

2016年11月17日

公司研究•证券研究报告

# 苏宁环球 ( 000718.SZ )

## 转型推进，想象空间和估值底部同在

### 投资要点

- ◆ **主业地产业绩稳健，提供转型资本支持**：公司项目主要集中在南京，土地成本相对较低，因库存较低，价格存在较强支撑。公司今年1-9月实现营业收入41.12亿元，同比下降21.43%，归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润8.06亿元，同比增长5.03%。公司三季度营业收入整体有下滑但归母净利润却有小幅回升，主要受益于房价上涨，毛利率的同比提升。本年度1-9月公司销售商品提供劳务收到现金61.04亿元，较上期增加26.61%；实现经营活动现金流净额28.31亿元，同比增长68.53%，房地产销售现金流的增加为公司转型提供了资本的支持。
- ◆ **金陵地产巨头，布局转型先行者**：自公司开始布局转型至今，苏宁环球在文化、健康、金融共投资了不低于33亿元，约占其净资产的41%，其中大健康领域投资约12亿元，大文化领域投资约12亿元，大金融领域投资约9亿元。公司转型的主要方向为健康和文化，而金融领域的部分投资主要是为了打造产业投资平台，方便进行国内外的产业投资。
- ◆ **整合一流医美资源，打造中国医美龙头**：我国医美行业发展平稳且迅速，但渗透率极低，市场分散，客户外流入韩国，对于行业来说需要领头羊，对于A股投资者来说，医美行业的投资标的也十分缺乏。公司通过获得韩国权威整形医院韩国ID健康股权，再与韩国ID医院合资成立苏宁环球艾迪医疗投资有限公司与韩国ID交叉持股，深度合作，通过韩国ID医美技术资源来培养我国的医师团队，打造标准化的连锁型医美公司。另外，公司的50亿元医美并购基金战略投资了更美科技，预计降低导客成本约90%，构建医美消费闭环。线下方面，公司目前收购了多家整形美容医院的股权，迅速获得了国内华北、华东、华南区域整形医院牌照及客户资源。其中，公司收购的伊美尔港华今年1-9月完成16年全年对赌业绩，体现了公司在医美行业的整合和经营能力。至今，公司在医美产业形成的实质性投资不低于12亿元，总投资金额已占上市公司净资产的12%以上，将帮助公司迅速获得医美执照、技术、团队、客户等关键资源。
- ◆ **构建大文化IP核心生态圈**：公司计划将红漫科技作为VFX事业核心基地，通过海外收购方式迅速获得CG/VFX技术和IP资源，欲打造其成为中国电影产业本土VFX技术的领跑者和亚洲第一特效公司。公司收购韩国唯一动漫上市公司RedRover，成为其第一大股东，与RedRover合资1亿元设立红漫科技，与韩国著名动漫公司OCON开展战略合作。公司将借助OCON和RedRover两家韩国顶级动漫公司资源在动漫影视IP、4D场馆、VR游戏等方面获得较快的进展。
- 艺人经纪方面，公司投资韩国著名娱乐公司FNC，成为其第二大股东，并与FNC共同出资设立红熠文化，打造综合艺人平台。至今为止公司在文化领域共投资不低于12亿元，在制作影视作品创造文化生态圈价值的同时也能为公司地产、医美分块提供全方位宣传，获得协同效应。
- ◆ **全金融牌照为基础，构建多元创新平台**：公司参与由六家公司共同发起设立的“长

## 公司分析

房地产 | 住宅地产 III

投资评级 增持-B(首次)

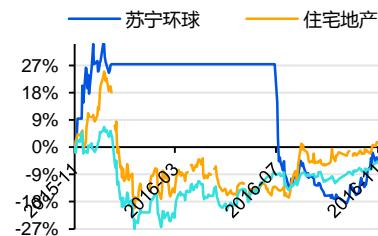
6个月目标价 11.42元

股价(2016-11-17) 9.81元

### 交易数据

总市值 ( 百万元 )	29,769.78
流通市值 ( 百万元 )	18,740.61
总股本 ( 百万股 )	3,034.64
流通股本 ( 百万股 )	1,910.36
12个月价格区间	8.20/14.28元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.86	-2.91	-2.58
绝对收益	11.29	1.02	-8.54

### 分析师

王刚  
 SAC 执业证书编号：S0910515070001  
 wanggang@huajinsc.cn  
 021-20655693

### 报告联系人

王洁婷  
 wangjeting@huajinsc.cn  
 021-20655763

### 相关报告

寿健康保险有限公司”，其中苏宁环球出资 1.45 亿元占比 14.5%。此外，公司还积极打造银行、保险、信托、证券等专业板块及大型金融控股集团，与长城国融、和睿资产、九鼎投资签订战略合作协议，参设深圳平励文产投资管理中心，在金融领域投资不下 9.5 亿元。公司不仅能够加速布局大金融全牌照体系，而且还能通过涉足医美保险领域，与公司大健康布局相互协同，为医美业务转型提供支持。

