

嘉宝集团 (600622.SH)

业绩符合预期，房地产基金业务稳步推进

核心观点:

● 地产结算利润率上升，房地产基金业绩符合预期

2017年上半年，嘉宝实现营收11.8亿，同比持平，营业利润4.2亿，同比增142%，归母净利润2.7亿，同比增103%，EPS为0.31元。地产结算收入9.9亿，毛利率42%，大幅上升主要因上海项目本期结算，预计未来将维持。房地产基金业务收入1.75亿，毛利率96%，净利润0.94亿。

● 房地产基金业务稳步推进，团队融合、发展可期

今年年初嘉宝完成对光大安石平台51%股权的收购，目前房地产基金在管物业面积280万方，管理规模433亿，其中今年上半年新增96亿，发展速度较快，预计到今年年底管理规模有望超500亿。嘉宝新一届董事会和高管团队已经成立，均具备国际化视野、行业经验丰富、专业能力较高。我们看好国内房地产基金行业的发展前景，特别是在REITs推进预期下，光大安石作为国内行业龙头，在资产和资金端均有优势，发展可期。

● 财务状况良好，地产销售业务提供稳定现金流

报告期末公司在手现金21亿，无短期有息负债，仅应付债券10亿。地产可售货值100亿且不再拿地，经营现金流持续稳定，进一步轻资产化。

● 预计公司17、18年EPS分别为0.53、0.63元，维持“买入”评级

嘉宝控股的光大安石平台是国内主动管理型房地产基金龙头之一，有能力也有优势持续做大房地产基金的业务规模，实现收入和利润较快增长。此外，公司原有的房地产业务则能够带来稳定的结算利润和现金流。

● 风险提示

房地产市场政策收紧影响公司地产销售。房地产基金业务受资金收紧影响扩张速度放缓。我国REITs和类资产证券化推进速度低于预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2096	2364	2520	2780	3040
增长率(%)	28.0%	12.8%	6.6%	10.3%	9.4%
EBITDA(百万元)	302	366	903	1157	1374
净利润(百万元)	275	296	470	558	638
增长率(%)	-23.4%	7.7%	59.0%	18.7%	14.3%
EPS(元/股)	0.31	0.33	0.53	0.63	0.72
市盈率(P/E)	31.30	37.70	31.31	26.39	23.08
市净率(P/B)	2.71	2.22	2.71	2.46	2.22
EV/EBITDA	31.11	18.55	11.16	6.54	3.57

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心，EPS按最新总股本摊薄计算

公司评级

买入

当前价格

16.59元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-22

相对市场表现



分析师: 乐加栋, S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 金山, S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究:

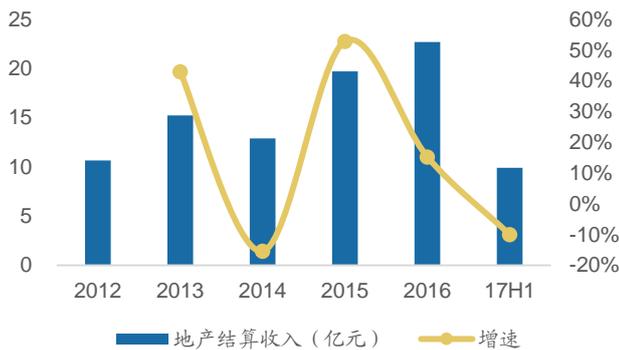
REITs 预期推进, 房地产基金有望持续受益	2017-07-28
团队融合, 迎接发展新起点、新征程, 迈向规模增长之路	2017-05-17
	2017-04-24

地产结算利润率上升，房地产基金业绩符合预期

2017年上半年，嘉宝实现营业收入11.82亿元，同比持平，实现营业利润4.19亿元，同比增长142%，实现归母净利润2.71亿元，同比增长103%，每股收益0.31元，基本符合预期。

