

2015年10月08日

天神娱乐 (002354.SZ)

旗下并购基金收购《琅琊榜》出品方儒意影业49%股权，泛娱乐布局进军IP影视领域

■天神娱乐公告其参与设立的并购基金天神娱乐文创基金拟以现金13.23亿元人民币购买儒意影业49%的股权。儒意影业总估值27亿元，相对于14年9月中技控股收购草案预估值15.04亿元增值达80%。当时儒意影业承诺14-16年的税后净利润分别不低于7500万元、1.3亿元和1.85亿元。

■儒意影业是国内主要的基于互联网数据分析基础上进行电影和电视剧内容研发、制作的公司。公司自设立以来已策划出品的电影作品票房累计近20亿元，包括《致我们终将逝去的青春》(7.18亿)、《小时代3》(5.19亿)、《小时代4》(4.87亿)。电视剧方面，儒意影业已策划出品的电视剧共计8部，270集，如《李春天的春天》、《北平无战事》、《左手劈刀》、《琅琊榜》等，其中《琅琊榜》品质的有目共睹，微博热议指数排名第一，爱奇艺、优酷土豆等网络总播放量21.31亿次。同时儒意影业储备有大量原创剧本影视剧改编权。

■投资建议：公司由精品网游研发发行，逐渐将重心从页游调整至移动游戏，公司明确提出通过并购向一流的互联网企业集团的目标迈进，而不局限于游戏公司，收购为爱普和拟收购Avazu是互联网领域布局信号。不考虑本次收购的业绩增厚，15年公司业绩备考6-6.5亿，16年备考业绩有望达到8亿左右，考虑股本摊薄当前市值220亿，对应15-16年PE为35倍和27.5倍左右，考虑公司后续在泛娱乐和互联网两大领域公司仍有充分布局空间，给予第一目标市值300亿，维持买入-A评级。

■风险提示：游戏行业增速放缓、市场竞争加剧、人才流失风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	404.9	475.5	1,393.3	1,861.6	2,415.9
净利润	11.1	231.7	598.9	776.2	981.4
每股收益(元)	0.05	1.04	2.04	2.64	3.34
每股净资产(元)	2.10	2.97	15.66	18.26	21.68
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	1,510.6	72.2	36.8	28.4	22.5
市净率(倍)	35.7	25.3	4.8	4.1	3.5
净利润率	2.7%	48.7%	43.0%	41.7%	40.6%
净资产收益率	2.4%	35.0%	13.0%	14.5%	15.4%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	3.0%	27.7%	1,086.4%	16.7%	23.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司动态分析

证券研究报告

传媒

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

136.05元

股价(2015-09-30)

75.05元

交易数据

总市值(百万元)	16,730.80
流通市值(百万元)	4,542.02
总股本(百万股)	222.93
流通股本(百万股)	60.52
12个月价格区间	49.70/115.53元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	5.60	5.79	16.07	
绝对收益	0.74	-22.60	46.75	

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060001
wenhao@essence.com.cn
010-66581627

许彬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070001
xubin3@essence.com.cn

报告联系人

杨文硕

010-66581842

yangws@essence.com.cn

王晓岩

010-66581748

wangxy2@essence.com.cn

相关报告

中报点评：《苍穹变》成为移动游戏新开端 期待泛娱乐和互联网持续布局	2015-08-28
一季报点评：研发内生增长不俗，外延落地布局平台	2015-04-23
立足顶尖研发商 向互联网集团进军	2015-04-21

1. 核心观点

1) 天神娱乐公告其参与设立的并购基金天神娱乐文创基金拟以现金 13.23 亿元人民币购买儒意影业 49% 的股权。儒意影业总估值 27 亿元，相对于 14 年 9 月中技控股收购草案预估值 15.04 亿元增值达 80%。当时儒意影业承诺 14-16 年的税后净利润分别不低于 7500 万元、1.3 亿元和 1.85 亿元。

2) 儒意影业的主营业务为影视剧的策划、制作、及其衍生业务，是国内主要的基于互联网数据分析基础上进行电影和电视剧内容研发、制作的公司。自设立以来已策划出品的电影作品票房累计近 20 亿元，包括《致我们终将逝去的青春》(7.18 亿)、《老男孩之猛龙过江》(2.08 亿)、《小时代 3》(5.19 亿)、《小时代 4》(4.87 亿)，即将上映作品如《一个勺子》、《致青春：原来你还在这里》、《夏有乔木雅望天堂》。电视剧方面，儒意影业已策划出品的电视剧共计 8 部，270 集，如《李春天的春天》、《北平无战事》、《左手劈刀》、《琅琊榜》等，其中《琅琊榜》品质的有目共睹，微博热议指数排名第一，爱奇艺、优酷土豆等网络总播放量 21.31 亿次。同时儒意影业储备有大量原创剧本影视剧改编权。