- ◆ **价值底存在，向下空间有限**：我们针对公司的地产、健康、金融、文化四个板块分别估值得出地产板块市场价值 256 亿元，另外三大板块价值约等同于公司的投资金额，即 33 亿元，公司总估值约 289 亿元，对应每股股价 9.52 元，为公司股票目前较为安全的价位。
- ◆ **员工持股计划尚未解锁**：公司员工持股计划至今未解锁，根据解锁条件我们大致推测公司年末 20 个交易日均价可能需要达到 10.93 才能解禁，离目前 20 日均线价位仍有 19.72% 的距离。今年三季报，公司归属于母公司股东的扣非后净利润 8.06 亿元，比 2014 年末增长 5.6%，如要达到解禁要求，公司年末扣非净利润需至少达到 10.08 亿元。
- ◆ **投资建议**：公司主业地产项目和土地储备价值高，单房房地产板块估值就能保守贡献股价 8.43 元，加上转型板块价值，公司总体保守估值 9.52 元/股，安全边际较高。此外，公司文体健康金融三大转型齐进展较快，未来将增厚公司利润。预计 2016/2017 年公司营业收入分别为 87.00、105.89 亿元，归母净利润分别为 10.89、13.48 亿元，EPS 分别为 0.36 和 0.47 元，对应 2016/2017 PE 分别为 27.3X、20.8X。给予增持-B 建议，6 个月目标价 11.42 元。

#### ◆ 风险提示

- 1、房地产政策收紧加上前期刚需透支导致房价下跌，销量下滑；
- 2、医美行业竞争激烈，毛利明显降低。
- 3、三大产业转型效果不达预期，利润释放过慢。

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	5,456.6	7,375.2	8,700.2	10,589.2	12,072.5
同比增长(%)	-18.8%	35.2%	18.0%	21.7%	14.0%
营业利润(百万元)	1,210.5	1,350.3	1,743.4	2,006.1	2,233.2
同比增长(%)	29.5%	11.5%	29.1%	15.1%	11.3%
净利润(百万元)	762.5	900.2	1,088.9	1,429.4	1,573.1
同比增长(%)	56.5%	18.1%	21.0%	31.3%	10.1%
每股收益(元)	0.25	0.30	0.36	0.47	0.52
PE	38.9	33.0	27.3	20.8	18.9
PB	6.1	3.3	3.1	2.8	2.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、主业地产业绩稳健，提供转型资本支持 .....</b>	<b>4</b>
<b>二、金陵地产巨头，布局转型先行者 .....</b>	<b>4</b>
<b>1. 整合一流医美资源，打造中国医美龙头 .....</b>	<b>4</b>
( 1 ) 行业发展迅速，急需领头羊 .....	4
( 2 ) 并购韩国权威整形机构，引进技术人才 .....	5
( 3 ) 医美的稀缺 .....	5
( 4 ) 获取 O2O 资源，打造闭合产业链 .....	5
( 5 ) 构建医美基金，快速并购医美资源 .....	5
<b>( 6 ) 伊尔美港华业绩达标，医美并购初见成绩 .....</b>	<b>6</b>
<b>2. 构建大文化 IP 核心生态圈 .....</b>	<b>6</b>
( 1 ) 弥补我国技术短板，构建 CG/VFX 技术领路者 .....	6
( 2 ) 携手韩国知名娱乐公司 FNC，打造亚洲天团 .....	7
<b>3. 全金融牌照为基础，构建多元创新平台 .....</b>	<b>7</b>
<b>4. 割肉退地，支持战略转型 .....</b>	<b>8</b>
<b>三、估值-价值底存在，向下空间有限 .....</b>	<b>8</b>
<b>四、员工持股计划尚未解锁 .....</b>	<b>10</b>
<b>五、投资建议 .....</b>	<b>12</b>
<b>六、风险提示 .....</b>	<b>12</b>

## 图表目录

未找到图形项目表。

表 1：健康、医美领域主要投资（单位：万元：人民币） .....	6
表 2：文化领域主要投资（单位：万元：人民币） .....	7
表 3：金融领域主要投资（单位：万元：人民币） .....	8
表 4：房地产板块账面价值（单位：亿元：人民币） .....	9
表 5：公司净负债（单位：百万元：人民币） .....	9
表 6：房地产板块估值（单位：百万元：人民币） .....	9
表 7：公司估值（单位：百万元：人民币） .....	9
表 8：A股房企上市公司股价对比 .....	11

## 一、主业地产业绩稳健，提供转型资本支持

公司项目主要集中在南京，土地成本相对较低，价格弹性大。15 年至今南京在地产复苏中表现亮眼，商品房价快速上涨，公司为最大受益者。从“面包”的角度来看，截至今年九月末，南京的商品住宅可售面积为 249 万平方米，为近五年来最低水平，库存消化时间为 1.8 个月（中指数据），市场“面包”存量显著不足，价格有较强的支撑。从“面粉”角度来看，三季度各类土地成交面积下降 14.6%，但成交金额上涨近五成（中指数据），“面粉”价格飞速上涨。而公司因战略转型公司减少拿地，不需要因地价上涨而被动高价拍地，因此相对于业务单一、土地储备不足的公司，苏宁环球在房地产市场的风险更低，毛利受到高地价的影响更小。

公司今年 1-9 月公司实现营业收入 41.12 亿元，同比下降 21.43%，归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8.06 亿元，同比增长 5.03%。公司三季度营业收入整体有下滑但归母净利润却有小幅回升，主要受益于房价上涨，毛利率的同比提升。公司整体毛利率 41%，同比提升 5 个百分点。本年度 1-9 月公司销售商品提供劳务收到现金 61.04 亿元 较上期增加 26.61%；实现经营活动现金流净额 28.31 亿元，同比增长 68.53%，体现公司房地产销售收入稳定增长，房地产销售现金流的增加为公司转型提供了资本的支持。