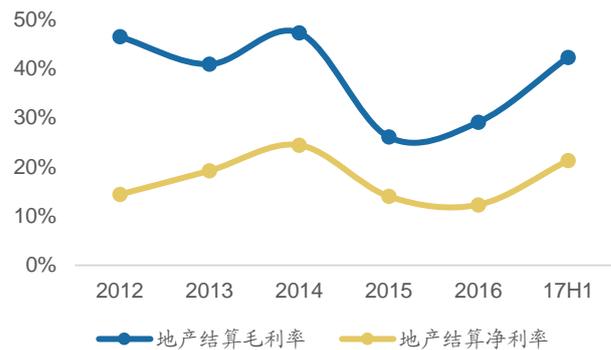
地产业务方面，2017年上半年，公司实现地产结算收入9.9亿元，同比下降11%，主要结算项目主要为上海嘉宝梦之星。不过，由于公司本期以及未来结算项目将基本集中于上海地区，拿地时间早、且近两年上海房价上升较多，而前期主要以昆山项目为主，因而，地产业务结算毛利率和净利率均有较大幅度上升：报告期内，公司地产业务毛利润4.2亿元，结算毛利率42%，地产业务结算净利润2.1亿元，结算净利率21%。从公司预收账款以及存货项目情况来看，未来贡献地产结算的项目仍主要来自上海地区，预计利润率将继续保持较高水平。

图1：嘉宝集团地产结算收入及其增速



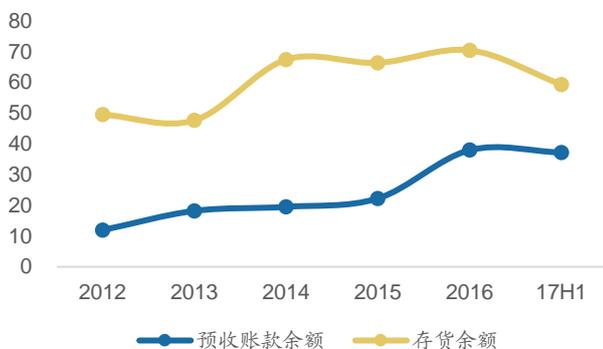
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：嘉宝集团地产业务结算毛利率和净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：嘉宝集团预收账款余额和存货余额（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

*公司未披露预收账款分项目明细情况

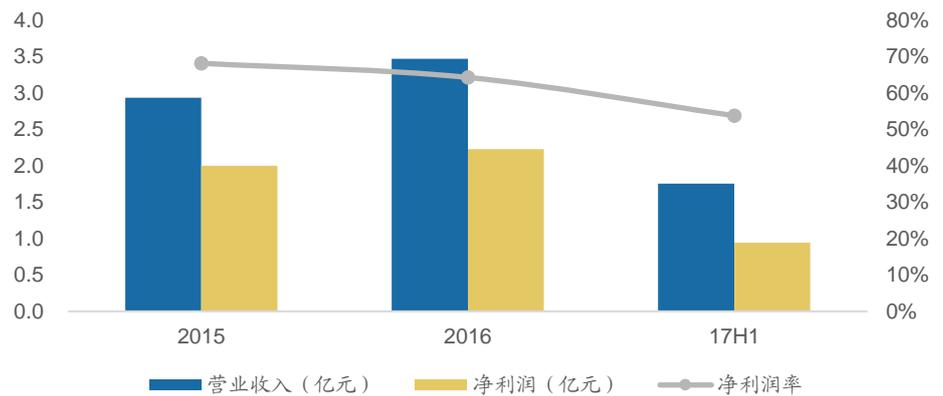
表1：嘉宝集团存货项目期末余额（17H1）

项目名称	所处区域	产品类型	会计分类	期末余额（17H1，亿元）
梦之缘	上海嘉定	商办住	开发成本	19.16
前滩后院	上海浦东	高端住宅		13.69
梦之悦	昆山花桥	商住		10.51
云翔佳苑	上海嘉定	动迁配套		8.80
梦之湾	上海嘉定	住宅别墅	开发产品	3.83
其他	-	-	开发成本&开发产品	3.05
合计				59.04

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

房地产基金业务方面，2017年上半年，公司控股子公司光大安石和安石资管（以下简称“光大安石平台”）实现营业收入1.75亿元，毛利润1.67亿元，毛利率96%，净利润0.94亿元，净利润率54%，符合我们此前对于房地产基金业务的高利润率的判断。此外，报告期内，公司管理费用有较大幅上升，至1亿元，是去年全年水平的2倍，我们认为这主要是来自房地产基金业务并表所致。同时，从合并报表中的所得税占净利润的比重来看，房地产基金业务所得税率基本与地产业务相当。

图4：光大安石平台营收和净利润情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表2：嘉宝集团2017年中报利润表按业务拆分情况

