

朝饮地产之坠露兮，夕餐汽车之落英

——银亿股份（000981）调研简报

2016年05月09日

推荐/维持

银亿股份

调研简报

报告摘要：

确立“地产+汽车”双主业战略格局。自2016年3月开始的重大资产重组项目，确立公司“地产+汽车”双主业发展的战略格局。公司布局“地产+汽车”两大领域的目的有三：

- 以房地产+汽车行业优质资产强势叠加，实现资产与资本市场对接。
- 以新业务带动新盈利增长点进而提升上市公司盈利水平。
- 快速实现上市公司资产规模的扩张，保证公司长远健康发展。

汽车核心零部件业务板块将成为未来盈利增长看点。公司新购标的 ARC 集团是专业研发、设计和销售气体发生器的跨国公司，其营收从2012年的1.9亿美元至2015年的3.2亿美元，年复合增长率近19%，表现出快速成长的态势。依据销售合同和订单进行测算，2016年ARC集团的EBITDA约为0.74亿美元，折合人民币4.81亿元。

地产业务稳步发展。公司2015年签约销售额约为80亿，2016年计划签约销售额为84亿。同时，在现有项目销售回款后将加大土地储备力度，战略重点将仍集中于上海、北京、宁波等一线及核心二线城市。

定增计划将大幅降低资产负债率。公司今年3月公告拟定增募集资金总额不超过8.25亿元，如果定增顺利实施，公司资产负债率将由目前的78%降至58.5%左右，较低的资产负债率给公司利用资金杠杆进一步实现发展提供了空间。大股东增持和员工持股计划推出，凸显了大股东对于公司长期发展的坚定信心、提升核心员工的工作积极性。

公司盈利预测及投资评级。公司作为区域性的龙头企业，随着差异化拿地策略和新并购标的的落实，将实现“地产+汽车”的这一发展模式。随着公司新发展模式逐渐发展成熟，预期公司业务多元化的目的将达成，新增汽车板块和传统地产业务将实现资金互补，从而带动整个公司的盈利能条稳定增长。我们预计公司2016-2018年营业收入分别为115.01亿元、125.04亿元和132.48亿元，EPS分别为0.52/0.55/0.57元，对应PE分别为18.33/17.44/16.87倍，维持公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,313.64	8,459.46	11,501.4	12,504.3	13,248.4
增长率(%)	37.11%	33.99%	35.96%	8.72%	5.95%
净利润(百万元)	602.47	435.16	1,289.57	1,358.47	1,406.07
增长率(%)	-3.80%	-13.84%	154.13%	5.14%	3.38%
净资产收益率(%)	12.91%	10.22%	15.68%	15.71%	15.49%
每股收益(元)	0.71	0.20	0.52	0.55	0.57
PE	13.42	47.65	18.33	17.44	16.87
PB	0.95	0.88	2.88	2.74	2.61

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

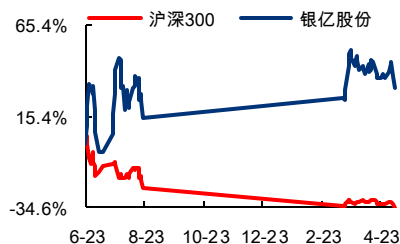
执业证书编号：

S1480115080094

交易数据

52周股价区间(元)	8.58-20.05
总市值(亿元)	221.11
流通市值(亿元)	220.88
总股本/流通A股(万股)	257702/257432
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.33

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《银亿股份（000981）2015年中报点评：收入下降 成长空间仍好》2015-09-01
- 2、《银亿股份（000981）季报点评：多元化发展 进军彩票领域》2014-10-29

目 录

1. 确立“地产+汽车”双主业战略格局	3
1.1 地产拾级而上	3
1.2 产业链风景全开	5
1.3 新业务顺势而就	6
2. 未来增长看点在于 ARC 的汽车核心安全系统零配件技术	7
2.1 ARC 具备行业核心竞争力	8
2.2 市场空间巨大	9
2.3 稳定的管理团队和经营风格	10
3. 盈利预测及估值	10
3.1 公司各板块业务营收预测	10
3.2 公司相对估值	11
3.3 投资建议与评级	11
3.4 风险提示	11

表格目录

表 1: 近几年国家鼓励兼并重组的相关政策	7
表 2: 公司未来三年房地产业务板块盈利预测表	10
表 3: 公司汽车业务板块盈利预测表	10
表 4: 同类型房企上市公司市盈率比较（元/股）	11
表 5: 公司盈利预测表	12

