

鲁能集团地产业务表现亮眼 重大资产注入前途可期

公司动态

◆ 8月恢复审查,鲁能集团重大资产注入重启

鲁能集团曾两次尝试将旗下房地产公司资产注入上市公司,2016年再次筹划重大资产重组;2017年4月落实证监会二次反馈意见申请中止审查,8月证监会恢复审查;

截至2017H1,重组拟注入房地产项目在建及拟建建面合计约858万平方米,分布在北京、济南、南京、苏州、成都、宜宾等;如重组成功完成,公司将完善中西部及环渤海项目布局,并拓展至长三角。

◆ 深耕重庆积极布局,2017上半年销售情况良好,量价齐升

2016年公司新增土储建面约204.5万平方米,占销售面积比重达192%;截至2017H1,房地产项目在建及拟建权益建面合计约585万平方米,其中重庆占比达96%;

近期重庆商品住宅销售走势良好,量价齐升,公司受益明显;2017H1公司销售面积同比增长35%,销售均价同比增长34%,销售金额同比增长81%。

◆ 经营稳健融资拓展,上半年营收同比增99%,扣非归母净利同比增24%

2017H1公司营业收入同比增长99%,扣非归母净利润同比增长24%;扣预收后资产负债率76.7%,净负债率209.8%;融资渠道以银行贷款、委托贷款为主,2017H1增加信托融资以拓展融资渠道、降低融资成本。

◆ 12个月目标价9.5元 首次覆盖增持评级

我们预测2017/2018/2019年营收分别为62.77亿元/78.41亿元/94.04亿元(仅考虑重组前项目),归母净利润分别为4.19亿元/5.30亿元/6.40亿元,EPS分别为0.82元/1.03元/1.25元。综合考虑给予相对估值2017年PE 12倍,12个月目标价9.5元,首次覆盖增持评级。

◆ 风险提示

公司重组进展不及预期或出现重大调整;房地产调控时间过长导致销售不及预期;房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,444	3,933	6,277	7,841	9,404
营业收入增长率	12.50%	172.42%	59.62%	24.90%	19.94%
净利润(百万元)	142	345	419	530	640
净利润增长率	-49.27%	142.54%	21.39%	26.39%	20.81%
EPS(元)	0.28	0.67	0.82	1.03	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.29%	15.03%	15.61%	16.47%	16.60%
P/E	30	13	10	8	7

增持(首次)

当前价/目标价:8.47/9.50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

何缅甸

021-22169170

hemiannan@ebsec.com

范晓佳

021-22169156

xifan@ebsec.com

市场数据

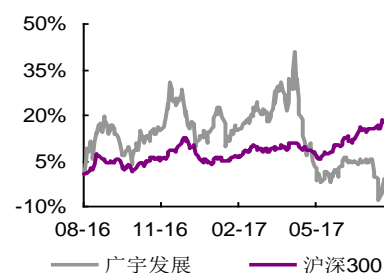
总股本(亿股):5.13

总市值(亿元):43.32

一年最低/最高(元):7.10/11.02

近3月换手率:79.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.97	1.42	-14.31
绝对	9.18	10.55	-2.16

相关研报

1、8月恢复审查，鲁能集团重大资产注入重启

公司原名为天津南开戈德股份有限公司，其前身为天津立达国际商场股份有限公司。2004年末重庆鲁能开发（集团）有限公司65.5%股权注入；2005年公司更名为天津广宇发展股份有限公司；2010年主营业务范围变更为房地产开发及商品房销售。

公司控股股东为鲁能集团有限公司，持股比例20.82%；实际控制人为国务院国资委。鲁能集团是国家电网公司全资子公司，目前已形成以房地产业务为核心、新能源、持有型物业并存的多元化发展格局。鲁能集团房地产项目分布于北京、天津、南京、重庆、宜宾、济南、海口、大连等多个城市。根据克而瑞发布的《中国房企销售金额排行榜》，2017年1-7月鲁能集团房地产销售权益金额535亿，排名第13位，表现亮眼。

鲁能集团为解决同业竞争，推动旗下房地产公司资产注入上市公司。公司于2009年、2013年两次尝试重大资产重组；2016年7月再次筹划重组。2017年4月因需落实证监会二次反馈意见相关问题以及更新相关文件，向证监会申请中止审查；7月公告取消募集配套资金，以加快重组进程；8月11日公告证监会恢复审查。

