

投资评级

**增持**

维持

**拟大手笔回购，中长期发展信心坚定****股票数据**

6个月内目标价(元)	9.13
03月23日收盘价(元)	3.94
52周股价波动(元)	3.31-10.65
总股本/流通A股(百万股)	9100/8137
总市值/流通市值(百万元)	36035/32222

**主要估值指标**

	2014	2015E	2016E
市盈率	44.1	31.9	22.8
市净率	2.5	2.4	2.2
市销率	4.32	3.80	2.80
EV/EBITDA	55.7	26.7	19.0
分红率(%)	—	—	—

**相关研究**

《业绩稳健增长，携手万得构建服务平台》

2015.10.26

《结算和销售双增长，加大互联网金融力度》

2015.07.30

《新潮中宝\_年报点评：业绩稳健，加快互联网金融布局》2015.04.27

**市场表现**

沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.3	1.0	-20.5
相对涨幅(%)	-3.2	-2.6	-3.7

资料来源：海通证券研究所

**投资要点：**

- **事件：**2016年3月22日，公司公告称，公司决定拟以不超过10-20亿元自有资金，并以不超过5.20元/股价格，通过上交所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份，若全额回购，预计可回购不少于38,461.54万股，占公司目前总股本约4.23%。公司本次回购的股份将予以注销，从而减少公司的注册资本。回购期限为2016年2月4日-2016年8月3日。
- **2016年3月，公司拟二级市场回购公司股份3.85亿股（占4.23%），回购完成后公司总股本将降低至87.2亿股。假设此次回购资金20亿元全部使用完毕，回购资金约占公司2014年总资产的2.82%，约占2014年公司归属于公司股东的净资产的10.41%。因此，我们认为，20亿元股份回购金额不会对公司的经营、财务和未来发展产生重大影响，相反地，这将有利于公司股票价值的合理回归，提高公司股东的投资回报。经过测算，回购完成后，公司2015年前三季度的BPS将由回购前的2.26元/股，变更为2.16元/股。同时，公司2014年的EPS将由回购前的0.1189元/股，变更为0.1241元/股。2015年前三季度，公司营收增加60%，净利润增加33%。公司发展良好是公司回购股份的根本原因。**
- **投资建议。公司土地储备充足，地产+互联网金融战略继续推进。**公司项目商业和住宅土地储备权益建面达1200万平（土地成本较低廉），海涂开发储备600万平（属大型城镇化综合项目），土地储备量居于同类地产公司首位。同时，**公司参股金融企业（参股温州银行13.96%股权）并推动互联网金融整合。公司再度启动新一轮融资方案，一旦成功将推升业绩同时带来债务结构改善。**我们预计公司2015、2016年EPS分别是0.18和0.26元，对应RNAV是9.13元。截至3月23日，公司收盘于3.94元，对应2015、2016年PE分别为21.9倍和15.2倍。考虑公司大规模投入互联网金融平台建设，我们以RNAV作为目标价，对应9.13元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业面临加息和政策调控两大风险。

**主要财务数据及预测**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9209.04	11038.34	12543.67	17060.56	24804.91
(+/-)YoY(%)	-7.06%	19.86%	13.64%	36.01%	45.39%
净利润(百万元)	983.14	1081.92	1531.86	2147.69	3628.00
(+/-)YoY(%)	-57.43%	10.05%	41.59%	40.20%	68.93%
全面摊薄EPS(元)	0.12	0.13	0.18	0.26	0.43
毛利率(%)	24.26%	22.12%	38.56%	40.58%	43.40%
净资产收益率(%)	7.62%	5.73%	7.51%	9.52%	13.86%

资料来源：公司年报（2013-2014），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师：涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tlf5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师：谢益

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

**事件：**

2016年3月22日，公司公告称，公司决定拟以不超过10-20亿元自有资金，并以不超过5.20元/股价格，通过上交所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份，若全额回购，预计可回购不少于38,461.54万股，占公司目前总股本约4.23%。公司本次回购的股份将予以注销，从而减少公司的注册资本。回购期限为2016年2月4日-2016年8月3日。

**点评：**

2016年3月，公司拟二级市场回购公司股份3.85亿股（占4.23%），回购完成后公司总股本将降低至87.2亿股。2016年3月22日，公司公告称，公司决定拟以不超过10-20亿元自有资金，并以不超过5.20元/股价格，通过上交所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份，若全额回购，预计可回购不少于38,461.54万股，占公司目前总股本约4.23%。公司本次回购的股份将予以注销，从而减少公司的注册资本。回购期限为2016年2月4日-2016年8月3日。本次回购方案全部实施完毕注销后，则预计公司股权变动情况如下：

**表1 预计回购股份注销后的公司股权的变动情况**

股份类别	本次回购实施前		本次回购完成后	
	股份数（股）	股份比例（%）	股份数（股）	股份比例（%）
无限售条件流通股	8,136,960,352	89.42	7,752,344,967	88.95
限售条件流通股	962,710,076	10.58	962,710,076	11.05
总股本	9,099,670,428	100	8,715,055,043	100

资料来源：公司2016.3.22日公告、海通证券研究所

截至2014年底，公司总资产708.49亿元，货币资金127.52亿元，归属于公司股东的净资产为192.21亿元，公司资产负债率71.06%。假设此次回购资金20亿元全部使用完毕，回购资金约占公司2014年总资产的2.82%，约占2014年公司归属于公司股东的净资产的10.41%。因此，我们认为，20亿元股份回购金额不会对公司的经营、财务和未来发展产生重大影响，相反地，这将有利于公司股票价值的合理回归，提高公司股东的投资回报。