插图目录

图 1: 公司收购 ARC 后股权结构情况	3
图 2: 近五年营收及各业务占比（单位：亿元）	4
图 3: 2015 年销售金额区域占比	4
图 4: 公司近几年新开工情况（单位：万平）	4
图 5: 公司近几年签约销售额情况（单位：亿元）	4
图 6: 上海公园七号项目地理位置	5
图 7: 济洲岛项目地理位置	5
图 8: 公司关于跨境电商产业链发展思路	6
图 9: 近几年来跨境并购数量及金额	7
图 10: ARC 气体发生器供应链	8
图 11: ARC 集团全球工厂分布图	9
图 12: 2015-2020 年间中国汽车销量增速或将维持在 4%	9

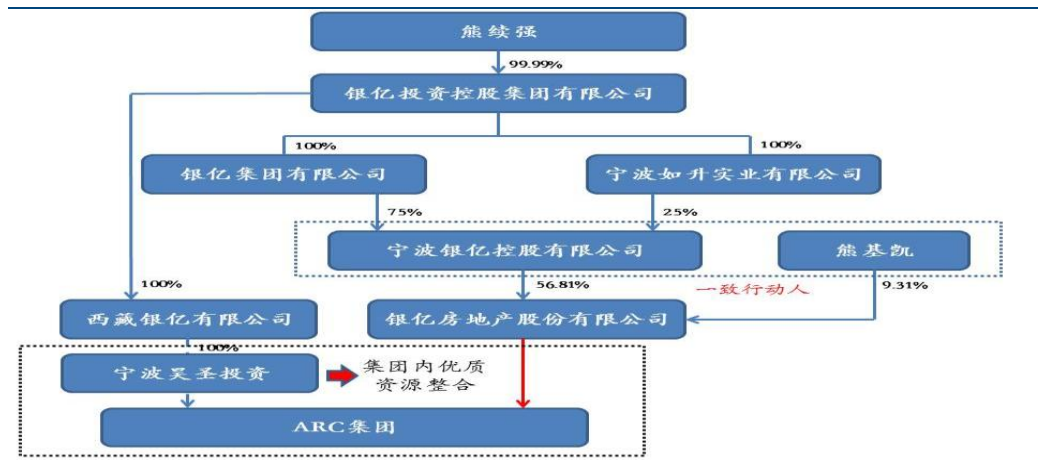
1. 确立“地产+汽车”双主业战略格局

公司于 2011 年 5 月借壳兰光科技，主业为房地产开发业务，具体涉足旅游、文化、养老等多种地产形式，以互联网+、现代物流和金融等领域为多元化投资布局领域，自 2016 年 3 月开始的重大资产重组项目，确立公司“地产+汽车”双主业发展的战略格局。

公司布局“地产+汽车”两大领域的目的有三：一是以房地产+汽车行业优质资产的强势叠加，实现资产与资本市场的对接；二是以新业务带动新盈利增长点进而提升上市公司盈利水平；三是快速实现上市公司资产规模的扩张，保证公司长远健康发展。

- ◆ 公司近期公告，拟以 5.91 元/股非公开发行 5.58 亿股，募资 33 亿元收购公司控股股东银亿控股全资子公司西藏银亿旗下宁波昊圣 100% 股权，完成收购后间接持有美国 ARC 集团相关资产。截止 2015 年底，收购范围内的 ARC 集团净资产 13.38 亿元，增值率 246.64%。
- ◆ 公司利用地产业务提供了巨大的资金量，在保证地产业务稳定增长的同时也面临着多余资金的投向问题，这就要求其转型或新进入的产业能够容纳大量的资金，具体来看则需要投资产业满足价值链长、体量较大、盈利增长稳定三大要求，汽车行业核心零部件产业无疑是个优质标的。

图 1:公司收购 ARC 后股权结构情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

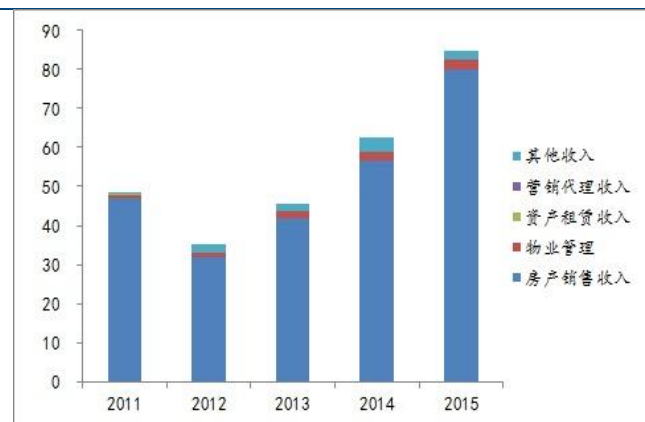
1.1 地产拾级而上

公司是浙江省龙头房企，主要布局宁波、上海、沈阳、南昌等核心一、二线城市。2015 年公司实现营业收入 84.5 亿元，其中房地产业务实现营收 79.75 亿元，占比 94.28%，房地产业务作为公司的支柱性业务，在现在及未来相当长的一段时期内将发挥着提供大量现金流的作用。

