

投融资重重出新，幼教势如破竹

■ **业绩稳健发展，“3+X”助力大发展：**1) 区域聚焦、“3+X”地区深耕发展：公司实施“3+X”（长三角+大福建+京津冀+战略城市点）的全新区域布局，坚持高周转、低成本模式；2) 业绩稳增长：15年公司营收大幅上升，同比增61%，净利润稳健增长，同比增7.1%；ROE 15.4%，销售毛利率25.6%，同比均有所下降，资产负债率下降至80.4%，“房地产+金融”战略拓宽融资渠道，优化财务结构；三费比例明显下降；3) 首次进军北京、千亿土地储备进一步扩张：拓宽拿地渠道，千亿土储后又斩获北京台湖区地块，受益京津冀一体化；4) 收购天安、探索产业地产新天地：为打造复合地产奠定基础，天安智谷发展迅速。

■ **进军幼教产业、大股东助力培育新增站点：**1) 出资1亿元设立全资子公司阳光幼教投资管理有限公司：正式进军教育产业所打响的第一枪，2) 大股东教育资源丰富：集团旗下教育资产包括阳光教育集团，其是中国最大的民办教育集团之一，全方位覆盖幼教、K12教育、国际教育、高等教育等，拥有丰富的教育产业资源和教育运营经验。集团下辖6所学校，在校师生近14000人，其中本科生8300余名，中小學生2900名，幼儿园在校生1000名；另有在建及筹建学校10所、幼儿园15所。3) 大股东实力强劲、股东增持+员工持股显信心：阳光集团实力强劲，集团董事长林腾蛟同时兼任中国民办教育协会副会长，员工持股计划二期已推出，股东增持+员工持股显示公司上下合力显信心。

■ **“房地产+”战略硕果累累、多元业务创新发展：**1) 房地产+金融大突破、创新融资助发展：涉足房地产基金、保险等；2) 与星网锐捷战略合作、打造智能社区：智慧+服务助力地产升级实现收入利润增长；3) 医疗探索式布局、助力公司主业丰满：增设医疗健康事业管理中心、设立医疗投资管理公司，探索式布局。

■ **投资建议：**公司地产主业稳健发展，“3+X”、“房地产+”战略硕果累累，基于大股东丰富资源，进军幼教产业，优势重重，未来有望打造新的业务增长点，同时房地产金融业务、智能社区探索都取得积极进展，大股东连续增持及员工持股都彰显上下齐心谋发展的良好态势，我们预计公司16-18年公司EPS为0.45、0.58和0.68元，对应PE为14、11和9倍，给予“买入-A”投资评级，考虑到教育产业前景广阔，我们给予6个月目标价10.75元。

■ **风险提示：**转型失败、扩张过快

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	13,894.1	22,380.0	30,529.6	41,407.0	55,646.4
净利润	1,323.7	1,418.2	1,813.4	2,313.5	2,719.8
每股收益(元)	0.33	0.35	0.45	0.58	0.68
每股净资产(元)	1.60	2.99	3.26	3.78	4.40
盈利和估值					
市盈率(倍)	19.0	17.7	13.9	10.9	9.2
市净率(倍)	3.9	2.1	1.9	1.7	1.4
净利润率	9.5%	6.3%	5.9%	5.6%	4.9%
净资产收益率	20.6%	11.8%	13.8%	15.3%	15.4%
股息收益率	0.8%	0.0%	1.2%	1.0%	1.0%
ROIC	9.6%	7.6%	6.5%	13.0%	10.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

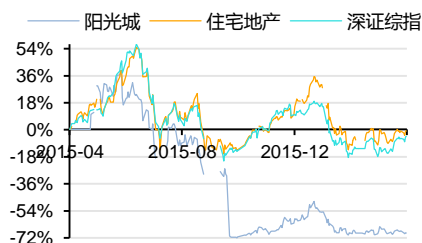
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**10.75元**
股价(2016-03-31) **6.22元**

交易数据

总市值(百万元)	24,971.91
流通市值(百万元)	20,103.11
总股本(百万股)	4,014.78
流通股本(百万股)	3,232.01
12个月价格区间	5.55/27.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-19.78	-13.94	-26.03
绝对收益	-3.42	-31.12	-21.46

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

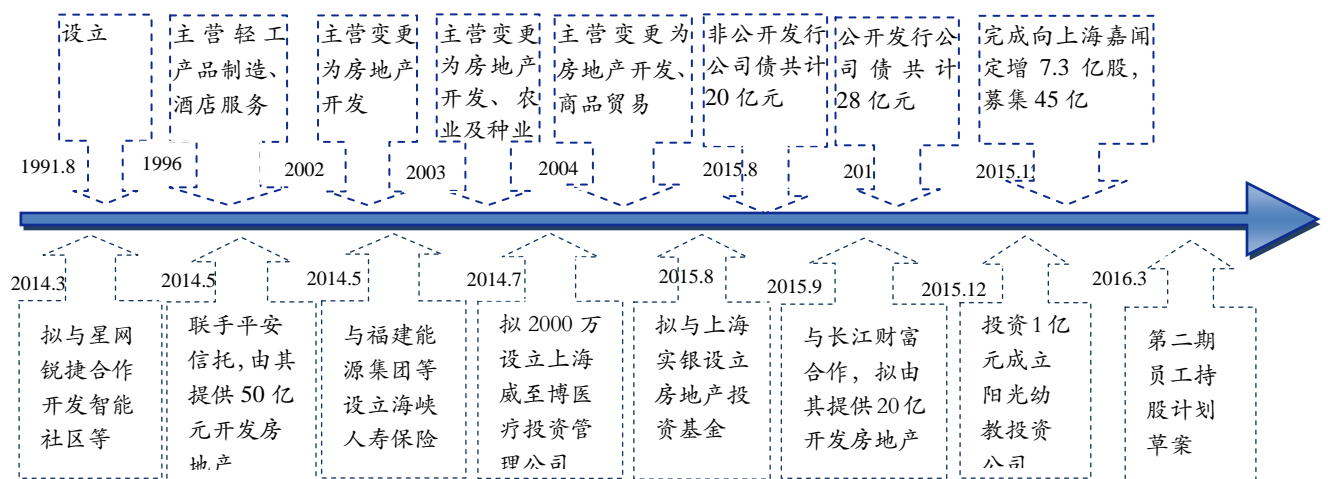
阳光城：阳光城：转型！	
成立阳光幼教，进军教育布局现代服务产业	2015-12-31
阳光城：扣非后业绩大幅增长，看好公司多元化探索	2014-04-08
阳光城：向智能家居产业、智能社区延伸	2014-03-14
阳光城：业绩高速增长，迈上新台阶	2013-10-30

1. 地产业务稳健发展、“3+X”战略助大发展

1.1. 区域聚焦、“3+X”地区深耕发展

公司于1991年8月12日成立，主营房地产十余年，追求业务多元发展，极具成长性。1996年，公司上市时的主营业务为轻工产品制造、酒店服务业；2002年，主营业务变更为房地产开发；2003年，主营业务变更为房地产开发、农业及种业；2004年，主营业务变更为房地产开发、商品贸易，之后公司也一直在尝试涉猎其他不同行业，比如智慧社区、医疗、教育、金融等，追求多元化的发展。从2011年的23亿元到2014年的230.7亿元，阳光城仅用时三年便完成了十倍业绩的增长。2015年，公司获得中国房地产百强企业成长性TOP10第1、中国房地产百强企业第23等荣誉。

图 1：历史沿革



资料来源：安信证券研究中心

公司2015年实施“3+X”（长三角+大福建+京津冀+战略城市点）的全新区域布局，土地储备丰富。2014年，公司“2+X”为战略取得显著成效（以大福建和长三角区域为两大主力，同时兼顾经济潜力大、市场风险低、相对安全的城市板块公司深耕沿海经济带）；2015年公司形成“3+X”的全新区域布局，坚持把城市做精做透，把产品线做长做强。

图 2：公司项目“3+X”区域布局图

一带多点，力拓版图

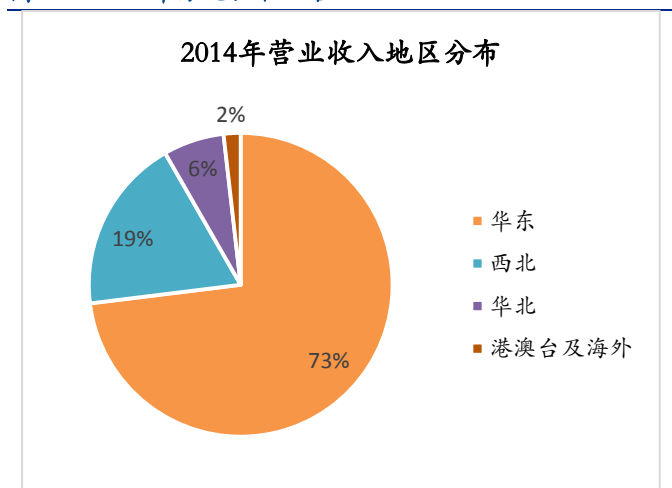
深耕沿海经济带，择机进入战略机遇点



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

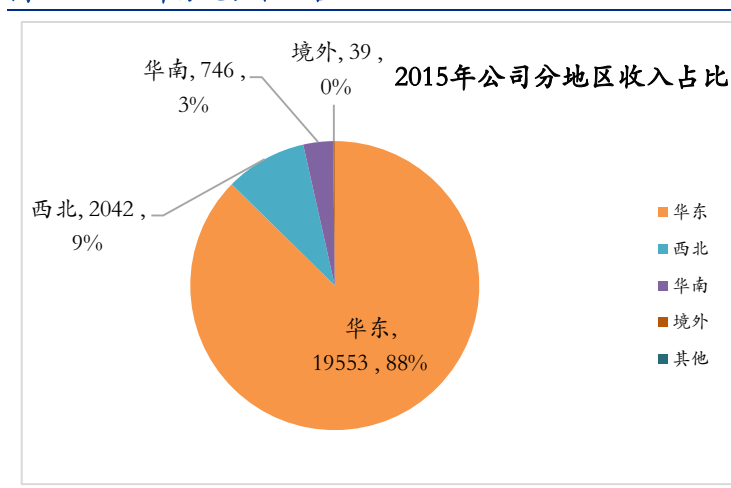
公司营业收入主要贡献地区为华东地区。2014 年营业收入中华东地区贡献 73%，15 年年华东地区贡献更是达到 88%。

