

强烈推荐-A (首次)

南山控股 002314.SZ

目标估值: 9.50 元

当前股价: 7.88 元

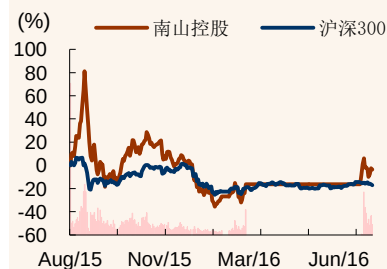
2016 年 08 月 02 日

基础数据

上证综指	2953
总股本(万股)	187753
已上市流通股(万股)	57984
总市值(亿元)	148
流通市值(亿元)	46
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	8.8
资产负债率	43.8%
主要股东	中国南山开发(集团)
主要股东持股比例	50.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	51	-13
相对表现	15	42	5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《大类配置风格与短期积极变化均支持行业指数反弹--帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》2016-07-18

2、《半年首周销量季节性回落，继续关注积极因素兑现--招商房地产高频追踪报告》2016-07-11

刘义

0755-82940790
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003

赵可

0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

研究助理

黄梓钊

075583295441
huangzizhao@cmschina.com.cn

不止是物流地产第一股

公司不止是纯正意义的 A 股物流地产第一股; 住宅开发受益于苏州楼市上涨且明年业绩弹性显著, 看好物流地产长期前景及公司二梯队龙头地位, 首次覆盖并给予“强烈推荐-A”投资评级, 集团土地资源进一步整合预期、港股估值映射、标的稀缺性等提供额外弹性, 第一阶段目标价 9.5 元/股, 且“空间+服务”外延潜力极大。

- **南山控股拟吸收合并深基地, 打造纯正意义的 A 股物流地产第一股。**公司主营业务将在住宅开发及制造业基础上, 新增现代物流地产及石油后勤, 构建“以住宅开发与物流地产为主, 制造业与石油后勤为辅”的业务体系。
- **住宅开发以苏州为核心, RNAV 为 82 亿。**公司截至 15 年底权益未结货值 300 亿, 苏州占比近 70%, 显著受益于当地楼市上涨; 中性假设下, RNAV 为 82 亿; 不考虑山语海项目, 预计 16 年住宅开发可贡献权益净利 5 亿左右 (上半年已实现 4 亿左右), 但山语海项目可为今年或明年业绩提供显著弹性。
- **物流地产行业仍将延续相对景气, 宝湾二梯队龙头地位稳定, 中性假设下, 上市公司所持权益之重估价值为 116 亿。**虽然供给放量将导致结构分化, 但行业仍将延续相对景气。宝湾截至 15 年底位居第三, 运营建面 135 万平米, 重估价值 67 亿 (0.49 万/平米); 潜在建面 (在建+已拿地未开工) 263 万平米, 估值打七折, 重估价值 91 亿; 港股估值映射下, 重估价值仍可+10%; 此外, “空间+服务”外延潜力极大, 未来不仅仅是传统意义的物流地产。
- **其他业务主要包括制造业、石油后勤以及投资项目, 合计重估价值 47 亿。**制造业包括集成房屋、船舶舾装、塔机租赁等, 给予目标市销率=1.5X, 重估价值近 20 亿; 石油后勤业务短期虽有压力, 但存量空间价值仍在, 重估价值为 15 亿; 投资项目主要是三个参股公司, 重估价值为 12 亿。
- **住宅开发受益于苏州楼市上涨, 看好物流地产长期前景及公司二梯队龙头地位, 首次覆盖并给予“强烈推荐-A”投资评级。**分部估值测算, 中性假设下, 南山控股重组完成后重估价值 260 亿; 集团土地资源进一步整合预期、港股估值映射、标的稀缺性等可提供额外估值弹性 (给予 8% 的溢价空间), 第一阶段目标市值 280 亿, 对应目标价 9.5 元/股, 且“空间+服务”外延潜力极大。
- **风险提示:** 物流地产行业供给放量导致结构分化; 新增项目效益不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1733	4883	5240	6552	7187
同比增长	-18%	182%	7%	25%	10%
营业利润(百万元)	(535)	409	780	1764	1256
同比增长	-7335%	177%	91%	126%	-29%
净利润(百万元)	(506)	222	500	777	814
同比增长	-1439%	144%	125%	56%	5%
每股收益(元)	(0.87)	0.12	0.27	0.41	0.43
PE	-9.0	66.7	29.6	19.0	18.2
PB	3.5	2.5	2.5	2.3	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券; 预测数据暂不考虑重组