2. 交易方案概述

2.1. 交易方案简介

天神娱乐文创基金拟以现金对价人民币 13.23 亿元向标的公司股东之一上海儒意欣欣购买其所持有的标的公司 49% 的股权。以标的公司 2015 年度净利润和业绩承诺为基础，标的公司的估值（标的公司 100% 股权的价格），为人民币 27 亿元。2014 年 9 月中技股份公布草案预收购儒意影业时估值为 15.04 亿元，且当时儒意影业承诺 2014-2016 年的税后净利润分别不低于 7500 万元、1.3 亿元和 1.85 亿元。

2.2. 投资前后标的公司股权变化

表 1：投资前儒意影业股权比例

序号	股东姓名/名称	出资额	股权比例
1	柯利明	1 万元	0.10%
2	上海儒意欣欣影视工作室（有限合伙）	999 万元	99.90%
共计		1000 万元	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：投资后儒意影业股权比例

序号	股东姓名/名称	出资额	股权比例
1	柯利明	1 万元	0.10%
2	上海儒意欣欣影视工作室（有限合伙）	509 万元	50.90%
3	宁波天神娱乐文创股权投资合伙企业（有限合伙）	490 万元	49.00%
共计		1000 万元	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 标的公司儒意影业介绍

3.1. 公司简介

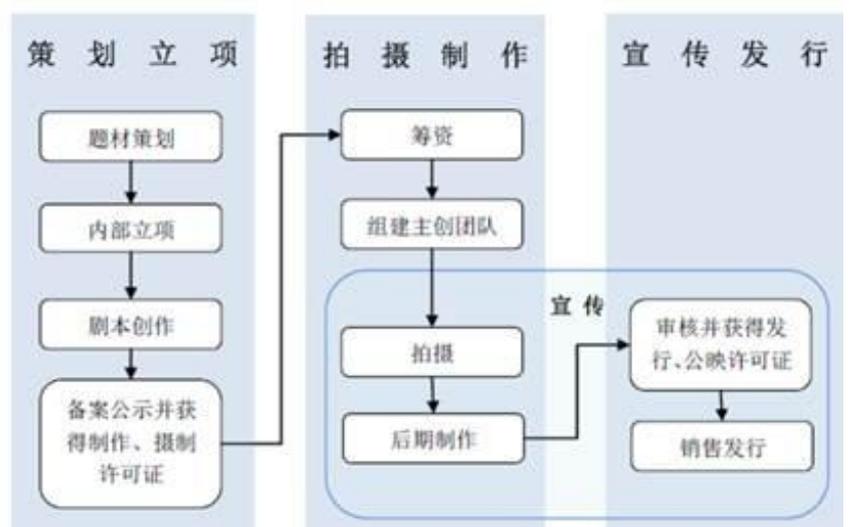
北京儒意欣欣影业投资有限公司（简称“儒意影业”）成立于2007年，注册资本1000万元。儒意影业是国内新兴的集影视剧策划、制作及衍生业务于一体的公司，拥有强大的影视剧策划、制作能力。

3.2. 主营业务简介

(1) 电影电视剧制作

儒意影业的主营业务为影视剧的策划、制作、及其衍生业务，是国内主要的基于互联网数据分析基础上进行电影和电视剧内容研发、制作的公司。公司自成立以来专注于电影和电视剧制作业务，并定位于精品剧的创作，成立至今出品的多部电影和影视剧作品均实现了较好的经济效益，在业内建立起了较高的知名度和品牌优势。

