

上海市属优质园区平台，科创中心建设标兵

■ **两次资产注入，实现集团上海四个园区上市。**公司原名自仪股份，是由上海临港集团旗下专业从事产业载体开发运营的上市公司 1) 2015 年底首次注入，实现借壳上市：首批注入上市公司的园区资产包括松江、康桥、南桥 3 个园区资产。临港集团注入时承诺 5 年内注入漕河泾和浦江两个园区，以及在 3 年内将已处于筹建阶段的桃浦智慧城、盐城园区、海宁园区注入上市公司平台，以解决同业竞争问题。2) 2016 年 6 月，集团首次履行上市时承诺。上市公司通过本次交易新增浦江园区项目，获得 98.4 万方的权益可租售建面。根据公司年报，本次拟注入资产 2016 年实现归母净利润为 1.09 亿元，按本次交易价格计算 PE 15X，低于上市公司今年以来平均水平。

■ **业绩亮丽，在手 188 万方优质园区资源。**根据公司 2016 年年报。公司共实现营收 18.0 亿元，同比+12.1%（一季报同比+494%）；归属于上市公司股东的净利润 4.03 亿元，同比+20.2%（一季报同比增 16 倍）；截至年末，公司在开发面积 91 万方，土地储备 63 万方，公司总在租面积 34.5 万方，合计拥有优质园区可租售资源 188 万方。

■ **背靠临港集团，上海“自贸区”和“科创中心”建设的战略主体。**上海临港产业区是上海规模最大的产业开发项目，待开发资源最丰富，承接重大战略性项目的可能性最大。临港集团是唯一市属园区地产集团，是临港产业区及漕河泾开发区的开发主体。作为是上海建设“全球科创中心”和“自贸区”战略的重要载体。根据公司公告，临港集团目前从事土地一级开发业务，代政府行使相关非市场化业务职能。公司土地获取与集团行政职能密不可分（与一级开发及招商引资、园区规划联动），潜在资源可观。

■ **投资建议：**近期彭博社及路透社报导了“特斯拉落户临港产业区”的传闻，特斯拉方面也有透过媒体回应，但目前中方尚未有任何代表发布正式公告，也不明确落地具体位置。6 月 22 日晚，公司发布公告称截至目前，本公司未与特斯拉公司进行过接触，亦未与特斯拉公司就其在中国建厂事项有合作意向，并且未签署任何协议。我们不妨作两方面假设，1、**假设特斯拉如传闻落地：**公司除了有土地资源增值和租金增值预期外，也存在股权合作的预期。但由于之前合资车企主要是车企之间的股权合作，比较少车企和非车企合作，如若参与特斯拉合资公司投资，对公司业绩贡献弹性非常可观。若未有参股合资公司，上市公司是集团主要二级开发主体，未来预计将参与到特斯拉整车厂的规划、设计、建设中去，是本次投资的最大受益者之一。2、**本次传闻并无实质进展：**目前特斯拉已经官方回应正与上海市政府探讨建设工厂的可能性，即便落地进展不如预期，仍并不能否认临港产业园在全国有独一无二的价值，相信市场对该区域土储价值会有重新认识，值得持续跟踪。

■ **风险提示：**国企体制僵化，业务推进缓慢，资源获取能力低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	901.1	1,799.1	2,630.2	4,055.8	5,272.5
净利润	239.4	403.4	630.0	966.6	1,159.6
每股收益(元)	0.21	0.36	0.56	0.86	1.04
每股净资产(元)	2.78	4.13	4.77	5.64	6.68

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	109.2	64.8	41.5	27.0	22.5
市净率(倍)	8.4	5.7	4.9	4.1	3.5
净利润率	26.6%	22.4%	24.0%	23.8%	22.0%
净资产收益率	7.7%	8.7%	11.8%	15.3%	15.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	30.3%	13.1%	13.7%	48.7%	31.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**28.3 元**
股价 (2017-06-26) **23.26 元**

交易数据

总市值 (百万元)	26,049.32
流通市值 (百万元)	9,293.61
总股本 (百万股)	1,119.92
流通股本 (百万股)	399.55
12 个月价格区间	15.42/25.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.4	19.1	39.76
绝对收益	30.89	16.53	51.36

陈天诚

分析师

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

杨臻

报告联系人

yangzhen@essence.com.cn

相关报告

1. 上海市属唯一园区地产上市平台，园区资源丰富

公司原名自仪股份，2015年11月，上海临港集团旗下的临港资管通过上海电气集团其持有的20.04%自仪股份股份无偿划拨，并以自仪股份全部资产和负责与临港资管持有的临港投资100%股权进行置换，实现旗下资产借壳上市，其后上市公司更名为上海临港(600848.SH)。成为上海国资旗下专业从事产业载体开发和运营的上市公司。

