营中心为西城区国资委的国有资本运营平台。北京市西城区政府拟通过资产重组，构建“国资委—国有资本运营公司—国有资本投资公司”三级授权经营体系，以深化国企改革，进一步理顺企业管理关系，提升企业专业化运营能力，做强做大优势企业。

北京华融基础设施投资有限责任公司成立于 2006 年 5 月。华融基础一方面作为金融街拓展实施主体，承担着金融街拓展土地一级开发任务；另一方面通过资产并购、合作开发、扩建改造、产业引导等方式积极开展区域资源整合利用，吸引金融机构入驻；同时还承担着区域内部分学校、古建、园林、地铁拆迁等政府投资项目的代建工作。

表 1：华融基础主要业务

业务类别	业务简介	代表项目
金融街拓展项目	作为西城区政府确定的金融街拓展的企业实施主体，积极推进拓展区域重点项目建设	月坛项目
		华嘉项目
		广安一期项目
政府代建项目	作为西城区基础设施建设平台，受区政府委托，实施政府投资项目的开发建设	35 中新址建设项目
		后广平小学项目
		地铁 4、6、8 号线织补项目
		八中校史馆及报告厅项目

资源整合项目	通过“腾笼换鸟”方式，收购区域内优质存量楼宇，定向安排大型金融机构进驻	首都时代广场项目 金融街1号项目 盛金天桥商厦项目
自主开发项目	自主开发	金胜嘉园项目

资料来源：公司官网

北京华利佳合实业有限公司成立于2001年7月。华利佳合以服务业为主营业务，涉及饭店住宿、物业管理、商业经营等领域。

表2：华利佳合权属企业

业务类别	权属企业
宾馆饭店	商务酒店、鑫园客栈、鼓楼快捷酒店、银岛饭店、天锋宾馆、西单快捷酒店、新街口店快捷酒店、平安里快捷酒店、西直门快捷酒店等
旅游度假	望潮苑度假村
物业管理	华利佳合商务楼、银岛商务楼、华德商都商务楼、西海物业、新利物业
商业服务	银岛商厦、五寰佳合珠宝市场
综合服务	风帆汽车公司、华利鑫商贸分公司

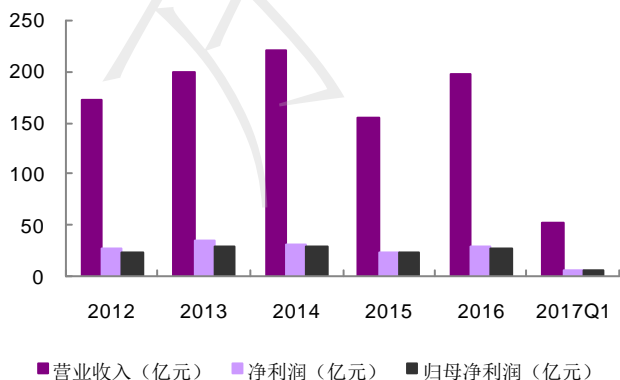
资料来源：公司官网

我们认为，股权结构调整后，华融基础与上市公司同为金融街集团子公司，将在金融街拓展及区域资源二次开发等业务层面更好地释放协同效应。另外，华融基础的自主开发业务、华利佳合的宾馆饭店业务等与上市公司存在重合，资本运营中心承诺避免同业竞争，集团内部后续业务整合可期。

2、财务稳健，开发+自持双轮驱动

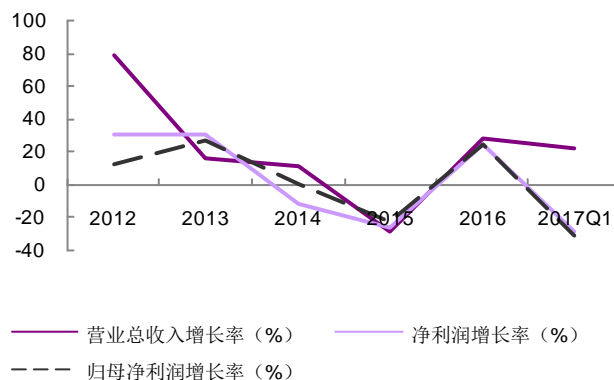
2017Q1 公司营业收入 52.51 亿元，同比增长 22.08%；归母净利润 5.38 亿元，同比减少 30.97%。归母净利润同比下滑的主要原因是：（1）由于结算项目在区域和业态方面的差异，2017Q1 毛利率为 30.27%，较去年同期降低约 14 个百分点。（2）开发项目结算存在季度间的不均衡性。