公司 2015 年实现销售额，上海和宁波销售额占比分别为 42.8%和 39.7%，同时布局城市进一步向上海、南京等库存周期较短的城市倾斜。公司未来城市布局将继续深耕

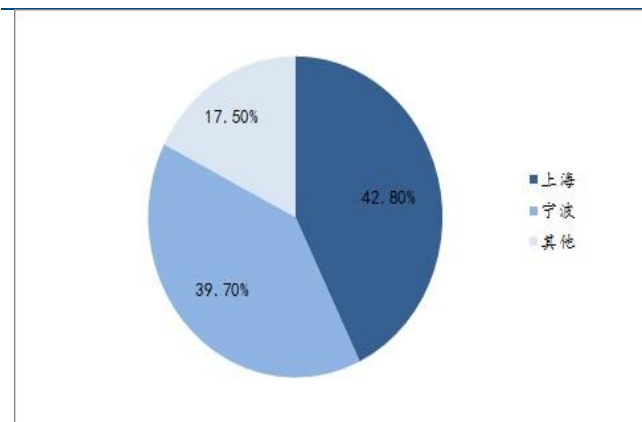
原进入城市，同时强化北京、深圳等一线城市的市场开拓工作。由前述销售区域占比数据来看，公司城市调整的策略成效已经显现，预期这种调整将支撑公司地产业务的营收增长和盈利能力稳定性。

图 2:近五年营收及各业务占比（单位：亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3:2015 年销售金额区域占比

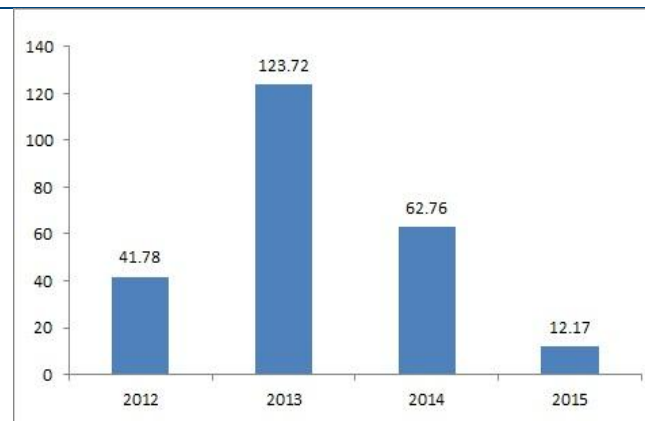


资料来源：wind，东兴证券研究所

预期随着房地产行业告别“黄金时代”迈入“白银时代”，对于一、二线城市的土地竞争也将更加激烈，公司独辟蹊径，在招拍挂方式外将更关注通过股权并购、合作等方式增加土地储备。

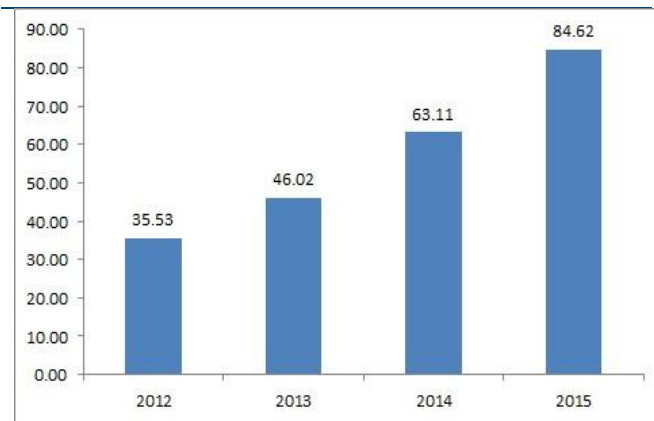
公司 2015 年签约销售额约为 80 亿，2016 年计划签约销售额为 84 亿。同时，在现有项目销售回款后将加大土地储备力度，战略重点将仍集中于上海、北京、宁波等一线及核心二线城市。