1.1. 历史沿革：两次资产注入，集团上海四个园区上市

2015年集团重大资产置换，实现旗下资产借壳上市，承诺旗下资产逐步注入：自仪股份自2014年12月发布重组预案，重组方案包括：**1) 无偿划转和资产置换：**上海临港集团旗下的临港资管通过上海电气集团其持有的20.04%自仪股份股份无偿划拨，并通过自仪股份全部资产和负责与临港资管持有的临港投资100%股权进行置换，**2) 发行股份购买资产：**以7.08元/股的发行价格，向临港资管非公开发行股票购买置入资产与置出资产交易价格的差额部分；另外向新桥资管、九亭资管、浦东康桥非公开发行股票购买其持有的松高新40%股权、松高科49%股权和康桥公司40%股权。**3) 募集配套资金：**以7.92元/股的发行价格，向临港资管等募集配套资金9.46亿元。本次重组在2015年底完成。

重组后，原自仪股份主营业务变更为园区开发和经营，主要负责临港资管下属园区的开发。重组后，上市公司的主要资产为通过直接或间接方式持有松高新100%的股权、松高科100%的股权、松江公司99.775%的股权、佘山公司51%的股权、康桥公司100%的股权、南桥公司55%的股权、自贸联发45%的股权和临港松高科51%的股权。**当时首批注入上市公司的园区资产包括松江园区、康桥园区、南桥园区资产，合计规划面积9643亩（未开发8501亩），以及自贸区（洋山）陆域部分6.8平方公里（未开发3.94平方公里），以上园区主要从事土地二级开发业务。**

根据收购报告，临港集团注入时承诺5年内注入漕河泾和浦江两个园区，以及在3年内将已处于筹建阶段的桃浦智慧城、盐城园区、海宁园区注入上市公司平台，以解决同业竞争问题。

表 1：公司上市之初的园区资源情况

园区	开发主体	开发区域	规划面积（亩）	未开发面积	主导产业
松江园区	松江公司松高科	民益路区域	167	-	拥有科技创新、互联网和3D打印、新能源、大宗商品交易、免税商品、文化创意六大产业板块
	松高科	新桥镇区域	1,100	925	
	松高新	九亭镇区域（毗邻松高科开发区域）	1,440	932	
	临港松高科	南部新兴产业综合体	220	220	
	佘山公司	佘山镇北部区域	4,575	4,575	
康桥园区	康桥公司	康桥工业园核心位置	441	311	无线通讯、光子传输、网络科技、云计算、大数据、创新金融等新兴科技
南桥园区	南桥公司	南桥新城核心地带	1,700	1,538	生物医药、设计创业、检验检测、电子商务、节能环保等
自贸区（洋山）陆域部分	自贸联发	上海自贸区洋山保税港区	6.8平方公里	3.94平方公里	主要发展和提供航运服务业与港口增值服务

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

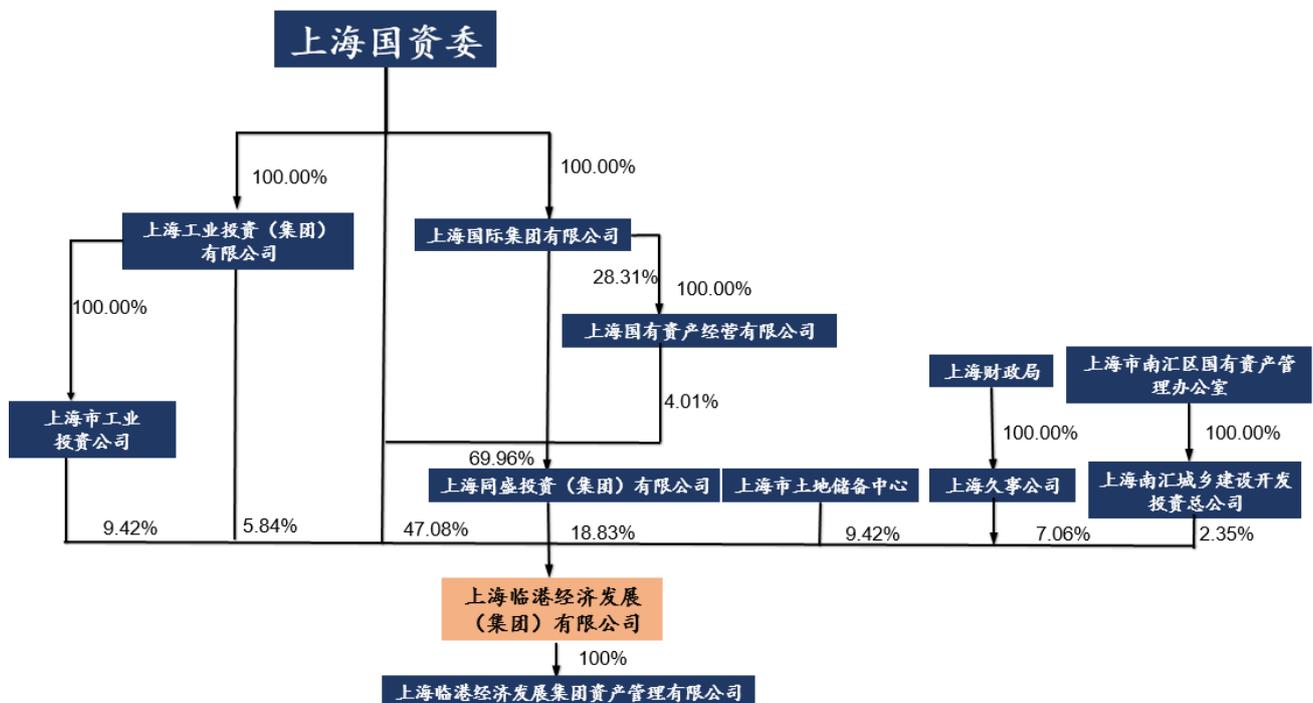
2016年，集团首次履行上市时承诺，新获得权益可租售建面98万方。2016年6月22日公司再次公告收购预案，拟以非公开发行股份为对价的方式向集团浦江公司购买其持有的浦星公司100%股权及双创公司85%股权。另外以14.07元/股的发行价格，向莘庄工业区、诚