图 2：公司营收和净利润



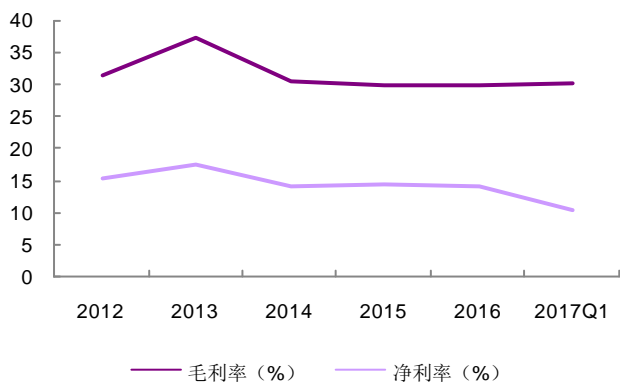
资料来源：Wind

图 3：公司营收和净利润增长率



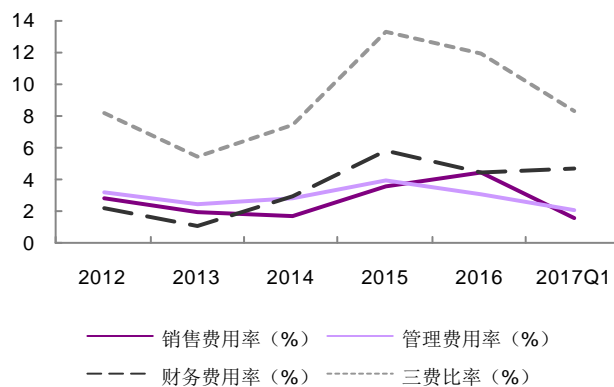
资料来源：Wind

图 4：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind

图 5：公司三费比率

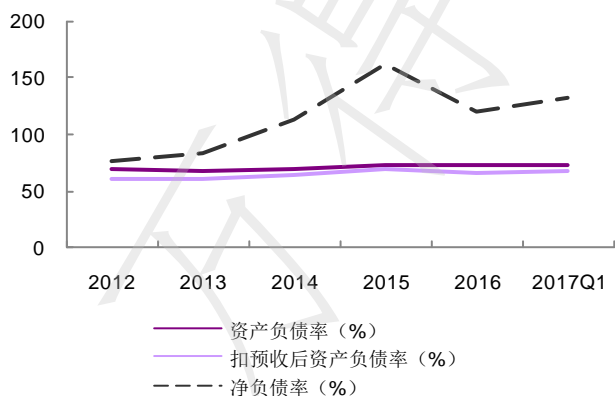


资料来源：Wind

截至 2017Q1 扣预收后资产负债率为 68.27%，较年初提高约 1 个百分点；净负债率为 132.69%，较年初提高约 13 个百分点。货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 3.8 倍，短期偿债能力较强，经营稳定性高。

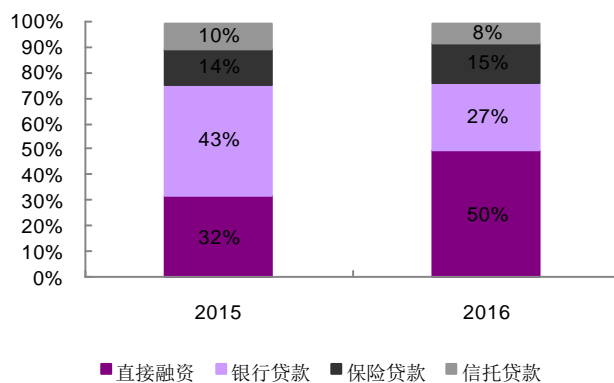
融资渠道方面，公司不断加强直接融资力度；与各类贷款相比，直接融资具备融资期限较长、融资成本较低的优势。2016 年公司以较低的成本发行私募公司债、公募公司债等，筹集资金 90 亿元，并取得 63 亿元中期票据注册额度、66.5 亿元资产支持证券发行额度。2017 年 3 月，2017 年度第一期中期票据发行，募资 30 亿元；5 月金融街（一期）资产支持专项计划成立，募资 66.5 亿元。公司主体评级及债项评级均为 AAA，为拓宽融资渠道、降低融资成本提供有力支撑。