1. 南山控股拟吸收合并深基地，打造 A 股物流地产第一股

南山控股拟以 5.64 元/股的价格，发行近 8 亿股换股吸收合并深基地 B（换股比例为 1:3.4663），同时定增 2.93 亿股募集配套资金 16.5 亿元；重组完成后，南山控股总股本将增加至 29.7 亿股（南山集团持股 61.85%，定增股东持股 9.85%，公众股东持有剩余部分）。南山控股主营业务将在住宅开发及制造业基础上，新增现代物流地产及石油后勤，变身为纯正意义的 A 股物流地产第一股，构建“以住宅开发与物流地产为主，制造业与石油后勤为辅”的业务体系。

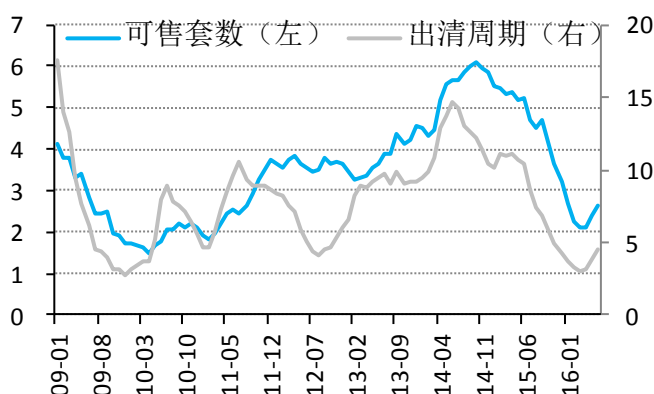
2. 住宅开发：权益未结货值 300 亿，苏州占比近 70%，显著受益于当地楼市上涨，RNAV=82 亿，山语海项目可为今年或明年业绩提供显著弹性

权益未结货值达 300 亿，以苏州为核心，显著受益于当地楼市上涨。公司住宅开发业务主要布局苏州、长沙、南通、合肥等二三线城市，并通过增资方式取得大股东旗下深圳项目“山语海”之控股权，资源禀赋以苏州为核心，显著受益于苏州楼市上涨。预计截至 2015 年底在建及拟建项目权益计容面积合计 185 万平米，苏州占比达 56%；权益未竣工货值 270+亿，苏州占比达 68%；加上截至 2015 年底的权益竣工未售货值（预计 20 多亿），公司权益未结货值达 300 亿量级。

中性假设下，住宅开发业务 RNAV 为 82 亿。预计截至 2015 年底公司住宅开发业务分部之权益净资产为 48 亿元左右，苏州楼市上涨对净利率（2015 年结算净利率达 13% 左右）有较大贡献，中性假设下，预计未结货值对应的净利率为 15%，那么存量项目全部开发完毕可贡献 45 亿的账面权益净利，对应 RNAV=82 亿。

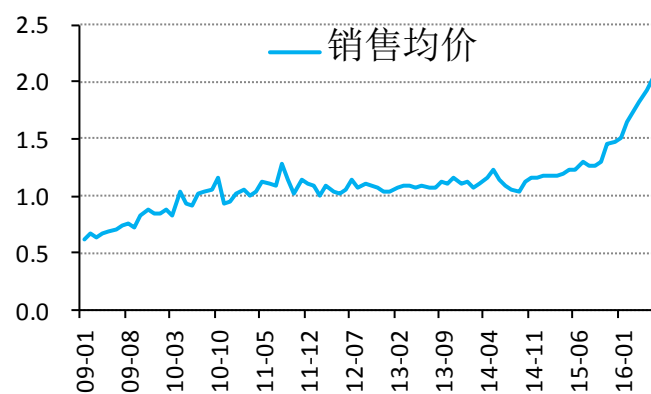
不考虑山语海项目，预计 16 年住宅开发可贡献权益净利 5 亿左右（上半年已实现 4 亿左右），但山语海项目可为今年或明年业绩提供显著弹性。公司住宅开发业务 15 年实现净利 5 亿左右，今年上半年集中结算，预计净利达 4 亿左右，不考虑山语海项目，下半年可结算资源不多，预计全年可实现净利稳定在 5 亿左右。但山语海项目可为今年或明年业绩提供显著弹性，项目位于深圳蛇口小南山区域，权益计容 3.4 万平米，预计均价 7 万元/平米左右，对应权益货值 23.5 亿，预计净利率在 25% 以上（楼面地价不到 1 万元/平米），可贡献权益净利 6 亿左右；只是结算时点面临不确定性，受光明滑坡事件影响，临山因素导致该项目批准预售时间延后，目前已处于现房状态，如果拿证进展顺利，该项目可在今年下半年和明年贡献业绩。

图 1：苏州商品住宅库存及出清周期



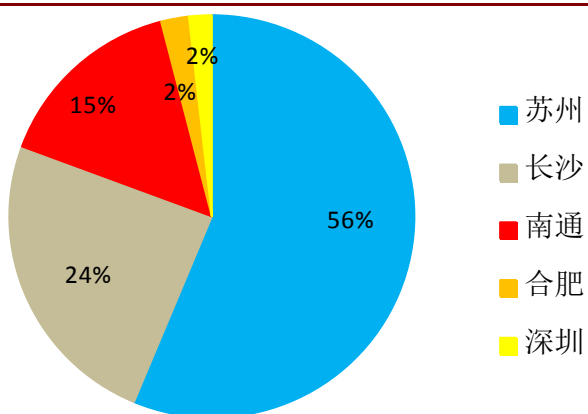
资料来源：搜房网、招商证券；单位(万套、月)