图 3：2014 年分地区收入占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2015 年分地区收入占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

公司坚持高周转、低成本模式，形成了成熟的产品体系。公司持续提升“精准投资，高效运营，适销产品”的企业核心竞争力，坚持高周转、低成本的运作模式：取得项目后快速开发、快速去化；形成了较为成熟的产品体系，并通过产品线的复制，进一步提高研发工作效率、降低研发成本；合理安排项目前期各项工作、快速实现开工、严格控制主要生产节点，由此缩短了项目开发周期。

表 1: 公司产品列表 (包含热销、待销、筹建等)

城市豪宅	8 个	阳光城翡丽湾 (杭州)、阳光城丽兹公馆 (西安) 等
浪漫城邦	13 个	阳光城上府 (杭州)、阳光城九玺 (晋江) 等
时尚公寓	5 个	阳光城新界 (上海)、阳光城山与海 (福州) 等
生态别墅	4 个	阳光城花满墅 (上海)、阳光城林隐天下 (西安) 等
商务办公	3 个	阳光城 MODO 自由区 (上海)、阳光城环球金融中心 (太原) 等
商业综合体	6 个	阳光城唐镇项目 (上海)、阳光城阳光天地 (上海) 等
星级酒店	7 个	阳光假日大酒店 (福州) 等

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 5: 上海阳光城花满墅, 宝山美兰湖核心位置



资料来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 6: 阳光城上海浦东新区唐镇商业综合体

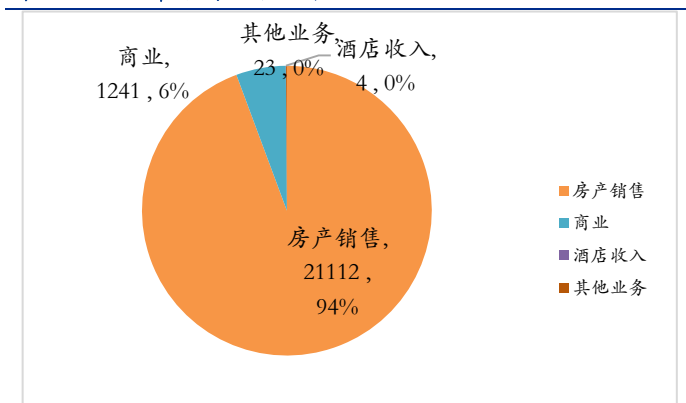


资料来源: 公司网站, 安信证券研究中心

1.2. 房地产主业营收复合增速达 81%、高周转和高成长创历史

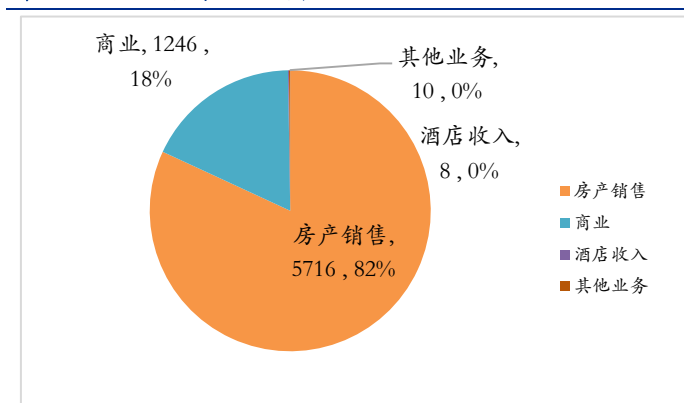
公司始终坚守房地产主业, 15 年仅房地产业务营收达 211 亿, 占比 94%; 毛利达 57 亿元, 占比 82%。其余业务中, 商业, 酒店, 其他业务营收分别为 1241 百万、4 百万、23 百万; 占比分布为 6%、0%、0%。从毛利情况看, 商业、酒店、其他业务毛利分别为 1246 百万、8 百万、10 百万, 占比分别为 18%、0%、0%。公司的房地产业务主营收入从 2012 年的 3513 百万元增长 2015 年的 21112 百万元, 年复合增速高达 81%。

图 7: 2015 年分行业收入占比



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

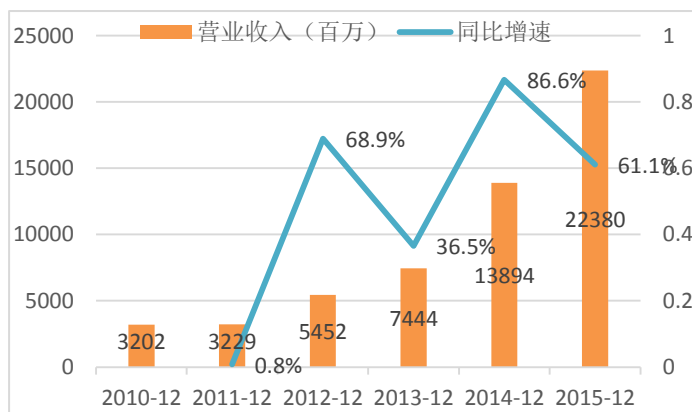
图 8: 2015 分行业毛利占比



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

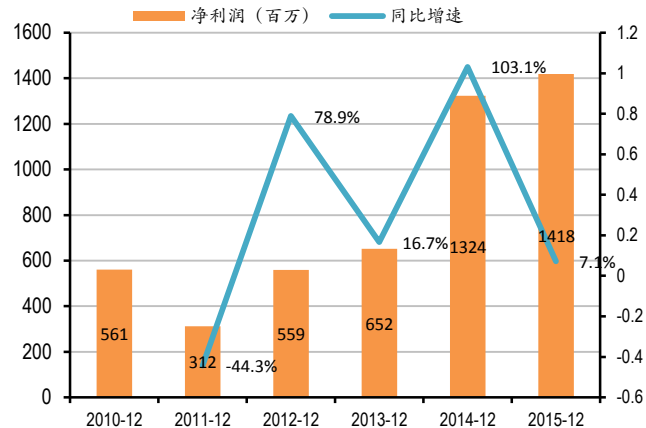
2015 年公司营业收入大幅上升，同比增速达 61%，净利润稳健增长，同比增 7.1%。15 年销售额达 300 亿。公司 2015 年营业收入为 223.8 亿元，同比上升 61.1%，10 年至今，年化复合增速达 47.5%；归属于上市公司股东的净利润为 14.2 亿元，同比稳健上升 7.1%，营业收入的上升主要是公司达到收入确认条件的房地产项目收入增加，而净利增速较低主要是三费比率的提高，以及受整体行业毛利的下降影响。

图 9：阳光城营业收入与增速



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：阳光城归属母公司净利润与增速

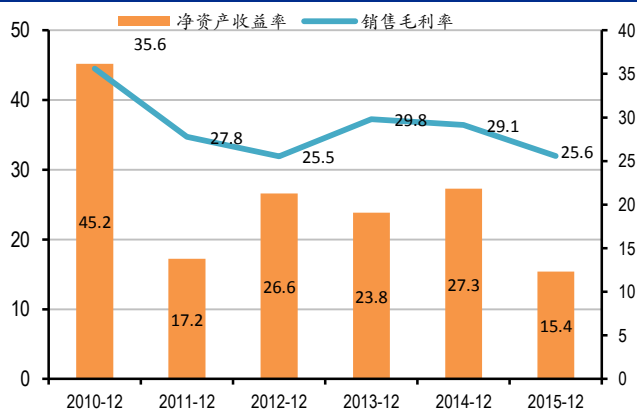


数据来源：Wind、安信证券研究中心

2015 年公司 ROE 15.4%，销售毛利率 25.6%，同比下降，资产负债率下降至 80.4%，“房地产+金融”战略拓宽融资渠道，优化财务结构。公司 2015 年前 ROE 15.4%，比去年同期的 27.3% 下降近 12 个百分点，主要是由于销售净利率以及总资产周转率的下降。公司资产负债率从 2010 年开始不断上升，14 年、15 年却持续下降，主要得益于公司积极利用金融工具，“房地产+金融”战略取得重大突破，资本运作模式进行全面升级，融资渠道更加多元、资本成本显著降低，财务结构得到优化。

