

投资评级 **增持** 维持

## 权益法核算的投资收益增加推升公司业绩

### 股票数据

6个月内目标价(元)	6.50
08月31日收盘价(元)	4.40
52周股价波动(元)	4.08-5.25
总股本/流通A股(百万股)	8599/8598
总市值/流通市值(百万元)	37751/37746

### 主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	6.48	25.28	17.96
市净率	1.30	1.28	1.19
市销率	2.78	2.23	1.80
EV/EBITDA	57.58	40.61	28.94
分红率(%)	—	—	—

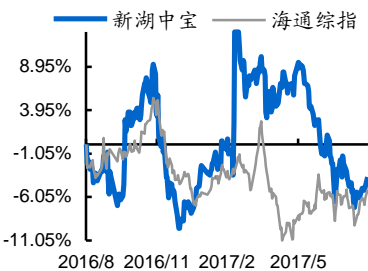
### 相关研究

《中信银行投资转为权益法核算推升公司净利》2017.04.30

《实际控制人大手笔增持, 彰显公司价值》2017.04.09

《业绩稳健增长, 积极布局上海旧改项目》2016.10.31

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.3	-2.4	-10.6
相对涨幅(%)	-4.4	-7.0	-20.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊  
 Tel: (021)23219747  
 Email: tll5535@htsec.com  
 证书: S0850510120001  
 分析师: 谢益  
 Tel: (021)23219436  
 Email: xiey@htsec.com  
 证书: S0850511010019

### 投资要点:

- 公司公布2017年半年报。报告期内, 公司实现营业收入40.9亿元, 同比减1.19%; 归属于上市公司股东的净利润4.75亿元, 同比增加53.0%; 实现基本每股收益0.06元。
- 2017年上半年, 受房产结转减少影响, 公司营收减1.19%; 同期权益法核算的投资收益增加使得净利润增长53.0%。2017年1-6月, 公司新增土地储备占地面积26.46万平, 总建筑面积58.67万平, 同比增加36.44%; 新开工面积35.27万平, 同比下降17.52%; 新竣工面积9.88万平, 同比下降82.28%; 合同销售面积63.24万平, 同比增加22.86%; 合同销售收入84.74亿元, 同比增加11.52%, 销售均价约13400元。结算面积15.12万平和结算收入17.24亿元, 同比下降25.85%和21.52% (不含合作项目)。截至2017年6月末, 公司出租房地产楼面面积为6.21万平; 2017年1-6月, 公司取得租金总收入1115.85万元。2017年1-6月, 公司成功发行7亿美元担保优先债券。截至期末, 公司现有开发项目40余个 (不含海涂开发项目), 项目土地面积约1260万平, 按公司权益计算约为1100万平; 总建筑面积约2370万平, 权益总建筑面积约2100万平。报告期内, 公司通过配股增资温州银行1.88亿股, 合计持有温州银行5.38亿股, 占温州银行增资扩股后总股本的18.15%。公司积极推进旗下持有的银行、证券、保险、期货等金融股权和51信用卡、万得等金融科技公司的业务合作, 对客户一体化的金融服务能力得到进一步提升。
- 2017年3月, 公司完成7亿美元的境外美元债券发行。2017年4月, 公司拟参股设立基金管理公司并投资20亿元联合发起设立浙商产融投资基金。
- 投资建议。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3000万平 (土地成本较低廉, 其中海涂开发储备600万平, 后者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。目前, 公司加大上海旧改项目的布局力度, 价值储备良好。我们预计公司2017、2018年EPS分别是0.17和0.25元, 对应RNAV是8.13元。考虑公司大规模投入互联网金融平台建设, 开发项目存在一定的变现风险, 我们以8折RNAV作为目标价, 对应6.50元, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 公司面临租售不及预期风险。

### 主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11636.30	13626.24	16962.12	21075.77	27657.58
(+/-)YoY(%)	5.42%	17.10%	24.48%	24.25%	31.23%
净利润(百万元)	1160.72	5838.46	1550.29	2182.65	3110.40
(+/-)YoY(%)	7.28%	403.00%	-73.45%	40.79%	42.51%
全面摊薄EPS(元)	0.13	0.68	0.17	0.25	0.35
毛利率(%)	25.70%	20.29%	22.84%	25.17%	26.69%
净资产收益率(%)	4.63%	20.06%	5.06%	6.65%	8.65%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 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