图 2：苏州商品住宅销售均价



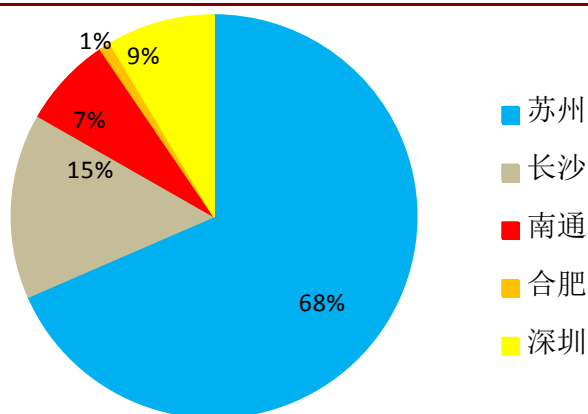
资料来源：搜房网、招商证券；单位(万元/平米)

图 3: 住宅开发权益货量分布 (15 年底未竣工口径)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 住宅开发权益货值分布 (15 年底未竣工口径)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 南山控股 2015 年底住宅开发项目储备 (未竣工口径)

	权益计容 (万平方米)				预估均价 (万/平方米)	权益货值 (亿元)
	15 年底待开发	15 年底在建	16 年新增	合计		
苏州	38.4	46.8	19.0	104.2	1.8	187.6
长沙	45.0			45.0	0.9	40.5
南通	15.0	13.4		28.4	0.7	19.9
合肥	4.1			4.1	0.6	2.5
深圳		3.4		3.4	7.0	23.5
合计				185.1	1.5	274.0

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 南山控股住宅开发业务 RNAV 测算表

住宅开发业务 RNAV (2015 年底)	谨慎 2	谨慎 1	中性	乐观 1	乐观 2
1.权益净资产 (亿元 预估)	48	48	48	48	48
2.存货增值 (亿元)					
权益未竣工面积 (万平方米)	185	185	185	185	185
预计均价 (万元/平方米)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
权益未竣工货值 (亿元)	241	259	274	296	315
权益竣工未售货值 (亿元)	27	27	27	27	27
权益未结货值 (亿元)	267	286	301	323	341
净利率预估	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
权益未结净利 (亿元)	35	40	45	52	58
折现率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
折现系数 (五年开发周期)	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
评估增值 (亿元)	26	30	34	39	44
3.投资性房地产增值 (亿元)	0	0	0	0	0
房地产 RNAV (1+2+3 亿元)	74	78	82	87	92

资料来源: 公司数据、招商证券

3.物流地产: 二梯队龙头地位稳定, 行业仍将延续相对景气, 中性假设下, 上市公司所持权益重估价值达 116 亿, 并且港股估值映射下, 仍有 10%的提升空间

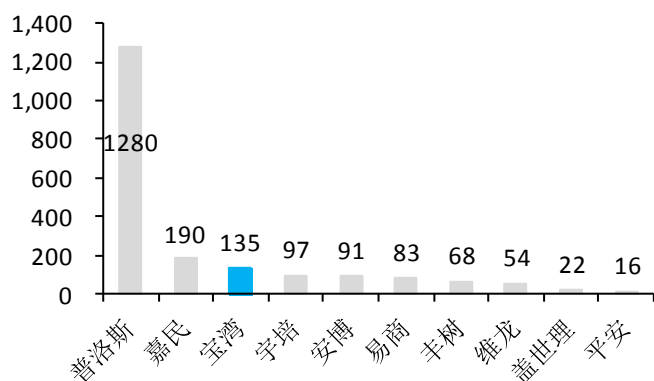
二梯队龙头地位稳定，行业仍将延续相对景气。国内物流地产一直维持“一超多强”的竞争格局，普洛斯中国绝对领先，在 TOP10 总规模中占据 60% 左右的份额；宝湾是国内最早从事物流地产开发的企业，近十年来战略偏稳健，一直处于行业前三，截至 2015 年底以运营规模而论，宝湾位于第三名，未来几年战略偏积极（预计 2019 年运营规模将达 500 万平米量级），二梯队龙头地位相对稳定。尽管供给放量将导致行业未来几年面临分化压力，但行业供给目前仍处于短缺状态；并且受益于存量厂房和农民仓陆续退出，以及消费升级、电商、第三方物流等长期趋势，行业需求端仍有较大的发展潜力；综合而言，虽然行业未来几年不能与前几年相比，但仍处于相对景气阶段。