图 1：儒意影业电影电视剧制作业务流程



数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

1) 电影

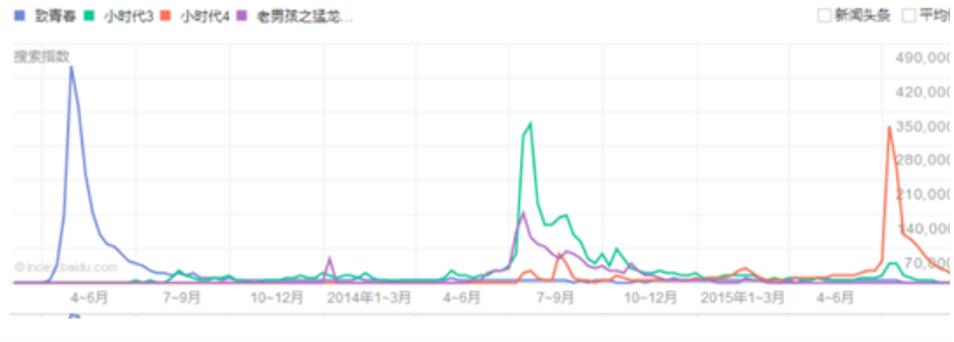
儒意影业自设立以来已策划出品多部电影作品。电影《致我们终将逝去的青春》以 7.2 亿内地票房取得了 2013 年度内地电影票房排行第二的成绩。电影《老男孩之猛龙过江》由儒意影业担任第一出品方及制片方，该电影基于前期“老男孩”微电影作品在互联网媒体平台的广泛传播，通过数据分析准确的把握观众的观影偏好，电影上映后形成了良好的市场效应，开创了国内新兴的互联网电影发展模式。

图 2：主要电影作品情况

电影	类型	导演	演员	上映时间	票房
《致我们终将逝去的青春》	爱情，青春	赵薇	赵又廷，韩庚，杨子珊，江疏影等	2013年4月26日	7.18 亿
《老男孩之猛龙过江》	轻松，剧情，喜剧，励志	肖央	肖央，王太利，屈菁菁，曲婉婷等	2014年7月10日	2.08 亿
《小时代3》	剧情，爱情	郭敬明	杨幂，柯震东，郭采洁，陈学冬等	2014年7月17日	5.19 亿
《小时代4》	爱情，剧情，青春	郭敬明	杨幂，郭采洁，陈学冬，郭碧婷等	2015年7月9日	4.87 亿
《一个勺子》	喜剧、冒险	陈建斌	陈建斌，蒋勤勤，王学兵，金世佳	2015年11月上映	/

数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

图 3: 主要电影百度指数



数据来源: 百度指数, 安信证券研究中心

表 3: 将上映电影情况

电影	IP 源	进展
《致青春 2: 原来你还在这里》	辛夷坞所著小说	于 7 月 2 日杀青
《夏有乔木雅望天堂》	作家籽月所著小说	/

数据来源: 公开资料整理, 安信证券研究中心

2) 电视剧

儒意影业设立以来至 2014 年 6 月 30 日, 已策划出品的电视剧共计 8 部, 270 集。2015 年公司有多部项目利润确定的“吸金”大作将推向市场。

《琅琊榜》微博热议指数排名第一, 长期居于微博话题榜及微博热搜榜; 百度指数一度达到 150 万, 热度远超同期其他热门剧, 甚至超过了全民追剧的《伪装者》。《琅琊榜》品质的有目共睹, 让其获称“沉稳的传奇、飘逸的正剧”, 而其不同以往同类的画风和叙事格调更让其被冠以创新型古装剧的定位。

表 4: 主要电视剧作品情况

片名	播出情况	在线视频	集数	类型	导演/编剧	主演	出品公司
李春天的春天	2011 年 7 月 20 日上海东方卫视首播	/	24	都市	余淳/庄羽	宋丹丹、许亚军、李佳璇	北京紫禁城影业有限责任公司
北平无战事	2014 年 10 月 6 日登陆北京卫视、天津卫视和河南卫视上星黄金档首播。2014 年 10 月 7 日山东卫视次黄金档播出。2014 年 11 月 1 日在广东卫视再次播出。	爱奇艺、搜狐、乐视	53	近代	孔笙/刘和平	刘烨、陈宝国	北京儒意欣欣影业和力辰光国际 北京春天融和 山东影视中视文化
左手劈刀	2015 年 8 月 26 日 北京、四川卫视	搜狐、优酷、腾讯视频、爱奇艺、PPTV	48	抗战	连奕名/王学伟	连奕名、黑子、徐梵溪、管乐	北京电视台、唐德影视、北京儒意欣欣影业投资有限公司、北京起点影视文化有限公司 山东影视传媒集团、山东影视制作有限公司、北京儒意欣欣影业、北京和颂天地影视文化有限公司、北京圣基影业有限公司、东阳正午阳光影视有限公司
琅琊榜	2015.9.19 首播北京卫视、上海东方卫视	爱奇艺、优酷、土豆等	55	古装	孔笙 李雪/海宴	胡歌, 刘涛, 王凯, 黄维德	北京和颂天地影视文化有限公司、北京圣基影业有限公司、东阳正午阳光影视有限公司