图 4:公司近几年新开工情况（单位：万平）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 5:公司近几年签约销售额情况（单位：亿元）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

截至 2015 年底，公司土地储备 250 万方，新开工项目 3 个，竣工 6 个，预期 2016 年竣工 81.69 万方。其中最受关注的两个项目为上海的“花木路项目”和韩国的济州岛项目。

◆ 上海的“公园 7 号”项目。2016 年 1 月公司通过股权合作方式获得这一项目，权益占比 50%，该项目地处浦东新区核心板块，紧邻世纪公园，产品定位为豪宅，建面

为 160-180 平方米，可销面积为 1.4 万平，以周边可比楼盘均价 11 万计算，未来这一项目至少可带来权益 7 亿元权益营收（1.4 万平 × 10 万/平 × 50%）。

- ◆ 韩国济州岛项目。2014 年通过股权合作方式获得该项目，权益占比 50%，**特色条款是购房后可以获得韩国永久居住证**。济州岛项目占地 330 亩，计容建面 5.3 万方，其中住宅 4.3 万平，商业面积 0.9 万平，产品定位为度假型住宅，设计为林地别墅，**是公司开发的首个海外高端住宅项目**，预期将于 2016 年下半年开盘。预期这一项目将为公司带来近 7 亿（4.3 万平 × 3.3 万/平 × 50%）权益营收。

图 6:上海公园七号项目地理位置



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 7:济州岛项目地理位置



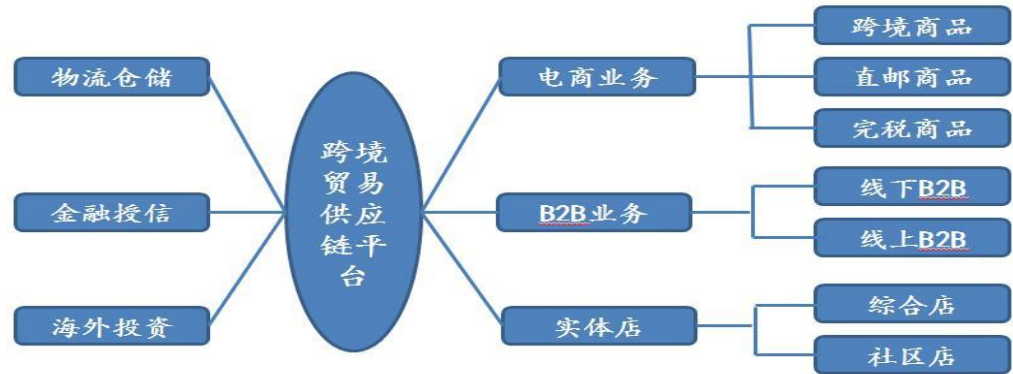
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

1.2 产业链风景全开

从全产业链布局的角度，公司从物业管理、投资性物业、跨境电商等几大领域全面铺开业务，实现了从开发到持有再到价值挖掘的全产业价值链打通。

- ◆ 公司物业管理依托于开发项目，为 5 万多用户提供物业服务，在行业内排名第 31 位；
- ◆ 公司旗下商贷服务依托于开发项目实现快速发展；
- ◆ 自持优质商业物业，以宁波 WESTIN 酒店为代表，充分享受物业升值和长期现金流入两大优势；
- ◆ 与宁波保税区合作涉足跨境电商及配套领域，从商流、物流、资金流角度整合资源，搭建“互联网+地产”盈利模式。总体来看，从而实现了开发、服务和经营的全产业链布局。“亿彩购”作为银亿股份旗下开展的跨境电商业务，独创线上网络购物和线下实体体验相结合的购物体验，首家 O2O 体验中心及精品超市于 2015 年底在宁波中心亿彩购物中心顺利开业。

图 8:公司关于跨境电商产业链发展思路



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 公司于4月28日公告，与川山甲供应链签署了《川山甲供应链管理股份有限公司附生效条件的股票发行认购协议》，拟以1亿元认购定增股票，认购完成后，占川山甲供应链总股本的16.71%。公司进军供应链管理领域将利好旗下的跨商电商业务和汽车零部件业务两大板块，“以点带面”的模式实现相关领域深度布局的铺开。