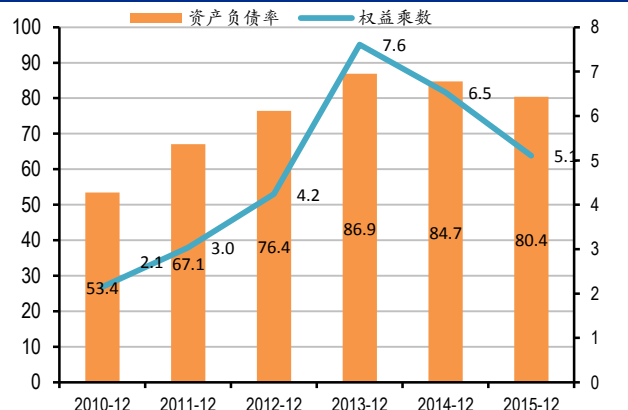
公司销售费用率明显下滑，从去年的 6.4% 到今年的 4.6%，下降了 1.8 个百分点。其中管理费用率为 2.5%，下降 0.2 个百分点；营业费用率为 2%，下降了 1.2 个百分点；财务费用率为 0.1%，下降了 0.4 个百分点。主要得益于公司资产结构的改善。

图 11：公司 ROE、销售毛利率有所下滑



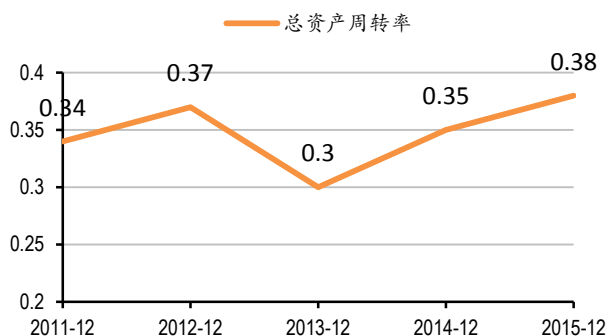
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 12：公司资产负债率下降



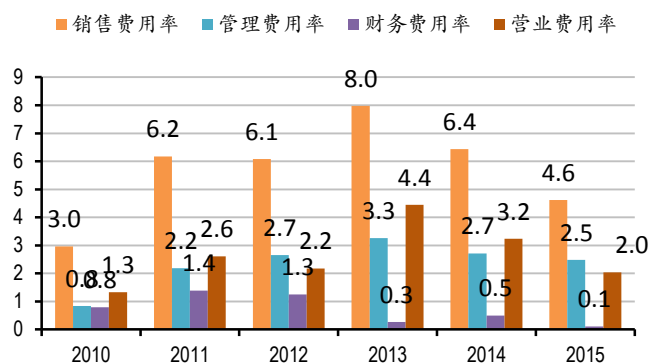
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 13: 公司总资产周转率一直处于行业较高水平



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 14: 公司三费明显下滑



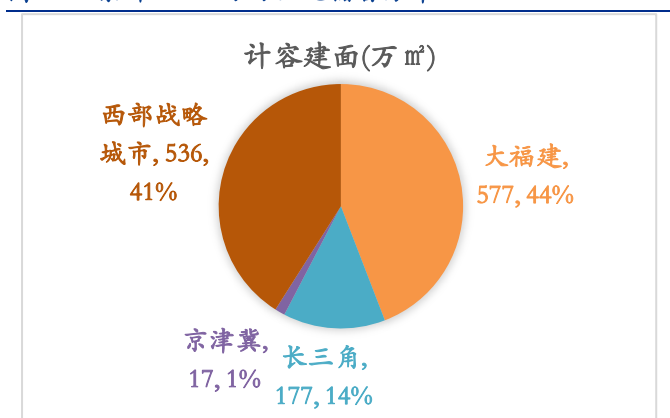
资料来源: Wind、安信证券研究中心

1.3. 进军北京、土地储备超 1000 万方

战略升级、拓宽拿地渠道，千亿货值储备为后续销售提供动力。2015 年，阳光城全国区域布局战略上升级推出“3+1+X”战略，即在深耕长三角和大福建两大核心区域的基础上，进一步将京津冀区域作为战略主引擎培育，同时密切关注其他城市的战略机会点。

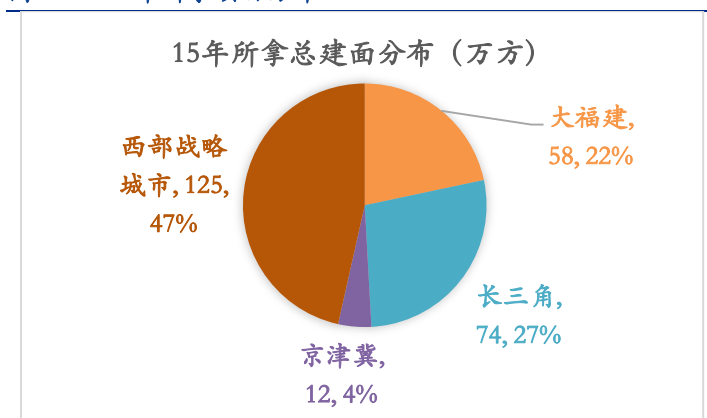
截止 15 年年底，公司累计土地储备 1307 万方，其中大福建 577 万方，占比 44%，长三角 177 万方，占比 14%，西部战略城市 536 万方，占比 41%，京津冀 17 万方，占比 1%。2015 年，公开招拍挂获取 11 个项目，成交价格 92.76 亿元，计容建面 202.95 万平方米；通过收购在建工程或并购共计获得 6 个项目，股权收购价格 41.82 亿元，计容建面 112.38 万平方米。从 15 年新取得的 17 个项目情况看，公司 15 年在西部战略城市拿地 125 万方，占比 47%；长三角 74 万方，占比 27%；大福建 58 万方，占比 22%；京津冀 12 万方，占比 4%。

图 15: 累计 1307 万方土地储备分布



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 16: 15 年新拿项目分布



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

公司力压群雄，拿下北京台湖区地块，受益京津冀一体化。2015 年 11 月 13 日，公司持有 100% 权益的子公司北京泓博泰成房地产开发公司在北京市土地整理储备中心举办的国有建设用地使用权出让活动中，以 187,300 万元竞得北京市通州区台湖镇 B-07 地块 R2 二类居住用地的国有建设用地使用权，标志着公司正式进军北京。董事局主席林腾蛟表示，除了招拍挂，阳光城还会通过并购等方式在北京积极部署。

项目楼面价 3.8 万每平，未来售价或超 8 万方，受益台湖板块市场热度。据中原地产测算，剔除保障房后，该地块的楼面价达 3.8 万/平方米，成为台湖片区的新地王，而项目未来的售价或将超 8 万元/平方米。今年，北京通州成为承接北京未来发展的“城市副中心”，台湖板块更是占据京津冀一体化桥头堡关键位置，台湖区域成为北京热度最高的土地以及商品房成交区域之一。

房地产+金融提供拿地资金，未来将继续有计划扩张。公司 16 年经验战略表示，除了北京之外，目前深圳、郑州、南京都是其战略计划进入的城市。而为了确保阳光城京津冀战略的实施，阳光城做了大量的准备工作，其中与中民投、平安信托等金融巨头的强强联合，将为阳光城后续进军京津冀，深耕大福建、长三角提供强劲的资金支持和巨大发展空间。

表 2: 2015 年，公开招拍挂获取 11 个项目，成交价格 92.76 亿元，计容建面 202.95 万平方米；

区域	项目公司	项目名称	宗地编号	成交价格 (亿)	土地面积 (万㎡)	计容建面 (万㎡)	用途
大福建	福州利腾晖房地产	福州阳光愉景花园	2015-17	11.5	3.37	11.46	商住
	漳州阳光城房地产	漳州角美凡尔赛宫	2015P01、2015P02	13.1	9.69	27.25	商住
	晋江房地产	晋江阳光城翡丽湾	晋江 P2015-3、P2015-4 号	4.1	13.57	23.19	商住
长三角	上海隽隆房地产	上海杨浦大桥 101 地块	杨浦区平凉社区 02C1-12 (大桥街道 101 街坊) 地块	17.3	1.53	3.51	住宅
	杭州富泽隆房地产	杭州上塘地块	杭政储出 (2015) 30 号 (上塘单元 FG05-R21-01 地块)	12.3	3.26	8.14	住宅
	苏州汇德融房地产	苏州赏湖路项目	苏地 2015-WG—26 号	10.0	7.12	10.68	住宅
京津冀	北京鑫博泰来	北京市通州区台湖镇项目	京土整储挂 (通) [2015]051 号 (北京市通州区台湖镇 B-07 地块 R2 二类居住用地)	18.7	4.21	11.78	商住
西部	陕西盛得辉	西安沣太花园	F2-1 南地块	0.65	3.60	15.13	住宅
	陕西富安泰	西安沣太花园	F2-2 东地块、西地块	2.3	10.45	41.80	住宅
	陕西欣阳房地产	西安沣太花园	F2-1 北地块	1.1	5.93	24.88	住宅
	陕西上林苑	西安欣阳花园	欣阳花园 F1 南地块、欣阳花园 F1 北地块	1.8	8.11	25.13	商住
合计			92.8	70.86	202.95		