## 二、金陵地产巨头，布局转型先行者

15 年在地产行业深化调整的背景下，苏宁环球依托地产主业，积极布局全面转型，确立了“大文化、大健康、大金融”三大战略方向，并与相关企业进行合作，先后组建了文体产业集团、健康产业集团和金融产业集团。15 年至今，苏宁环球在文化、健康、金融共投资了不低于 33 亿元钱，约占其净资产的 41%，其中大健康领域投资约 11 亿元，大文化领域投资约 12 亿元，大金融或其他领域投资约 9 亿元。公司转型的主要方向为健康和文化，而金融领域的部分投资主要是为了打造产业投资平台，方便进行国内外的产业投资。

### 1. 整合一流医美资源，打造中国医美龙头

#### （1）行业发展迅速，急需领头羊

弗若斯特沙利文的报告显示，过往 4 年，中国医疗美容服务量增速远超全球增速均达到 15.5%，预计未来市场增速还能得到提高。而根据清科研究中心，我国医美总人口渗透率 0.35%，远低于韩国的 1.98% 和美国的 4.92%，我国人口基数大，发展潜力巨大。而我国医美行业极度分散，按 2013 年收益计，目前还不存在占有总市场份额逾 5% 的单一营运商，导致医美行业的不规范，医疗事故频发，使得大量的客户远赴韩国进行整容。据韩国政府的估计，到 2020 年，每年赴韩旅游的医疗游客会从 14 年的 211218 名增至 100 万名，增加约 4 倍，而中国游客占的比例最大。而据了解，由于语言不通，中国游客在韩国整容被骗、失败时有发生。因此，我们认为我国市场需要一个专业连锁的医美机构来作为医美行业的领头羊，而与韩国知名企业联手会是快速进入并拓展医美市场的重要手段。

## (2) 并购韩国权威整容机构，引进技术人才

苏宁环球在年初以来就战略投资韩国知名整形医院韩国 ID 健康产业集团，公司首先出资 2.9 亿元获得韩国 ID 健康 30.53% 股权，7 月份公司又出资 3.6 亿元与韩国 ID 医院合资成立苏宁环球艾迪医疗投资有限公司，公司出资占比 60%。公司与韩国 ID 交叉持股，多方位合作，比起一般市场上普通合资公司的合作模式更有利于公司与韩国 ID 的深度合作，能够快速推动公司在我国医美行业的布局。具体内容来看，苏宁环球与韩国 ID 合作的主要目的是获取其医美顶尖技术资源，通过韩国的优秀整形医生培养我国的医师团队。公司一方面可借助苏宁的品牌影响力与渠道方和客户建立信任，通过标准化的服务流程打造连锁型的医美公司，另一方面在快速扩张的过程中通过输入韩国医美人才解决医美人才不足的问题。公司将聚焦一、二线城市，借助并购手段迅速扩大规模，快速打造四级医院连锁体系，设立医美培训学院及标准化研究中心，储备战略性人才资源。

## (3) 医美标的稀缺

目前我国 A 股医美标的稀缺，仅有朗姿股份和苏宁环球两家 A 股公司目前正在转型积极布局医美产业，此外上市的医美企业均为港股（鹏爱医疗）或新三板公司（荣恩医疗、华韩整形、利美康、丽都整形），我国市场缺少大型医美集团，苏宁进军医美行业后未来或成为不可多得的医美稀缺标的。

## (4) 获取 O2O 资源，打造闭合产业链

O2O 平台一方面为医美机构提供了方便，通过线上为医美机构线下引流，另一方面，也为消费者提供了更多的有用信息，是医美行业模式的一次重大变革。整形医院最大的成本为导客成本，利润的 60-70% 会落入广告商手中，公司通过医美基金战略投资了更美科技，以获取医美 O2O 流量平台资源，构建消费闭环。公司收购更美预计可以使导客成本降低约 90%，同时借助目标定位为医美 APP 中的大众点评的更美 APP 能够提升客户的信任度，快速增加导客数量。

## (5) 构建医美基金，快速并购医美资源

公司全资子公司苏宁环球健康投资发展有限公司与控股股东苏宁环球集团公司成立 50 亿元期限 5 年的医美并购基金（上市公司占比 45%），计划三年内并购或设立超过 50 家医美医院，打造医美行业龙头企业。该基金目前共计斥资约 5.7 亿元收购了多家整形美容医院的股权，迅速获得了国内华北、华东、华南区域整形医院牌照及客户资源。同时，今年上市公司以发行股份和现金支付（各一半）的方式收购上海伊尔美港华医疗美容医院有限公司 80%（价值约 2 亿元）的股权。至今，公司在医美产业形成的实质性投资不低于 12 亿元（不包括医美基金未落地的投资），虽然单笔投资金额均不大，但其总投资金额已占上市公司净资产的 12% 以上。对医美资源的并购整合将帮助公司迅速获得医美执照、技术、团队、客户等关键资源，打造闭合医美产业链，体现了公司转型医美行业的决心和执行力。