数据来源: 安信证券研究中心

表 5: 主要影视剧作品网络播放量

电视剧	在线视频	总播放量
北平无战事	爱奇艺、搜狐、乐视	8.97 亿次
左手劈刀	搜狐、优酷、腾讯视频、爱奇艺、PPTV	6.87 亿次
琅琊榜	爱奇艺、优酷、土豆等	21.31 亿次

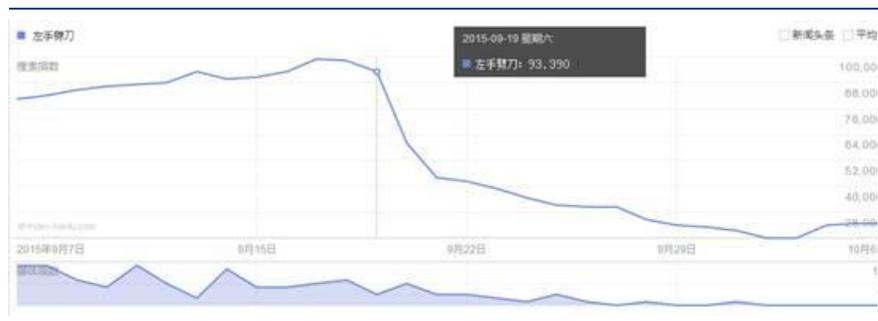
数据来源: 公开资料整理, 安信证券研究中心

图 4: 《琅琊榜》微博电视指数 (10月7日)

排名	节目名称	播出时间	阅读人数	阅读次数	提及人数	提及次数
1	琅琊榜	2015-10-05 北京卫视/东方卫视	1190.3万	9347.5万	18.6万	30.1万
2	云中歌	2015-10-06 湖南卫视	255.3万	854.2万	9345	1.4万
3	多情江山	2015-10-05 浙江卫视	21.9万	45.5万	680	730
4	飞虎队	2015-10-05 山东卫视/云南卫视	18.3万	37.8万	528	576
5	大猫儿恋爱记	2015-10-05 安徽卫视/江西卫视	14.3万	35.7万	1170	1577

数据来源: 微博电视指数, 安信证券研究中心

图 5: 《左手劈刀》百度指数



数据来源: 百度指数, 安信证券研究中心

图 6：主要电视剧作品收视率排名

CSM50 4+ 2015年9月18日周五省级卫视黄金剧场电视剧				
排名	频道	名称	收视率%	市场份额%
1	湖南卫视	伪装者	2.357	6.58
2	北京卫视	左手劈刀	1.101	3.14
3	天津卫视	地下地上之大陆小岛	0.859	2.42
4	江苏卫视	我是机器人	0.777	2.17
5	山东卫视	地雷战	0.644	1.81
6	深圳卫视(新闻综合频道)	二胎时代	0.631	1.78
7	四川卫视	左手劈刀	0.606	1.71
8	安徽卫视	大猫儿追爱记	0.575	1.62
9	上海东方卫视	小爸爸	0.574	1.63
10	东南卫视	小爸爸	0.546	1.53

CSM50 4+ 2014年10月24日周五省级卫视黄金剧场电视剧				
排名	频道	名称	收视率%	市场份额%
1	北京卫视	北平无战事	1.309	3.49
2	江苏卫视	剑侠	1.121	3.01
3	天津卫视	北平无战事	1.014	2.72
4	山东卫视	穿越火线	0.929	2.53
5	湖南卫视	因为爱情有奇迹	0.929	2.51
6	上海东方卫视	半路父子	0.920	2.46
7	浙江卫视	半路父子	0.878	2.30
8	江西电视台卫星频道(一套)	错婚	0.759	1.98
9	重庆卫视	刺刀英雄	0.597	1.64
10	深圳卫视(新闻综合频道)	半路父子	0.571	1.50