图1：公司本次重大资产重组进程（截至2017.8.15）



资料来源：公司公告

表1：公司历次重大资产重组情况

预案发布时间	交易对方	标的资产	重组失败时间	重组失败原因
2009.12	鲁能集团	重庆鲁能34.5%股权、宜宾鲁能65%股权、海南鲁能广大100%股权、海南三亚湾100%股权、海南英大100%股权、海南盈滨岛50%股权、鲁能豆富100%股权	2011年6月底股东大会决议有效期已过，重组方案相关决议自动失效	受房地产宏观调控政策影响，房地产开发企业并购重组暂停
2013.11	鲁能集团	重庆鲁能34.5%股权、宜宾鲁能65%股权、海南三亚湾100%股权、海南英大100%股权、鲁能豆富100%股权、顺义新城80.71%股权	2015年4月收到证监会不予核准的决定	重组申请文件关于上市公司实际控制人是否发生变更的信息披露与《上市公司重大资产重组管理办法》第四条的规定不符
	鲁能集团全资子公司都城伟业	鼎荣茂华70%股权		
	世纪恒美	重庆鲁能英大30%股权		

资料来源：公司公告

公司拟向鲁能集团发行股份，购买其持有的重庆鲁能 34.5%股权、宜宾鲁能 65%股权、鲁能亘富 100%股权、顺义新城 100%股权；向世纪恒美发行股份，购买其持有的重庆鲁能英大 30%股权。标的资产交易价格为 91.11 亿元；股份发行价格为 6.75 元/股，发行数量为 13.5 亿股，其中向鲁能集团发行 13.11 亿股，向世纪恒美发行 0.39 亿股。交易如完成，鲁能集团的持股比例将由 20.82%增至 76.13%。

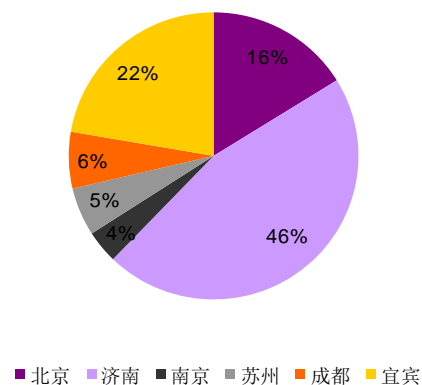
表 2：交易前后上市公司股权结构

名称	交易前		新增股份	交易后	
	股份数 (股)	股份比例	股份数 (股)	股份数 (股)	股份比例
鲁能集团	106,771,767	20.82%	1,311,137,870	1,417,909,637	76.13%
世纪恒美			38,665,269	38,665,269	2.08%
其他股东	405,945,814	79.18%		405,945,814	21.80%
总股本	512,717,581	100.00%	1,349,803,139	1,862,520,720	100.00%

资料来源：公司公告

截至 2017H1，拟注入公司（未包含公司现已控股的重庆鲁能、重庆鲁能英大）房地产项目在建、拟建建面合计 858 万平方米，分布在北京、济南、南京、苏州、成都、宜宾。若重组完成，公司将补充一线及重点二三线城市优质土储，完善中西部、环渤海区域布局，并拓展至长三角。

图 2：拟注入公司房地产项目在建拟建建面区域分布（未包含重庆鲁能、重庆鲁能英大）（截至 2017.6.30）



资料来源：公司公告

表 3：拟注入资产房地产项目开发情况（未包含重庆鲁能、重庆鲁能英大）（截至 2017.6.30）

公司	项目	地点	业态	竣工建面 (万平方米)	在建建面 (万平方米)	拟建建面 (万平方米)	合计 (万平方米)
宜宾鲁能	鑫悦湾二期 (D-09)	宜宾	住宅、商业	6.35			6.35
	鑫菁英 (C-03)	宜宾	住宅、商业	12.83			12.83
	皇冠假日酒店	宜宾	商业	4.4			4.4
	溢香谷 (B-05、B-15)	宜宾	住宅、特色餐饮市场		63.53		63.53
	缙香湾 (D-04)	宜宾	住宅		44.73		44.73
	原香岭 (D-51)	宜宾	住宅		47.55		47.55
	B-06 地块	宜宾	商业			5.87	5.87
	D-22 地块	宜宾	商业			5.84	5.84