图 6：公司资产负债率与净负债率



资料来源：Wind

图 7：公司融资余额分布（按融资渠道）



资料来源：Wind

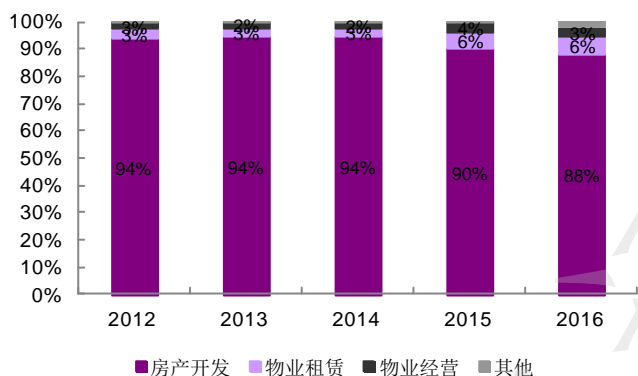
表 3：各类融资渠道成本期限情况

融资途径	融资期限	2016 年末融资余额 (万元)	2016 年末融资成本区间
直接融资	3 年-10 年	2,514,397	2.90%-5.55%
银行贷款	2 年-15 年	1,354,170	4.28%-6.00%
保险贷款	3 年-5 年	770,000	7.00%-7.25%
信托贷款	3 年-5 年	415,180	5.00%-7.00%

资料来源：公司年报

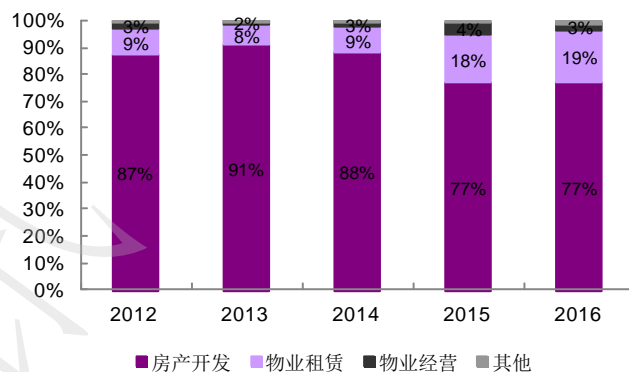
公司以地产开发和自持运营双轮驱动，业务板块包括房产开发、物业租赁、物业经营及其他业务。2016 年主营业务收入 198.53 亿元，其中房产开发营收 175.21 亿元，占比 88.25%；物业租赁营收 12.5 亿元，占比 6.3%；物业经营营收 6.43 亿元，占比 3.24%；其他业务营收 4.39 亿元，占比 2.21%。毛利占比方面，房产开发、物业租赁、物业经营、其他业务的毛利占比分别为 76.82%、19.32%、3.02%、0.85%。近年来，房产开发营收及毛利占比呈下滑趋势，物业租赁比重持续上升。