鼎新扬子、东久投资、盛睿投资、普洛斯、赛领博达、上海并购基金非公开发行股份募集配套资金。公司分别在7月和12月分别发布修订稿，最终公司以14.07元/股的价格发行股份，实际交易价格为16.62亿元，上市公司通过本次交易新增浦江园区项目，获得98.4万方的权益可租售建面。

浦江公司承诺标的资产2016年-2018年合计实现扣非后归母净利润不低于3.79亿，根据公司年报，本次拟注入资产2015年实现归母净利润9623.8万，2016年为1.09亿元，按本次交易价格16.62亿元计算，PE分别为17X和15X，远低于公司今年以来的估值中枢。

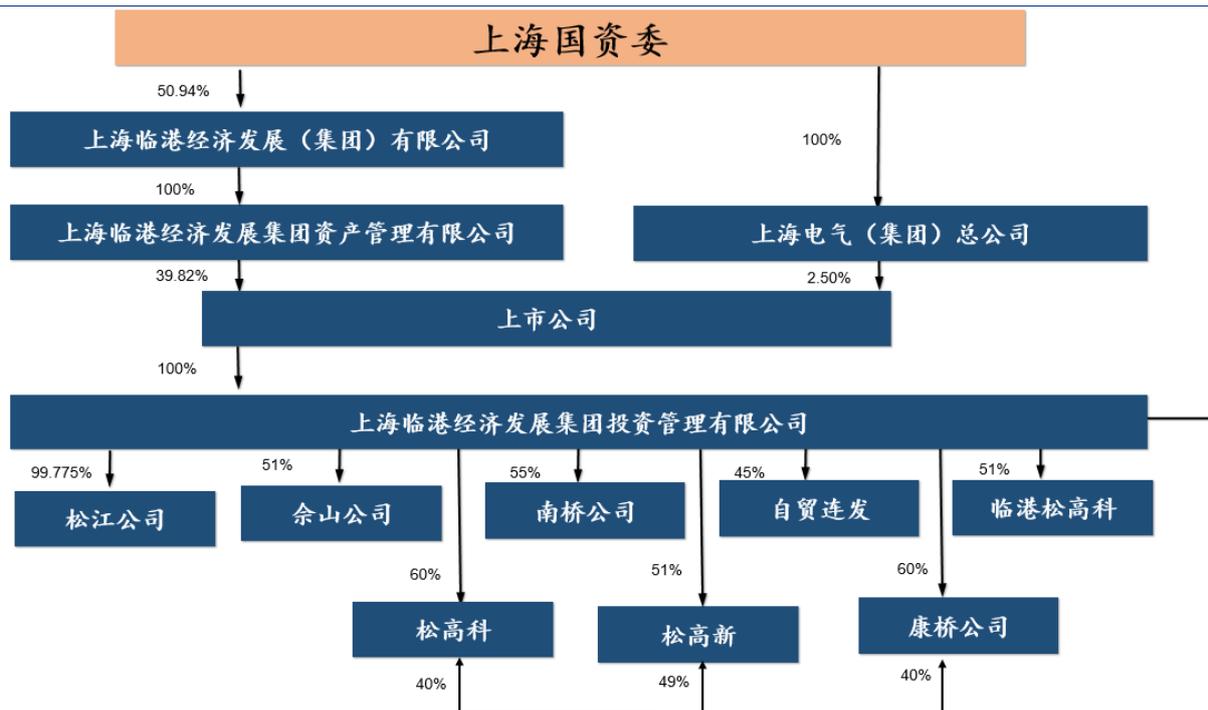
本次交易前，临港资管持有上市公司45.07%的股权，是上市公司控股股东。临港集团持有临港资管100%股权，是上市公司的实际控制人。本次发行股份后，临港资管持有上市公司39.82%的股权，浦江公司持有上市公司11.66%的股权，临港集团通过临港资管和浦江公司合计持有上市公司51.48%的股权，上市公司的控制权未发生变化。