1.3 新业务顺势而就

公司布局汽车行业可称得上顺势而为，契合行业发展的大背景：

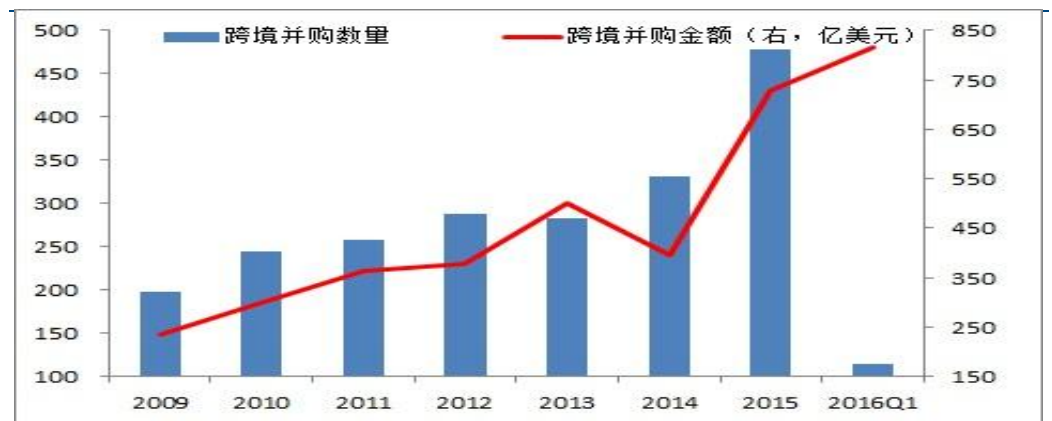
- 地产行业从“黄金时代”迈向“白银时代”，中型房企面临转型压力，参股新领域公司有助于企业多元化战略实现。
- 从汽车行业发展来看，整个行业正面临关键零部件创新发展的关键时期。《中国制造2025》中对于核心汽车零部件产业发展提出了更高的要求，公司抓住这一机遇，在需求爆发前进入市场布局有望充分享受市场成长过程中所带来的巨大收益。
- 国家鼓励市场化重组的政策为上市公司并购这一标的提供了巨大的政策红利，预期在这一政策趋势下，公司无论是沿地产产业链还是沿汽车产业链延伸，都将受益于这一政策的支持作用。

表 1:近几年国家鼓励兼并重组的相关政策

时间	政策颁布机构	政策名称	内容
2010年9月	国务院	《关于促进企业兼并重组的意见》	明确表示通过促进企业兼并重组，加快国有经济结构的战略性调整
2014年3月7日	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	明确在企业兼并重组中改善政府的管理和服务，取消限制企业兼并重组和增加企业负担的不合理规定，引导和激励各种所有制企业自主、自愿参与兼并重组。
2014年5月9日	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	重申鼓励市场化并购重组，充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

- 跨境并购加快。**依据 PWC 公布数据显示，2016 年一季度中国大陆企业海外并购交易数量为 115 宗，交易金额达 826 亿美元，总量已经超过以往任何年度交易总额，集中反映了跨境并购进程的加快。从这一角度来看，企业转型升级过程以跨境并购这种方式实现，一方面有利于快速提升其产业竞争力，另一方面将实现风险的区域分散目标。

图 9:近几年来跨境并购数量及金额


资料来源：Dealogic 数据，东兴证券研究所

2. 未来增长看点在于 ARC 的汽车核心安全系统零配件技术

公司新购标的 ARC 集团是专业研发、设计、生产和销售气体发生器的跨国公司，其营收从 2012 年的 1.9 亿美元至 2015 年的 3.2 亿美元，年复合增长率近 19%，表现出快速成长的态势。依据销售合同和订单进行测算，2016 年 ARC 集团的 EBITDA 约为 0.74 亿美元，折合人民币 4.81 亿元。

2.1 ARC 具备行业核心竞争力

ARC 是全球第二大独立生产气体发生器的厂商，产品应用于多个知名品牌被动安全系统，2014 年和 2015 年全球市场占有率分别为 8.111%和 8.45%，随着行业集中度的提升，近两年有望增长至 10%。此外，ARC 在乘空气囊和侧气囊等的混合式气体发生器市场市占率为第一。

- ◆ **长期订单保证增长稳定性。**鉴于汽车零部件订单一般签约 3-5 年，盈利可预测性较强，也就保证了公司营利增长的稳定性。ARC 集团生产的气体发生器主要直接供应给奥托利夫、天合、高田、丰田合成等汽车零部件一级供应商，间接合作的汽车生产厂商包括通用、大众、保时捷、克莱斯勒、福特等跨国车企，也包括上汽、长城、比亚迪、长安和东风等国内车企。