	D-07 地块	宜宾	商业			2.16	2.16
	B-29 地块	宜宾	住宅、商业			17.34	17.34
	D-11 地块	宜宾	住宅			4.2	4.2
	D-16 地块	宜宾	商业			0.37	0.37
	鲁能城一二期 (26 号地)	成都	住宅		38.34		38.34
	鲁能城三期 (47 亩)	成都	住宅、商业		15.89		15.89
鲁能巨富	济南鲁能领秀城	济南	住宅、商业	99.4	123.09	84.78	307.27
	唐冶项目 (鲁能泰山 7 号)	济南	住宅、商业		58.54	43.42	101.96
	鲁能领秀公馆	济南	住宅、商业		58.4		58.4
	章丘项目	济南			27		27
	栖霞鲁能公馆	南京			8.18		8.18
	硅谷公馆	南京			23.47		23.47
顺义新城	顺义 1 号地项目	北京	住宅、商业		66.65		66.65
	顺义 2 号地项目	北京	住宅、商业	32.81	13.95		46.76
	顺义 7 号地项目	北京	住宅	24.43			24.43
	21 街区项目	北京	住宅、商业		15.59		15.59
	丰台区南苑乡石榴庄项目	北京	住宅、商业		43.07		43.07
	泰山 7 号	苏州	住宅		17.58		17.58
	泰山 9 号	苏州	住宅、商业			28.8	28.8
合计				180.22	665.56	192.78	1038.56

资料来源：公司公告

2、销售情况良好，价量齐升，土储丰富深耕重庆

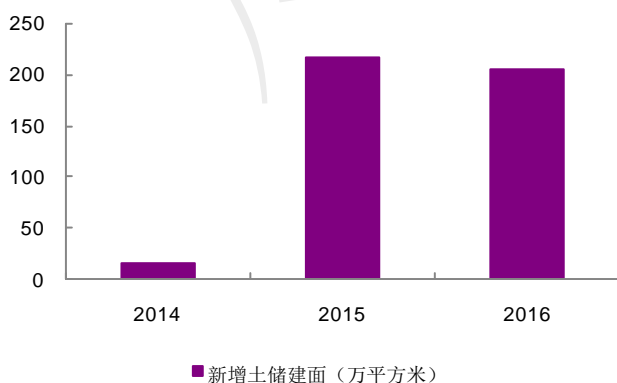
2016 年公司销售金额 68.2 亿元，同比增长 182%；

2017H1 公司销售金额 45.67 亿元，同比增长 81%；其中，销售面积 55.5 万平方米，同比增长 35%；销售均价 8229 元/平方米，同比增长 34%。

近两年公司拿地较为积极，2016 年新增土储建面 204.5 万平方米，占销售面积的比重达 192%。

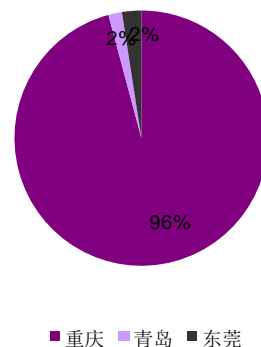
公司深耕重庆，并拓展至青岛、东莞两地。截至 2017H1 房地产项目在建、拟建权益建面合计约 585 万平方米，为未来持续发展提供资源支撑；其中重庆 561 万平方米，占比 96%。

图 3：新增土储面积



资料来源：公司年报

图 4：房地产项目在建拟建权益建面分布(截至 2017H1)



资料来源：公司公告

表 4: 公司房地产项目开发情况 (截至 2017.6.30)

公司	项目	城市	区域	业态	权益	竣工建面 (万平方米)	在建建面 (万平方米)	拟建建面 (万平方米)	规划建面 (万平方米)
重庆鲁能	星城 13 街区	重庆	渝北区	住宅、商业	100%	20.73	10.75		31.48
	南渝星城	重庆	巴南区	住宅、商业	100%	17.6	28.25	2.95	48.8
	鲁能城	重庆	渝北区	住宅、商业	100%		27.81	41.68	69.5
	中央公馆	重庆	渝北区	住宅、商业	100%	21.17	0.72		21.89
	九龙花园	重庆	九龙坡区	住宅、商业	100%		29.57		29.57
	九龙东郡 1 街区	重庆	九龙坡区	住宅、商业	100%		19.86		19.86
	泰山 7 号	重庆	渝北区	住宅、商业	100%		57.08	94.36	151.44
	北渝星城	重庆	北碚区	住宅	100%		50.89		50.89
	星城外滩	重庆	江北区	住宅、商业	100%			101.18	101.18
重庆鲁能英大	领秀城 1 街区	重庆	南岸区	住宅、商业	70%	2.18	22.87	12.1	37.15
	领秀城 3 街区	重庆	南岸区	住宅	70%	31.43			31.43
	领秀城 4 街区	重庆	南岸区	住宅、商业	70%		43.61	7.02	50.63
	领秀城 5 街区	重庆	南岸区	住宅、商业	70%	51.06			51.06
重庆江津鲁能	江津领秀城	重庆	江津区	住宅、商业	100%		20.37	15.67	36.04
青岛鲁能广宇	青岛鲁能公馆	青岛	即墨市	住宅	100%			10	10
东莞鲁能广宇	鲁能铂悦花园	东莞	茶山镇	住宅、商业	100%		14.33		14.33
合计						144.17	326.11	284.96	755.25