图 1：临港集团的股权结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：目前上市公司的股权结构



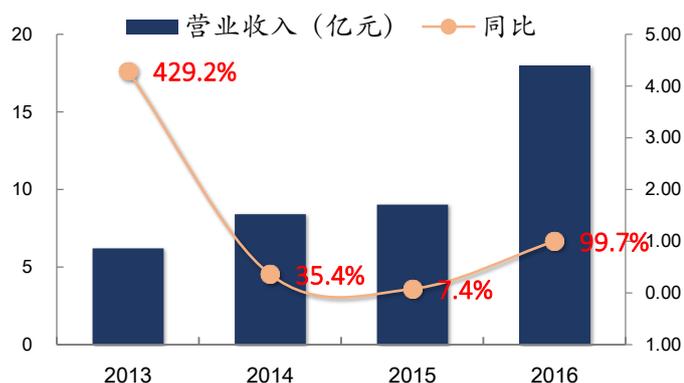
资料来源: wind, 安信证券研究中心

本次注入后,公司旗下四大园区已形成相当规模的高端产业集聚。是上海建设“全球科创中心”和“自贸区”战略的重要载体。截至2016年末,公司下属松江园区、康桥园区、南桥园区以及浦江园区规划面积共计18,770亩,已开发5,986亩,自贸区(洋山)陆域部分规划面积6.8平方公里,已开发2.97平方公里;

1.2. 业绩靓丽, 188 万方优质园区资源

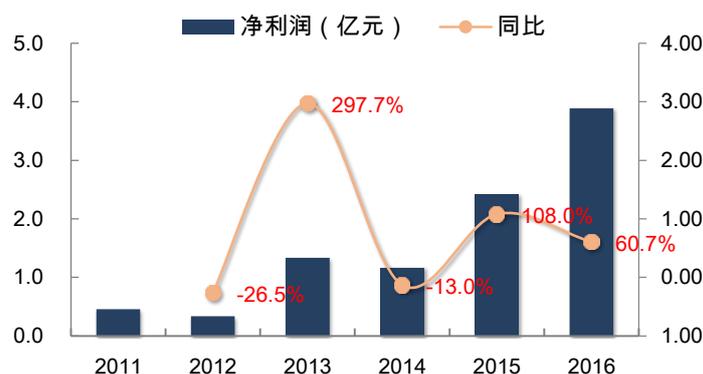
根据公司2016年年报披露。公司2016年全年共实现营收18.0亿元,同比+12.10%(一季报同比+157.27%);归属于上市公司股东的净利润4.03亿元,同比+20.19%(一季报同比增14倍);按照追溯调整的口径,公司全年基本EPS 0.40元,同比-25.93%;。2016年浦江园区注入后,公司增加了土储22.34万方。截至年末,公司在开发面积91万方,土地储备63万方,公司总在租面积34.5万方,合计优质园区土地资源188.4万方。

图3: 公司前6年营业收入情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图4: 公司前6年净利润情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 2：2016 年末公司土地资源（万方，万元）

	在开发面积	土地储备	总投资额	可供出售面积(万方)	累计出租面积(万方)	出租房地产的租金收入
松江园区	37.05	-	37.25	70.37	17.59	7,027
康桥园区	5.40	-	6.32	12.63	3.18	847
浦江园区	48.41	43.30	46.94	47.00	13.57	8,095
南桥园区	-	19.71	-	13.48	0.19	12
合计	90.87	63.01	90.50	143.48	34.53	422.38

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 3：报告期内房地产储备情况

序号	所属园区	地块名称	拟建项目	持有待开发土地的面积(平方米)	规划计容建筑面积(平方米)	是/否涉及合作开发项目	合作开发项目涉及的面积(平方米)	合作开发项目的权益占比(%)
1	南桥园区	奉贤区生物科技园区 30-05 号地块	南桥园区三期	57,783	144,459	是	79,452	55
2	南桥园区	奉贤区生物科技园区 31-02 号地块	南桥园区二期	28,345	70,862	是	38,974	55
3	南桥园区	奉贤区 C-02-01 号地块	南桥园区一期-2	57,234	143,085	是	78,697	55
4	浦江园区	浦江镇工-118 号	D2 地块生命健康产业二期(B/C)	130,852	247,957	否		
5	浦江园区	浦江镇工-1 号 (137 街坊 P1、P2 宗地)	D1 地块生命健康产业一期	92,502	185,003	否		
			合计	366,715	791,365		197,123	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 背靠临港集团，公司是集团唯一资本运作平台