图 10: ARC 气体发生器供应链

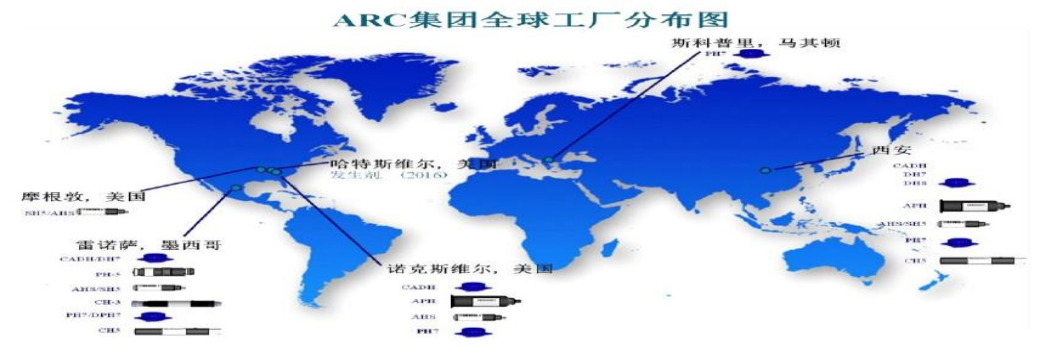


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **核心技术确立行业龙头地位。**ARC 作为全球第二大独立气体发生器的生产厂商，掌握 121 项专利技术和 10 个注册商标，在安全气囊这一细分制造领域占据绝对的领导地位。在保持其被动安全系统中核心零部件竞争优势的基础上，ARC 积极探索主动安全系统，有望在新兴市场上占据一席之地。
- ◆ **现任大股东的资源倾斜。**作为新晋成员，ARC 集团无疑将获得公司大批资源支持，在公司以并购为手段的跨界转型战略支持下，上下游拥有核心技术的企业或进入公司的并购清单，从而产生发展的协同效应。
- ◆ **低成本全球布局已经实现。**目前公司在各国的工厂分布情况如下：美国 3 家、墨西哥 1 家、马其顿 1 家和中国 1 家，由其布局国家可以看出其全球化的战略已经初步实现，就近供应将更有利于 ARC 产品的市场竞争力。除此之外，也可以看出 ARC 对于中国市场的高度重视，尤其是在未来 5 年中国市场的巨大增量市场已经

成为吸引 ARC 的最根本力量。目前公司在亚洲区的订单总量为 246 万套, 其中 50%来源于中国,

图 11: ARC 集团全球工厂分布图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

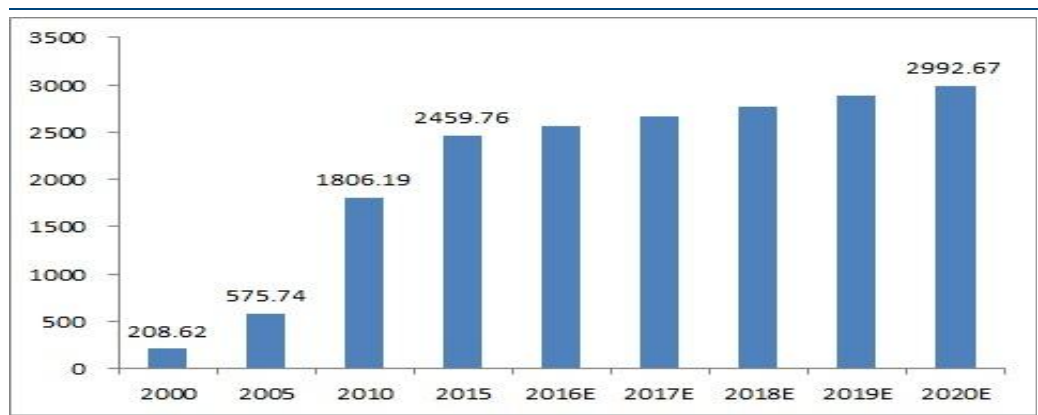
2.2 市场空间巨大

从中国汽车市场来看, 根据中汽中心数据资源中心预测, 2016-2020 年间, 中国汽车市场将在高基数下维持低速增自贸区, 年均增速维持在约 4%。以此预测为准, 则可以发现, 在未来 5 年, 中国汽车市场的总体增量将接近 1.39 亿辆。

从全球汽车市场来看, 2015 年全球汽车销量为 8910 万辆, IHS、麦肯锡预测 2020 年全球汽车市场上, 中国将继续其销量领军地位, 并有望占据全球汽车市场的逾 40% 的份额, 未来全球市场总量或可达到 5 亿辆。