项目，2017年上半年	地产业务	房地产基金业务	利润表合计
营业收入 (亿元)	9.91	1.75	11.82
营业成本 (亿元)	5.72	0.08	5.94
毛利润 (亿元)	4.19	1.67	5.88
毛利率	42.3%	95.5%	49.7%
净利润 (亿元，含少数股东损益)	2.11 *	0.94	3.11
净利润率	21.3%	53.7%	26.3%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心，*表示估算值，分部业务之和与利润表合计略有出入，主要是因为有部分房地产租赁业务收入无法分部拆出

房地产基金业务稳步推进，团队融合、发展可期

公司于今年年初完成了对光大安石51%股权和安石资管51%股权的现金收购，房地产基金业务也是首次正式在公司财报中亮相。根据中报，截至目前，光大安石平台在管物业面积超过280万平米，在管规模达到433亿元，其中，今年上半年新增管理规模96亿元，规模扩张速度较快。我们预计，到今年年末，光大安石平台在管规模大概率将突破500亿元。

表3: 光大安石平台前五大在管基金项目（截至17H1）

项目	业态	投资金额 (亿元)	公司权益占比 (%)	初始投资年份
项目一	商业综合体	95.56	0.01	2014年
项目二	商业综合体	33.10	0.01	2016年
项目三	商业	28.54	18.00	2016年
项目四	办公楼	18.80	22.90	2017年
项目五	商业	16.68	14.06	2016年
前五合计		192.68		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

同时，报告期内，嘉宝集团顺利完成了董事会和管理团队的换届工作，新一届董事会共有9位董事组成（3位独立董事+6位执行董事），在6位执行董事中，陈爽先生、潘颖先生和陈宏飞先生亦在光大集团旗下公司任职；高管团队成员共12人，陈宏飞先生、胡兵先生、余小玲女士和徐懋婧女士亦在光大安石任职。我们认为，公司新管理团队具有国际化的视野、丰富的行业经验和较高的专业能力，能够引领公司在房地产基金领域持续健康发展。

表4: 嘉宝集团第九届董事会成员介绍

成员	职务	现任职情况	曾任职经历
陈爽	董事长	现任公司董事长， 中国光大控股（0165.HK）首席执行官，中国光大集团有限公司执行董事兼副总经理 等职	曾任诺亚控股独立董事，光大证券董事，光大银行监事，公司董事等职
钱明	副董事长	现任公司副董事长、总裁、党委副书记等职	曾任上海市嘉定区委政策研究室科长、副主任，公司副董事长、董事长、党委书记等职
PAN YING (潘颖)	董事	现任公司董事， 中国光大控股（0165.HK）首席投资官及管理决策委员会成员 等职	曾任职于国家外汇管理总局外汇储备交易处、中国人民银行全资子公司华安投资（香港）、美国洛杉矶的 Seagate 资产管理公司及光大海基资本等
陈宏飞	董事	现任公司董事、常务副总裁、 光大安石董事长兼总经理 等职	曾任职于北京建筑设计院，Barker Pacific Group, Inc（洛杉矶），雷曼兄弟商业地产组下属公司，铁狮门中国基金等
王玉华	董事	现任公司董事，嘉定新城党工委副书记、管委会副主任等职	曾任上海嘉定新城发展有限公司党委委员、副总裁等职
樊侃侃	董事	现任公司董事，上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司董事长、总经理、党委副书记等职	曾任上海国际汽车城（集团）有限公司副总经理等职
唐耀	独立董事	现任公司独立董事，同昌盛业（北京）资产管理顾问有限公司董事、总经理等职	曾任仲量联行董事，北京世邦魏理仕物业管理有限公司高级物业经理等职。
陈乃蔚	独立董事	现任公司独立董事，复旦大学法学院教授等职	曾任上海交通大学法律系主任等职
张晓岚	独立董事	现任公司独立董事等职	曾任上海对外经贸大学会计学教授等职

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 5: 嘉宝集团高管团队成员介绍 (部分)