图 8：公司主营业务收入占比



资料来源：Wind

图 9：公司主营业务毛利占比

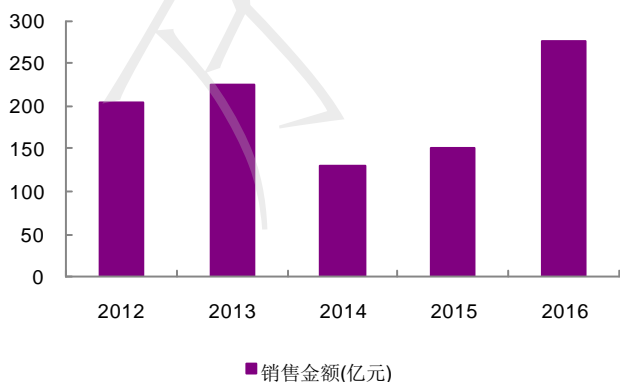


资料来源：Wind

3、可结算资源丰富优质，拿地审慎控制风险

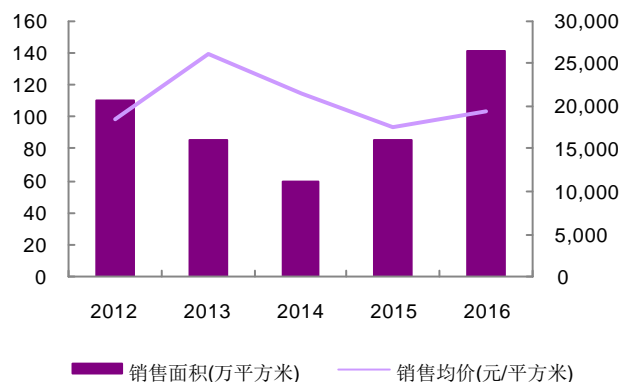
2016 年公司房产销售金额为 276 亿元，同比增长 84%；其中，销售面积 142 万平方米，同比增长 67%；销售均价 19437 元/平方米，同比上涨 10%。按业态分类，商业地产销售额 123 亿元，同比增长 73%，住宅地产销售额 153 亿元，同比增长 94%。

图 10：公司销售金额



资料来源：Wind

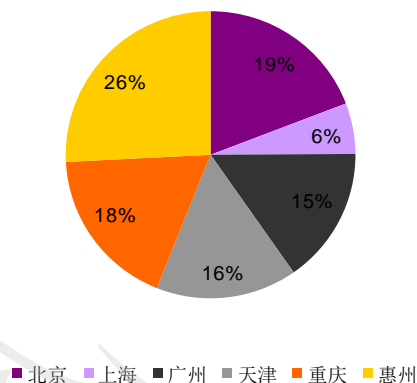
图 11：公司销售面积及销售均价（右轴）



资料来源：Wind

截至 2016 年末，开发项目可结算资源规划建面积为 878.42 万平方米，权益建面积为 761.49 万平方米，为后续持续发展提供有力保证。项目集中于北京、上海、广州等一线城市以及天津、重庆等区域中心城市的核心区域。其中，北京、上海、广州可结算资源规划建面占比合计达 40%。

图 12：房产开发项目可结算资源规划建面占比（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind

在土地竞争日益白热化背景下，公司保持谨慎态度拿地，控制市场风险。2016 年通过公开市场、兼并收购等方式在重庆、广州获取 2 个项目，规划建筑面积约 50 多万平方米。2017Q1 通过参与挂牌出让活动在重庆获取 1 个项目，规划建面 5.2 万平方米。

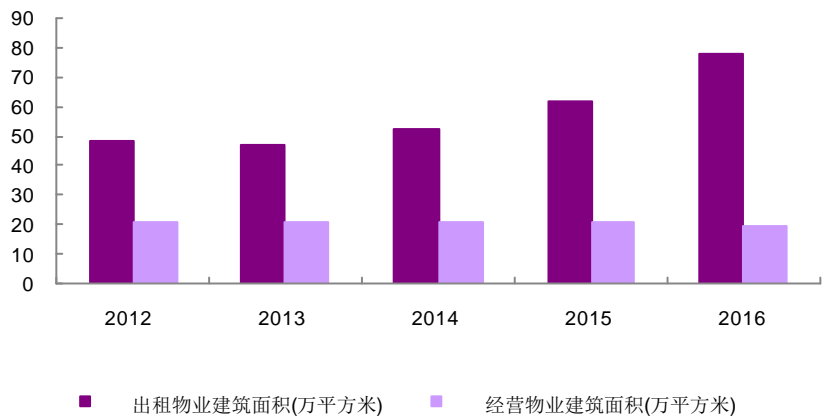
4、持续增持+优化结构，自持物业盈利能力提升

公司自持业务包括物业出租和物业经营两部分。2017Q1 自持业务营业收入约 4.7 亿元，同比增长 10%；息税前利润约 3.3 亿元，同比增长约 22%；息税前利润率达 62%，较上年同期提高 7 个百分点。自持业务盈利能力持续提升的主要原因是：（1）北京金融街区域投入运营的写字楼面积较去年同期增加；（2）各自持项目通过拓展客户渠道、优化业态配比、深化特色经营等措施，经营效益持续提升。