临港集团是唯一市属园区地产集团。公司控股股东临港集团为上海市国资委系统的国有多元投资产业集团，也是唯一市属园区地产集团（上海国资委持股比例 81.2%），旗下园区遍布上海。临港集团成立于 2003 年，具体负责制定实施临港产业区以及漕河泾开发区的发展计划、组织园区配套设施的投入和建设、招商引资、寻求国内外战略合作者、推动园区内产业的发展 and 升级。

表 4：集团旗下主要开发园区

园区	规模	主导产业
临港产业园	规划面积 247 平方公里（含保税港区）	新能源装备、船舶关键件、海洋工程、汽车整车及零部件、大型物流及工程机械、民用航空设备及关键零部件六大产业制造基地
漕河泾开发区	规划面积 14.28 平方公里	电子信息为支柱产业，以新材料、高端装备、生物医药、汽车研发配套和环保新能源为五大重点产业
临港奉贤园区	规划面积 17 平方公里	以工程机械、精密机床、海洋工程等高端装备制造业为核心。以节能环保、航空配套、信息技术等战略性新兴产业为重点。以物流贸易为代表的现代服务业为支撑。
自贸区洋山保护港区	由陆域部分 6.85 平方公里、小洋山港口区域 7.31 平方公里和连接的东海大桥三部分组成	主要发展和提供航运服务业与港口增值服务
漕河泾浦江园区	占地 10.7 平方公里	以电子信息产业为依托，集生物医药、环保、新能源、汽车研发为主体
漕河泾松江园区		建设“要素交易平台、文化创意平台、新能源产业平台、互联网产业平台、工业 3D 研发平台、有色金属交易平台”等各具特色的功能性平台

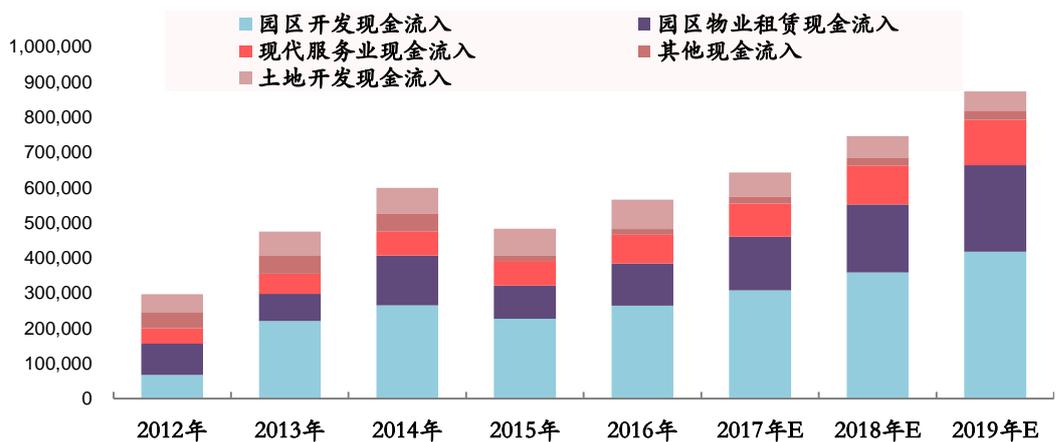
漕河泾康桥园区	占地面积约 400 亩，总规划建筑面积约 500,000 平方米	无线通讯、光子传输、网络科技、云计算、大数据、创新金融等新兴科技
漕河泾南桥园区	占地面积 1700 亩，规划建筑总量 219 万平方米。	集生态、宜居于一体的现代服务业集群地
桃浦科技智慧城	建设中	建设中
漕河泾枫泾园区		以健康产业为代表的特色产业，形成集高端制造、研发设计，运营结算、管理服务及总部功能于一体的复合型园区
漕河泾盐城分区	规划面积 10.5 平方公里	新能源汽车及汽车零部件，新光源和新能源装备制造，生产性服务业和区域总部经济。
漕河泾海宁分区	总规划面积为 15 平方公里	以电子信息、新能源、高端机械装备、汽车零部件、生物医药等先进制造业和现代服务业为主导产业的现代技术产业基地
临港再造制造园区	一期占地面积一平方公里	进口废旧汽车压件拆解、汽车零部件与机电产品等再制造业务

资料来源：集团官网、安信证券研究中心

目前，临港集团通过控股、参股多家企业，临港集团已形成了园区开发与经营、现代服务业（物流、酒店与餐饮）、物业管理、代理进出口以及建筑安装等多项支柱产业。目前集团旗下包括临港产业园和漕河泾区内的浦东、松江、奉贤以及上海自贸区洋山片区合作区等多个园区，上海全市仅有崇明和嘉定两区未进入，其余区县均有直接投资或合作建设的园区项目，并向江苏盐城、浙江海宁等地异地扩张的发展格局。