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

表 3: 2015 年，通过收购在建工程或并购共计获得 6 个项目，股权收购价格 41.82 亿元，计容建面 112.38 万平方米

区域	项目公司	项目名称	宗地编号	股权收购价 (万元)	土地面积 (万㎡)	计容建面 (万㎡)	用途
大福建	福建华鑫通	厦门翡丽海岸	2012TP05	8.9	18.31	31.53	商住
		厦门万丽酒店	2011TP01				
长三角	上海豪建泽房地产	上海丽景湾 PLUS	浦东新区康桥镇 3 街坊 13/46 丘地块	12.5	4.62	6.37	住宅
	杭州铭昇达房地产	杭州萧山上府	杭萧国用 (2015) 第 0100001 号	16.5	6.48	19.45	住宅
	苏州鑫百祥房地产	苏州角直项目	苏地 2014-G-3 国用 (2015) 第 0622590 号	3.8	10.2	25.5	住宅
西部	陕西臻极置业	西安蔷薇溪谷 C4	X17- (2) -35 X17- (2) -36	0.118	10.53	17.78	住宅

合计	41.8	52.75	112.38
----	------	-------	--------

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

表 4：累计土地储备

区域	计容建面(万㎡)	土地款(亿元)	楼面价(元/㎡)
大福建	577.14	213.02	3,694.80
长三角	176.73	184.85	10,459.46
京津冀	17.34	18.73	10,801.61
西部战略城市	536.19	38.47	717.47
合计	1,307.40	455.06	3,480.65

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.4. 收购天安、探索产业地产新天地

公司迈出探索产业地产第一步，为未来打造复合地产奠定基础。2015年9月8日，公司披露公告：公司持有100%权益的子公司阳光城集团国际投资有限公司拟以不超过人民币6,000万元收购岳家霖先生合并持有的天安中国房地产有限公司的相关权益（含其下属各子公司）。2015年11月19日，公司确定以5,300万元收购岳家霖合并持有的天安中国房地产50%的股权及其对天安中国房地产50%的应收债权，且收购已完成。

天安智谷定位于产城融合科技型服务园区。天安中国房地产有限公司1990年11月13日在香港设立，注册资金10,000,000港币。天安中国拥有广东清远天安智谷项目50%股权，清远项目位于广东清远高新区百嘉科技创新园，土地证编号为清市府国用（2015）第00288号和清市府国用（2014）第00268号，用地面积分别为215,189.20平方米及226,022.93平方米，容积率1.5。

表 5：天安智谷基本情况

开工时间	2014年8月举行开工奠基典礼
项目总投资	总投资50亿元
项目占地	1410亩
建筑面积	114万平方米
项目目标	采用深圳云谷、上海硅谷模式，打造产城融合科技型服务园区，推动清远产业优化，增加清远就业岗位，提升清远产业发展水平
预计入园企业	可吸引1500-2000家以上优质企业入驻
预计提供就业岗位	提供约5万个高端产业技术及管理岗位
预计技工贸总产值	园区年技工贸总产值200亿元
预计年税收	达15-20亿元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

各项工作稳步推进中，天安智谷园区快速发展。目前天安智谷已经对接珠三角产业、高校、科研机构、金融机构等，多方面促进园区平台建设；已成立英特尔软件技术创新中心、清远市天安智谷科技企业孵化器有限公司、暨南大学EDP教学基地、暨南大学大学生创业基地、前海天安创投基金；中南大学技术转移（清远）中心、清远市科技创新服务中心、清远市塑料行业协会等机构也已进驻园区；支持创新、扶持创业的氛围已逐步形成。2015年11月30日，

天安智谷与中国银行清远分行、清远市生产力促进中心签订三方战略合作协议，天安智谷将依托自身资源优势，通过三方合作为入驻企业整合资源，打通产业、科技、金融“三资融合”服务体系，助力园区企业进入发展快车道。

图 17：天安智谷概览



数据来源：互联网、安信证券研究中心

2. 进军幼教产业、助力公司培育新增长点

设立阳光幼教投资公司，借助大股东资源、提升配套价值。2015年12月22日，公司公告拟出资1亿元设立全资子公司阳光幼教投资管理有限公司，负责幼儿教育相关领域的投资和运营管理，致力于发展成为国内领先的幼儿教育品牌，同时发展幼教相关产业。阳光城的大股东是做教育出身，在福建也拥有多所学校，教育这一块是其重要业务，而且教育资源的配套对公司楼盘会有很大的价值提升，可以为主业带来很大的附加值；这也是把握中国服务消费升级趋势，全面布局现代服务业，培育公司新的业务增长点。

本次投资设立阳光幼教是公司正式进军教育产业所打响的第一枪，集团旗下教育资产包括阳光教育集团，其是中国最大的民办教育集团之一，全方位覆盖幼教、K12教育、国际教育、高等教育等，拥有丰富的教育产业资源和教育运营经验。集团下辖6所学校，在校师生近14000人，其中本科生8300余名，中小学生2900名，幼儿园在校生1000名；另有在建及筹建学校10所、幼儿园15所。未来或存在注入上市公司或进行整合的可能。

公司设立幼教管理公司的优势在于：**1) 集团旗下已成功运营多所中高端幼儿园，经验丰富；2) 公司具备强大资金实力，能够帮助公司快速实现优质幼教项目的新建及外延并购；3) 公司将依赖所开发社区进行综合布局，未来或将建立优质幼教品牌，实现全国加盟与复制；4) 公司旗下高等院校未来或将结合幼教产业布局趋势，为幼教产业培育和提供优秀人才，支持公司长远健康发展。**

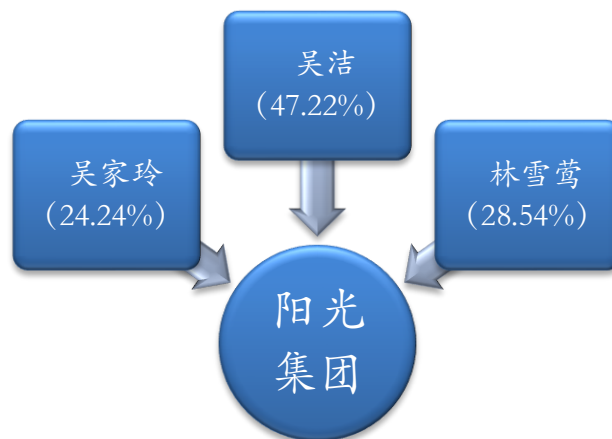
公司作为优秀的地产龙头企业，致力于把握服务消费升级趋势，布局教育一方面有利于提升公司房地产项目和社区的附加值，更重要在于夯实资源协同的基础上，向现代服务业转型升级。幼教产业布局或是公司打造综合现代服务商的第一步，不排除未来继续整合公司社

区服务的协同资源，打造成为从社区真正贴近居民的现代“阳光”生活服务商。

2.1. 大股东实力强劲、教育领域资产丰厚

大股东股权情况。阳光集团于2002年2月6日取得福建省工商行政管理局颁发的企业法人营业执照，目前注册资本为人民币50,700万元，股东为吴洁、林雪莺、吴家玲，其中吴洁出资23,940万元，占注册资本的47.22%，吴家玲出资人民币12,289.68万元，占注册资本的24.24%，林雪莺出资人民币14,469.78万元，占注册资本的28.54%。其中吴洁与吴家玲系姐妹关系，林雪莺与吴洁及吴家玲无关联关系，吴洁为阳光集团实际控制人。

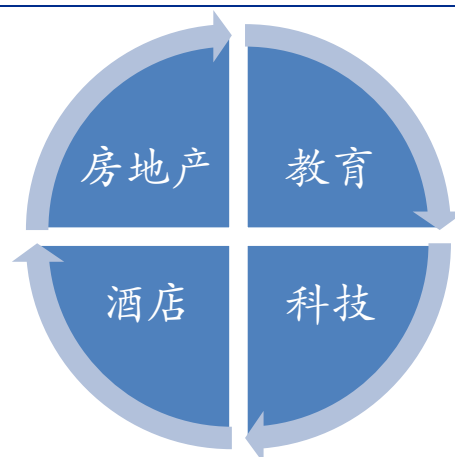
图 18：吴洁家族控股阳光集团 71.46%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

阳光集团是以四大产业为支柱的综合性集团。阳光集团经营范围为：房地产开发经营；实业投资；计算机及相关设备、计算机应用软件的研究与开发；教育、房地产业的投资；酒店管理咨询服务等，是一家集教育、科技、酒店、房地产四大产业为主业的综合性企业集团。阳光集团旗下经营管理的福建阳光假日大酒店以其达到四星级标准的服务和完善的设施在福州同行业稳居前列；阳光集团旗下经营管理的阳光国际学校，经过多年的发展，已经形成涵盖从小学到高中的十二年全日制教育，现有学生3,000多名；阳光集团与福州大学共同创办福州大学阳光学院，定位本科，现有十几门专业，学生5,000多名。