物业出租方面，2016 年公司将北京金融街区域部分物业由自主经营变更为长期出租，同时增持上海的金融街海伦中心。截至 2016 年末持有出租项目规划建面 77.6 万平方米；其中，写字楼及配套建面 55.3 万平方米，商业建面 22.3 万平方米。项目均位于北京市西城区、上海市虹口区、天津市和平区等重点城市的核心区域，地理位置优越，出租率高，现金流稳定。

物业经营方面，截至 2016 年末持有经营项目规划建面 19.5 万平方米，以酒店为主。

图 13: 公司自持物业规划建面



资料来源: 公司年报

表 4: 公司持有出租项目 (截至 2016 年 12 月 31 日)

城市	主要业态	项目名称	规划建面 (平方米)	权益	出租率
北京	写字楼	金融街中心	139,617	100%	100%
		金融街 (月坛) 中心部分	53,224	100%	62%
		德胜国际中心	31,206	100%	100%
		金融街 (广安) 中心部分	23,964	100%	
		金融大厦	12,175	100%	82%
		金融街公寓 (出租部分)	12,131	100%	100%
		其他零散写字楼	6,600	100%	100%
		通泰大厦	2,295	100%	100%
	车位、配套	其他	30,695	100%	100%
	商业	金融街购物中心	140,591	100%	93%
		金融街 (西单) 购物中心	60,900	100%	100%
		金树街	14,771	100%	96%
E2 四合院 5/7 号院		2,577	100%		
E2 四合院 4/6 号院		2,235	100%	100%	
C3 四合院		2,081	100%	100%	
上海	写字楼	金融街海伦中心	143,066	100%	18%
天津	写字楼	环球金融中心	97,971	100%	77%
合计			776,099		

资料来源: 公司年报

注: 金融街海伦中心 2016 年 12 月份正式开展租赁工作, 故 2016 年出租率偏低。

表 5: 公司持有经营项目 (截至 2016 年 12 月 31 日)

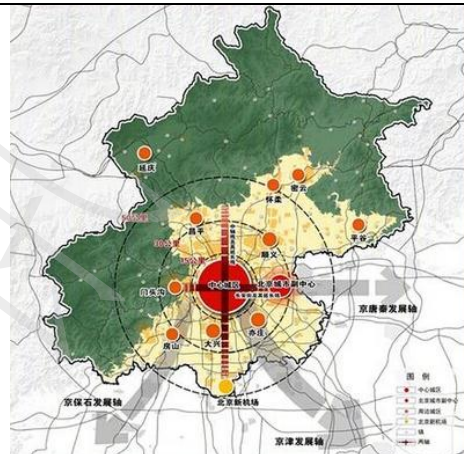
城市	项目名称	权益	规划建面 (平方米)
北京	金融街公寓 (经营部分)	100%	37,847.00
	丽思卡尔顿酒店	100%	42,460.00
	北京体育活动中心	100%	6,422.00
天津	天津瑞吉酒店	100%	64,630.00
惠州	惠州喜来登酒店	100%	43,649.00
合计			195,008.00

资料来源: 公司年报

5、北京西城区定位“中央核心区”，长期利好公司发展

2017年3月，《北京城市总体规划（2016年-2030年）》草案编制完成；5月中共北京市委十一届十四次全会同意将《总体规划》上报党中央、国务院审定。《总体规划》明确北京将落实“政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心”的战略定位，构建“一核一主一副、两轴多点一区”的城市空间结构；东城区、西城区为核心区，是政治中心、文化中心和国际交往中心的核心承载区。

图 14：北京城市总体规划图



资料来源：《北京城市总体规划(2016年-2030年)》(草案)

公司在北京拥有丰富土储资源：截至 2016 年末北京可结算资源权益建面 135.9 万平方米，其中西城区约 62.6 万平方米；持有出租物业建面 53.5 万平方米，持有经营物业建面 8.7 万平方米，均主要集中在西城区。