根据公司公告，临港集团除了承诺拟注入上市公司的园区二级开发资源外，目前仍从事土地一级开发业务，且代政府行使相关非市场化业务职能（包括市政规划、招商引资等）。临港集团充分享有上海市政府政策支持，包括土地政策、基础设施建设的业务来源、对部分优质子公司的资产重组、享有充分的信息资源等方面。根据集团公告，截至 2016 年末，上海临港集团总收入 89.2 亿元，同比+67.54%；归母净利润为 4.24 亿元，同比+221.54%。临港集团需承担部分政府非市场职能（参与园区规划、招商引资），目前整体 ROE 水平较低。公司上市后，临港集团负债水平大幅下降，利润水平明显抬升，未来资源市场化的潜力不可忽视。

图 5：未来集团各项业务现金流入预计（万元）



资料来源：集团公告，安信证券研究中心

图 6：临港集团近年净利润情况（亿）

图 7：临港集团近年营业收入情况（亿）

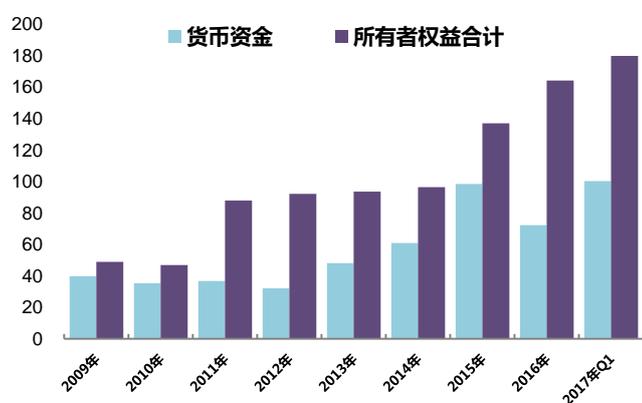


资料来源：公司公告、安信证券研究中心



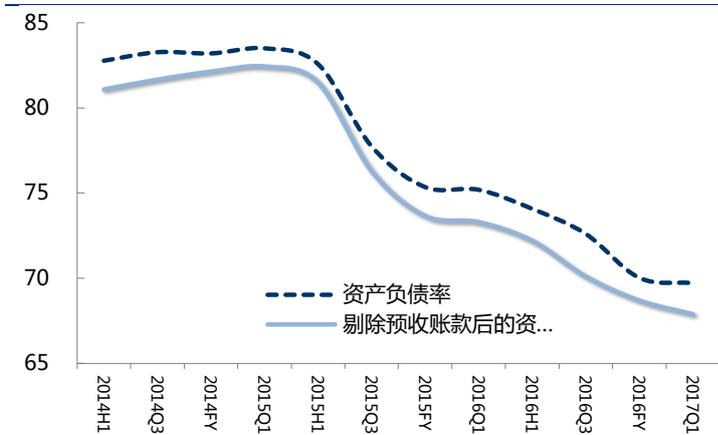
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8: 临港集团近年货币资金与净资产 (亿)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 9: 临港集团近年负债水平有所下降



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 临港产业区——上海目前可开发面积最大的产业项目

根据集团官网，目前上海临港产业区上海进入 21 世纪规模最大的产业开发项目，政府定位是“市委、市政府继浦东开发后的又一重大战略决策”。上海临港产业区位于上海东南角，地处长江口和杭州湾的交汇处，规划面积近 247 平方公里（含保税港区），包括临港产业区、物流园区、中国（上海）自由贸易试验区、临港奉贤园区、主产业区及综合园区。是目前世界上少有的集航空、海运、铁路、高速公路、内河运输等五种交通功能于一体的区域。产业层面上，临港产业区已经临港包括国家新能源装备、船舶关键件、海洋工程、汽车整车及零部件、大型物流及工程机械、民用航空设备及关键零部件六大产业制造基地。

可开发面积最大，最有可能承接战略性重大项目。按照上海市经济信息化委每年发布的《上海市开发区综合评价结果》显示，临港产业区是上海目前尚可出让工业用地面积最大的产业园区。2014 年末可供出让土地面积有 1494 亩，占上海所有产业区的 12%。其中临港产业区主产业区规划面积 108 平方公里，主要聚焦发展民用航空、新能源等战略性新兴产业和生产性服务业。在近年上海产业用地逐年减量化供应的背景下，临港产业区承接战略性重大项目的概率更大。

表 5: 上海市各个园区可供出让面积 (公顷)