CSM50 4+ 2015年9月29日周二省级卫视黄金剧场电视剧				
排名	频道	名称	收视率%	市场份额%
1	湖南卫视	青春集结号	1.016	2.9
2	浙江卫视	多情江山	1.001	2.74
3	北京卫视	琅琊榜	0.833	2.26
4	上海东方卫视	琅琊榜	0.727	1.97
5	山东卫视	飞虎队	0.704	1.92
6	安徽卫视	大猫儿追爱记	0.614	1.67
7	深圳卫视(新闻综合频道)	二胎时代	0.553	1.5
8	湖北卫视	孤雁	0.515	1.4
9	江苏卫视	我是机器人	0.502	1.36
10	东南卫视	小爸爸	0.5	1.36

数据来源：卫视小露电，安信证券研究中心

表 6：剧本创作合同

序号	名称	受托人
1	《夏有乔木 雅望天堂 1》	薛赛男
2	《夏有乔木 雅望天堂 2》	赵立志
3	《山月不知心底事》	乔梁
4	《仰望的幸福生活》	上海斗琪影视文化工作室
5	《三生三世 十里桃花》	北京中联百文文化传媒有限公司
6	《何以笙箫默》	宫若辉
7	《微微一笑很倾城》	叶婧
8	《发财日记》	宋伟
9	《穿越青春》	孙铎
10	《梵事进化札礼》	刘明洁
11	《老公的秘密》	徐涛
12	《龙凤恋》	李艳华
13	《墨枪》	卓平
14	《忧国》	黄士翔
15	《中国侠系列之一龙之重生》	度政
16	《离婚 365 次》	欧阳琴书
17	《微信是怎样炼成的》	安伯顺

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 7: 作品著作权改编合同

序号	名称	原著作权人	使用范围
1	《镜》系列 (共六卷)		
2	《七夜雪》	王洋 (沧月)	电影改编权、摄制权
3	《夏有乔木雅望天堂 1》		
4	《夏有乔木雅望天堂 2》	薛赛男 (籽月)	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
5	《夏有乔木雅望天堂 3》		
6	《原来》		
7	《山月不知心底事》	蒋春玲 (辛夷坞)	影视改编权
8	《许我向你看》		
9	《我在回忆里等你》		
10	《回到明朝当王爷》		
11	《大争之世》		
12	《颠覆笑傲江湖》	魏立军 (月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
13	《一路彩虹》		
14	《狼神》		
15	《三生三世十里桃花》	吉琴琴	改编权、表演权、摄制权
16	《你若安好便是晴天》	胥智慧	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
17	《梵事进化札记》	刘明洁	改编剧本权、摄制权、修改权
18	《史上第一混乱》	上海玄霆娱乐信息科技有限公司	复制权、改编权、摄制权
19	《老公的秘密》	李奕安	电视剧改编权
20	《六朝纪事》	李艳华	电视剧及电影摄制权、其他各类作品改编权
21	《忧国》	黄士翔	电视剧剧本的改编权
22	《翅鬼》	双雪涛	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
23	《狼群》	李忠卫	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
24	《飞仙》	文琦	改编剧本权、摄制权、修改权、续写权、翻译权、广播权、信息网络传播权、表演权
25	《离婚 365 次》	浙江梦幻星生园影视文化有限公司	影视剧改编权

数据来源: 安信证券研究中心

(2) 其他衍生业务

儒意影业的其他业务主要包括影视剧的剧本版权转让业务（较少）和影视剧商业开发业务。儒意影业会根据影视剧作品的主题、剧情等实际条件，在不影响影视剧艺术性的前提下，引入贴片广告或植入性广告，以提高投资项目收益。此外，儒意影业注重对影视剧产品经济效益的深度开发，利用影视剧作品中深入人心的人物、场景、道具、标识等原型开发衍生产品，延伸影视剧产业链。业务模式为授权其他商家在其商品中使用影视剧相关的形象、台词、服饰造型等，儒意影业根据协议约定分得相关产品销售收益。例如电影《老男孩之猛龙过江》上映后，儒意影业与十多家电商合作，授权开发了服装、饰品、数码产品、健身器材等八十余款产品。