表 1：健康、医美领域主要投资（单位：万元：人民币）

健康、医美领域主要投资（单位：万元：人民币）	
医美基金（占比 45%）	
14540.24	北京美联臣医疗美容医院有限公司
2850.20	唐山美联臣医疗美容医院有限公司
2318.01	石家庄美联臣医疗美容医院有限公司
2,095.50	无锡美联臣医疗美容医院有限公司
5,200.00	武汉韩辰医疗美容医院有限公司 80% 股权
5200.00	昆明韩辰医疗美容医院有限公司
400.00	广州妍雅医疗有限公司
100.00	上海港隆中医诊所有限公司 80% 股权
100.00	上海古北悦丽医疗美容诊所有限公司 80% 股权
100.00	上海悦美医疗美容诊所有限公司 80% 股权
24000.00	上海港华医院 80% 股权
北京更美	
其他投资	
20800.00	上海伊尔美港华 80% 股权
36,000.00	与 ID 设立合资公司
29,000.00	认购 ID 健康 30.53% 股权
10,000.00	苏宁环球健康投资有限公司
<b>总计</b>	
	<b>&gt;123704.00 万元</b>

资料来源：公司公告、华金证券研究所

## （6）伊尔美港华业绩达标，医美并购初见成绩

公司今年 7 月份发布以发行股份及支付现金购买伊美尔港华的预案。伊尔美投资和港华投资承诺伊尔美港华 2016 年度、2017 年度、2018 年度实际净利润数分别不低于人民币 2,300.00 万元、2,760.00 万元和 3,000.00 万元。11 月 16 日，公司发布补充公告，伊美尔港华未经审计的财务数据显示今年 1-9 月份实现净利润 2549.29 万元。标的公司实现净利润超过承诺业绩，使得公司在本次收购成功的道路上更进一步，也体现了公司在医美行业的整合和经营能力。

## 2、构建大文化 IP 核心生态圈

### （1）弥补我国技术短板，构建 CG/VFX 技术领路者

公司从 2015 年起便积极构建以 IP 为核心的大文化产业生态圈，通过一系列的并购与战略合作落实构建大文化的战略框架。在 CG/VFX 方面，我国近几年增长迅速，市场需求逐渐显现，而我国在动漫影视方面的海外技术依赖性高，IP 资源缺乏，公司计划将红漫科技作为 VFX 事业核心基地，通过海外收购方式迅速获得 CG/VFX 技术和 IP 资源，欲打造其成为中国电影产业本土 VFX 技术的领路者和亚洲第一特效公司。

15 年 6 月苏宁环球传媒共出资约 2.42 亿元收购韩国唯一动漫上市公司（Kosdaq 上市）RedRover，并持有 Redrover 20.01% 的股权，成为其第一大股东，取得董事会的控制权。此后，

苏宁环球传媒还与 RedRover 合资 1 亿元设立红漫科技，其中苏宁环球传媒按出资占比 67%。公司与 RedRover 合作制定策划了 VR 体验馆项目，并推出 VR 城市主题公园事业并将在全国扩张。公司还与韩国著名动漫公司 OCON 战略合作，在未来双方达成一致的前提下苏宁环球优先向 OCON 增资并获得 OCON30%的股权，同时双方出资成立合资公司，OCON 将向合资公司注入所有 IP 资源。通过借助 OCON 和 RedRover 两家韩国顶级动漫公司资源，我们认为公司能够在动漫影视 IP、4D 场馆、VR 游戏等方面获得较快的进展。

至 2019 年年末，公司目标计划制作五部作品在全球上映，其中一部是今年年底中美同步上映的以西游记人物为主线的科幻动画电影《spark》，这部电影是苏宁环球传媒与 RedRover 携手后的首部作品，同时也是中韩签订 NTA 后的首部合拍电影，意义重大；第二部是预计在 17 年 5 月上映的《抢劫坚果店二》，该片今年在戛纳市场上就获得了全球客户的极大关注。公司前期与英皇等影视公司深度合作，推出公司第一部电影《破风》，并获得中国华表奖；另外公司第一部电视剧《天下粮田》也于 16 年 2 月杀青，剧本创作耗时久，制作精良，有望取得较好反响。

## ( 2 ) 携手韩国知名娱乐公司 FNC，打造亚洲天团

在艺人经纪方面，15 年 11 月公司旗下子公司约 3 亿元投资韩国 FNC 娱乐，合计持有其 22% 股份，成为其第二大股东，并计划通过 FNC 优质的演艺明星资源进行国内娱乐市场的开拓。FNC 娱乐成立于 2006 年，拥有自己的音乐教育系统，从销售额角度来看仅落后于韩国 SM 娱乐公司和 YG 娱乐公司。今年 5 月苏宁环球传媒与韩国 FNC 共同出资 1.2 亿元设立红熠文化，其中苏宁环球传媒出资占比 51%，欲打造综合艺人平台，构建粉丝经纪，实现明星艺人、网红制造两条腿走路。

至今为止公司在文化领域共投资不低于 12 亿元，不仅如此，在制作影视作品创造文化生态圈价值的同时也能为公司地产、医美分块提供全方位宣传，获得协同效应。

表 2：文化领域主要投资（单位：万元：人民币）

文化领域主要投资（单位：万元：人民币）	
24,200.00	收购 RedRover20.01%股权
6,700.00	合资公司红漫科技 67%股权
30000.00	投资韩国 FNC22%股权
6120.00	合资公司红熠文化 51%股权
10,000.00	苏宁环球教育投资有限公司
3,500.00	苏宁影业公司 70%股权
9,800.00	深圳平励文产投资管理中心（有限合伙）
30,000.00	江苏聚合创意新兴产业投资基金 37%股权
<b>总计</b>	<b>120300 万元</b>