成员	职务	现任职情况	曾任职经历
钱明	总裁	现任公司副董事长、总裁、党委副书记等职	曾任上海市嘉定区委政策研究室科长、副主任，公司副董事长、董事长、党委书记等职
陈宏飞	常务副总裁	现任公司董事、常务副总裁、 光大安石董事长兼总经理 等职	曾任职于北京建筑设计院, Barker Pacific Group, Inc (洛杉矶), 雷曼兄弟商业地产组下属公司, 铁狮门中国基金等
胡兵	副总裁	现任公司副总裁, 光大安石资产管理负责人 等职	曾任职于联想控股股份有限公司、融科投资管理顾问有限公司等
余小玲	副总裁	现任公司副总裁, 光大安石财务总监 等职	曾任职于美洲银行证券公司 (东京) 和雷曼兄弟旗下资产管理公司 (东京) 等企业
徐懋婧	证券事务代表	现任公司证券事务代表, 光大安石 IR 总监 等职	曾任职于阳光城、国脉科技, 担任证券事务代表等职

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

如我们此前的公司深度报告《顺势而生，初露锋芒》中所述，从美国和新加坡的经验来看，房地产行业进入成熟期后，围绕存量物业的改造能力、持续运营能力、内容提供能力以及产品创新能力成为不动产业务的核心竞争力，同时，房地产作为重要的大类资产配置品种，是私募基金管理中的重要细分子行业，并且REITs等金融创新工具的发展，则进一步促进了房地产基金行业和相关公司的发展，美国黑石和新加坡凯德的成长历程即是很好的参照。

我们认为，我国优质持有型物业（商业、办公、公寓等）资产证券化过程预计将伴随REITs的试点推进而提速，依托于资产运营和资本运作的综合能力的房地产基金公司，有望实现快速增长。

表6: 2016中国房地产基金综合能力TOP10

排名	房地产基金公司名称
1	光大安石投资
2	信保 (天津) 股权投资基金管理有限公司
3	信业股权投资管理有限公司
4	上海建银精瑞资产管理有限公司
5	稳盛 (天津) 投资管理有限公司
6	天津高和股权投资基金管理有限公司
7	鼎晖宇泰地产投资管理 (天津) 有限公司
8	长富汇银投资基金管理 (北京) 有限公司
9	上海五牛股权投资基金管理有限公司
10	富浩骅盖地产业基金

数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

表7: 2016中国商业地产项目品牌价值TOP10

排名	品牌	企业名称
1	万达广场	大连万达商业地产股份有限公司
2	宝龙广场	宝龙地产控股有限公司
3	诺德中心	北京中铁诺德房地产开发有限公司
4	大融城	光大安石资产管理
5	苏州中心	苏州工业园区金鸡湖城市发展有限公司
6	东方银座中心城	东方银座集团中国有限公司
7	蓝光要街	四川蓝光发展股份有限公司
8	蓝润UFUN	蓝润地产股份有限公司
9	中迪广场	中迪禾邦集团有限公司
10	成都华宇广场	重庆华宇集团有限公司

数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

作为国内领先的房地产基金管理公司，光大安石平台在资产端和资金端均有很强的优势。在资产端，光大安石拥有自主shopping mall品牌大融城，同时商管团队成员均来自海内外优秀金融地产机构，是复合型人才且实战经验丰富；在资金端，依托于光大集团的金融资源优势，无论是募集资金、还是类资产证券化环节，都能提供强大的支持。在重庆江北大融城这个案例中，光大安石已经充分证明了自己的

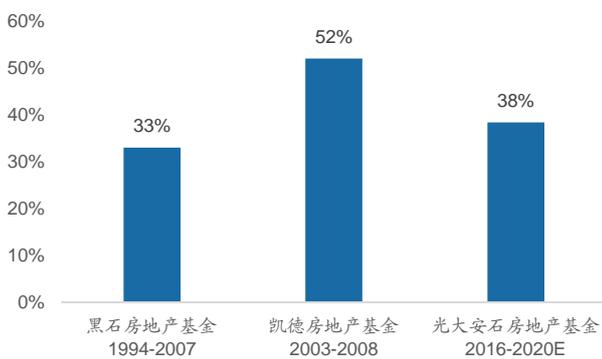
“匹配”能力，打造出房地产基金中国版的“凯德模式”，即“PE+不动产运营+类资产证券化”，而类资产证券化环节在有REITs支持之后将更为顺畅。