中性假设下，宝湾物流股权重估价值为 150 亿，上市公司所持权益重估价值为 116 亿。截至 2015 年底，宝湾物流已实际完工投入运营物流园区 12 个，占地面积 3811 亩，建筑面积 135.1 万平米，综合出租率达到 95% 以上，当年收入 4.8 亿，预计“EBITDA%”为 73%，扣除所得税之后的“利息折旧摊销前净利率”为 55%；中性假设下，资本化率取 7% 左右，租金永续增长率取 3%-4%（略跑赢通胀），对应重估倍数=25X，那么，目前运营项目重估价值为 67 亿元，折合 0.49 万元/平米。在建物流园区 7 个，占地面积 2060 亩，建筑面积 73.3 万平米；拟建物流园区 18 个，占地面积 6118 亩，建筑面积 209 万平米（扣除不确定性项目之后的建筑面积为 190 万平米）；保守测算，潜在项目（在建+已拿地但未开工）打七折，即 0.34 万元/平米，对应重估价值为 91 亿。“项目重估价值+其他资产-负债”，得出宝湾物流重估价值为 150 亿；重组完成后，上市公司将持有宝湾物流 77.36% 股权，对应权益重估价值为 116 亿。

港股估值映射下，宝湾物流重估价值仍有 10% 的提升空间。虽然 A 股没有直接对标个股，但港股宇培（中国物流资产）可提供估值映射。宇培当前收盘总市值 97 亿港元，对应 82.5 亿人民币，假设除投资性房地产之外的其他资产和负债重估价值不变，根据资产负债表倒推，宇培投资性房地产（物流园区）重估价值为 132 亿。宇培截至 2015 年底运营面积 96.83 万平米，在建面积 112.46 万平米，拟建面积 93.89 万平米，按照未竣工项目同样打七折的逻辑，宇培重估面积为 241 万平米，对应重估单价为 0.55 万元/平米。我们在中性假设下，对宝湾物流的重估单价为 0.49 万元/平米，意味着港股估值映射下，宝湾物流重估价值仍有 10% 的提升空间。

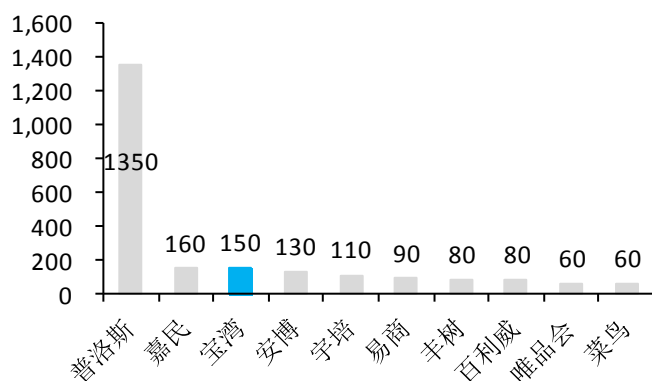
此外，依托全国化的项目布局，公司“空间+服务”外延潜力极大。空间方面，目前国内物流地产商主要集中服务于企业客户，而对于个人客户几乎没有涉猎，对比国外，面向个人客户提供“私人空间”有极大的发展潜力。服务方面，公司已在尝试供应链延伸服务和物流增值服务，并且对中小电商客户的增值服务可优化存量空间利用效率。

图 5：现代物流地产竞争格局（戴德梁行口径）



资料来源：招商证券

图 6：现代物流地产竞争格局（普洛斯口径）



资料来源：招商证券

图 7: 宝湾物流在运营项目 (合计建筑面积 135 万平方米)



图 8: 宝湾物流在建项目 (合计建筑面积 73 万平方米)