图 19：阳光集团四大支柱产业



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

阳光教育集团是经国家工商总局批准挂牌成立、国内规模最大的民办教育集团之一，注册资本 4.28 亿元。集团已经投资逾 10 亿元，在福州开办了 6 所学校，现有在校师生近 14000 人，其中本科生 8300 余名，中小學生 2900 名，幼儿园在校生 1000 名。此外还有在建及筹建学校 10 所（北京、西安、泉州、厦门、太原等）、幼儿园 15 所。从产业链情况来看，阳光教育集团布局遍及幼儿园、K12 教育和高校，产业链覆盖面广，立足福建辐射全国，未来发展空间巨大。

2.1.1. 幼儿教育

阳光教育集团在幼儿教育方面经验丰富。阳光教育集团引入先进的国际幼教育理念、重资打造高端幼教品牌格林贝特幼儿园，为每位孩子配备 7 名各具特长的老师，以艺术课为特色，培养孩子的兴趣天赋，提供一流的环境创设和课程开发，为孩子全方位发展奠定基础。阳光幼儿教育实践“社区+幼儿园”的创新模式，阳光教育集团携手阳光城地产集团（上市公司），在地产开发的基础上，进行小区内自有品牌幼儿园的建设。让小区业主们的孩子们实现在家门口上学，提升孩子在上路路上的安全性，同时节省家长们送孩子上学的时间成本，让家长可轻松实现对幼儿园的环境与教育品质的考量，亲身陪伴孩子的健康成长。此外，“社区+幼儿园”的模式，植入阳光集团特色教育理念的同时，构建起小区教育生态，让孩子可以结识社区内小伙伴，也让家长们也增加了彼此间育儿经验交流的计划，形成特色社区圈子。

图 20：阳光教育集团携手阳光城地产集团



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 21：福州阳光理想城社区中的格林贝特幼儿园



数据来源：互联网、安信证券研究中心

“社区+幼儿园”特色模式有望持续推广，阳光幼教品牌扬帆起航。阳光教育集团旗下格林贝特幼儿园已成功走出福建，向浙江、广东、上海、北京等多个城市扩张，未来有望加深与阳光城地产集团的合作，以福州阳光理想城等成功实施“社区+幼儿园”特色模式的社区为样板，复制特色模式，向全国扩张。此外，随着格林贝特幼儿园品牌优势的累积，未来阳光教育集团有望依托格林贝特幼儿园的品牌优势和成功经验，打造第三方运营模式，为其他地产开发商建设并运营社区内幼儿园。

图 22：“社区+幼儿园”特色模式



数据来源：互联网、安信证券研究中心

二胎政策催生民办幼教需求，阳光幼教积极受益市场空间巨大。2015 年全面二胎的政策的开放，或将推动新的婴儿潮诞生。公办幼儿园多为普惠性幼儿园，呈现出明显的供大于求，存在幼儿园开园难，学生入学难的问题。而民办幼儿园具有灵活的管理机制，特色化的教学理念，符合新生儿潮下的市场需求。社区内幼儿园具有业主入园方便，社区安全性高，未来有望成为幼儿园行业发展的重要方向。而阳光教育集团一方面打造格林贝特高端幼教品牌满足新生代家长对于幼教的差异化需求，另一方面或与阳光城地产集团持续深入合作，将幼儿园植入社区，建立社区幼教生态，未来发展空间巨大。

2.1.2. K12 教育

福州阳光国际学校：特色化民办学校，标杆效应显著。阳光教育集团早在 1997 年就创立了福州阳光国际学校，是全国首批获得中外合作办学许可证的民办国际学校之一，发展至今，学校已具备小学、初中、高中三个学部，涵盖 K12 教育的全部阶段，在校教职工 400 余人，学生近 3000 人。**学校标杆效应显著，办学成绩突出**，被评为福建省文明学校、福建省素质教育先进学校、省民办教育先进单位、省艺术教育特色单位、福州市首批 A 级民办学校、市安全工作先进单位，学校高考成绩连续八年在福州市五区八县 27 所民办学校中荣获第一名，连续四年荣获福州市教学效益优胜奖。此外，**学校提倡个性化发展，建立特色教学体系**，秉持国际化教育、差异化发展战略，打造“中西合璧”的新型学校，在课程设置、质量管理、教师实训、校园环境、寄宿服务等方面，大胆借鉴国际名校经验，勇于实践教育创新。特色课程包括国学课程、艺术课程（包括书法、钢琴、吉他、管乐等）、体育课程（包括足球、篮球、武术等）及自选课程（包括俄语、厨艺、编织等），在福州阳光国际学校特色化教育体系下，学生在课业成绩优秀的前提下还培养了广泛的兴趣，学校学生曾荣获 FLL 机器人世界锦标赛冠军、市科技创新大赛一等奖等殊荣。此外，学校还提供“5+7”实验班、国际班、艺术班等特色班级，力图发掘每个学生最大的潜力，实现因材施教。

图 23：福州阳光国际学校



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 24：学校特色教学体系



数据来源：互联网、安信证券研究中心

表 6：公司幼儿教学课程特点

特色课程分类	包含课程
国学课程	《弟子规》、《四书集注》、《中庸》、《诗经》等
艺术课程	声乐、国画、书法、管乐、古筝、钢琴、吉他、漫画、舞蹈等
体育课程	篮球、排球、乒乓球、羽毛球、足球、武术等
自选课程	英文电影欣赏、俄语、厨艺、编织、汉字之美、家政等

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

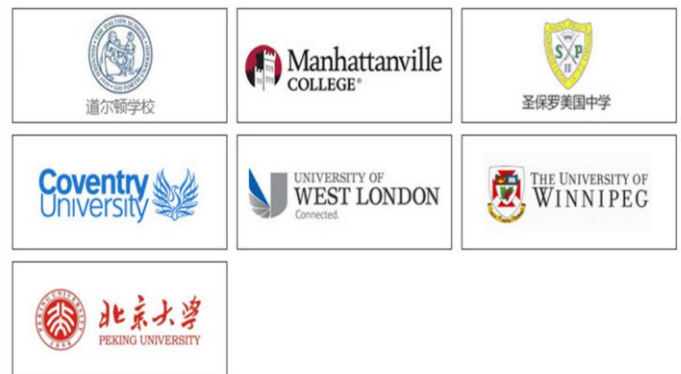
K12 业务持续扩张：国际化合作，跨区域发展。阳光教育集团建设并运营福州阳光国际学校近 20 年，拥有丰富的运营经验，以“创办中美教育优势融合的新型学校”为目标，为中国新一代家长提供多元化、个性化、中西合璧的高品质教育服务。阳光教育集团未来将基于福州阳光国际学校成功的运营经验，持续拓展 K12 民办学校业务，规划在华东、华北、西北、西南、华南及海外建设 10-20 所国际化学学校，实现 K12 教育业务的跨区域发展。同时，集团已与北京大学、美国圣保罗中学、英国考文垂大学、加拿大温尼伯大学附属中学等知名教育机构建立了合作关系，持续推进国际化战略，力图打造国际化特色的知名连锁民办学校品牌。

图 25：跨区域发展



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 26：全球化合作



数据来源：互联网、安信证券研究中心

K12 教育需求多元化预期强烈，民办中小学差异化战略或可期。当前中国教育正处于一个转型、突破的关键时点，教育修法落地渐近，营利性民办学校确权在即，民办学校正值风口。同时，新一代家长不满足于传统公立学校，呼唤教育改革的声音愈发强烈，教育需求日益多元化，参照西方发达国家的历史经验，中国未来 20 年内，有望产生一批秉持差异化战略的特色民办学校，阳光教育集团作为全国最大的民办教育集团之一，具有强大的先发优势，旗下 K12 教育业务有望分享政策红利及市场发展红利，实现高速增长。

2.1.3. 高等教育

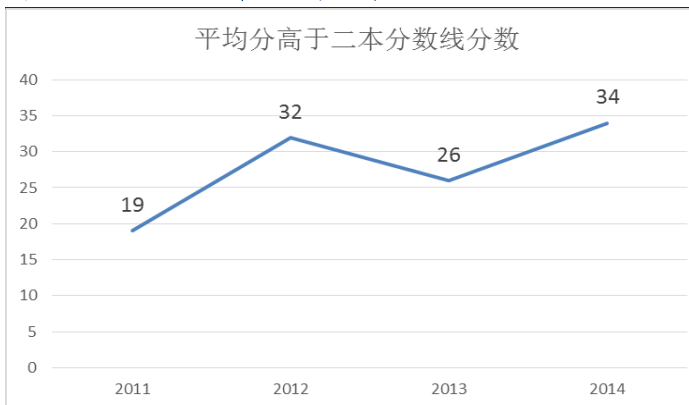
阳光教育集团于 2001 年创办福州大学阳光学院，是福建省首批创办的独立学院，并于 2003 年底经国家教育部批准为实施普通高等本科院校教育的独立学院。实施全日制本科教育，颁发国家承认学历的普通高等学校毕业文凭，并拥有学士学位授予权。学院师资力量雄厚，办学设施先进，近年来荣获“全国五四红旗团委”、“福建省先进基层党组织”、“福建省平安校园”等荣誉称号。学院目前已设有涵盖理、工、经、管、文、法、艺等学科的 27 个本科专业，拥有在校本科生 8300 余人，毕业生平均就业率保持在 95% 以上。