序号	园区名称	2014	2013	2012
1	临港产业区	1493.9	3120.4	1750

2	宝山工业园区	759.99	585.81	607
3	张江高科技园区	678	1121.2	229
4	嘉定工业园区	588.36	-	-
5	金山工业园区	547.9	-	-
6	上海化学工业经济技术开发区	537.98	548.08	1176
7	外高桥保税区	440.3	440.11	227
8	上海康桥工业区	418.04	-	-
9	宝山城市工业园区	413.85	413.87	-
10	漕河泾新兴技术开发区	403.6	526.11	450
11	祝桥空港工业园区	260.48	-	-
12	工业综合开发区	178.4	-	-
13	上海市松江工业区	175.94	-	-
14	上海市崇明工业园区	174.83	-	-
15	上海化学工业区奉贤分区	169.5	679.8	-
16	上海金桥经济技术开发区	155.81	-	-
17	金山第二工业园区	151.83	-	-
18	张江青浦园区	150.05	-	-
19	上海松江出口加工区	141.93	-	-
20	化学工业区金山分区	137.86	-	-
	上海开发区合计数 (104 产业区块)	12092	13880	-
	上海开发区平均数 (103 家评价园区)	110.5	129.7	-

资料来源：上海市经济信息化委、安信证券研究中心

“特斯拉落户”存在可能性，两种假设下对公司的影响。近期彭博社及路透社报导了“特斯拉落户临港产业区”的传闻，特斯拉方面也有透过媒体回应，但目前中方尚未有任何代表发布正式公告，也不明确落地具体位置。6月22日晚，公司发布公告称“截至目前，本公司未与特斯拉公司进行过接触，亦未与特斯拉公司就其在中国建厂事项有合作意向，并且未签署任何协议”，同时公司向临港集团核实时仍未有上市公司应披露的事项。因此，事件仍存在很大的不确定性。

临港集团是临港产业区的开发规划主题，存在大量规划、招商引资方面的职能，大概率参与到特斯拉招商引资的事项。我们不妨作两方面假设，**1、假设特斯拉如传闻落地：**公司除了有土地资源增值和租金增值预期外，也存在股权合作的预期。但由于之前合资车企主要是车企之间的股权合作，比较少车企和非车企合作，如若参与特斯拉合资公司投资，对公司业绩贡献弹性非常可观。若未有参股合资公司，上市公司是集团主要二级开发主体，未来预计将参与到特斯拉整车厂的规划、设计、建设中去，是本次投资的最大受益者之一。**2、本次传闻并无实质进展：**目前特斯拉已经官方回应正与上海市政府探讨建设工厂的可能性，即便落地进展不如预期，仍并不能否认临港产业园在全国有独一无二的价值，相信市场对该区域土储价值会有重新认识，值得持续跟踪。

图 10：公司土地投资情况（万平方米）



资料来源：wind，安信证券研究中心

3. 投资建议

上海市属唯一园区地产上市平台，园区资源丰富。未来集团同业问题有望逐步解决，公司将承担临港集团二级开发业务，深度参与“全球科创中心”和自贸区的规划和建设。预计随着将有更多机会参与到全球知名企业产业园的设计、规划、建设，同时也存在股权投资的可能性。我们预计公司 17-19 年公司 EPS 为 0.56X、0.86X 和 1.04X，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 28.3 元。