另根据行业研究机构 GIA 的统计数据, 全球汽车安全气囊销量在 2014 年和 2015 年分别为 3.32 亿件和 3.72 亿件。基于前文数据, 推测未来 5 年市场总体空间近 20 亿件 (美国规定标准每车配备 6 个气囊, 现只达到 2.5 个/车, 中国并无硬性制定, 但未来全球市场上, 美标为趋势, 目前以每车配备 4 个气囊计量), 公司市场占有率有望提升至 10%, 即未来公司年均销量有望达到 4000 万套。

图 12: 2015-2020 年间中国汽车销量增速或将维持在 4%



资料来源: 东兴证券研究所

值得注意的是, 市场上对于近期 ARC 集团受气囊安全召回问题的影响较为关注, 我们认为 ARC 集团已经投保产品召回险及相应的其他险种, 已经能够大面积覆盖可能造成的损失, 由于这一问题而导致的对公司声誉的影响将通过时间和公司良好的经营历史证伪。另外, 马其顿工厂预期也将于 2016 年 4 月顺利投产, 短期内影响 ARC 集团业绩的利空因素已经释放完毕。

2.3 稳定的管理团队和经营风格

在并购的过程中, 收购方和被收购方均拥有选择权, 公司选择 ARC 是看重 ARC 在汽车被动安全系统中的核心竞争地位, 而 ARC 选择公司作为大股东主要是公司给予的自主经营权和开拓市场承诺。

- ◆ **公司赋予原管理层充分的自主经营权。**基于历史方面的考虑, ARC 集团的历任股东都选择了给予管理层较大的自主决策空间。除此之外, 未来公司会有持续的海外并购计划, 搭建起完整的产业框架。
- ◆ **承诺帮助 ARC 扩展区域市场。**ARC 集团未来的一个战略性市场是中国, 公司作为中国境内的企业拥有较强的区域性优势, 有望获得较多的政策和资源支持。

3. 盈利预测及估值

3.1 公司各板块业务营收预测

公司持有在建和待建的土地储备建面 257 万平方米, 布局于上海、宁波、南昌、舟山等城市, 弹性较大, 伴随着公司向一线和二线核心城市战略维护和拓展的步伐, 预期未来公司地产业务盈利能力的稳定性仍然具有较好的保障。

表 2: 公司未来三年房地产业务板块盈利预测表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营收(亿元)	79.97	93.05	100.03	105.03
毛利率	22.06%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利润(亿元)	18.66	27.92	30.01	31.51

资料来源: 东兴证券研究所

其他多元化投资保持稳定增长趋势, 金融+多元化投资有望成为与房地产板块并驾齐趋的新利润增长点。由于马其顿工厂 2016 年正式发挥其产能, 2015 年主要影响 ARC 集团净利润的运输费用将大大降低, 从而公司的毛利率将恢复至正常水平。

表 3: 公司汽车业务板块盈利预测表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营收(亿元)	19.17	21.96	25.01	27.45
毛利率	8.6%	21.00%	21.00%	21.00%
毛利润(亿元)	1.65	4.61	5.25	5.76

资料来源: 东兴证券研究所

3.2 公司相对估值

考虑到公司完成定向增发后，公司将完成其多元化战略的第一步棋，可期“地产+汽车”领域布局所带来的盈利能力增长。我们选取了3家房企转型公司进行比较，公司估值水平略高于行业均值水平，但考虑到公司并购产业已经基本为成熟产业，可以给予公司较高的估值。

表 4:同类型房企上市公司市盈率比较（元/股）

代码	公司	EPS				PE				股价
		2014A	2015A	2016E	2017E	2014 A	2015 E	2016E	2017E	
600823	银亿股份	0.71	0.20	0.52	0.55	13.42	47.65	18.33	17.44	9.08
	行业均值					15.29	20.74	15.53	12.20	
000671	阳光城	1.03	0.35	0.45	0.57	5.92	17.27	13.41	10.61	6.1
600565	迪马股份	0.24	0.20	0.29	0.38	28.84	34.55	23.79	17.96	6.99
600657	信达地产	0.50	0.56	0.62	0.73	11.70	10.45	9.38	8.04	5.26

资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 投资建议与评级

公司作为区域性的龙头企业，随着养异化拿地策略和新并购标的的落实，将实现“地产+汽车”的这一发展模式。随着公司新发展模式逐渐发展成熟，预期公司业务多元化的目的将达成，新增汽车板块和传统地产业务将实现资金互补，从而带动整个公司的盈利能力稳定增长。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 115.01 亿元、125.04 亿元和 132.48 亿元，EPS 分别为 0.52/0.55/0.57 元，对应 PE 分别为 18.33/17.44/16.87 倍，维持公司“推荐”评级。