资料来源：公司公告、华金证券研究所

附：为避险重复计算，部分平台类公司，如苏宁文化和苏宁环球传媒未被计入。

## 3、全金融牌照为基础，构建多元创新平台

15 年公司通过设立苏宁环球金融信息有限公司、苏宁环球股权投资有限公司正式宣布布局金融板块。16 年 8 月公司公告参与由六家公司共同发起设立的“长寿健康保险有限公司”，其中苏宁环球出资 1.45 亿元占比 14.5%，虽然占比较小，但标志公司向大金融领域又迈出了坚实的一步。公司不仅能够加速布局大金融全牌照体系，而且还能通过涉足医美保险领域，与公司大健康布局相互协同，为医美业务转型提供支持。除此之外，公司还积极打造银行、保险、信托、证券等专业板块及大型金融控股集团，撬动大规模资本杠杆，支持多元化产业并购和投资，包括产业并购直投、产业基金运营、产业研究咨询等板块。目前，与长城国融、和睿资产、九鼎投资签订战略合作协议，参设深圳平励文产投资管理中心，在教育、金融领域投资不下 9.5 亿元，在实践中全方位助推大金融转型。

表 3：金融领域主要投资（单位：万元：人民币）

金融或其他领域主要投资（单位：万元：人民币）	
14,500.00 (待审批)	长寿健康保险股份有限公司
10,000.00	。苏宁环球（上海）金融信息有限公司
10,000.00	苏宁环球股权投资有限公司
61,400.00	苏宁资本有限公司
<b>总计</b>	<b>95900.00 万元</b>

资料来源：公司公告、华金证券研究所

## 4、割肉退地，支持战略转型

10 月 28 日和 10 月 31 日，公司公告解除昆明国有土地使用权出让合同。根据公司公告，本次解除的合同涉及的地块为 2010 年公司竞拍获得的昆明市使用年限 40 年的商业金融业用地，当时成交金额为 12.9 亿元。合同解除后昆明市土地矿产储备中心退回已缴纳的土地出让金 10.325 亿元，但保证金不予退还，本事项将使公司本年度利润总额减少 1.62 亿元，约占去年度利润总额的 12%，对本年度公司利润影响较大。不过，昆明土地库存减少后，消除了公司昆明项目库存的市场风险。退回的已缴纳土地出让金及利息将加大对三大转型产业的资金支持力度，加快转型工作的推进。

## 三、估值-价值底存在，向下空间有限

苏宁环球股份有限公司产业大体分为四个板块，房地产、大健康、大文化和大金融，由于房地产板块和另外三个转型板块区别较大，需要针对这四个板块分别估值。

针对房地产板块，保守的估值方法为 NAV 估值法，即将企业的在建、建成、投资性物业、土地等资产进行未来现金流折现加总，再减掉公司净负债所得的总价值。我们认为，NAV 估值法假设比较多，且不反应二级市场变化，因此我们将其简化并联合过去股价对公司进行估值。

我们认为公司股价与 NAV 存存在一定比率。公司房地产资产的价值主要受房地产市场影响，房价的变化基本能够反映房地产市场状况，且对公司资产价值影响最大，表现为资产价值和房价同起同落，所以公司所持资产的账面价值乘以房市涨幅与公司所持资产价值比例相对固定，也与公司股价的比例相对固定。因此 我们选取 2014 年底公司转型前的股价作为参考价获得参考比例，再通过公司目前所持房地产资产账面价值乘以房价涨幅再乘以这个参考比例来推算公司房地产

板块的合理市值，得到结果为约 256 亿元，即房地产板块贡献每股股价 8.42 元。用这个价格可以模拟市场普遍接受的价格。

表 4：房地产板块账面价值（单位：亿元：人民币）

	房地产板账面价值：单位：亿元：人民币		
	2016	2015	2014
在建	63.00	69.00	109.00
建成（调整）	40.00	12.00	22.00
拟开发土地成本	42.00	41.00	38.00
投资性房地产	2.73	2.80	2.17
总计	147.73	124.80	171.17

资料来源：公司财报、华金证券研究所

表 5：公司净负债（单位：百万元：人民币）

	公司净负债：单位：百万元：人民币		
	2014	2015	2016
短期负债（调整）	4731.71	3082.00	2499.02
长期负债（调整）	2009.06	2062.73	1426.30
现金	1607.90	5232.37	2355.76
净负债	5132.87	-87.64	1569.56

资料来源：公司财报、华金证券研究所

表 6：房地产板块估值（单位：百万元：人民币）

	房地产板块估值：单位：百万元：人民币		
	2014	2015	2016
房地产账面价值	11984.13	12567.64	13203.44
公司市值	13700.00	40026.00	27069.00
房价平均涨幅（1）	1	1.06	1.1713
房价调整后价值	11984.13	13321.70	15465.19
比值	1.14	3.00	1.75
利率变动调整（2）	1.00		1.45
房地产板块市值			25635.23