表 8: 光大安石房地产基金业务模式与“凯德模式”的比较分析

业务链条	凯德模式	光大安石模式	光大安石优势以及核心竞争力
“募”	PE 资金等	PE 资金等	光大集团旗下金融资源丰富，特别是光大银行和光大永明人寿，在资金募集阶段可以给予光大安石有力的支持
“投”	收购项目，改造升级 以 shopping mall 为主 自有品牌“来福士”“凯德 mall”	收购项目，改造升级 (获取地块，开发建设) 以商办物业为主 自有品牌“大融城”	光大集团在政府关系、金融资源、品牌优势等方面有助于光大安石拿到更多更好的项目投资(例如先以 ABS 形式介入，继而获取项目股权) 光大安石的投资团队国际化和专业化程度国内领先
“管”	凯德在新加坡的购物中心管理经验复制 持续经营管理，收取管理费	对“大融城”进行持续的经营管理，收取管理费	与第一太平戴维斯合作成立物管公司
“退”	成熟物业打包进入 REITs	成熟物业类资产证券化	依托首誉光控(中邮基金子公司，中邮基金 65% 股权，中国光大控股 35%)，发行类资产证券化产品 同时未来也可以探索将成熟物业交由保险公司持有

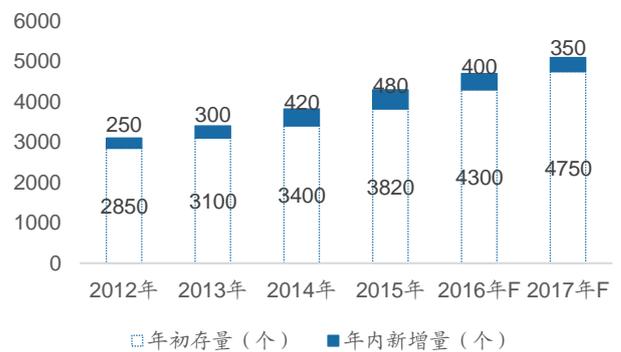
数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图 5: 光大安石房地产基金 AUM 增速比较和展望



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 6: 我国规模以上购物中心存量及增量趋势



数据来源：赢商网，广发证券发展研究中心

财务状况良好，地产销售业务提供稳定现金流

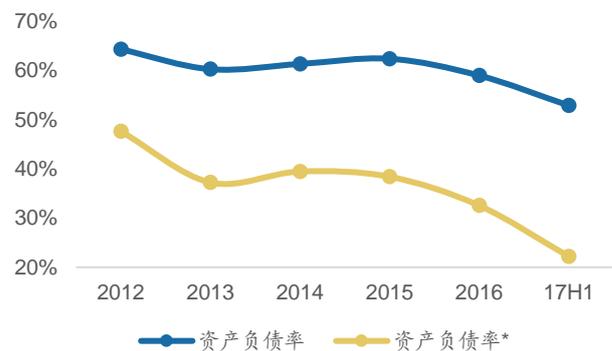
截至报告期末，公司在手货币资金超过21亿元，而有息负债端仅有公司债约10亿元，财务状况良好，整体资产负债率仅为53%，扣除预收账款的资产负债率更低至22%。公司已不再新增房地产开发类的土地投资，存货地产项目销售完毕之后，资产负债表结构将进一步轻资产化。今年上半年公司地产合同销售带来的现金流入约10亿元，略低于预期，不过，随着上海浦东前滩后院、上海嘉定梦之星等项目的入市，公司地产销售的经营现金流入将会回升。根据我们的测算，截至报告期末，公司地产销售可售货值约100亿元，将为公司继续提供稳定的现金流支持。

图7: 嘉宝集团资产负债表简化 (亿元, 17H1)

货币资金	21.46	预收账款	37.18
存货	59.28	短期借款以及 一年内到期的长期借款	0.00
其他流动资产	7.04	其他流动负债	16.22
非流动资产	33.41	长期借款	0.40
		应付债券	9.96
资产合计	121.19	负债合计	64.10
		所有者权益合计	57.10

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

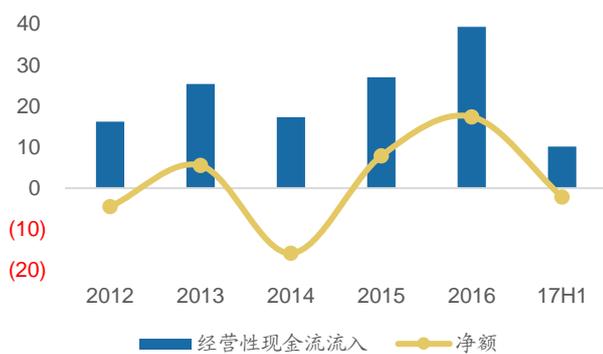
图8: 嘉宝集团资产负债率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产负债率* = (总负债 - 预收账款) / 总资产