**事件:**

公司公布 2017 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 40.9 亿元, 同比减 1.19%; 归属于上市公司股东的净利润 4.75 亿元, 同比增加 53.0%; 实现基本每股收益 0.06 元。

**点评:**

**2017 年上半年, 受房产结转减少影响, 公司营收减 1.19%; 同期权益法核算的投资收益增加使得净利润增长 53.0%。** 2017 年上半年, 公司房产结转下滑 (房地产结算收入比去年同期降低 21.52%), 这使得报告期内公司实现营业收入 40.9 亿元, 同比减 1.19%; 同期, 公司权益法核算的投资收益增加 (**公司持有中信银行 4.74% 股份, 从 2016 年 12 月 1 日起, 对持有的中信银行股份按照权益法核算。本期对中信银行权益法核算时确认的投资收益为 11.38 亿元**), 这使得公司实现净利润 4.75 亿元, 同比增加 53.0%。

**表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析**

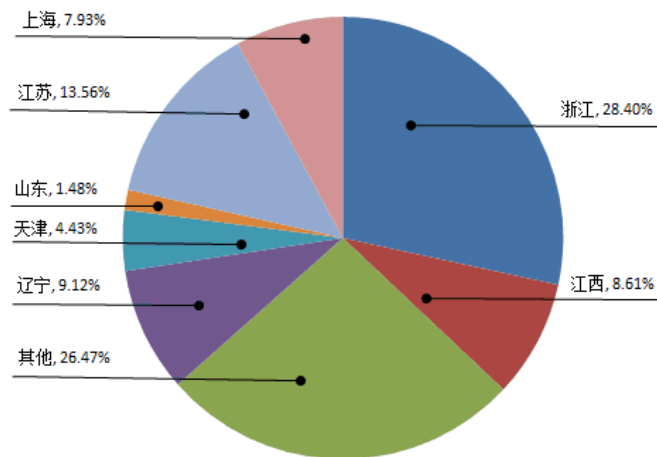
(%)	1H16	1H17	Ppt	2016	海通分析
毛利率	19.95	13.68	-6.27	20.29	本期公司结算毛利率较低, 本期公司权益法核算的投资收益增加
净利率	7.49	11.61	4.12	42.85	
资产负债率	77.24	75.77	-1.47	73.20	
有息负债率	63.18	59.77	-3.41	61.26	
三项费用占收入比	22.70	30.51	7.81	14.72	本期公司费用水平增加
ROE	2.25	2.50	0.25	33.02	
(百万元)	1H16	1H17	YOY%	2016	海通分析
总资产	96671.75	124940.05	29.24	111571.62	本期公司总资产规模上升
净资产	21267.35	29453.57	38.49	29053.70	
货币现金	14919.60	20440.37	37.00	19169.43	本期公司销售回笼资金增加
预收账款	13598.21	19989.61	47.00	13329.50	
一年内到期的非流动负债	10828.91	7876.98	-27.26	4561.48	本期公司房地产销售增加
经营活动现金流净额	2412.06	3455.93	43.28	4628.10	

资料来源: 2016 年半年报、2017 年半年报、海通证券研究所

2017 年 1-6 月, 公司新增土地储备占地面积 26.46 万平, 总建筑面积 58.67 万平, 同比增加 36.44%; 新开工面积 35.27 万平, 同比下降 17.52%; 新竣工面积 9.88 万平, 同比下降 82.28%; 合同销售面积 63.24 万平, 同比增加 22.86%; 合同销售收入 84.74 亿元, 同比增加 11.52%, 销售均价约 13400 元。结算面积 15.12 万平和结算收入 17.24 亿元, 同比下降 25.85% 和 21.52% (不含合作项目)。截至 2017 年 6 月末, 公司出租房地产楼面面积为 6.21 万平; 2017 年 1-6 月, 公司取得租金总收入 1115.85 万元。