资料来源：公司财报、华金证券研究所

(1) :根据公司营业收入构成变化 ,15 年房价平均涨幅主要取决于南京涨幅 ,16 年主要取决于南京和宜兴涨幅。

(2) : 根据公司 14 年和 16 年长期借款利率做出调整。

表 7：公司估值（单位：百万元：人民币）

	公司估值：单位：百万元：人民币		
	2014	2015	2016
房地产板块市值	13700.00	14954.07	26664.28
大健康投资金额		1237.00	
伊美尔港华收购现金调整		-104.00	
大文化投资金额		1203.00	
大金融投资金额		959.00	
总市值			28930.23
总股本			3040.00
股价			9.52 元

资料来源：公司公告、公司财报、华金证券研究所

针对大健康、大文化和大金融板块，由于不确定性较大，尤其是医美行业现状整体不规范，尤其是公司在被收购后需要面临财务并表的问题，一些行业灰色带将无法被合法合规化从而影响公司经营。我们认为比较好的估值方法是假设公司投资时的价格为合理的市场价格，因此公司的市值直接体现公司在三大板块的投资金额，我们将其加总即为公司三大转型板块的合理市值，即约 33 亿元，贡献每股股价 1.08 元。

在以上的估值方法中，房地产板块估值用的对标时间是 2014 年底，公司股价处于历史相对较低的位置，用 14 年底的市值计算得到的市值/调整后账面价值的比值较低，估值较为保守，经过计算得到公司总市值 289.30 亿元，对应 9.52 元每股。我们认为这个股价为公司股票较为保守的价位，而一旦公司转型效果显现，被收购资产开始提供稳定的收益，公司股价便存在较大的上升空间。

## 四、员工持股计划尚未解锁

2015 年 1 月份，公司公告员工持股计划股票购买完成，购买均价为 6.34 元/股，数量 4000 万股，占公司总股本 1.96%。本次员工持股计划的股票分三期解锁，每期解锁比例分别为 30%，30%，40%，每次解锁需满足如下条件：

第一次解锁必须满足下列条件：

- (1) 公司 2015 年度扣除非经常性损益后的净利润较 2014 年度增长 15%以上；
- (2) 以 2014 年最后 20 个交易日的成交均价为基数，公司股票 2015 年最后 20 个交易日的成交均价涨幅居 2014 年最后一个交易日市值在 50 亿元以上的 A 股房地产公司（按证监会行业分类）同比涨幅前 30 名（含 30 名）。

第二次解锁必须满足下列条件：

- (1) 公司 2016 年度扣除非经常性损益后的净利润较 2014 年度复合增长率 15%以上（即增长 32.25%以上）；
- (2) 以 2015 年最后 20 个交易日的成交均价为基数，公司股票 2016 年最后 20 个交易日的成交均价涨幅居 2014 年最后一个交易日市值在 50 亿元以上的 A 股房地产公司（按证监会行业分类）同比涨幅前 30 名（含 30 名）。

第三次解锁必须满足下列条件：

- (1) 公司 2017 年度扣除非经常性损益后的净利润较 2014 年度复合增长率 15%以上（即增长 52.09%以上）；
- (2) 以 2016 年最后 20 个交易日的成交均价为基数，公司股票 2017 年最后 20 个交易日的成交均价涨幅居 2014 年最后一个交易日市值在 50 亿元以上的 A 股房地产公司（按证监会行业分类）同比涨幅前 30 名（含 30 名）。

截止今年三季报，公司员工持股计划占持股 5200 万股，占公司股份 1.71%，持股数量 2015 年初至今没有变化，推测 17 和 18 年可能存在解锁压力。今年三季报，公司归属于母公司股东的扣非后净利润 8.06 亿元，比 2014 年末增长 5.6%，如要达到解禁要求，公司年末扣非净利润需至少达到 10.08 亿元。

股价方面，我们根据以 2015 年最后 20 个交易日的股价为基数，拉出了公司股票截止今年 11 月 10 日股价涨幅居 2014 年最后一个交易日市值在 50 亿元以上的 A 股房地产公司同比涨幅前 30 名的公司和苏宁环球。如果按照此排名第 30 名的涨跌幅 (-9.57%) 来进行粗略的估算，公司年末 20 个交易日均价需至少达到 10.93 才能解禁，而目前公司 20 日均线为 9.13，仍有 19.72% 的距离。