图9: 嘉宝集团经营活动现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表9: 嘉宝集团地产项目可售货值情况

项目名称	可售建面 (万平方米)	当前销售均价 (元/平方米)	总货值 (亿元)
嘉宝紫提湾	2.1	25000	5.3
嘉宝梦之湾	5.8	25000	14.4
嘉宝梦之缘	2.6	45000	11.8
前滩后院 (浦东杨思)	2.8	90000	25.3
嘉宝梦之晨 (城)	6.0	15000	8.9
嘉宝梦之悦	17.5	15000	26.3
云翔佳苑	18.1	7200	13.0
宝菊清水园	1.0	7200	0.8
合计	55.9		105.7

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

嘉宝集团是我们自2015年以来一直看好的标的。目前, 公司的房地产基金业务主要由控股的光大安石平台负责, 后者是国内主动管理型房地产基金龙头之一, 有能力也有优势 (光大集团的金融优势、专业且经验丰富的人才优势) 打造中国版的“凯德模式”, 持续做大房地产基金的业务规模, 实现收入和利润较快速的增长。此外, 公司原有的房地产业务则能够带来稳定的结算利润和现金流。

公司目前的第一大股东为中国光大控股下属企业, 合计持股比例24.33%, 实际控制人为中国光大集团。中国光大控股下属企业上海光控在2017年3月8日至2017年4月5日增持公司股份3413万股, 增持成本18.32元/股, 除权除息后 (10派2.1转增3), 对应成本为13.93元/股。同时, 上海光控计划自2017年4月5日起未来12个月内继续增持公司0.5%-5.5%股份。中国光大控股方面对公司的持续增持, 充分彰显了对于公司房地产基金业务的长期发展信心。

表10: 嘉宝集团前十大股东情况 (2017年中报)

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例	股份来源	股本性质
北京光控安宇投资中心(有限合伙)	12512	14.10%	增发、增持	全部限售
嘉定建业投资开发公司	9567	10.78%	原始持有, 增发	增发部分限售
上海嘉定伟业投资开发有限公司	5594	6.30%	原始持有	流通
上海安霞投资中心(有限合伙)	4589	5.17%	增发	全部限售
上海光控股权投资管理有限公司	4487	5.06%	增持	流通
上海嘉加(集团)有限公司	2371	2.67%	原始持有	流通
中邮核心优选	2369	2.67%	增发	全部限售
上海南翔资产经营有限公司	1991	2.24%	原始持有, 增发	增发部分限售
中邮核心成长	1804	2.03%	增发, 二级市场购入	增发部分限售
交银施罗德稳健配置	1638	1.85%	二级市场购入	流通

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心, 蓝色为光大系、红色为嘉定区国资委

公司在2017年年初完成了对光大安石51%股权的收购, 将实现并表, 同时考虑到公司原有的地产结算资源, 按照公司最新总股本8.87亿股计算, 我们预计, 公司17、18年EPS分别为0.53、0.63元, 对应最新的收盘价16.59元/股, PE分别为31x、26x, 继续看好, 维持“买入”评级。

表11: 嘉宝集团综合盈利预测 (光大安石51%股权从2017年开始并表)

单位: 亿元	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	23.64	25.20	27.80	30.40	33.00
其中, 地产结算	22.71	20.00	20.00	20.00	20.00
其中, 房地产基金	---	5.20	7.80	10.40	13.00
归母净利润	2.96	4.71	5.57	6.42	7.28
其中, 地产结算	2.73	3.00	3.00	3.00	3.00
其中, 房地产基金	---	1.71	2.57	3.42	4.28
总股本 (亿股)	8.87	8.87	8.87	8.87	8.87
每股收益 (元)	0.33	0.53	0.63	0.72	0.82