资料来源: 公司公告

3、重庆房地产市场环境相对宽松 销售良好

2016 年《重庆市推进供给侧结构性改革工作方案》出台, 提出 2-3 年去库存目标。

2017 年初至今《关于加强主城区商品房项目预售方案管理的通知》等政策陆续出台, 规范房企融资、房企销售、公积金贷款、房产税征收等环节, 抑制投资投机性购房。目前重庆尚未出台限购限贷政策, 与国内一线及热点二线城市相比, 房地产政策环境仍相对宽松。

表 5: 2016 年至今重庆市部分房地产政策 (截至 2017.8.15)

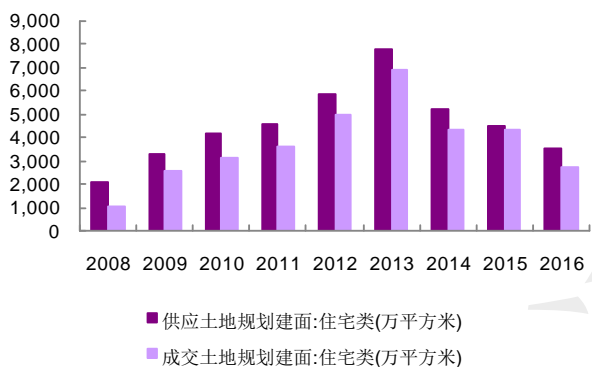
时间	政策	相关内容
2016.2	重庆市推进供给侧结构性改革工作方案	去除房地产库存: 加大土地供应调控力度, 因地制宜确定保障性住房和商品住房的供应比例, 两年内土地供应规模逐年减少 10%, 商品房新开工面积增速控制在 3% 以内; 力争实现农民工及外来人口新增购房 100 万平方米; 发展专业化住房租赁市场, 去除房地产库存 100 万平方米。同时, 切实降低房地产企业税费, 推动房地产功能转型, 全面推行货币化安置, 通过货币化安置去除房地产库存 400 万平方米等。
2017.1	关于加强主城区商品房项目预售方案管理的通知	严格执行预售价格申报、申报价格审查和价格变更备案规定; 预售价格经备案后, 开发企业应按规定执行, 若要调整预售价格的, 必须提供调价依据, 理由不充分、不合理的, 不办理变更备案。严格规范销售行为。进一步加大执法力度。
2017.1	修订《重庆市关于开展对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》和《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》的决定	首批纳入征收对象的住房为: 个人拥有的独栋商品住宅; 个人新购的高档住房, 高档住房是指建筑面积交易单价达到上两年主城九区新建商品住房成交建筑面积均价 2 倍(含 2 倍) 以上的住房; 在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的首套及以上普通住房。
2017.4	重庆市人民政府办公厅关于促进全市商业商务房地产市场平稳健康发展的意见	控制商业商务房地产建设用地新增供应规模。支持实施商业商务用房转型利用。支持开发企业自持经营商业商务用房。扩大商业商务用房的市場需求。
2017.5	关于优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求的通知	优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求, 暂停受理主城区范围内非首套住房公积金贷款申请。首套住房认定标准为“既认房又认贷”。

资料来源: 重庆市政府网站

重庆土地供应面积于 2013 年达峰值，2016 年重庆住宅类用地成交建面 2750.94 万平方米，同比降低 36.5%；住宅新开工面积 2998.92 万平方米，同比降低 18.3%。

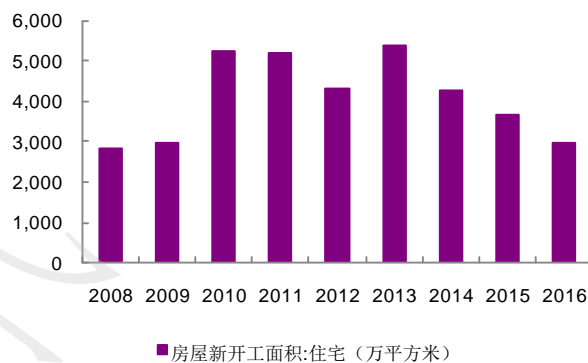
重庆商品房销售面积近年来保持稳健增长；2016 年住宅销售面积 5105.46 万平方米，同比上升 14%。2017 年初至今重庆住宅市场销售量价温和提升；公司项目资源主要集中在重庆，受益明显。