我们认为，北京落实“四个中心”战略，西城区定位于“中央核心区”，对公司存量物业租赁业务构成坚实支撑；同时，土地稀缺性日益凸显，土储重估增值潜力显著。另外，规划强调推进中心城区非首都功能疏解和功能重组，市级党政机关和市属行政事业单位整体或部分转移；西城区原有资源有望加速二次开发、改造升级，公司或将受益。

6、盈利预测与投资评级

6.1、关键假设和盈利预测

关键假设

1、房产开发：截至 2016 年末公司可结算资源规划建面 878.42 万平方米，权益建面 761.49 万平方米；公司拿地谨慎，2017Q1 新增土储 5.2 万平方米。鉴于目前国家房地产政策不断深入以及我们行业报告分析，房地产投资和销售增速将于 2017 年下半年出现明显下滑。我们假设 2017/2018/2019 年房产开发业务的营收增速为 20%、20%、15%；毛利率稳定在 26%。

2、物业租赁：公司持续增持核心区域物业。存量物业方面，上海金融街海伦中心 2016 年 12 月份正式开展租赁工作，全年出租率仅 18%，预计 2017 年出租率将大幅提升；北京规划建设“四个中心”，西城区定位中央核心区，对区域物业出租率与租金收入构成坚实支撑。我们假设 2017/2018/2019 年物业租赁业务的营收增速为 40%、30%、35%，毛利率稳定在 92.2%。

3、物业经营：公司经营物业位于重点城市的核心区域，现金流稳定。假设 2017/2018/2019 年营收增速均为 20%，毛利率稳定在 28%。

4、其他：假设 2017/2018/2019 年营收增速均为 20%，毛利率稳定在 10%。

表 6：金融街分业务盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入 (亿元)	198.53	240.74	290.63	339.56
房产开发	175.21	210.25	252.30	290.15
物业租赁	12.50	17.50	22.75	30.71
物业经营	6.43	7.72	9.26	11.11
其他	4.39	5.27	6.32	7.59
主营业务收入增长率	27.55%	21.26%	20.73%	16.83%
房产开发	25.10%	20.00%	20.00%	15.00%
物业租赁	34.99%	40.00%	30.00%	35.00%
物业经营	15.65%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	470.13%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利 (亿元)	59.63	73.49	89.80	107.63
房产开发	45.80	54.67	65.60	75.44
物业租赁	11.52	16.14	20.98	28.32
物业经营	1.80	2.16	2.59	3.11
其他	0.51	0.53	0.63	0.76
毛利率	30.03%	30.53%	30.90%	31.70%
房产开发	26.14%	26.00%	26.00%	26.00%
物业租赁	92.12%	92.20%	92.20%	92.20%
物业经营	28.01%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	11.54%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：光大证券研究所

我们预测 2017/2018/2019 年营收分别为 240.73 亿元/290.63 亿元/339.55 亿元，增长率分别为 21.26%/20.73%/16.83%；2017/2018/2019 年归母净

利润分别为 31.63 亿元/37.69 亿元/44.30 亿元，增长率分别为 12.80%/19.14%/17.55%；2017/2018/2019 年 EPS 分别为 1.06 元/1.26 元/1.48 元。