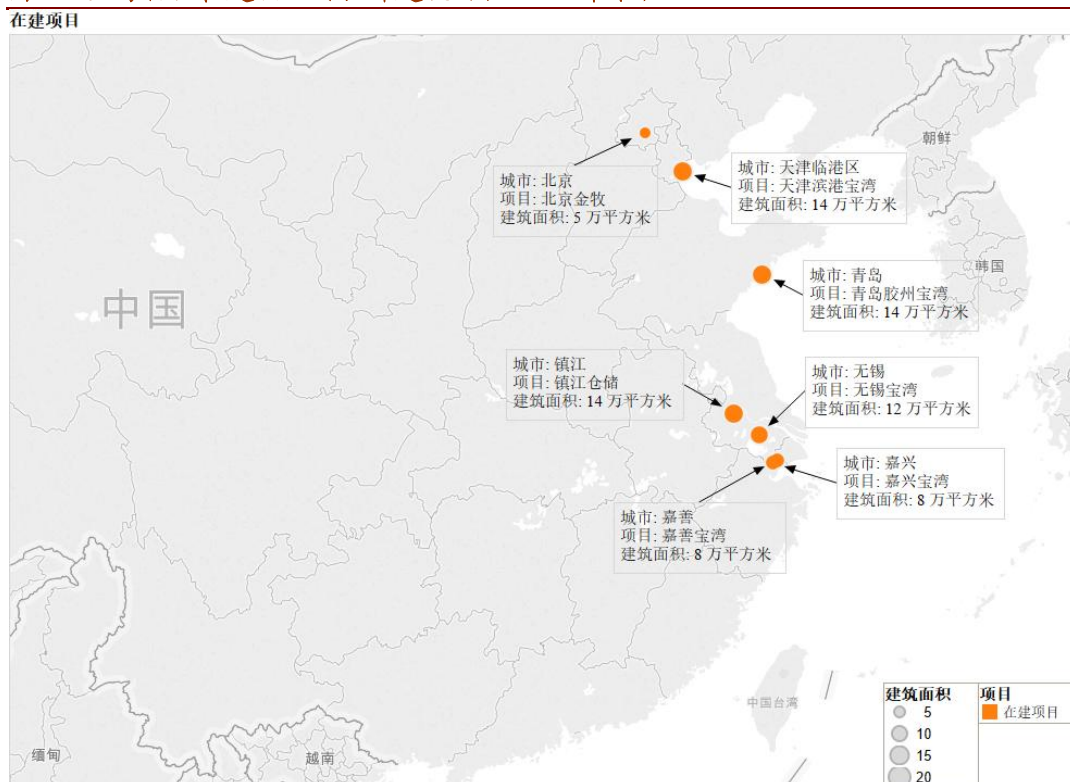


图 9: 宝湾物流拟建项目 (合计建筑面积 209 万平方米)



表 3: 宝湾物流 RNAV 测算表

宝湾物流 RNAV (2015 年底)	谨慎 2	谨慎 1	中性	乐观 1	乐观 2
A. 其他资产 (预估)					
账面价值 (亿元)	11	11	11	11	11
B. 园区资产重估					
账面价值 (亿元)	42	42	42	42	42
(1) 运营项目					
建筑面积 (万平方米)	135	135	135	135	135
租金等收入 (亿元)	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
EBIDA%	55%	55%	55%	55%	55%
利息折旧摊销前净利 (亿元)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
估值倍数	17	20	25	30	36
运营项目重估价值 (亿元)	44	53	66	80	95
重估单价 (万元/平米)	0.33	0.39	0.49	0.59	0.70
(2) 潜在项目 (在建+已拿地拟建)					
建筑面积 (万平方米)	263	263	263	263	263
重估单价 (万元/平米)	0.33	0.39	0.49	0.59	0.70
折现系数	70%	70%	70%	70%	70%
潜在项目重估价值 (亿元)	60	72	90	109	129
运营及潜在项目重估价值 (亿元)	104	125	157	190	224
C. 账面负债 (亿元)	18	18	18	18	18
股权评估价值 (A+B-C 亿元)	97	118	150	183	217
权益比例	77.36%	77.36%	77.36%	77.36%	77.36%

敬请阅读末页的重要说明

上市公司股权评估价值 (亿元)	75	91	116	141	168
-----------------	----	----	-----	-----	-----

资料来源：公司数据、招商证券

表 4: 宇培（中国物流资产）价值重估测算表

	2015 年底	IPO 募资	IPO 之后	重估价值
资产端	108.8	27.6	136.4	171.4
投资性房地产	97.1		97.1	132.1
其他资产	11.7	27.6	39.3	39.3
负债端	88.9		88.9	88.9
权益端	19.8	27.6	47.5	82.5

资料来源：公司数据、招商证券；单位-亿人民币

4.其他业务：主要包括制造业、石油后勤以及投资项目，合计重估价值 47 亿

制造业包括集成房屋、船舶舾装、塔机租赁等业务，重估价值近 20 亿。公司的制造业务继承自原雅致股份。集成房屋业务受行业环境和内部定位（工地临建）等因素影响，收入自 2011 年的近 20 亿下降至 2015 年的 5.5 亿，2014-2015 年分别亏损 5 和 2.5 亿左右，对综合业绩造成较大拖累，但最近已趋于稳定，并在两方面积极谋求转型，一是模块化建筑，客户主要是旅游地产而非传统的住宅，产品方面对标远大；二是出口，一带一路概念；预计 2016 年收入维持 5-6 亿，目标是实现盈亏平衡，未来具备一定的恢复潜力。船舶舾装业务收入近年来保持相对稳定，预计 2016 年收入仍在 5-6 亿，净利 3 千万左右。塔机租赁业务规模较小，预计 2016 年收入维持 1-2 亿。综合而言，公司制造业务 2016 年收入 12.5 亿左右，盈利低谷背景下市盈率估值并不合适，我们采用市销率估值，给予目标市销率=1.5X，对应重估价值近 20 亿。