图 5：重庆住宅类用地供应建面与成交建面



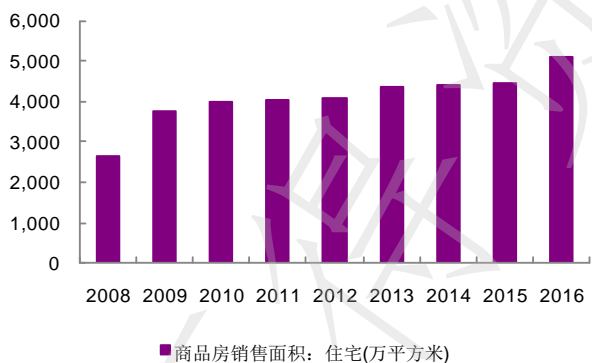
资料来源：Wind

图 6：重庆房屋新开工面积：住宅



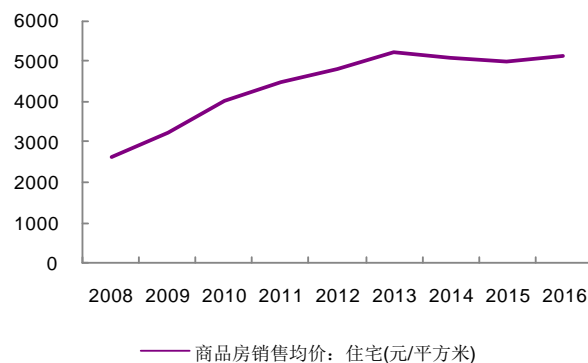
资料来源：Wind

图 7：重庆商品房销售面积：住宅



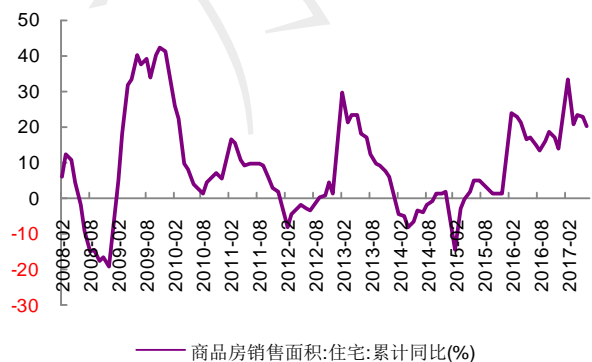
资料来源：Wind

图 8：重庆商品房销售均价：住宅



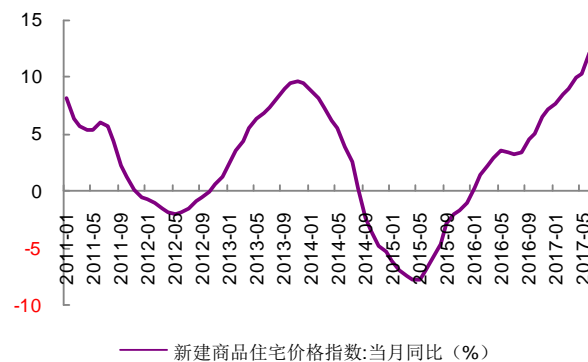
资料来源：Wind

图 9：重庆商品房销售面积:住宅:累计同比



资料来源：Wind

图 10：重庆新建商品住宅价格指数:同比



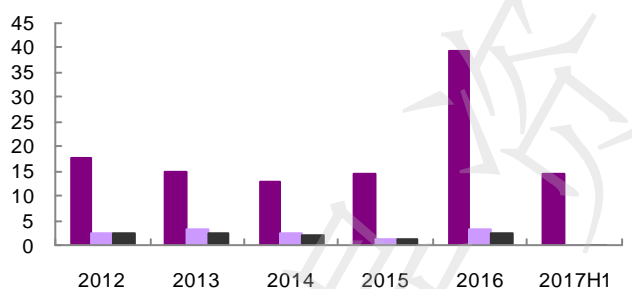
资料来源：Wind

4、上半年营收同比增 99%，扣非归母净利润同比增 24%

2017H1 经营数据:

- 营业收入 14.36 亿元，同比增长 99.31%；
- 归母净利润 0.27 亿元，同比减少 70.52%；主要原因是上年同期取得所得税减免冲减所得税费用，而本期无此事项；
- 扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 23.74%；
- 毛利率 20.91%，较上年同期降低约 30 个百分点；主要原因是结转项目毛利率较低；
- 扣预收后资产负债率为 76.71%，与年初基本持平；净负债率为 209.84%，较年初降低 39 个百分点；
- 融资渠道以银行贷款、委托贷款为主；2017H1 增加信托融资，以拓展融资渠道、降低融资成本。