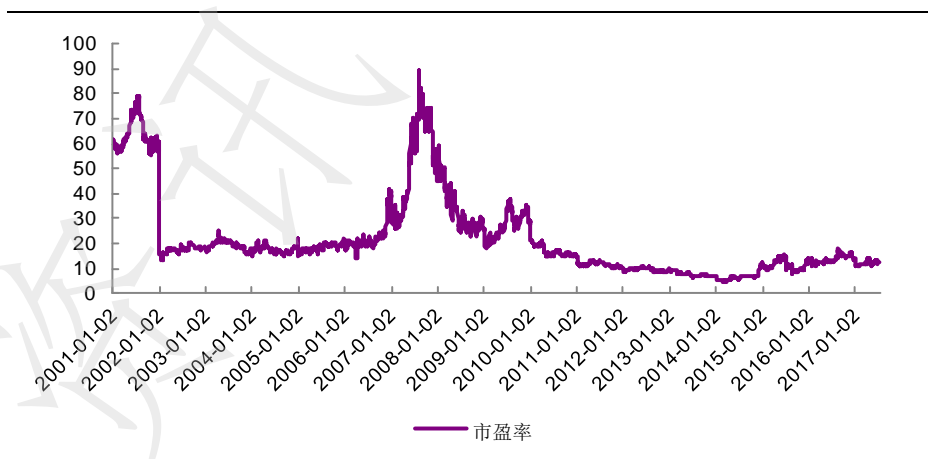
6.2、投资评级

表 7：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS					PE				CAGR-3	PEG	PB	市值 亿元
	17.7.12	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年						
陆家嘴	24.21	0.79	0.99	1.23	1.61	35.00	24.45	19.69	15.04	58%	0.95	5.20	690		
北辰实业	6.00	0.18	0.22	0.28	0.34	27.87	26.71	21.73	17.89	26%	1.03	1.63	180		
平均	15.11	0.49	0.61	0.75	0.97	31.44	25.58	20.71	16.47	42%	0.99	3.41	435		
金融街	11.64	0.94	1.06	1.26	1.48	12.45	11.04	9.25	7.87	-5%	0.86	1.00	348		

资料来源：wind 一致预期

图 15：公司历史 PE 图



资料来源：Wind

根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，并综合考虑可比公司差异（金融街开发业务营收占比相对较高）等因素，我们认为 2017 年公司合理估值水平 PE 为 12 倍，12 个月目标价 12.84 元，给予增持评级。

7、风险分析

1、房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；

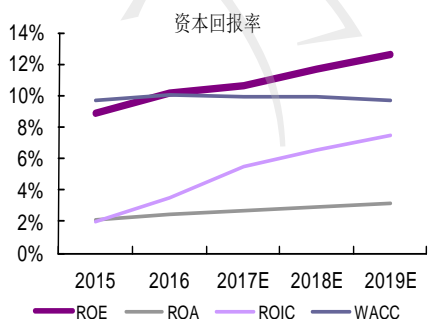
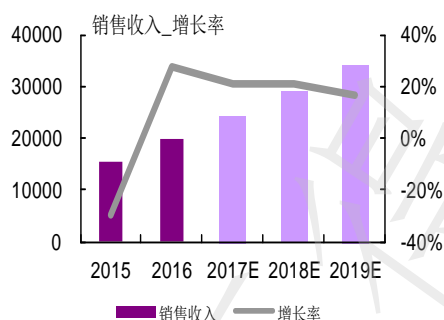
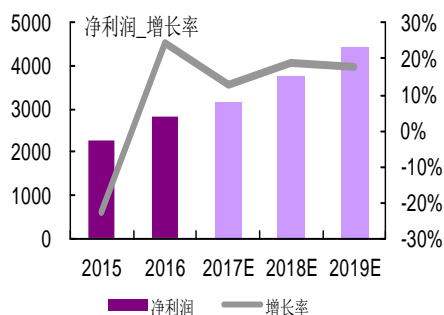
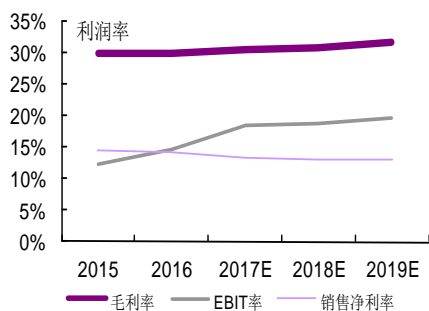
如果公司在建房地产项目及储备房地产项目建设进度低于预期，将对房地产业务结算营收产生影响。

2、房地产调控时间过长导致销售不及预期；

如果房地产调控时间过长，或调控政策进一步趋严，可能导致房地产项目销售情况不及预期，对公司业绩产生影响。

3、自持物业招商及租赁情况不及预期。

如果公司持有出租物业招租情况不及预期，将对物业租赁营收产生影响。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,565	19,853	24,073	29,063	33,955
营业成本	10,887	13,890	16,724	20,083	23,193
折旧和摊销	130	132	325	329	333
营业税费	1,479	1,472	1,733	2,093	2,445
销售费用	551	873	481	581	679
管理费用	616	613	602	727	849
财务费用	908	879	1,134	1,333	1,538
公允价值变动损益	2,121	2,161	1,250	1,250	1,200
投资收益	75	22	20	15	10
营业利润	3,189	4,196	4,566	5,438	6,390
利润总额	3,208	4,215	4,566	5,438	6,390
少数股东损益	12	11	33	38	43
归属母公司净利润	2,253.19	2,804.37	3,163.33	3,768.66	4,430.01