4. 投资建议与风险提示

投资建议：公司由精品网游研发发行，逐渐将重心从页游调整至移动游戏，公司明确提出通过并购向一流的互联网企业集团的目标迈进，而不局限于游戏公司，收购为爱普和拟收购 Avazu 是互联网领域布局信号。公司收购妙趣横生 95%的股权、雷尚科技 100%的股权、AvazuInc.和上海麦橙 100%的股权已获得证监会无条件通过，公司备考利润中平台性业务（爱思+Avazu）有望贡献过半。不考虑本次收购的业绩增厚，15 年公司业绩备考 6-6.5 亿，16 年备考业绩有望达到 8 亿左右，考虑股本摊薄当前市值 220 亿，对应 15-16 年 PE 为 35 倍和 27.5 倍左右，考虑公司后续在泛娱乐和互联网两大领域公司仍有充分布局空间，给予第一目标市值 300 亿，维持买入-A 评级。

风险提示：游戏行业增速放缓、市场竞争加剧、人才流失风险。

附：儒意影业执行董事、儒意欣欣文化发展有限公司及儒意影业合作媒体简介

表 8：北京儒意欣欣影业投资有限公司执行董事柯利明简介

姓名	职务	投资电影	投资电视剧	其它投资	经典营销及合作案例
柯利明	北京儒意欣欣影业投资有限公司执行董事	主导投资并担任制片人的电影《致我们终将逝去的青春》、《老男孩猛龙过江》等；	出品《北平无战事》《李春天的春天》、《王海涛今年四十一》、《刀客家族的女人》等热播电视剧；	成立了北京儒意欣欣文化发展有限公司，专门从事图书策划、出版，并相继推出了《致我们终将逝去的青春》、《匆匆那年》、《晚秋》、《爱情公寓》、《纸牌屋》等系列畅销书	《小苹果》幕后推手；儒意影业与派拉蒙“和为贵”联动营销；崔永元加盟儒意影业，扶持新人导演

数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

表 9：北京儒意欣欣文化发展有限公司简介

公司	成立时间	总公司	简介
北京儒意欣欣文化发展有限公司	2011 年 4 月	隶属于北京儒意传媒集团，为集团旗下一间致力出版的图书公司	出版有《致我们终将逝去的青春》、《晚秋》《纸牌屋》等一系列经典、畅销书，短短 3 年时间内，儒意欣欣一举创下码洋过 1 亿、单品均量破 4 万册的行业奇迹，每本图书均跻身当当网分类新书榜冠军，迅速成长为中国图书业内的出版新锐，单品畅销轻骑兵。

数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

表 10: 儒意影业合作媒体

类型	合作媒体
强势电视、网络媒体	央视、凤凰卫视、乐视、爱奇艺、优酷、土豆等
强势行业媒体	出版商务周报、中国新闻出版报、书香两岸等
强势文化媒体	新京报、北青报、东方文化周报、精品购物指南、扬子晚报等