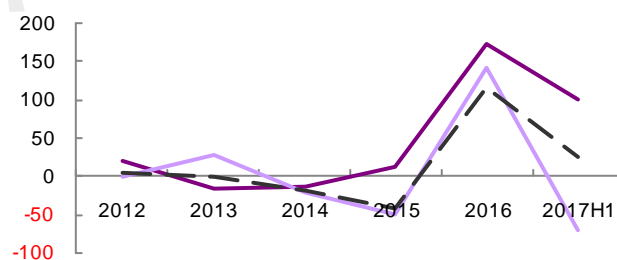
图 11：公司营收与净利润



■ 营业收入 (亿元) ■ 归母净利润 (亿元) ■ 扣非归母净利润 (亿元)

资料来源: Wind

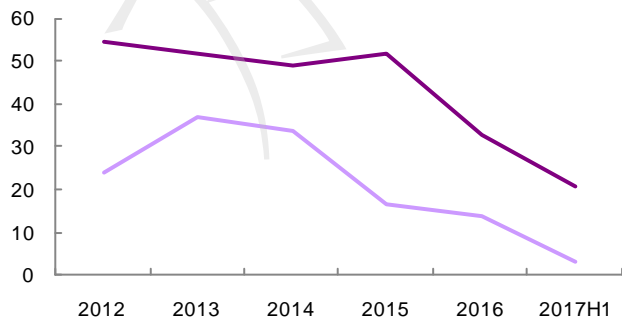
图 12：公司营收与净利润增速



— 营业收入增速 (%) — 归母净利润增速 (%)
- - - 扣非归母净利润增速 (%)

资料来源: Wind

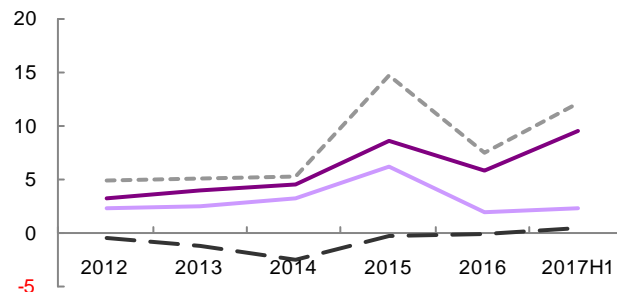
图 13：公司毛利率与净利率



— 销售毛利率 (%) — 销售净利率 (%)

资料来源: Wind

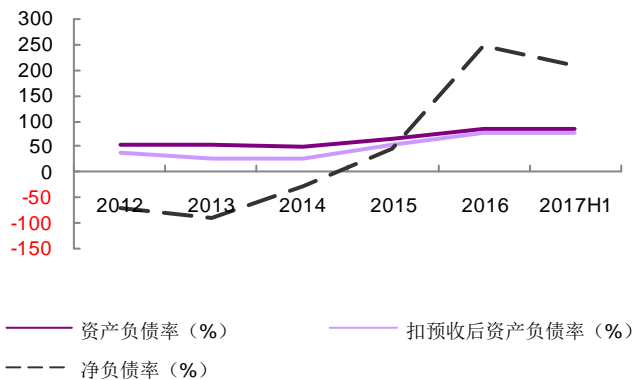
图 14：公司三费比率



— 销售费用率 (%) — 管理费用率 (%)
- - - 财务费用率 (%) - - - 三费比率 (%)

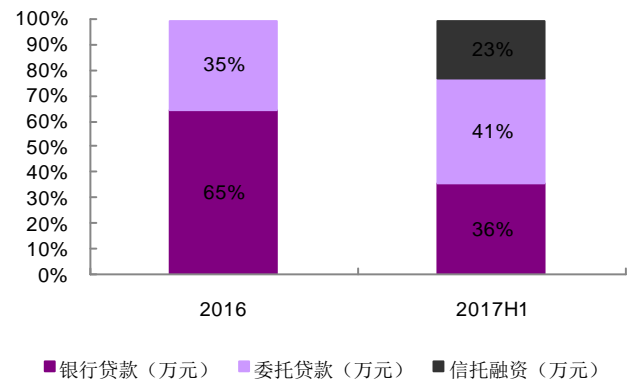
资料来源: Wind

图 15：公司资产负债率与净负债率



资料来源：Wind

图 16：公司融资余额分布 (按融资渠道)



资料来源：Wind

5、盈利预测与投资评级

5.1、关键假设和盈利预测

关键假设

- 1、商品房：2016 年末公司预收账款 41.59 亿元，预计大部分今年结转为营业收入；2017 年上半年实现销售金额 45.67 亿元，后续将陆续结转。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 年商品房开发业务的营收增速为 60%、25%、20%；毛利率稳定在 30%。
- 2、物业服务：假设 2017-2019 年营收增速均为 10%，毛利率稳定在 15%。
- 3、其他业务：假设 2017-2019 年营收增速均为 0%，毛利率稳定在 30%。