学院作为民办高校，具有灵活的管理机制，关注学生的成长和就业：与名筑建工集团有

限公司、鑫鼎盛期货有限公司等公司建立校企合作关系，助力学生就业。同时关注培养学生的国际化视野，与纽约理工大学、英国考文垂大学等海外高校达成“3+1”双学士学位和“3+1+1”本硕连读合作项目，为学生海外深造创造了良好的平台。

福州大学阳光学院生源质量良好，以福建省本省理工科生源为例，福州大学阳光学院2011-2014年录取学生平均分高于本科二批分数线19-35分，并呈波动上升趋势。**作为独立学院，较高的录取分数线代表学生对学校办学质量的认可**，未来学校有望发挥民办高校灵活的管理机制，持续提高办学质量，为学生提供更好的教育，打出民办高校的一块闪亮的品牌。

图 27：2011-2014 年录取学生平均分



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 28：学校研究课程



数据来源：互联网、安信证券研究中心

2.2. 大股东近一年半多次增持、彰显公司未来发展信心

大股东阳光城集团近一年多多次增持。基于对公司未来发展前景的信心，大股东阳光集团决定自 2014 年 11 月 1 日起通过二级市场增持公司股份，2015 年 7 月 23 日前累计增持比例不低于公司总股本 1.5%，2015 年 10 月 31 日前累计增持比例不超过公司总股本的 2.00%。

表 7：目前十大股东

股东名称	股东性质	持股比例
上海嘉闻投资管理有限公司	境内非国有法人	18.20%
福建阳光集团有限公司	境内非国有法人	17.66%
东方信隆融资担保有限公司	境内非国有法人	13.85%
福建康田实业集团有限公司	境内非国有法人	10.26%
民生加银基金—民生银行—中粮信托—中粮·新竹二号集合资金信托计划	境内非国有法人	4.38%
天弘基金—民生银行—天弘基金定增 36 号新阳光资产管理计划	境内非国有法人	3.12%
新华基金—华夏银行—新奥—阳光城分级 1 号资产管理计划	境内非国有法人	2.46%
中国证券金融股份有限公司	境内非国有法人	2.03%
中国建设银行股份有限公司—华夏优势增长混合型证券投资基金	境内非国有法人	1.24%
兴证证券资管—工商银行—兴证资管鑫众 5 号集合资产管理计划	境内非国有法人	1.07%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2.3. 公司员工计划二期推出

2.3.1. 14 年 9 月一期员工持股计划拟募集 8000 万元

公司早在 14 年 9 月抛出员工持股计划，杠杆持股内部人对股价诉求高。根据 14 年 9 月

公告阳光城员工持股计划筹集资金总额上限为 8,000 万元，其资金来源为本公司正式员工合法薪酬、自筹资金等。

此次员工持股计划设立后委托兴证证券资产管理有限公司管理，并全额认购兴证证券资产管理有限公司设立的兴证资管鑫众 3 号集合资产管理计划的次级 A 份额。兴证资管鑫众 3 号集合资产管理计划份额上限为 3 亿份，按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额，次级份额按照 8:2 的比例设置次级 A 份额和次级 B 份额，兴证资管鑫众 3 号集合资产管理计划主要投资范围为购买和持有阳光城股票。公司控股股东为鑫众 3 号集合资产管理计划中优先级份额持有人的权益实现提供担保。

鑫众 3 号集合资产管理计划存续期内，优先级份额按照【8.0%】的预期年化收益率按实际存续天数优先获得收益。对于次级份额而言，通过份额分级，放大了收益或损失，若市场面临下跌，其份额净值的跌幅可能大于本公司股票跌幅。

截止最新公告日，通过员工持股计划持股比例为 1.32%。兴证资管鑫众 3 号集合资产管理计划以二级市场购买等法律法规许可的方式取得并持有标的股票。员工持股计划后 6 个月内，兴证资管鑫众 3 号集合资产管理计划通过二级市场购买等法律法规许可的方式获得标的股票。截止 2015 年 5 月 7 号，公司员工持股计划通过二级市场持股 17,137,232.00（除权前），成交均价 14.11 元（除权前），持股比例为 1.32%

2.3.2. 第二期员工持股计划拟募集不超过 3 亿元

2016 年 3 月，公司公告第二期员工持股计划草案，拟筹集资金总额不超过 3 亿元（以“份”作为认购单位，每份份额为 1 万元，共计不超过 30,000 份）。

本员工持股计划设立后将委托上海兴全睿众资产管理有限公司设立“兴全睿众阳光城 X 号分级特定多客户资产管理计划”系列产品进行管理，“兴全睿众阳光城 X 号分级特定多客户资产管理计划”的主要投资范围为购买和持有阳光城股票，以及投资固定收益及现金类产品等。“兴全睿众阳光城 X 号分级特定多客户资产管理计划”系列产品的总份额上限为 9 亿份，每份份额为 1.00 元，按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额，优先级份额和次级份额的资产将合并管理。本员工持股计划筹集资金全额认购“兴全睿众阳光城 X 号分级特定多客户资产管理计划”的次级份额。

根据测算，员工持股计划份额将未超过现有股本 4.51%。以“兴全睿众阳光城 X 号分级特定多客户资产管理计划”系列产品的规模上限 9 亿元和公司 2016 年 3 月 1 日的收盘价 6.44 元/股测算，“兴全睿众阳光城 X 号分级特定多客户资产管理计划”系列产品所能购买和持有的标的股份数量上限为 13,975.16 万股，占公司现有股本总额约为 3.45%。公司截止目前有效的员工持股计划所持有的股票总数 4,284.3080 万股，占公司现有股本总额约为 1.06%。包括本员工持股计划的上述测算，累计持有公司股票总数 18,259.46 万股，占公司现有股本总额约为 4.51%，未超过公司股本总额的 10%。

参加本员工持股计划的总人数不超过 1,500 人，其中董事、监事、高级管理人员合计 2 人，分别为林腾蛟先生及张海民先生，合计认购不超过 5,500 份，即 5,500 万元（其中林腾蛟先生认购 5,000 份，张海民先生认购 500 份，每份 10,000 元）；其他员工不超过 1,498 人，合计认购不超过 24,500 份，即 24,500 万元，具体如下：

表 8: 公司 2015 年发债情况

序号	持有人	认购份数 (份)	出资额 (万元)	占员工持股计划比例
1	公司董事、监事、高级管理人员	5,500	5,500	18.33%
2	公司其他员工	24,500	24,500	81.67%
	合计	30,000	30,000	100.00%

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

3. “房地产+”战略硕果累累、多元业务创新发展

公司从 2014 年开始围绕“房地产+”战略思路,进行了一系列“守主业、微创新”的积极探索,包括智能家居、社区服务领域,大健康领域,教育领域以及金融布局,其中房地产+金融有了显著的突破。

3.1. 房地产+金融大突破、创新融资助发展

今年以来公司扩大股权融资、债务融资,财务结构有望大幅优化。股权再融资方面,45 亿元定向增发方案于 2015 年 10 月获得证监会核准通过;债务融资方面,公司今年合计发行 48 亿公司债。公司上市以来直接融资 850,164.78 万元(包括今年的 48 亿公司债,不包括 45 亿定增),仅仅占到上市以来募资的 25.86%,间接融资(按增量负债计算)2,437,143.21 万元,占到上市以来募资的 74.14%。随着债券收益率的下行以及股权再融资的获准,将有效改善公司杠杆率较高的状况,优化财务结构,为公司可持续发展增添动力。

表 9: 公司 2015 年发债情况

时间	债券品种	发行规模 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)
2015.06	公司债	13	3	8
2015.07	公司债	7	3	8
2015.07	公司债	15	5	5.18
2015.08	公司债	13	5	5.4

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 10: 公司 2015 年非公开发行股票情况

时间	价格	发行股票数量	募集资金总额	发行对象
2015 年 4 月 24 日	15.40 元/股	292,207,792 股	45 亿元	上海嘉闻投资管理有限公司

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

公司今年通过房地产+金融的布局,尝试多元化的融资模式。在传统融资方式基础上,通过与大型金融公司建立战略合作平台、参与设立房地产基金等多种创新方式进行融资,有效降低了资金使用成本,同时加快公司项目的获取和开发。