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风险提示

房地产市场政策收紧影响公司地产销售。房地产基金业务受资金收紧影响扩张速度放缓。我国REITs和类资产证券化推进速度低于预期。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	8,320	11,881	13,267	15,111	17,141	
货币资金	1,264	4,153	6,410	8,904	11,565	
应收及预付	93	200	417	717	1,017	
存货	6,635	7,044	6,034	5,084	4,154	
其他流动资产	327	485	406	406	406	
非流动资产	959	2,476	2,553	2,633	2,718	
长期股权投资	296	468	515	566	623	
固定资产	98	93	97	103	109	
在建工程	0	0	19	38	56	
无形资产	1	1,288	1,288	1,288	1,288	
其他长期资产	565	628	633	638	642	
资产总计	9,279	14,358	15,819	17,743	19,859	
流动负债	3,919	7,402	8,343	9,403	10,490	
短期借款	0	99	0	0	0	
应付及预收	3,824	7,303	8,331	9,395	10,484	
其他流动负债	95	0	12	8	6	
非流动负债	1,870	1,067	1,067	1,072	1,079	
长期借款	853	40	28	20	14	
应付债券	970	970	970	970	970	
其他非流动负债	46	57	69	82	95	
负债合计	5,789	8,469	9,411	10,475	11,569	
股本	514	683	887	887	887	
资本公积	611	2,239	2,129	2,240	2,368	
留存收益	1,887	2,039	2,415	2,862	3,372	
归属母公司股东权	3,150	5,108	5,431	5,989	6,627	
少数股东权益	341	780	977	1,279	1,663	
负债和股东权益	9,279	14,358	15,819	17,743	19,859	

利润表 EPS按最新总股本摊薄计算		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	2,096	2,364	2,520	2,780	3,040	
营业成本	1,540	1,644	1,225	1,165	1,145	
营业税金及附加	187	260	266	309	348	
销售费用	36	43	39	39	39	
管理费用	33	56	92	115	139	
财务费用	35	16	4	2	1	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	-2	-8	0	0	0	
投资净收益	22	29	0	0	0	
营业利润	284	366	894	1,150	1,367	
营业外收入	114	30	0	0	0	
营业外支出	0	8	0	0	0	
利润总额	398	388	894	1,150	1,367	
所得税	104	97	227	291	345	
净利润	294	291	667	860	1,022	
少数股东损益	19	-5	197	302	384	
归属母公司净利润	275	296	470	558	638	
EBITDA	302	366	903	1,157	1,374	
EPS (元)	0.31	0.33	0.53	0.63	0.72	

现金流量表		单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	790	1,741	2,421	2,589	2,757	
净利润	294	291	667	860	1,022	
折旧摊销	3	6	5	5	5	
营运资金变动	345	2,962	1,821	1,714	1,719	
其它	148	-1,519	-71	10	10	
投资活动现金流	224	-471	-60	-81	-86	
资本支出	-78	-1	-14	-31	-31	
投资变动	-3,613	-5,498	-46	-50	-56	
其他	3,915	5,028	0	0	0	
筹资活动现金流	-177	831	-103	-14	-10	
银行借款	156	0	0	0	0	
债券融资	0	0	0	0	0	
股权融资	0	1,968	0	0	0	
其他	-333	-1,137	-103	-14	-10	
现金净增加额	836	2,101	2,258	2,494	2,661	
期初现金余额	428	1,264	3,365	5,623	8,117	
期末现金余额	1,264	3,365	5,623	8,117	10,777	

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.0%	12.8%	6.6%	10.3%	9.4%
营业利润增长	-27.6%	28.7%	144.5%	28.7%	18.9%
归属母公司净利润增长	-23.4%	7.7%	59.0%	18.7%	14.3%
获利能力(%)					
毛利率	26.5%	30.4%	51.4%	58.1%	62.3%
净利率	14.0%	12.3%	26.5%	30.9%	33.6%
ROE	8.7%	5.8%	8.7%	9.3%	9.6%
ROIC	5.7%	11.1%	---	---	---
偿债能力					
资产负债率(%)	62.4%	59.0%	59.5%	59.0%	58.3%
净负债比率	---	---	---	---	---
流动比率	2.12	1.61	1.59	1.61	1.63
速动比率	0.43	0.65	0.87	1.06	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.20	0.17	0.17	0.16
应收账款周转率	---	---	---	---	---
存货周转率	0.23	0.24	0.19	0.21	0.25
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.44	0.53	0.63	0.72
每股经营现金流	1.54	2.55	2.73	2.92	3.11
每股净资产	6.12	7.48	6.12	6.75	7.47
估值比率					
P/E	31.3	37.7	31.3	26.4	23.1
P/B	2.7	2.2	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	31.1	18.6	11.2	6.5	3.6

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				
IT服务台	020-66317575			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。