■风险提示：国企体制僵化，业务推进缓慢，资源获取能力低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	901.1	1,799.1	2,630.2	4,055.8	5,272.5	成长性					
减:营业成本	360.9	776.0	1,144.1	1,793.5	2,367.4	营业收入增长率	-12.9%	99.7%	46.2%	54.2%	30.0%
营业税费	90.7	239.1	323.8	415.3	696.5	营业利润增长率	-432.7%	63.9%	61.0%	57.6%	17.4%
销售费用	35.1	41.5	63.4	108.3	110.7	净利润增长率	-499.7%	68.5%	56.2%	53.4%	20.0%
管理费用	76.0	142.6	215.9	373.9	443.4	EBITDA 增长率	-2099.4	77.3%	39.3%	40.8%	18.8%
财务费用	52.5	120.0	39.8	27.3	43.1	EBIT 增长率	-918.1%	73.2%	36.8%	53.5%	18.2%
资产减值损失	-0.6	-0.2	38.0	54.0	110.0	NOPLAT 增长率	-716.7%	70.0%	38.5%	51.1%	19.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	291.8%	32.5%	-57.5%	81.6%	-43.1%
投资和汇兑收益	27.5	34.7	23.4	22.6	31.4	净资产增长率	2507.5%	49.5%	13.8%	16.4%	16.7%
营业利润	314.1	514.8	828.6	1,306.0	1,532.9	利润率					
加:营业外净收支	7.5	10.5	22.8	11.0	32.3	毛利率	59.9%	56.9%	56.5%	55.8%	55.1%
利润总额	321.5	525.3	851.4	1,317.0	1,565.1	营业利润率	34.9%	28.6%	31.5%	32.2%	29.1%
减:所得税	79.1	136.6	213.7	346.5	403.9	净利润率	26.6%	22.4%	24.0%	23.8%	22.0%
净利润	239.4	403.4	630.0	966.6	1,159.6	EBITDA/营业收入	42.8%	38.0%	36.2%	33.1%	30.2%
						EBIT/营业收入	40.7%	35.3%	33.0%	32.9%	29.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	52	5	3	-3	-4
货币资金	792.1	1,210.0	1,843.8	2,843.1	3,696.0	流动营业资本周转天数	657	720	381	200	158
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,263	1,347	994	711	709
应收账款	113.6	203.7	307.7	503.5	499.7	应收账款周转天数	124	32	35	36	34
应收票据	0.3	0.6	114.0	47.2	71.0	存货周转天数	835	998	670	411	404
预付账款	4.1	134.4	28.3	259.3	98.9	总资产周转天数	1,738	1,772	1,399	1,036	1,014
存货	3,992.4	5,982.5	3,812.6	5,453.6	6,383.2	投资资本周转天数	897	833	463	252	196
其他流动资产	494.5	536.3	343.6	458.1	446.0	投资回报率					
可供出售金融资产	61.2	66.2	45.1	57.5	56.3	ROE	7.7%	8.7%	11.8%	15.3%	15.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	3.6%	6.6%	7.1%	7.2%
长期股权投资	555.3	590.5	635.5	660.6	695.7	ROIC	30.3%	13.1%	13.7%	48.7%	31.9%
投资性房地产	880.2	1,768.4	2,468.4	3,289.9	4,093.2	费用率					
固定资产	8.4	44.4	-2.2	-60.0	-60.0	销售费用率	3.9%	2.3%	2.4%	2.7%	2.1%
在建工程	-	3.2	3.8	4.3	5.7	管理费用率	8.4%	7.9%	8.2%	9.2%	8.4%
无形资产	0.2	0.3	4.0	19.5	22.5	财务费用率	5.8%	6.7%	1.5%	0.7%	0.8%
其他非流动资产	77.7	189.6	101.0	92.3	67.1	三费/营业收入	18.1%	16.9%	12.1%	12.6%	11.3%
资产总额	6,980.0	10,730.1	9,705.7	13,629.0	16,075.3	偿债能力					
短期债务	90.0	355.0	210.0	883.3	874.5	资产负债率	49.6%	51.0%	38.4%	48.9%	49.5%
应付账款	1,252.8	2,003.4	2,639.6	2,440.6	5,016.9	负债权益比	98.6%	104.2%	62.4%	95.8%	97.9%
应付票据	-	-	33.9	26.9	23.3	流动比率	2.91	2.19	1.75	1.96	1.54
其他流动负债	511.3	1,323.7	793.2	1,525.3	1,362.1	速动比率	0.76	0.57	0.72	0.84	0.66
长期借款	1,575.7	1,748.4	-	1,748.1	631.1	利息保障倍数	6.98	5.29	21.82	48.89	36.60
其他非流动负债	35.5	44.6	50.7	43.6	46.3	分红指标					
负债总额	3,465.3	5,475.2	3,727.5	6,667.9	7,954.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	401.0	632.3	639.9	643.8	645.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	895.2	1,013.3	1,119.9	1,119.9	1,119.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,218.6	3,609.4	4,218.4	5,197.4	6,355.8						
股东权益	3,514.8	5,255.0	5,978.2	6,961.1	8,121.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.21	0.36	0.56	0.86	1.04
净利润	242.4	388.7	630.0	966.6	1,159.6	BVPS(元)	2.78	4.13	4.77	5.64	6.68
加:折旧和摊销	22.5	56.1	84.4	8.4	17.8	PE(X)	109.2	64.8	41.5	27.0	22.5
资产减值准备	-0.6	-0.2	-	-	-	PB(X)	8.4	5.7	4.9	4.1	3.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-17.2	303.2	23.3	14.3	15.7
财务费用	58.0	128.4	39.8	27.3	43.1	P/S	29.0	14.5	9.9	6.4	5.0
投资损失	-27.5	-34.7	-23.4	-22.6	-31.4	EV/EBITDA	54.5	28.8	23.9	17.5	13.0
少数股东损益	3.0	-14.7	7.7	3.9	1.6	CAGR(%)	58.8%	44.0%	-320.0%	58.8%	44.0%
营运资金的变动	-1,227.6	279.1	2,836.6	-1,703.7	1,572.1	PEG	1.9	1.5	-0.1	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	-460.3	-141.4	3,575.0	-720.0	2,762.8	ROIC/WACC	3.3	1.4	1.5	5.3	3.5
投资活动产生现金流量	-690.8	451.5	-752.6	-778.0	-792.8	REP	1.8	2.9	7.6	1.2	2.9
融资活动产生现金流量	1,045.8	-35.0	-2,188.7	2,497.3	-1,117.1						

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟晨琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
侯海霞李栋深圳联系人			

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