表 11: 公司 2015 年房地产+金融布局

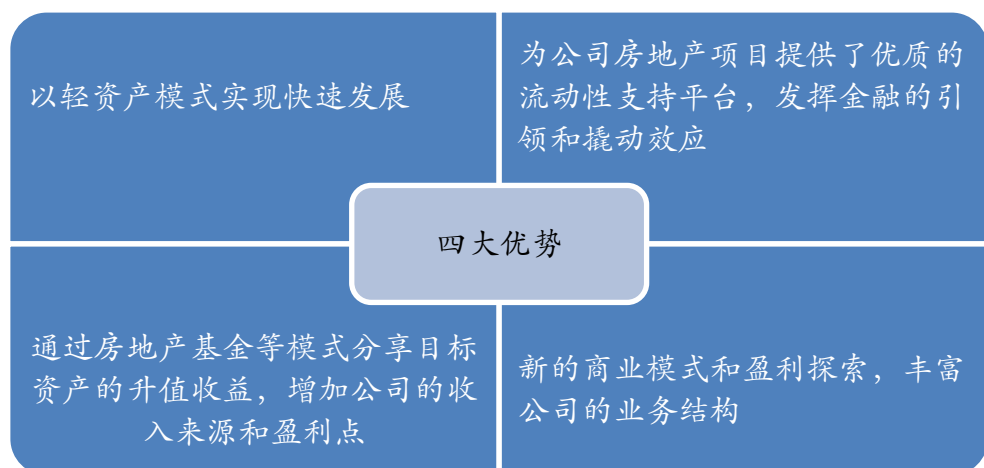
时间	具体内容
2015 年 5 月 23 日	与福建省能源集团公司等共同联合发起设立海峡人寿保险股份有限公司，注册资本拟为人民币 15 亿元，公司拟以自有资金出资人民币 1.95 亿元，占注册资本的 13%
2015 年 5 月 28 日	平安信托拟向公司提供总额不超过 50 亿的资金，期限不超过 18 个月，用于公司投资北京、上海、厦门、苏州、南京及福州城市核心区及未来发展潜力区
2015 年 8 月 7 日	拟进行战略合作，共同作为管理人(公司占 30%，实银资产占 70%)发起设立房地产投资基金，规模不超过 100 亿元，有效期不超过 5 年，投资双方认可的优质开发类房地产项目
2015 年 9 月 18 日	长江财富拟向公司提供总额不超过 20 亿的资金，期限以签署合同为准，用于公司投资北京、上海区域房地产项目
2016 年 3 月 18 日	西藏同信证券拟通过国民信托设立资产管理计划向公司提供不超过 3.8 亿元的融资，融资期限不超过 1 年

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3.1.1. 突破一：设立房地产投资基金

设立房地产投资基金，以轻资产模式实现快速发展的第一步，获益目标资产收益升值。根据公司公告，公司与上海实银资产管理有限公司共同作为管理人（公司占 30%，实银资产占 70%）发起设立房地产投资基金，规模不超过 100 亿元，可优先投资公司符合标准的相关项目。实银资产公司系由上实发展联合上实投资（上海）公司与杰银京华（上海）股权投资管理公司及中信信诚资产管理公司共同发起的基金管理公司，注册资本金 5,000 万元人民币，从发起人来看，实银资产公司的专业能力较强。通过双方的资源互补，有助于公司以轻资产模式实现快速发展，也可以通过房地产基金等模式分享目标资产的升值收益，增加公司收入来源和盈利点。

图 29: 公司参与设立房地产投资基金



资料来源：互联网、安信证券研究中心

3.1.2. 突破二：设立海峡人寿保险公司，进军寿险业

中国从保险大国向保险强国迈进的背景下，人寿保险业发展前景广阔。中国保监会副主席周延礼透露，2015 年中国保险市场规模应进入世界前三甲，贯彻落实“新国十条”、《关于

加快发展商业健康险的若干意见》以及国家关于食品安全、环境污染等方面的政策文件，实现从保险大国向保险强国迈进。构建多层次的社会保障体系是我国社会发展完善的重要任务，这将进一步彰显我国商业保险发展的巨大潜力。2015年前8个月，寿险业务原保险保费收入9778.37亿元，同比增长21.64%，这主要是消费者保险意识及对寿险产品需求的提升以及得益于降息周期下寿险产品，特别是储蓄型产品的吸引力提升。我们预计在今后5年内，中国寿险业市场仍将以每年15—20%的速度增长，到2020年寿险市场总额可以达到18000亿元。

寿险业竞争激烈，行业内大小险企分化大，“互联网+”使市场存在变数。截至2015年7月，中国已有63家专业寿险公司，其中除了保费占比达行业总量71%的七大公司（国寿、平安寿险、新华、太保寿险、人保寿险、太平寿险、泰康）外，其他均为保费规模较小的寿险公司，合计保费占比不足30%，但中小型寿险公司保费规模则是一飞冲天，实现翻倍的增长，7大寿险公司市场份额逐步下滑。同时，“互联网+”概念也令保险市场充满变数，中国平安几年前就开始按照互联网企业的愿景来求得自身发展，如今已经业绩斐然；众多中小保险公司还学习互联网思维大力发展新兴保险产品，保费规模因此获得迅速发展。

表 12：大小险企 2015 年分化发展

	大型寿险企业	小型寿险企业
经营模式	集体转型发力个险渠道、提升业务价值	以理财型保险产品占领银保市场、加强流动性、扩充保费规模
债权计划和其他资产的配置比例	较低	较高
存在问题	受小型寿险企业冲击大，市场份额逐步下滑	资金运用渠道窄，产品高准备金、高资本占用、高退保率、低存续期限，暴露出业务结构失衡

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

设立海峡人寿保险公司，联合企业资金、资源丰富，公司新利润增长点可期。根据公司公告，海峡人寿成立后将成为福建省第一家（厦门除外）一级法人寿险机构，未来将坚持“立足福建省、服务台湾地区、辐射全国”的经营策略，为客户提供有效的保险保障。公司占总注册资本的13%，比重位列第三，福建省能源集团有限责任公司（20%）、福建省机电（控股）有限责任公司（15%）分列一、二位。其中福建省能源集团公司是福建省属国有企业集团，资产总额超500亿元，拥有煤炭、电力、建材、港口物流、建工房地产、金融产业等多种产业，已多年上榜中国企业500强，其在省属企业中率先设立了财务公司、期货公司，包括融资租赁、保险经纪等金融产业正蓬勃发展，由此可以给海峡人寿保险公司提供全方面的资源。

图 30: 福建省能源集团下金友期货经纪有限责任公司



资料来源: 互联网、安信证券研究中心

图 31: 福建省能源集团下福能武夷保险经纪有限公司



资料来源: 互联网、安信证券研究中心

3.1.3. 突破三：合作平安信托、长江财富、西藏同信等，多元融资再创新

2015年5月28日，平安信托拟向公司提供总额不超过50亿的资金，期限不超过18个月，用于公司投资北京、上海、厦门、苏州、南京及福州城市核心区及未来发展潜力区。

2015年9月18日，长江财富拟向公司提供总额不超过20亿的资金，期限以签署合同为准，用于公司投资北京、上海区域房地产项目。

2016年3月18日，西藏同信证券拟通过国民信托设立资产管理计划向公司提供不超过3.8亿元的融资，融资期限不超过1年。

3.2. 与星网锐捷战略合作、打造智能社区

智能社区为主业发展保驾护航。早在14年三月公司发布公告拟于信网锐捷成立合资子公司开发智能社区注册资本5,000万元，星网锐捷与公司各自按50%的股权比例进行出资，公司及星网锐捷成立合资公司设立及战略发展工作小组，便利及时推进合资公司设立、运营管理、目标设定、战略规划等工作。

这是由于随着公司经营规模的不断发展扩大和房地产产品线的丰富多样化，为进一步促进主业发展，升级公司物业服务的智能化管理能力，提升公司房地产开发产品的宜居、宜业功能，实现公司从传统地产开发到地产开发与科技服务并行的“智慧地产”的产业升级，公司与福建星网锐捷通讯股份有限公司在设立合资企业、研究开发智能社区、智能家居、云呼叫中心及服务、智能社区的优势产品等方面建立战略合作关系，实现优势互补，共同应对行业的升级。

星网锐捷利用其自身优势为智能社区提供技术支持。星网锐捷主营企业级的网络通讯设备，在终端设备制造以及B2C服务领域积累了很好的经验，并具备强大的产品研发、创新能力，在社区互联网设备及服务、物联网、三网融合、智慧园区等核心产业领域形成了独特的领先优势，其提供的产品和服务在行业内具有竞争优势。

智慧+服务助力地产升级实现收入利润增长。公司及星网锐捷合力打造一个轻资产、以数据管理和商业营销为主业的服务性企业。通过整合智能家居终端、互联网技术以及现代化的社区服务，打造全新的社区运营商，形成以社区为中心集成包含衣、食、住、行、娱、购、游在内的各领域商户服务资源，时时推送更新活动信息，未来可以延伸覆盖社区金融、大数

据营销服务、社区最后一公里物流网点等领域。在方便社区居民生活的同时，获得服务增值收入。合资公司未来发展将以整体社区运营商为目标，随着产品、技术、服务平台以及服务模式等经验的积累，合作平台服务不局限于自身小区，在时机和条件成熟对外输出服务，扩大服务规模，实现更大的收入和利润目标。