2017 年 1-6 月, 公司成功发行 7 亿美元担保优先债券, 创下境内民营房企境外首次发债最大规模。2017 年 1-6 月, 截至期末, 公司现有开发项目 40 余个 (不含海涂开发项目), 项目土地面积约 1260 万平, 按公司权益计算约为 1100 万平; 总建筑面积约 2370 万平, 权益总建筑面积约 2100 万平。报告期内, 上海旧改项目进展顺利。亚龙古城项目、天虹项目、玛宝项目积极推进拆迁准备和设计论证, 亚龙古城项目于 8 月 10 日通过拆迁征询。

图1 2017年1-6月公司房地产项目总建筑面积按地区分布图



资料来源：2017年半年报、海通证券研究所

报告期内,公司通过配股增资温州银行 1.88 亿股,合计持有温州银行 5.38 亿股,占温州银行增资扩股后总股本的 18.15%。公司积极推进旗下持有的银行、证券、保险、期货等金融股权和 51 信用卡、万得等金融科技公司的业务合作,对客户一体化的金融服务能力得到进一步提升。

对公司利润表分析如下:

表2 公司利润表对比

单位: 百万元	1H16	1H17	YOY%	海通分析
<b>一、营业总收入</b>	4140.14	4090.90	-1.19	本期公司房产结算减少
<b>二、营业总成本</b>	4441.45	4860.70	9.44	
营业成本	3314.24	3531.17	6.55	本期公司结转毛利率较低
营业税金及附加	215.18	105.98	-50.75	本期公司房产结算较少
销售费用	122.65	173.10	41.13	本期公司销售费用增加
管理费用	299.62	318.23	6.21	
财务费用	517.68	756.73	46.18	本期公司融资规模增加
资产减值损失	-27.92	-24.50	—	
投资净收益	353.85	1557.70	340.21	本期公司权益法核算的投资收益增加
<b>三、营业利润</b>	54.45	786.60	1344.63	本期公司权益法核算的投资收益增加使得营业利润正增长
加: 营业外收入	4.42	2.04	-53.85	
减: 营业外支出	13.08	18.62	42.35	
<b>四、利润总额</b>	45.79	770.03	1581.66	同上
减: 所得税	-161.16	282.24	—	
<b>五、净利润</b>	206.95	487.78	135.70	同上
减: 少数股东损益	-103.32	13.01	—	
归属母公司净利润	310.27	474.78	53.02	同上
<b>六、每股收益</b>				同上
稀释每股收益(元)	0.03	0.06	100.00	

资料来源：2016年半年报、2017年半年报、海通证券研究所

**2017年3月,公司完成7亿美元的境外美元债券发行。**2017年3月2日,公司公告称,公司全资子公司香港新湖投资有限公司通过其在英属维尔京群岛注册成立的新湖(BVI)控股有限公司完成了在境外发行总额7亿美元的债券,募集资金用于境内外业务发展。债券由公司提供无条件及不可撤销的跨境担保,票面年利率为6%,发行价格为债券票面值的99.60%,实际利率为6.15%,期限为3年。本次债券发行依据美国证券法S规则向境外机构投资者发售,并在香港联合

交易所有限公司上市，上市日期为 2017 年 3 月 2 日，债券简称为 XINHU BVI N2003，债券代码为 5382。我们认为，本次债券的成功发行有利于公司进一步优化融资结构、拓展融资渠道，并为建立境外市场良好信用打下基础。