石油后勤包括装卸及港务、仓库及办公租赁两大板块，重估价值为 15 亿。石油后勤是深基地的传统业务，受中海油自建惠州基地的影响，近年来业绩明显下降（主要体现在装卸及港务方面），但存量空间价值仍在，并且未来具备改造潜力。石油后勤业务 2015 年合计实现收入 1.7 亿，同比下降 51%，净利 0.3 亿，同比下降 80%，业绩低谷不适合市盈率估值，应该采用物业重估逻辑。公司在赤湾石油基地拥有 60 万平米土地，对应 30 万平米堆场/11 万平米仓库/2.2 万平米可供租赁办公楼；假设堆场重估价值 0.3 万元/平米，仓库及办公重估价值为 0.45 万元/平米，对应重估价值为 15 亿。

投资项目重估价值为 12 亿。重组完成后，南山控股将合计持有胜宝旺工程公司 32%股权（15 年投资收益 0.55 亿），中开财务公司 40%股权（15 年投资收益 0.13 亿），赤湾石油工程公司 20%股权（15 年亏损 2 百万）；受油价下跌影响，预计 16 年胜宝旺工程公司和赤湾石油工程公司业绩将有一定下滑，预计投资收益合计 0.6 亿左右，业绩下滑时期市盈率相对略高，假设 PE=20X，对应重估价值 12 亿。

5.南山集团土地资源：赤湾 3.4 平方公里及全国一二线城市工业用地 1 万亩，未来存在进一步整合空间，可给综合估值提供额外支撑

重组完成后，集团在上市公司体外的资产主要包括存量土地资源、赤湾东方物流（干线运输）、合肥宝湾国际（综合体）、中开财务公司、私募投资公司等，土地资源是未来最大看点。

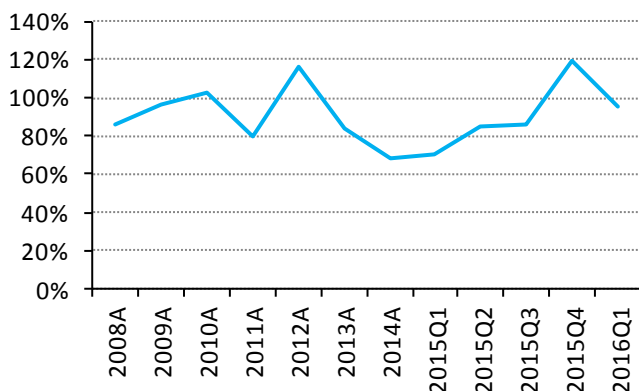
集团在赤湾片区拥有 3.4 平方公里土地，其中，赤湾二路以南主要是港口码头用地，大约三分之一强；赤湾二路至赤湾六路之间主要是工业用地，目前主要是堆场，未来具备部分改造为研发楼等自持物业的空间；赤湾六路以北是未来商业化开发的重点区域，包括红昌地块、2 号线与 5 号线赤湾双地铁口上盖综合体等。集团在赤湾片区土地资源的潜在可开发空间体量不小，并且长远看，赤湾片区整体规划具备很大想象空间，更具操作性的方案可能是“成熟一块、注入一块”。

此外，集团在全国重点一二线城市拥有 1 万亩工业和物流用地，可分别对接宝湾物流（物流地产）和东方物流（干线运输），部分打造为物流园区和运输基地。

6. 重组后具备加杠杆空间：南山控股有息负债率极低，深基地有息负债率略偏高，吸并后南山控股可通过加杠杆为物流地产提供资金支持

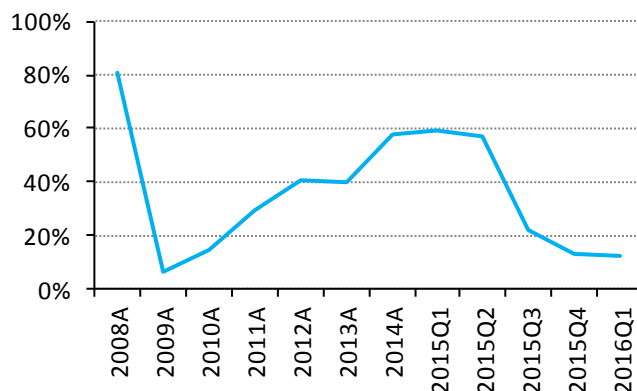
南山控股近年来战略偏谨慎，这也反映在极低的有息负债率（有息负债/净资产）上，2016Q1 仅 13%，在主流开发商中处于绝对低位。深基地受限于再融资通道不畅以及出租型经营模式，有息负债率相对略偏高，2016Q1 为 95%。南山控股吸并深基地后，可通过加杠杆为深基地之物流地产业务提供极大的资金支持。

图 10：深基地有息负债率



资料来源：公司数据、招商证券

图 11：南山控股有息负债率



资料来源：公司数据、招商证券

7. 主要结论：中性假设下，南山控股重组完成后重估价值 260 亿，集团土地资源进一步整合预期、港股估值映射、标的稀缺性等可提供额外估值弹性（给予 8% 的溢价空间），首次覆盖并给予“强烈推荐-A”的投资评级，目标市值 280 亿，目标价 9.5 元/股