3.4 风险提示

地产项目开发销售缓慢、ARC 集团产销量不及预期、汇率波动。

表 5: 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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	22959	21203	27152	29853	32004	营业收入	6314	8459	11501	12504	13248
货币资金	2198	2276	3450	3751	3975	营业成本	4235	6593	8249	8978	9521
应收账款	72	317	315	343	363	营业税金及附加	633	699	978	1063	1126
其他应收款	660	717	974	1059	1122	营业费用	194	198	259	281	298
预付款项	484	1039	1452	1901	2377	管理费用	357	315	403	438	464
存货	19125	16285	20339	22138	23476	财务费用	88	70	129	168	200
其他流动资产	333	499	621	661	691	资产减值损失	-0.42	226.16	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	3543	3513	2813	2666	2518	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	493	96	96	96	96	投资净收益	38.59	281.89	300.00	300.00	300.00
固定资产	1205	1220	1075	930	785	营业利润	845	641	1684	1776	1840
无形资产	30	28	26	23	20	营业外收入	75.93	33.41	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	0	91	0	0	0	营业外支出	15.47	13.59	15.00	15.00	15.00
资产总计	26502	24716	29965	32519	34522	利润总额	905	661	1719	1811	1875
流动负债合计	14422	12045	14119	16185	17690	所得税	303	226	430	453	469
短期借款	988	625	4126	6527	8479	净利润	602	435	1290	1358	1406
应付账款	1371	1585	2260	2460	2608	少数股东损益	-9	-92	-50	-50	-50
预收款项	4843	4073	3498	2872	2210	归属母公司净利润	612	527	1340	1408	1456
一年内到期的非	4452	3244	1120	1120	1120	EBITDA	1095	886	1962	2092	2187
非流动负债合计	7086	7247	7090	7205	7316	BPS (元)	0.71	0.20	0.52	0.55	0.57
长期借款	6978	6945	7045	7145	7245	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	295	0	0	0						
负债合计	21508	19292	21209	23390	25006	成长能力					
少数股东权益	257	264	214	164	114	营业收入增长	37.11%	33.99%	35.96%	8.72%	5.95%
实收资本(或股	474	474	2577	2577	2577	营业利润增长	-0.71%	-24.14%	162.83%	5.45%	3.57%
资本公积	587	587	1465	1465	1465	归属于母公司净利润	154.13%	5.14%	154.13%	5.14%	3.38%
未分配利润	3502	3924	3255	2550	1822	获利能力					
归属母公司股东	4737	5160	8542	8965	9401	毛利率(%)	32.92%	22.06%	28.28%	28.20%	28.14%
负债和所有者权	26502	24716	29965	32519	34522	净利率(%)	9.54%	5.14%	11.21%	10.86%	10.61%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.31%	2.13%	4.47%	4.33%	4.22%
						ROE(%)	12.91%	10.22%	15.68%	15.71%	15.49%
经营活动现金流	-540	2630	-2614	-1261	-821	偿债能力					
净利润	602	435	1290	1358	1406	资产负债率(%)	81%	78%	71%	72%	72%
折旧摊销	162.12	175.25	0.00	147.71	147.71	流动比率	1.59	1.76	1.92	1.84	1.81
财务费用	88	70	129	168	200	速动比率	0.27	0.41	0.48	0.48	0.48
应收账款减少	0	0	1	-27	-20	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-575	-625	-662	总资产周转率	0.25	0.33	0.42	0.40	0.40
投资活动现金流	-1270	-111	822	200	200	应收账款周转率	80	44	36	38	38
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.87	5.72	5.98	5.30	5.23
长期股权投资减	0	0	461	0	0	每股指标(元)					
投资收益	39	282	300	300	300	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.20	0.52	0.55	0.57
筹资活动现金流	777	-2358	2967	1362	844	每股净现金流(最新	-2.18	0.34	0.46	0.12	0.09
应付债券增加	0	0	-295	0	0	每股净资产(最新摊	9.99	10.88	3.31	3.48	3.65
长期借款增加	0	0	100	100	100	估值比率					
普通股增加	0	0	2103	0	0	P/E	13.42	47.65	18.33	17.44	16.87
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	0.95	0.88	2.88	2.74	2.61
现金净增加额	-1032	162	1174	301	223	EV/EBITDA	13.46	15.07	17.03	17.02	17.11

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。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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。