图 32：阳光城摩米公寓试水智慧社区

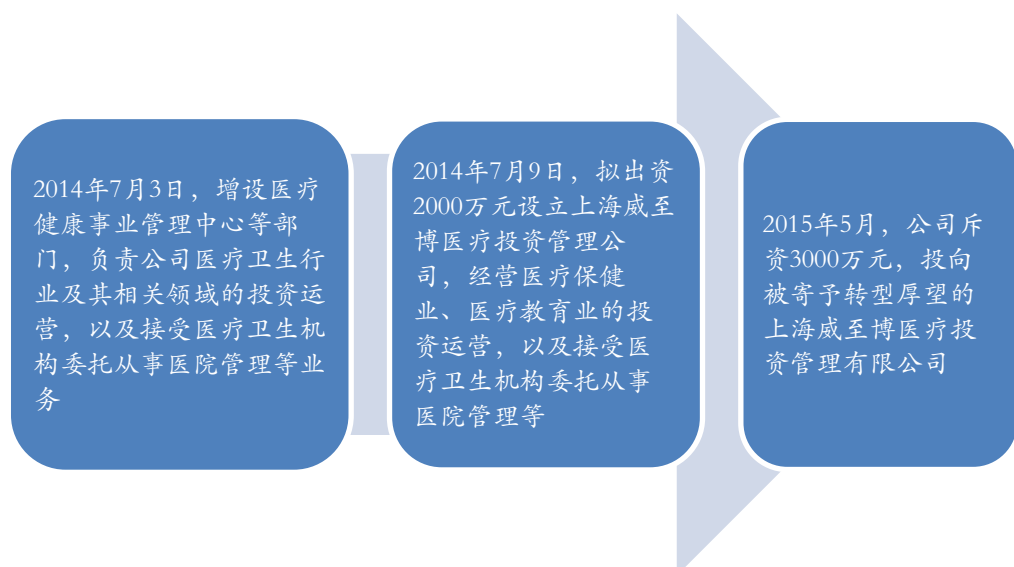


资料来源：互联网、安信证券研究中心

3.3. 医疗探索式布局、助力公司主业丰满

公司自 2014 年以来开始医疗布局，内部增设医疗健康事业管理中心、设立医疗投资管理公司，但至今还没有实质性进展，处于探索阶段。根据公司 2014 年年报披露，2014 年威至博医疗总资产为 0.02 元，净资产、营业利润与净利润均亏损 149.98 元。威至博医疗作为阳光城试水的新业务，尤其是积极拓展医疗健康产业的唯一投资平台，去年至今并无实质性动作。但是从深交所“互动易”的平台可以发现，阳光城去年底曾披露，其医疗版块团队基本已经到位，并已正常工作，目前已经有储备的项目，正在审慎筛选中。公司对于医疗的布局有助于公司房地产项目的配套建设，也不排除公司对于养老地产的考虑。

图 33：公司医疗布局进展



资料来源：安信证券研究中心数据来源：互联网、安信证券研究中心

4. 投资建议

公司地产主业稳健发展，“3+X”、“房地产+”战略硕果累累，基于大股东丰富资源，进军幼教产业，优势重重，未来有望打造新的业务增长点，同时房地产金融业务、智能社区探索都取得积极进展，大股东连续增持及员工持股都彰显上下齐心谋发展的良好态势，我们预计公司16-18年公司EPS为0.45、0.58和0.68元，对应PE为14、11和9倍，给予“买入-A”投资评级，考虑到教育产业前景广阔，我们给予6个月目标价10.75元。

风险提示：转型失败、扩张过快

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	13,894.1	22,380.0	30,529.6	41,407.0	55,646.4	成长性					
减:营业成本	9,845.3	16,659.6	23,315.5	31,879.3	43,098.1	营业收入增长率	86.6%	61.1%	36.4%	35.6%	34.4%
营业税费	1,275.6	2,107.6	2,805.7	3,835.4	5,169.5	营业利润增长率	111.5%	25.2%	5.4%	36.0%	26.1%
销售费用	449.2	456.8	604.5	873.7	1,174.1	净利润增长率	103.1%	7.1%	27.9%	27.6%	17.6%
管理费用	376.8	554.5	674.7	1,002.1	1,491.3	EBITDA 增长率	113.1%	21.9%	29.5%	22.0%	23.4%
财务费用	68.5	23.2	605.0	388.4	382.2	EBIT 增长率	114.5%	22.0%	29.8%	21.9%	23.2%
资产减值损失	32.9	238.9	67.1	82.9	105.4	NOPLAT 增长率	122.7%	28.4%	32.6%	18.3%	18.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	61.8%	55.1%	-40.4%	48.9%	-41.2%
投资和汇兑收益	30.7	9.6	17.6	19.3	15.5	净资产增长率	64.7%	94.1%	8.2%	14.9%	16.0%
营业利润	1,876.6	2,349.0	2,474.7	3,364.7	4,241.2	利润率					
加:营业外净收支	-37.7	11.4	-7.3	2.2	2.1	毛利率	29.1%	25.6%	23.6%	23.0%	22.6%
利润总额	1,838.9	2,360.4	2,467.4	3,366.8	4,243.3	营业利润率	13.5%	10.5%	8.1%	8.1%	7.6%
减:所得税	557.1	627.7	617.1	915.4	1,267.9	净利润率	9.5%	6.3%	5.9%	5.6%	4.9%
净利润	1,323.7	1,418.2	1,813.4	2,313.5	2,719.8	EBITDA/营业收入	14.1%	10.7%	10.1%	9.1%	8.4%
						EBIT/营业收入	14.0%	10.6%	10.1%	9.1%	8.3%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	1	2	3	3	2
货币资金	3,960.6	13,795.0	9,158.9	12,008.0	15,581.0	流动营业资本周转天数	475	465	329	225	158
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,012	913	779	623	542
应收帐款	1,437.6	2,306.1	2,612.6	3,851.5	4,866.4	应收帐款周转天数	36	30	29	28	28
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	738	623	505	401	332
预付帐款	4,037.0	8,593.0	8,116.4	13,313.5	13,263.6	总资产周转天数	1,023	936	807	649	566
存货	35,052.0	42,382.7	43,236.9	49,035.9	53,681.2	投资资本周转天数	478	468	333	228	161
其他流动资产	1,064.3	899.2	981.7	940.5	961.1						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	20.6%	11.8%	13.8%	15.3%	15.4%
长期股权投资	60.4	143.3	14.6	-3.6	-25.0	ROA	2.8%	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%
投资性房地产	-	1,245.8	1,661.1	2,214.7	2,953.0	ROIC	9.6%	7.6%	6.5%	13.0%	10.3%
固定资产	22.6	211.1	263.9	328.7	411.7	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	3.2%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
无形资产	8.8	10.4	7.9	5.4	2.9	管理费用率	2.7%	2.5%	2.2%	2.4%	2.7%
其他非流动资产	586.1	586.7	711.7	730.7	752.5	财务费用率	0.5%	0.1%	2.0%	0.9%	0.7%
资产总额	46,229.4	70,173.3	66,765.7	82,425.4	92,448.3	三费/营业收入	6.4%	4.6%	6.2%	5.5%	5.5%
短期债务	4,864.4	16,917.8	4,562.1	11,798.4	6,656.1	偿债能力					
应付帐款	4,138.4	6,710.7	10,960.6	13,585.5	17,460.0	资产负债率	84.7%	80.4%	77.7%	79.3%	78.6%
应付票据	-	381.6	154.8	233.6	461.3	负债权益比	553.1%	410.6%	349.2%	382.8%	366.8%
其他流动负债	22,234.2	16,201.3	30,091.8	28,589.5	42,699.4	流动比率	1.46	1.69	1.40	1.46	1.31
长期借款	7,911.6	9,399.6	-	5,402.4	-	速动比率	0.34	0.64	0.46	0.56	0.52
其他非流动负债	2.2	6,820.1	6,132.7	5,744.8	5,365.7	利息保障倍数	28.38	102.11	5.09	9.66	12.10
负债总额	39,150.8	56,431.2	51,902.0	65,354.3	72,642.5	分红指标					
少数股东权益	655.9	1,727.6	1,764.6	1,902.5	2,158.1	DPS(元)	0.05	-	0.07	0.06	0.06
股本	1,284.2	4,014.8	4,014.8	4,014.8	4,014.8	分红比率	15.6%	0.0%	16.0%	10.5%	8.8%
留存收益	5,138.4	7,561.2	9,084.4	11,153.9	13,633.0	股息收益率	0.8%	0.0%	1.2%	1.0%	1.0%
股东权益	7,078.6	13,742.1	14,863.7	17,071.1	19,805.8						
						现金流量表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
净利润	1,281.8	1,732.7	1,813.4	2,313.5	2,719.8	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	14.7	16.4	10.8	18.9	29.8	EPS(元)	0.33	0.35	0.45	0.58	0.68
资产减值准备	32.9	238.9	-	-	-	BVPS(元)	1.60	2.99	3.26	3.78	4.40
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	19.0	17.7	13.9	10.9	9.2
财务费用	83.3	30.6	605.0	388.4	382.2	PB(X)	3.9	2.1	1.9	1.7	1.4
投资损失	-30.7	-9.6	-17.6	-19.3	-15.5	P/FCF	50.2	4.3	-7.1	7.2	5.8
少数股东损益	-41.9	314.5	36.9	137.9	255.6	P/S	1.8	1.1	0.8	0.6	0.5
营运资金的变动	-7,603.4	-4,692.3	14,242.9	-10,179.5	13,007.6	EV/EBITDA	17.5	25.0	10.7	11.0	5.6
经营活动产生现金流量	-5,640.9	-3,878.7	16,691.5	-7,340.1	16,379.5	CAGR(%)	24.1%	19.7%	45.7%	24.1%	19.7%
投资活动产生现金流量	-354.1	-2,995.9	-458.8	-615.6	-833.0	PEG	0.8	0.9	0.3	0.5	0.5
融资活动产生现金流量	6,841.9	17,095.6	-20,868.8	10,804.8	-11,973.5	ROIC/WACC	1.3	1.0	0.9	1.7	1.4
						REP	1.2	1.6	1.8	0.8	1.0

资料来源: 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

陈天诚声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮编： 200122

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034