表 8：A 股房企上市公司股价对比

证券代码	证券简称	总市值 2	15 年末 20 个交易日均		最新收盘价	涨跌幅
		2014-12-31	价			
000918.SZ	嘉凯城	7830191110.00	5.3500	10.5800	97.76%	
000002.SZ	万科 A	153108876954.10	18.2174	26.5600	45.79%	
600733.SH	S 前锋	8136591480.00	39.4500	50.1800	27.20%	
000011.SZ	深物业 A	5947871338.16	14.9027	18.9100	26.89%	
000036.SZ	华联控股	5102450212.48	7.6900	9.1100	18.47%	
600007.SH	中国国贸	15401349944.86	16.4670	19.0800	15.87%	
600736.SH	苏州高新	6103976832.00	8.1024	9.1100	12.44%	
600649.SH	城投控股	21599795035.14	18.0200	20.0900	11.49%	
600322.SH	天房发展	5196790000.00	5.4700	6.0200	10.05%	
600533.SH	栖霞建设	5250000000.00	5.2149	5.6900	9.11%	
600340.SH	华夏幸福	57677555574.00	26.0590	27.9900	7.41%	
600638.SH	新黄浦	9130138084.76	13.4569	14.4200	7.16%	
600246.SH	万通地产	5889312000.00	5.9900	6.3100	5.34%	
000965.SZ	天保基建	8797932192.16	6.4068	6.7200	4.89%	
000042.SZ	中洲控股	7341936806.40	19.5329	20.2400	3.62%	
600658.SH	电子城	6798741551.44	12.3772	12.4900	0.91%	
000514.SZ	渝开发	5973898432.20	8.2700	8.2700	0.00%	
600657.SH	信达地产	12437965206.72	6.9719	6.8800	-1.32%	
600383.SH	金地集团	51247598215.52	12.6050	12.1600	-3.53%	
600173.SH	卧龙地产	5097786643.80	8.6279	8.3200	-3.57%	
600052.SH	浙江广厦	5579450188.80	8.1100	7.7900	-3.95%	
600716.SH	凤凰股份	7094954073.72	8.7500	8.3800	-4.23%	
600177.SH	雅戈尔	25628300609.45	15.0629	14.3200	-4.93%	
600376.SH	首开股份	22599486000.00	12.6469	11.8800	-6.06%	
000402.SZ	金融街	36853505753.31	12.0520	11.2300	-6.82%	
600208.SH	新湖中宝	58800212146.44	5.1200	4.7500	-7.23%	
600663.SH	陆家嘴	70,038,150,000.0000	25.7620	23.8200	-7.54%	
002305.SZ	南国置业	6968129662.90	6.2200	5.7500	-7.56%	
600064.SH	南京高科	9286776787.68	18.4587	16.8000	-8.99%	
900911.SH	金桥 B 股	9997242058.36	1.6975	1.5350	-9.57%	
000718.SZ	苏宁环球	13750685935.53	12.0877	10.0900	-16.53%	

资料来源：wind, 华金证券研究所

## 五、投资建议

我们认为公司主业地产项目和土地储备价值高，受益于二三线房地产市场红利，公司在房地产板块有望维持较高业绩，单房地产板块估值就能保守贡献股价 8.43 元，加上转型三大板块，公司总体保守估值 9.52 元/股，安全边际较高。此外，公司转型执行能力较强，其中伊美尔港华今年 1-9 月对赌业绩达标体现了公司在医美行业的经营整合能力。我们认为公司在文体健康金融三大转型进展较快，预计未来将增厚公司利润。预计 2016/2017 年公司营业收入分别为 87.00、105.89 亿元，对应归母净利润分别为 10.89、13.48 亿元，同比分别增长 21.00%、23.80%，对应 2016/2017 年 EPS 分别为 0.36 和 0.44 元，目前股价对应 2016/2017 PE 分别为 27.3X、20.8X。主业地产安全边际高，三大战略转型高升值空间可期，看好发展前景，给予增持-B 建议，6 个月目标价 11.42 元。