**2017 年 4 月，公司拟参股设立基金管理公司并投资 20 亿元联合发起设立浙商产融投资基金。**2017 年 4 月 5 日，公司公告称，公司拟参股设立宁波钱潮涌鑫投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“基金管理公司”），同时认缴出资 20 亿元联合发起设立浙江浙商产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“浙商产融投资基金”）。基金管理公司注册资本 1000 万元，为有限合伙企业，由宁波新业涌鑫投资管理合伙企业（有限合伙）作为普通合伙人认缴 500 万元出资额，出资比例为 50%；剩余 500 万元出资由浙商产融投资基金的基石投资人[即认缴出资超过 10 亿元（含 10 亿）的 B 类有限合伙人]认缴，根据基石投资人的认缴出资额按比例分配。浙商产融投资基金是有限合伙企业，执行事务合伙人是宁波钱潮涌鑫投资管理合伙企业（有限合伙），基金规模为 343.00 亿元。浙商产融投资基金由一个普通合伙人和若干个有限合伙人（分为 A 类有限合伙人、B 类有限合伙人）组成。基金管理公司作为基金管理人，公司拟以 B 类有限合伙人身份认缴 20 亿元出资额。浙商产融投资基金将与宁波新业合伙共同出资设立浙江浙商产融控股有限公司（简称“浙商产融公司”），其中浙商产融投资基金持股 99.999%，宁波新业合伙持股 0.001%，浙商产融投资基金通过浙商产融公司进行直投、设立子基金等模式进行投资，并享受投资收益。

**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 3000 万平（土地成本较低廉，其中海涂开发储备 600 万平，后者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。**目前，公司加大上海旧改项目的布局力度，**价值储备良好。**我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别是 0.17 和 0.25 元，对应 RNAV 是 8.13 元。考虑公司大规模投入互联网金融平台建设，开发项目存在一定的变现风险，我们以 8 折 RNAV 作为目标价，对应 6.50 元，维持“增持”评级。

表 3 转型类上市地产公司的估值（收盘价日期为 2017.8.31）

代码	上市公司	RNAV (元/股)	股价/RNAV (倍)
600064.SH	南京高科	15.25	1.03
000090.SZ	天健集团	19.00	0.64
均值			0.83

资料来源：公司 2016 年年报、海通证券研究所

表 4 公司 RNAV 估值表（百万元）

持有大智慧价值	1437.68
股权投资分红价值	3449.40
土地成片开发转让	5986.65
商业贸易	58.54
自营和出租业务增加值	174.26
地产业务净权益增加值	29725.82
2016 年净资产账面价值	29104.03
NAV	69936.37
股本（百万股）	8599.34
每股 RNAV (元/股)	8.13