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	105,679	112,836	120,599	130,273	142,572
流动资产	82,729	82,349	88,512	96,346	106,808
货币资金	8,543	13,339	15,453	17,438	20,373
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	828	960	1,165	1,406	1,643
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1,483	1,377	1,661	2,005	2,343
存货	64,915	56,452	56,763	58,121	61,321
可供出售投资	141	147	167	167	167
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	90	88	88	88	88
固定资产	2,886	2,630	2,399	2,163	1,923
无形资产	791	615	603	573	544
总负债	76,675	81,704	87,466	94,612	103,961
无息负债	21,093	31,166	35,613	41,961	48,293
有息负债	55,583	50,537	51,854	52,651	55,668
股东权益	29,004	31,132	33,132	35,660	38,611
股本	2,989	2,989	2,989	2,989	2,989
公积金	7,982	7,984	8,301	8,379	8,379
未分配利润	14,472	16,080	17,731	20,142	23,050
少数股东权益	3,516	3,389	3,422	3,460	3,503

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-12,842	17,086	3,719	4,604	3,839
净利润	2,253	2,804	3,163	3,769	4,430
折旧摊销	130	132	325	329	333
净营运资金增加	11,814	-11,708	2,155	2,694	4,330
其他	-27,039	25,857	-1,924	-2,188	-5,253
投资活动产生现金流	-763	-2,194	-593	-805	-860
净资本支出	-156	-68	-90	-70	-70
长期投资变化	90	88	0	0	0
其他资产变化	-698	-2,214	-503	-735	-790
融资活动现金流	12,605	-8,616	-1,013	-1,814	-44
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	17,224	-5,045	1,316	797	3,016
无息负债变化	-1,334	10,074	4,446	6,349	6,332
净现金流	-999	6,276	2,113	1,985	2,935

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-29.37%	27.55%	21.26%	20.73%	16.83%
净利润增长率	-23.03%	24.46%	12.80%	19.14%	17.55%
EBITDA/EBITDA 增长率	-47.05%	48.87%	57.22%	22.71%	20.82%
EBIT/EBIT 增长率	-48.74%	52.10%	53.16%	24.29%	22.00%
估值指标					
PE	15	12	11	9	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	40	22	14	11	9
EV/EBIT	42	22	15	12	10
EV/NOPLAT	60	34	21	17	14
EV/Sales	5	3	3	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	30.05%	30.03%	30.53%	30.90%	31.70%
EBITDA 率	13.05%	15.24%	19.75%	20.08%	20.76%
EBIT 率	12.22%	14.57%	18.40%	18.95%	19.78%
税前净利润率	20.61%	21.23%	18.97%	18.71%	18.82%
税后净利润率 (归属母公司)	14.48%	14.13%	13.14%	12.97%	13.05%
ROA	2.14%	2.50%	2.65%	2.92%	3.14%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.84%	10.11%	10.65%	11.70%	12.62%
经营性 ROIC	1.99%	3.54%	5.48%	6.54%	7.48%
偿债能力					
流动比率	3.10	2.61	2.44	2.25	2.05
速动比率	0.67	0.82	0.88	0.89	0.87
归属母公司权益/有息债务	0.46	0.55	0.57	0.61	0.63
有形资产/有息债务	1.87	2.19	2.29	2.43	2.52
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.75	0.94	1.06	1.26	1.48
每股红利	0.40	0.40	0.43	0.51	0.60
每股经营现金流	-4.30	5.72	1.24	1.54	1.28
每股自由现金流(FCFF)	-3.47	4.62	0.43	0.50	0.24
每股净资产	8.53	9.28	9.94	10.77	11.75
每股销售收入	5.21	6.64	8.05	9.72	11.36

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。

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	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	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	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	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	