经过测算，回购完成后，公司2015年前三季度的BPS将由回购前的2.26元/股，变更为2.16元/股。同时，公司2014年的EPS将由回购前的0.1189元/股，变更为0.1241元/股。

**表2 预计回购股份注销后的公司估值变化**

	回购前		回购后	
	2014年	2015年前三季度	2014年	2015年前三季度
归属于母公司净资产（亿元）		207.85		187.85
总股本（亿元）	91.00	91.00	87.15	87.15
BPS（元/股）		2.28		2.16
归属于母公司净利润（亿元）	10.82		10.82	
EPS（元/股）	0.1189		0.1241	

资料来源：公司2016.3.22日公告、海通证券研究所

2015年前三季度，公司营收增加60%，净利润增加33%。公司发展良好是公司回购股份的根本原因：2015年前三季度，公司房产结转增加，这使得报告期内公司实现营业收入65.8亿元，同比增加60.4%；报告期内公司实现净利润5.94亿元，同比增加33.3%。

表3 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	3Q14	3Q 15	Ppt	2014	海通分析
毛利率	20.69	22.35	1.66	22.12	本期公司结转毛利率上升，本期公司少数股东权益较高
净利率	10.86	9.02	-1.84	9.80	
资产负债率	78.19	74.86	-3.33	71.06	本期负债率下降
有息负债率	64.70	64.51	-0.19	61.46	
三项费用占收入比	23.51	14.51	-9.00	11.70	本期公司费用水平下降
ROE	4.61	4.06	-0.55	8.48	

  

(百万元)	3Q14	3Q15	YOY%	2014	海通分析
总资产	65533.01	87752.39	33.91	70849.23	本期公司规模保持增长
净资产	13016.00	20784.80	59.69	19220.77	
货币现金	9463.42	17801.73	88.11	12752.16	本期公司预收款增加且发行债券
预收账款	8838.98	9078.33	2.71	6797.61	
一年内到期的非流动负债	8003.70	13931.38	74.06	10648.64	本期公司认购的信托产品到期赎回；房产销售增加使得现金流有所改善
经营活动现金流净额	-3445.37	123.07	—	-5008.43	

资料来源：2014年三季度报、2015年三季度报、海通证券研究所

2015年前三季度，公司新增土地面积 28.26 万平（注：数据未考虑公司权益比例，下同），同比增长 2%；新开工面积 29.82 万平，同比下降 72%；新竣工面积 63.12 万平，同比增长 88%；合同销售面积 72.75 万平，同比增长 70%；合同销售收入 72.97 亿元，同比增长 43%；结算面积 46.07 万平，同比增长 101%；结算收入 42.13 亿元，同比增长 115%。2015 年 1-9 月，公司出租房地产楼面面积 6.71 万平，取得租金总收入 2115.68 万元。

对公司利润表分析如下：

表4 公司利润表对比

单位：百万元	3Q14	3Q15	YOY%	海通分析
一、营业总收入	4104.64	6584.31	60.41	本期公司房产结算收入增加
二、营业总成本	4372.99	6299.75	44.06	
营业成本	3255.27	5112.94	57.07	本期公司结转毛利率有所上升
营业税金及附加	169.77	456.05	168.63	本期公司营业税金缴纳较多
销售费用	121.81	163.65	34.35	本期公司销售增加
管理费用	319.95	362.07	13.16	
财务费用	523.04	429.68	-17.85	
资产减值损失	-16.86	-224.64	1232.38	本期公司应收账款收回相应冲回前期计提的坏账准备
投资净收益	824.82	602.95	-26.90	上期公司出售大智慧股权，本期没有
三、营业利润	557.42	889.97	59.66	本期公司结转房产增加
加：营业外收入	6.02	5.84	-2.99	
减：营业外支出	4.76	13.60	185.71	
四、利润总额	558.68	882.21	57.91	同上
减：所得税	103.28	213.56	106.78	本期公司所得税率上升
五、净利润	455.40	668.65	46.83	同上
减：少数股东损益	9.62	74.65	675.99	本期公司少数股东损益占比上升
归属母公司净利润	445.78	594.00	33.25	同上
六、每股收益				同上
稀释每股收益(元)	0.07	0.07	2.82	

资料来源：2014年三季度报、2015年三季度报、海通证券研究所

**投资建议：公司土地储备充足，地产+互联网金融战略继续推进。**公司项目商业和住宅土地储备权益建面达 1200 万平（土地成本较低廉），海涂开发储备 600 万平（属大型城镇化综合项目），土地储备量居于同类地产公司首位。同时，**公司**

参股金融企业（参股温州银行 13.96%股权）并推动互联网金融整合。公司再度启动新一轮融资方案，一旦成功将推升业绩同时带来债务结构改善。我们预计公司 2015、2016 年 EPS 分别是 0.18 和 0.26 元，对应 RNAV 是 9.13 元。截至 3 月 23 日，公司收盘于 3.94 元，对应 2015、2016 年 PE 分别为 21.9 倍和 15.2 倍。考虑公司大规模投入互联网金融平台建设，我们以 RNAV 作为目标价，对应 9.13 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业面临加息和政策调控两大风险。

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
谢盐 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海航基础,福星股份,格力地产,万通地产,中华企业,莱茵体育,中洲控股,华联控股,张江高科,鲁商置业,万里股份,陆家嘴,华夏幸福,万科A,保利地产,新城控股,嘉宝集团,大港股份,滨江集团,苏州高新,泰禾集团,世联行

### 投资评级说明

#### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。