数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	404.9	475.5	1,393.3	1,861.6	2,415.9	成长性					
减:营业成本	331.6	84.1	352.6	508.8	644.8	营业收入增长率	9.7%	17.5%	193.0%	33.6%	29.8%
营业税费	0.8	2.1	5.4	6.3	9.4	营业利润增长率	-105.2%	-31.253	146.7%	29.6%	26.4%
销售费用	13.1	39.2	103.8	136.5	185.3	净利润增长率	-48.4%	1,992.4	158.4%	29.6%	26.4%
管理费用	27.2	139.9	310.7	406.6	553.0	EBITDA 增长率	8.4%	356.2%	142.9%	29.1%	27.1%
财务费用	32.1	-1.6	-10.5	-14.6	-10.8	EBIT 增长率	-17.4%	712.2%	144.1%	29.4%	27.4%
资产减值损失	0.8	1.3	0.7	0.9	1.0	NOPLAT 增长率	-22.0%	920.3%	153.2%	29.4%	27.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.2%	-93.6%	8,303.3	-9.3%	23.6%
投资和汇兑收益	-	45.0	-	-	-	净资产增长率	1.8%	41.7%	594.5%	16.6%	18.7%
营业利润	-0.8	255.5	630.5	817.1	1,033.1	利润率					
加:营业外净收支	16.0	-	-0.1	-0.1	-0.1	毛利率	18.1%	82.3%	74.7%	72.7%	73.3%
利润总额	15.2	255.5	630.4	817.0	1,033.1	营业利润率	-0.2%	53.7%	45.3%	43.9%	42.8%
减:所得税	4.1	21.5	31.5	40.9	51.7	净利润率	2.7%	48.7%	43.0%	41.7%	40.6%
净利润	11.1	231.7	598.9	776.2	981.4	EBITDA/营业收入	14.0%	54.4%	45.1%	43.5%	42.7%
						EBIT/营业收入	7.7%	53.4%	44.5%	43.1%	42.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	314	137	1	0	-1
货币资金	42.4	228.4	1,602.0	935.9	937.2	流动营业资本周转天数	285	149	135	152	160
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	410	304	435	462	365
应收帐款	118.0	101.8	518.5	343.0	760.4	应收帐款周转天数	96	83	80	83	82
应收票据	-	-	12.6	2.8	6.9	存货周转天数	200	92	84	100	109
预付帐款	59.4	3.7	243.3	79.9	368.5	总资产周转天数	836	649	989	1,211	942
存货	244.2	-	653.1	383.9	1,076.6	投资资本周转天数	710	339	596	840	688
其他流动资产	5.3	0.2	0.5	0.3	0.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	348.7	300.4	288.5	312.6	ROE	2.4%	35.0%	13.0%	14.5%	15.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	31.5%	8.7%	13.8%	13.9%
长期股权投资	-	16.5	192.7	192.7	192.7	ROIC	3.0%	27.7%	1,086.4	16.7%	23.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	353.5	8.8	2.2	-5.8	-13.8	销售费用率	3.2%	8.2%	7.5%	7.3%	7.7%
在建工程	48.3	-	-	-	-	管理费用率	6.7%	29.4%	22.3%	21.8%	22.9%
无形资产	97.7	4.3	4.3	4.2	4.2	财务费用率	7.9%	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.4%
其他非流动资产	0.7	31.7	3,384.1	3,386.7	3,391.0	三费/营业收入	17.9%	37.3%	29.0%	28.4%	30.1%
资产总额	969.5	744.2	6,913.6	5,612.2	7,036.6	偿债能力					
短期债务	415.7	-	-	-	-	资产负债率	51.7%	10.9%	33.4%	4.3%	9.4%
应付帐款	89.6	20.0	359.5	198.4	548.5	负债权益比	107.1%	12.2%	50.1%	4.5%	10.4%
应付票据	-	-	16.7	0.2	17.1	流动比率	0.94	6.16	6.96	7.56	4.88
其他流动负债	-3.7	34.3	59.1	32.4	80.4	速动比率	0.45	6.16	5.46	5.90	3.21
长期借款	-	-	1,864.5	-	-	利息保障倍数	0.97	-160.97	-58.97	-55.05	-95.01
其他非流动负债	-	26.9	9.0	12.0	16.0	分红指标					
负债总额	501.5	81.1	2,308.8	243.0	662.0	DPS(元)	-	0.10	-	-	-
少数股东权益	-	0.9	0.9	0.9	0.9	分红比率	8.4%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	93.5	222.9	293.9	293.9	293.9	股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	374.5	281.5	4,310.0	5,074.3	6,079.8						
股东权益	468.0	663.0	4,604.9	5,369.2	6,374.6						
						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.05	1.04	2.04	2.64	3.34
净利润	11.1	234.0	598.9	776.2	981.4	BVPS(元)	2.10	2.97	15.66	18.26	21.68
加:折旧和摊销	25.4	4.9	8.0	8.0	8.0	PE(X)	1,510.6	72.2	36.8	28.4	22.5
资产减值准备	0.8	1.3	-	-	-	PB(X)	35.7	25.3	4.8	4.1	3.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-1,975.5	27.8	-10.8	-33.2	3,960.3
财务费用	28.7	0.1	-10.5	-14.6	-10.8	P/S	41.3	35.2	15.8	11.8	9.1
投资损失	-	-45.0	-	-	-	EV/EBITDA	32.6	47.2	35.0	25.7	20.2
少数股东损益	-	2.3	-	-	-	CAGR(%)	312.3%	61.3%	199.1%	312.3%	61.3%
营运资金的变动	-36.5	-8.8	-940.3	414.2	-987.6	PEG	4.8	1.2	0.2	0.1	0.4
经营活动产生现金流量	33.9	130.2	-343.9	1,183.9	-8.9	ROIC/WACC	0.3	45.4	1.4	2.0	2.0
投资活动产生现金流量	-77.3	-17.6	-3,502.1	11.9	-24.0	REP	7.7	5.0	3.5	2.6	2.0
融资活动产生现金流量	60.9	-27.4	5,219.5	-1,861.8	34.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

文浩、许彬分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