## 六、风险提示

- 1、房地产政策收紧加上前期刚需透支导致房价下跌，销量下滑；
- 2、医美行业竞争激烈，毛利明显降低。
- 3、三大产业转型效果不达预期，利润释放过慢。

## 财务报表预测和估值数据汇总

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	5,456.6	7,375.2	8,700.2	10,589.2	12,072.5	<b>年增长率</b>					
减: 营业成本	3,392.4	4,871.0	5,449.0	6,943.0	8,033.8	营业收入增长率	-18.8%	35.2%	18.0%	21.7%	14.0%
营业税费	457.9	668.8	769.6	928.5	1,073.7	营业利润增长率	29.5%	11.5%	29.1%	15.1%	11.3%
销售费用	188.3	173.1	249.8	306.0	326.3	净利润增长率	56.5%	18.1%	21.0%	31.3%	10.1%
管理费用	129.0	139.2	313.2	338.9	349.6	EBITDA 增长率	30.3%	16.8%	27.5%	7.7%	10.3%
财务费用	31.7	107.3	126.6	13.0	-	EBIT 增长率	32.1%	17.3%	28.3%	8.0%	10.6%
资产减值损失	31.8	48.2	32.8	37.6	39.5	NOPLAT 增长率	20.1%	21.6%	46.2%	8.0%	10.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.8%	-4.7%	40.1%	39.9%	-15.6%
投资和汇兑收益	-15.1	-17.4	-15.8	-16.1	-16.5	净资产增长率	12.6%	96.2%	6.8%	8.3%	9.0%
<b>营业利润</b>	1,210.5	1,350.3	1,743.4	2,006.1	2,233.2	<b>盈利能力</b>					
加: 营业外净收支	-9.8	-9.5	-168.1	-62.5	-80.0	毛利率	37.8%	34.0%	37.4%	34.4%	33.5%
<b>利润总额</b>	1,200.7	1,340.8	1,575.4	1,943.6	2,153.1	营业利润率	22.2%	18.3%	20.0%	18.9%	18.5%
减: 所得税	438.1	458.4	393.8	485.9	538.3	净利润率	14.0%	12.2%	12.5%	13.5%	13.0%
<b>净利润</b>	762.5	900.2	1,088.9	1,429.4	1,573.1	EBITDA/营业收入	23.8%	20.6%	22.3%	19.7%	19.1%
						EBIT/营业收入	22.8%	19.8%	21.5%	19.1%	18.5%
<b>资产负债表</b>											
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
<b>货币资金</b>	1,607.9	5,232.4	696.0	847.1	965.8	<b>偿债能力</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	77.2%	61.4%	67.1%	68.9%	66.5%
应收帐款	235.6	544.5	212.9	777.7	374.7	负债权益比	338.5%	159.1%	204.0%	221.2%	198.6%
应收票据	7.9	3.5	8.5	7.8	10.1	流动比率	1.43	1.78	1.43	1.63	1.46
预付帐款	377.2	677.4	420.3	1,061.8	629.2	速动比率	0.19	0.53	0.09	0.15	0.11
存货	17,987.2	16,375.5	27,921.7	31,096.8	32,328.6	利息保障倍数	39.24	13.58	14.77	155.32	
其他流动资产	576.9	565.9	516.4	553.0	545.1	<b>营运能力</b>					
可供出售金融资产	0.2	81.4	27.2	36.3	48.3	固定资产周转天数	20	9	6	2	0
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	517	400	391	462	439
长期股权投资	-	455.8	455.8	455.8	455.8	流动资产周转天数	1,341	1,079	1,100	1,090	1,032
投资性房地产	217.5	280.3	280.3	280.3	280.3	应收帐款周转天数	16	19	16	17	17
固定资产	196.8	165.3	101.1	36.9	-27.3	存货周转天数	1,155	839	916	1,003	946
在建工程	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	总资产周转天数	1,388	1,127	1,155	1,131	1,066
无形资产	18.2	30.3	25.7	21.2	16.7	投资资本周转天数	539	424	422	485	457
其他非流动资产	149.6	370.3	377.7	342.8	363.4	<b>费用率</b>					
<b>资产总额</b>	21,376.2	24,783.7	31,044.8	35,518.7	35,991.9	销售费用率	3.5%	2.3%	2.9%	2.9%	2.7%
短期债务	1,779.4	1,349.1	1,615.4	1,912.2	2,066.2	管理费用率	2.4%	1.9%	3.6%	3.2%	2.9%
应付帐款	3,149.1	2,789.5	5,939.2	5,289.9	6,595.8	财务费用率	0.6%	1.5%	1.5%	0.1%	0.0%
应付票据	-	-	-	-	-	三费/营业收入	6.4%	5.7%	7.9%	6.2%	5.6%
其他流动负债	9,564.0	9,017.6	13,259.9	13,831.3	15,245.0	<b>投资回报率</b>					
长期借款	2,009.1	2,009.5	-	3,403.8	-	ROE	15.6%	9.9%	11.3%	13.6%	13.8%
其他非流动负债	-	54.4	18.1	24.2	32.3	ROA	3.6%	3.6%	3.8%	4.1%	4.5%
<b>负债总额</b>	16,501.6	15,220.1	20,832.7	24,461.5	23,939.3	ROIC	10.6%	10.8%	16.5%	12.7%	10.1%
少数股东权益	-	456.8	544.7	572.6	613.5	<b>分红指标</b>					
股本	2,043.2	3,034.6	3,034.6	3,034.6	3,034.6	DPS(元)	0.13	0.10	0.15	0.20	0.21
留存收益	2,831.4	6,067.1	6,632.7	7,450.0	8,404.5	分红比率	53.6%	33.7%	43.1%	43.5%	40.1%
<b>股东权益</b>	4,874.6	9,563.6	10,212.1	11,057.2	12,052.6	股息收益率	1.4%	1.0%	1.6%	2.1%	2.1%
<b>现金流量表</b>											
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
<b>净利润</b>	762.6	882.4	1,088.9	1,429.4	1,573.1	<b>业绩和估值指标</b>					
加: 折旧和摊销	63.0	63.4	68.7	68.7	68.7	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
资产减值准备	31.8	48.2	-	-	-	EPS(元)	0.25	0.30	0.36	0.47	0.52
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	BVPS(元)	1.61	3.00	3.19	3.45	3.77
财务费用	80.3	121.3	126.6	13.0	-	PE(X)	38.9	33.0	27.3	20.8	18.9
投资损失	15.1	17.4	15.8	16.1	16.5	PB(X)	6.1	3.3	3.1	2.8	2.6
少数股东损益	0.1	-17.8	92.6	28.3	41.8	P/FCF	-1,228.	436.2	-7.2	41.8	40.7
营运资金的变动	-197.8	2,340.8	-3,482.0	-4,783.0	2,508.0	P/S	5.4	4.0	3.4	2.8	2.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	802.5	3,151.7	-2,089.3	-3,227.5	4,208.0	EV/EBITDA	18.5	19.1	16.5	17.2	14.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-658.7	-616.3	38.4	-25.2	-28.5	CAGR(%)	24.1%	22.3%	21.8%	24.1%	22.3%
<b>融资活动产生现金流量</b>	-464.4	1,374.3	-2,485.4	3,403.8	-4,060.9	PEG	1.6	1.5	1.3	0.9	0.8
						ROIC/WACC	1.1	1.1	1.7	1.3	1.1

## 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

王刚声明，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**

华金证券有限责任公司（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：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（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，亦不应用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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)