资料来源：公司 2016 年年报、海通证券研究所

**风险提示：**行业面临加息和政策调控两大风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>13626.24</b>	<b>16962.12</b>	<b>21075.77</b>	<b>27657.58</b>
每股收益	0.68	0.17	0.25	0.35	营业成本	10861.16	13088.75	15770.01	20275.15
每股净资产	3.38	3.44	3.69	4.04	毛利率%	20.29%	22.84%	25.17%	26.69%
每股经营现金流	0.54	0.56	0.93	0.96	营业税金及附加	769.44	1017.73	1264.55	1659.45
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	5.65%	6.00%	6.00%	6.00%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	419.13	559.75	695.50	912.70
P/E	6.48	25.28	17.96	12.60	营业费用率%	3.08%	3.30%	3.30%	3.30%
P/B	1.30	1.28	1.19	1.09	管理费用	390.17	508.86	632.27	829.73
P/S	2.78	2.23	1.80	1.37	管理费用率%	2.86%	3.00%	3.00%	3.00%
EV/EBITDA	57.58	35.62	20.45	11.79	EBIT	1186.34	1787.03	2713.44	3980.55
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	1196.10	0.00	0.00	0.00
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	8.78%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.29%	22.84%	25.17%	26.69%	资产减值损失	16.81	0.00	0.00	0.00
净利润率	42.91%	9.62%	10.90%	11.84%	投资收益	353.46	388.81	349.93	384.92
净资产收益率	20.06%	5.06%	6.65%	8.65%	<b>营业利润</b>	<b>323.88</b>	<b>2175.84</b>	<b>3063.37</b>	<b>4365.47</b>
资产回报率	5.23%	1.37%	1.81%	2.36%	营业外收支	5741.64	0.00	0.00	0.00
投资回报率	3.42%	4.64%	9.03%	17.75%	<b>利润总额</b>	<b>6065.51</b>	<b>2175.84</b>	<b>3063.37</b>	<b>4365.47</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1239.02	1827.25	2760.84	4027.76
营业收入增长率	17.10%	24.48%	24.25%	31.23%	所得税	218.33	543.96	765.84	1091.37
EBIT 增长率	-16.96%	50.63%	51.84%	46.70%	有效所得税率%	3.60%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	461.32%	-72.09%	40.79%	42.51%	少数股东损益	8.72	81.59	114.88	163.71
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>5838.46</b>	<b>1550.29</b>	<b>2182.65</b>	<b>3110.40</b>
资产负债率	73.2%	72.1%	71.9%	71.9%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>312.218</b>	<b>1631.881</b>	<b>2297.525</b>	<b>3274.102</b>
流动比率	2.30	2.38	2.26	2.11	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	0.72	0.78	0.91	0.94	货币资金	19169.43	21258.45	29882.38	38863.53
现金比率	2.21	4.68	6.57	8.54	应收款项	89.37	103.11	128.12	168.13
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	51701.25	51625.11	49760.52	51180.77
应收帐款周转天数	2.22	2.22	2.22	2.22	其它流动资产	4105.14	4105.14	4105.14	4105.14
存货周转天数	1693.70	1439.65	1151.72	921.37	流动资产合计	78266.13	80584.54	88103.77	99761.80
总资产周转率	13.6%	15.1%	18.1%	21.9%	长期股权投资	24257.86	24257.86	24257.86	24257.86
固定资产周转率	61.88	87.69	137.56	244.78	固定资产	213.53	213.53	213.53	213.53
					在建工程	636.24	636.24	636.24	636.24
					无形资产	273.61	273.61	266.42	259.43
					非流动资产合计	33305.49	32388.15	32340.75	32293.53
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>资产总计</b>	<b>111571.62</b>	<b>112972.69</b>	<b>120444.51</b>	<b>132055.33</b>
净利润	5847.18	1631.88	2297.52	3274.10	短期借款	4162.60	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	52.68	40.22	47.41	47.22	应付账款	1577.82	1767.88	2130.04	2738.54
营运资金变动	-2109.82	3712.78	6279.00	5659.83	预收账款	13329.50	16592.74	20616.80	27055.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>4628.10</b>	<b>4996.07</b>	<b>8274.00</b>	<b>8596.23</b>	其它流动负债	7405.37	7405.37	7405.37	7405.37
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	34080.20	33849.39	39023.69	47360.40
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	29045.33	29045.33	29045.33	29045.33
资本支出	444.48	-877.12	0.00	0.00	其它长期负债	18547.74	18547.74	18547.74	18547.74
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2245.55</b>	<b>1265.93</b>	<b>349.93</b>	<b>384.92</b>	非流动负债合计	47593.07	47593.07	47593.07	47593.07
债务变化	7650.00	-4162.60	0.00	0.00	<b>负债总计</b>	<b>81673.27</b>	<b>81442.46</b>	<b>86616.76</b>	<b>94953.47</b>
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	8599.34	8908.15	8908.15	8908.15
<b>融资活动现金流</b>	<b>1681.13</b>	<b>-4172.99</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	普通股股东权益	29104.03	30654.31	32836.96	35947.36
现金净流量	4063.67	2089.02	8623.93	8981.15	少数股东权益	844.65	926.24	1041.12	1204.82
公司自由现金流	-53.12	5093.27	8361.49	8692.46	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>111571.62</b>	<b>112972.69</b>	<b>120444.51</b>	<b>132055.33</b>
股权自由现金流	4650.43	1222.28	8623.93	8981.15					

资料来源: 公司 2016 年年报、收盘日期为 2017.8.31、海通证券研究所

## 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： 中国国贸,顺发恒业,新湖中宝,浦东金桥,中国恒大,国创高新,黑牡丹,嘉凯城,\*ST 松江,西藏城投,海航基础,华侨城 A,荣盛发展,格力地产,万通地产,中华企业,福星股份,南山控股,天健集团,粤泰股份,金科股份,光明地产,莱茵体育,万业企业,三湘印象,中洲控股,龙湖地产,招商蛇口,京汉股份,彩生活

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	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;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	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。