绝对估值：目标价 9.5 元/股

公司重组完成后总股本近 30 亿（含募集配套资金），以今日收盘价 7.89 元/股计算，对应总市值 236 亿。汇总上述分部估值结果，中性假设下，公司重组完成后之重估价值约 260 亿。此外，南山集团旗下土地资源具备较大商业化开发潜力，未来存在进一步整合预期，并且港股估值映射对综合估值还有个位数提升空间；长远看，物流地产资产证券化、“空间+服务”还有极大的外延潜力，均可给估值提供进一步弹性；交易层面，公司乃纯正意义的 A 股物流地产第一股，具备较大的稀缺性。首次覆盖并给予“强烈推荐-A”的投资评级，可在重估价值的基础上给予 8% 左右的溢价空间，对应目标市值 280 亿，目标价 9.5 元/股。

表 5: 南山控股重组完成后价值重估测算表

南山控股重组后分部估值 (2015 年底)	谨慎 2	谨慎 1	中性	乐观 1	乐观 2
1.住宅开发 RNAV (亿元)	74	78	82	87	92
2.宝湾物流权益重估价值 (亿元)	75	91	116	141	168
3.制造业务重估价值 (亿元)	13	16	19	22	25
4.石油后勤重估价值 (亿元)	15	15	15	15	15
5.投资项目重估价值 (亿元)	12	12	12	12	12
6.募集配套资金 (亿元)	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
分部估值合计 (亿元)	206	229	260	294	328
集团土地资源整合预期及标的稀缺性溢价	5.0%	6.5%	8.0%	9.5%	11.0%
南山控股重组完成后合理市值 (亿元)	216	244	281	321	364
重组完成后总股本 (亿)	30	30	30	30	30
南山控股重组完成后合理股价 (元/股)	7.3	8.2	9.5	10.8	12.3

资料来源: 公司数据、招商证券

相对估值: 重组完成后 2016PE 偏高 (市盈率估值并不合适), 但 2017PE 将快速下降至 20+X

不考虑山语海项目业绩贡献, 预计南山控股 2016 年权益净利 5 亿左右; 预计深基地权益净利 0.8 亿左右; 重组完成后 (包括募集配套资金) 总股本近 30 亿, 对应摊薄每股收益 0.20 元, 2016PE=40X, 短期相对估值偏高, 但市盈率估值并不合适; 受益于山语海项目 (可贡献权益净利 6 亿左右), 预计 2017PE 可快速下降至 20+X。

8.风险提示:

物流地产行业供给放量导致结构分化; 新增项目效益不达预期。

参考报告:

- 1、《大类配置风格与短期积极变化均支持行业指数反弹-帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》-2016-07-18
- 2、《半年首周销量季节性回落，继续关注积极因素兑现--招商房地产高频追踪报告》2016-07-11
- 3、《销量前期调整后有所反弹 看好短期积极因素持续发酵--房地产高频追踪报告》2016-07-04
- 4、《行业短期积极因素进一步凸显 -房地产高频追踪报告》2016-06-28
- 5、《房地产行业 2016 年中期投资策略-从习以为常的房地产“误区”看下半年市场》2016-07-26
- 6、《帮您“降噪”跟踪月度房地产数据-房地产仍是宏观对冲有效工具，关注一些积极变化》2016-06-14
- 7、《住房租赁新政：二次房改开幕、纲已举目待张-招商房地产高频追踪报告》2016-06-08
- 8、《融资需求由高点节奏性回落行业选股进一步回归基本面-房地产高频追踪报告》2016-05-30
- 9、《“为他人做嫁衣裳”还是“你方唱罢我登场”？—房地产高频追踪报告》2016-04-25
- 10、《帮您“降噪”跟踪月度房地产数据-数据向好支持轮动，把握周期火车头》2016-04-16
- 11、《坚定周期复苏，注意壳资源安全边际—恒大举牌廊坊发展事件点评》2016-04-14
- 12、《“打地鼠”的游戏难度在提高，维持周期复苏逻辑—房地产高频追踪报告》2016-04-11
- 13、《看好周期轮动的“火车头”政策有放有收方得去库存始终--房地产高频追踪报告》2016-03-28
- 14、《再谈供给侧改革与房地产-短期看去库存，长期看广义的住房质量改善》2016-03-22
- 15、《周期之母的下一句是：躲不过的经济周期--房地产高频追踪报告》2016-03-20
- 16、《主流市场去化持续改善板块下跌后进入价值区间--招商房地产高频追踪报告》2016-03-15
- 17、《帮您“降噪”跟踪月度房地产数据-没那么好，但也远不如你想象的坏》2016-03-14
- 18、《评 2016 政府工作报告及十三五规划纲要（草案）--房地产在政府工作报告中的 6 个亮点》2016-03-06
- 19、《税收优惠即变相降价将去库存进行到底--房地产契税和营业税优惠政策点评》2016-02-26
- 20、《1.0 到 2.0 的升级，三大变化具重大导向意义--中央城市工作会议点评》2015-12-28
- 21、《不仅是去库存，还有深化住房改革新动向-中央经济工作会议点评》2015-12-22
- 22、《房地产行业 2016 年投资策略--“降噪”房地产-去除偏见的雾霾》2015-12-07
- 23、《评二套房公积金贷款首付比例再下调--稳增长还看地产、强化板块配置价值》2015-09-01
- 24、《房地产行业 2015 年中期投资策略--周期的魅力、转型的魅惑》2015-06-08