表 6：广宇发展分业务盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入 (亿元)	39.33	62.78	78.41	94.05
商品房	39.07	62.51	78.14	93.77
物业服务	0.06	0.07	0.07	0.08
其他业务	0.20	0.20	0.20	0.20
主营业务收入增长率	172.37%	59.62%	24.90%	19.94%
商品房	170.94%	60.00%	25.00%	20.00%
物业服务		10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	1900.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利 (亿元)	12.99	18.82	23.51	28.20
商品房	13.09	18.75	23.44	28.13
物业服务	-0.16	0.01	0.01	0.01
其他业务	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率	33.02%	29.98%	29.99%	29.99%
商品房	33.49%	30%	30%	30%
物业服务		15%	15%	15%
其他业务	31.05%	30%	30%	30%

资料来源：光大证券研究所

我们预测 2017/2018/2019 年营收分别为 62.77 亿元/78.41 亿元/94.04 亿元，增长率分别为 59.62%/24.90%/19.94%；2017/2018/2019 年归母净利润分别为 4.19 亿元/5.30 亿元/6.40 亿元，增长率分别为 21.39%/26.39%/20.81%；2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.82 元/1.03 元/1.25 元。

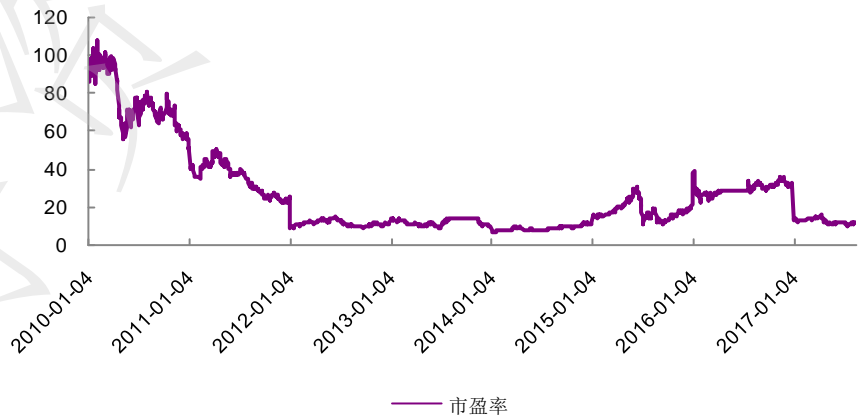
5.2、投资评级

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	
	17.8.15	16	17E	18 E	19 E	16	17 E	18 E					19 E
京投发展	7.10	0.39	0.46	0.57	0.70	19.1	15.3	12.4	10.1	30%	0.83	2.1	53
上实发展	6.91	0.32	0.37	0.44	0.47	23.9	18.5	15.8	14.6	31%	1.15	1.3	127
新华联	6.91	0.28	0.34	0.42	0.48	48.1	20.2	16.6	14.5	47%	0.83	1.8	131
格力地产	6.21	0.31	0.38	0.49	0.64	13.2	16.3	12.6	9.7	46%	0.53	2.2	128
平均						26.1	17.6	14.3	12.2		0.83	1.8	
广宇发展	8.47	0.67	0.82	1.03	1.25	12.5	10.3	8.2	6.8	75%	0.48	2.0	43

资料来源：wind 一致预期

图 17：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 9.5 元，给予增持评级。

6、风险分析

1、公司重组进展不及预期或出现重大调整；

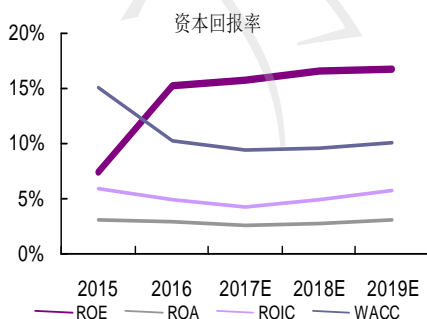
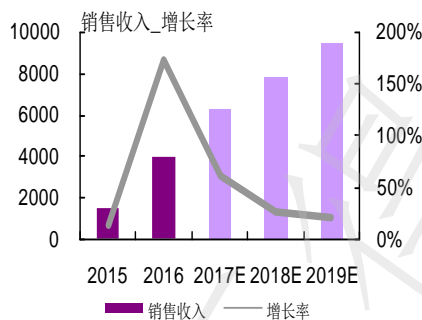
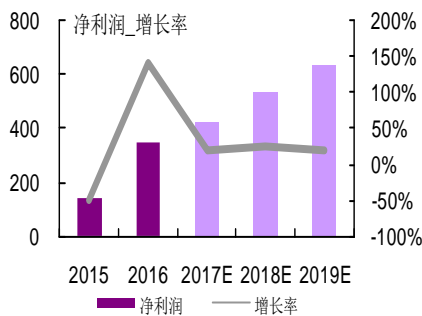
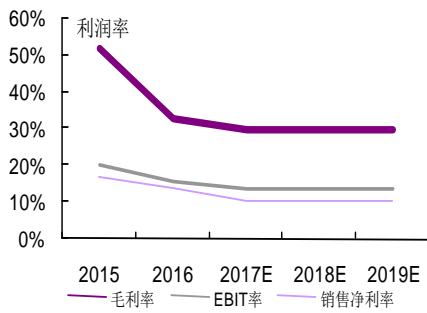
如果公司重组进展不及预期或出现重大调整，将对公司资产规模与盈利能力产生影响。