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1681	10010	10139	11343	13085
现金	379	2504	2960	3762	3484
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	67	76	82	102	112
应收款项	672	544	442	552	606
其它应收款	34	456	489	611	671
存货	303	5740	5429	5398	7203
其他	226	691	738	916	1011
非流动资产	1456	1375	1229	1104	997
长期股权投资	105	218	218	218	218
固定资产	972	881	749	637	542
无形资产	142	136	123	110	99
其他	237	140	139	138	137
资产总计	3136	11385	11368	12447	14082
流动负债	696	4483	4268	4250	5272
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	326	886	840	835	1115
预收账款	102	2273	2155	2143	2859
其他	268	1324	1273	1272	1299
长期负债	1020	929	929	929	929
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1020	929	929	929	929
负债合计	1716	5412	5196	5179	6200
股本	580	1878	1878	1878	1878
资本公积金	854	3160	3160	3160	3160
留存收益	(125)	782	925	1502	2005
少数股东权益	111	154	210	728	839
归属于母公司所有者权益	1309	5819	5962	6539	7042
负债及权益合计	3136	11385	11368	12447	14082

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(4)	2062	862	998	26
净利润	(506)	222	500	777	814
折旧摊销	199	176	168	143	123
财务费用	77	45	32	26	23
投资收益	(12)	(220)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	141	1826	192	(454)	(1021)
其它	96	13	0	536	117
投资活动现金流	(71)	(24)	0	0	0
资本支出	(230)	(85)	0	0	0
其他投资	159	61	0	0	0
筹资活动现金流	(112)	(685)	(406)	(195)	(304)
借款变动	71	(4384)	(47)	0	0
普通股增加	290	1298	0	0	0
资本公积增加	(290)	2306	0	0	0
股利分配	(29)	0	(357)	(200)	(311)
其他	(154)	95	(2)	4	7
现金净增加额	(187)	1353	456	802	(279)

资料来源：公司数据、招商证券；预测数据暂不考虑重组

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1733	4883	5240	6552	7187
营业成本	1673	3682	3490	3471	4631
营业税金及附加	14	359	419	655	575
营业费用	115	214	236	295	323
管理费用	206	277	298	372	408
财务费用	69	33	32	26	23
资产减值损失	201	128	15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	220	30	30	30
营业利润	(535)	409	780	1764	1256
营业外收入	17	15	15	15	15
营业外支出	11	16	15	15	15
利润总额	(529)	408	780	1764	1256
所得税	9	183	225	468	331
净利润	(539)	226	555	1296	925
少数股东损益	(33)	4	56	518	111
归属于母公司净利润	(506)	222	500	777	814
EPS（元）	(0.87)	0.12	0.27	0.41	0.43

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-18%	182%	7%	25%	10%
营业利润	-7335%	177%	91%	126%	-29%
净利润	-1439%	144%	125%	56%	5%
获利能力					
毛利率	3.4%	24.6%	33.4%	47.0%	35.6%
净利率	-31.1%	4.6%	10.6%	19.8%	12.9%
ROE	-38.6%	3.8%	8.4%	11.9%	11.6%
ROIC	-32.8%	0.2%	9.2%	18.0%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	47.5%	45.7%	41.6%	44.0%
净负债比率	0.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.2	2.4	2.7	2.5
速动比率	2.0	1.0	1.1	1.4	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	5.2	1.2	0.6	0.6	0.7
应收帐款周转率	2.4	8.0	10.6	13.2	12.4
应付帐款周转率	5.0	6.1	4.0	4.1	4.7
每股资料（元）					
每股收益	-0.87	0.12	0.27	0.41	0.43
每股经营现金	-0.01	1.10	0.46	0.53	0.01
每股净资产	2.26	3.10	3.18	3.48	3.75
每股股利	0.00	0.19	0.11	0.17	0.17
估值比率					
PE	-9.0	66.7	29.6	19.0	18.2
PB	3.5	2.5	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	-36.3	16.7	10.3	5.2	7.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵可：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

黄梓钊：2015 年 7 月加入招商证券，美国东北大学金融学硕士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。