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、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。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,444	3,933	6,277	7,841	9,404
营业成本	693	2,634	4,395	5,490	6,584
折旧和摊销	1	1	1	2	2
营业税费	268	390	596	745	893
销售费用	125	228	345	431	517
管理费用	91	74	94	118	141
财务费用	-4	-7	34	47	57
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	15	-34	0	0	0
营业利润	310	582	805	1,006	1,206
利润总额	311	582	805	1,006	1,206
少数股东损益	101	192	225	275	325
归属母公司净利润	142.37	345.30	419.17	529.78	640.04

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	7,995	18,357	25,532	29,028	31,430
流动资产	7,500	17,842	24,936	28,437	30,843
货币资金	949	968	942	1,176	1,411
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	40	964	1,538	1,921	2,304
存货	6,510	15,661	21,973	24,700	26,334
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	285	251	236	221	206
固定资产	3	4	5	5	6
无形资产	0	0	19	18	17
总负债	5,253	15,078	21,640	24,331	25,768
无息负债	3,055	5,957	9,071	11,232	13,393
有息负债	2,198	9,120	12,569	13,099	12,375
股东权益	2,742	3,279	3,892	4,697	5,662
股本	513	513	513	513	513
公积金	154	155	197	250	314
未分配利润	1,285	1,630	1,977	2,454	3,030
少数股东权益	789	981	1,206	1,481	1,806

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-2,615	-6,649	-3,410	-262	1,003
净利润	142	345	419	530	640
折旧摊销	1	1	1	2	2
净营运资金增加	2,869	7,794	4,358	1,340	246
其他	-5,628	-14,790	-8,188	-2,134	115
投资活动产生现金流	721	16	0	13	13
净资本支出	-2	16	-21	-2	-2
长期投资变化	285	251	15	15	15
其他资产变化	437	-251	7	0	0
融资活动现金流	2,167	6,395	3,384	484	-782
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,198	6,922	3,449	530	-724
无息负债变化	739	2,902	3,114	2,161	2,161
净现金流	274	-238	-26	235	235

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	12.50%	172.42%	59.62%	24.90%	19.94%
净利润增长率	-49.27%	142.54%	21.39%	26.39%	20.81%
EBITDA/EBITDA 增长率	-10.28%	108.27%	37.82%	25.41%	20.01%
EBIT/EBIT 增长率	-10.31%	108.72%	37.89%	25.38%	20.04%
估值指标					
PE	30	13	10	8	7
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	24	24	23	19	16
EV/EBIT	24	24	23	19	16
EV/NOPLAT	31	26	28	24	20
EV/Sales	5	4	3	3	2
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	52.01%	33.02%	29.98%	29.99%	29.99%
EBITDA 率	20.29%	15.52%	13.40%	13.45%	13.46%
EBIT 率	20.21%	15.48%	13.37%	13.43%	13.44%
税前净利润率	21.51%	14.80%	12.83%	12.83%	12.83%
税后净利润率 (归属母公司)	9.86%	8.78%	6.68%	6.76%	6.81%
ROA	3.04%	2.93%	2.52%	2.77%	3.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.29%	15.03%	15.61%	16.47%	16.60%
经营性 ROIC	5.85%	4.78%	4.14%	4.79%	5.67%
偿债能力					
流动比率	1.81	1.95	1.82	1.97	2.08
速动比率	0.24	0.24	0.22	0.26	0.30
归属母公司权益/有息债务	0.89	0.25	0.21	0.25	0.31
有形资产/有息债务	3.55	1.99	2.00	2.19	2.51
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.28	0.67	0.82	1.03	1.25
每股红利	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-5.10	-12.97	-6.65	-0.51	1.96
每股自由现金流(FCFF)	-5.20	-14.07	-7.21	-0.96	1.50
每股净资产	3.81	4.48	5.24	6.27	7.52
每股销售收入	2.82	7.67	12.24	15.29	18.34

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	zhoujj@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
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
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com