



投资评级 优于大市 维持

## 房产结算推动业绩增长，积极布局金融科技

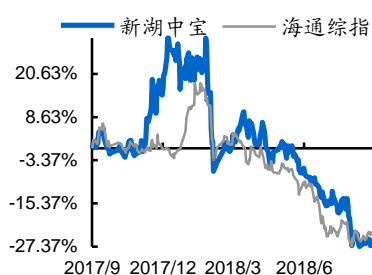
### 股票数据

09月05日收盘价(元)	3.13
52周股价波动(元)	3.06-5.86
总股本/流通A股(百万股)	8599/8598
总市值/流通市值(百万元)	26916/26912

### 相关研究

- 《营收稳健增长，金融科技拓展顺利》  
2018.05.10
- 《权益法核算的投资收益增加推升公司业绩》  
2017.09.01

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.3	-14.3	-22.6
相对涨幅(%)	-8.8	-13.0	-8.4

资料来源：海通证券研究所

### 投资要点：

- **事件。**公司公布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入55.9亿元，同比增36.7%；归属于上市公司股东的净利润14.6亿元，同比增加206.9%；实现基本每股收益0.17元。
- **2018年上半年，受房产结转增加影响，公司营收增36.7%；同期，公司转结毛利率高且费用下降使净利增幅扩大至206.9%。**根据公司2018年半年报披露：2018年上半年，公司新开工面积约41.00万平，同比增加16.24%；实现合同销售面积49.04万平、合同销售收入74.34亿元，销售均价约15200元/平。2018年上半年，公司新增土地储备面积约4.44万平，新增总建筑面积约15.68万平。公司现有开发项目约50个（不含海涂开发项目），总建筑面积约2450万平，权益总建筑面积约2200万平。2018年4月公司入股杭州趣链科技有限公司，占其股份比例为6.55%；5月，公司继续增资，达注册资本比例为49%。2018年7月，公司增资浙江邦盛科技有限公司，公司合计持股比例为12.11%。2018年4月，公司入股杭州谐云科技有限公司，占其股份比例为12.30%。2018年2月，公司入股杭州云毅网络科技有限公司，占其股份比例为4.17%。2018年5月，公司入股杭州云英网络科技有限公司，占其股份比例为5.66%。2018年3月，公司入股上海趣美信息有限公司，占其股份比例为19.02%。
- **2018年2月，公司竞得万得信息6.0183%的股权。2018年7月，公司参股公司51信用卡在香港联交所挂牌上市。**
- **投资建议。**公司土地储备充足，地产+金融科技投资战略继续推进，“优于大市”评级。公司项目商业和住宅土地储备权益建面达2200万平（不包括海涂开发项目）。同时，公司参股金融企业（参股温州银行18.15%股权）并积极拓展金融科技投资。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2018年、2019年EPS分别是0.44和0.53元，对应RNAV是8.59元。考虑到公司金融科技投资拓展顺利，开发项目储备丰富，给予公司2018年0.65倍的RNAV和16倍的PE，对应的合理价值区间为5.58元-7.04元，给予公司“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

分析师：涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

分析师：谢盐

Tel: (021) 23219436

Email: xiey@htsec.com

证书: S0850511010019

### 主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13626.24	17499.92	21405.65	26908.03	33832.23
(+/-)YoY(%)	17.10%	28.43%	22.32%	25.71%	25.73%
净利润(百万元)	5838.46	3321.87	3799.44	4585.26	5436.32
(+/-)YoY(%)	403.00%	-43.10%	14.38%	20.68%	18.56%
全面摊薄EPS(元)	0.68	0.39	0.44	0.53	0.63
毛利率(%)	20.29%	28.17%	29.07%	30.10%	31.00%
净资产收益率(%)	20.10%	10.31%	10.55%	11.30%	11.81%

资料来源：公司年报（2016-2017），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 2018 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 55.9 亿元，同比增 36.7%；归属于上市公司股东的净利润 14.6 亿元，同比增加 206.9%；实现基本每股收益 0.17 元。

**点评：**

**2018 年上半年，受房产结转增加影响，公司营收增 36.7%；同期，公司结转毛利率高且费用下降使净利增幅扩大至 206.9%。** 2018 年上半年，公司实现营业收入 55.9 亿元，同比增加 36.7%；同期，公司结转项目毛利率较高且费用水平下降，这使得报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润 14.6 亿元，同比增加 206.9%。

**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**

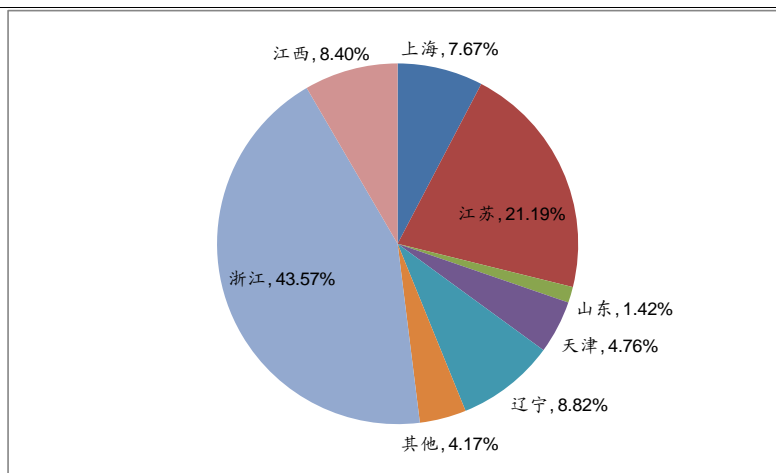
(%)	1H17	1H18	Pct	2017	海通分析
毛利率	13.68	28.80	15.11	28.17	本期公司结算毛利率较高
净利率	11.61	26.06	14.46	18.98	
资产负债率	75.77	75.25	-0.51	73.59	
有息负债率	59.77	62.12	2.35	61.08	
三项费用占收入比	30.51	20.59	-9.92	14.02	本期公司费用水平下降
ROE	2.66	7.04	4.39	17.25	同上

(百万元)	1H17	1H18	YOY%	2017	海通分析
总资产	124940.05	135847.42	8.73	124569.08	本期公司总资产规模上升
净资产	29453.57	32912.12	11.74	32206.64	
货币现金	20440.37	15559.43	-23.88	17808.44	
预收账款	19989.61	17845.53	-10.73	15576.66	
一年内到期的非流动负债	7876.98	11335.33	43.90	11258.21	本期公司上海旧改项目拆迁支出增加
经营活动现金流净额	3455.93	-5751.92	-266.44	1683.17	

资料来源：2017 年半年报、2017 年年报、2018 年半年报、海通证券研究所

根据公司 2018 年半年报披露：2018 年上半年，公司新开工面积约 41.00 万平，同比增加 16.24%；新竣工面积 35.67 万平，同比增加 260.97%；实现合同销售面积 49.04 万平、合同销售收入 74.34 亿元，销售均价约 15200 元/平；实现结算面积 31.19 万平和结算收入 36.83 亿元，同比增加 106.31%和 113.71%（不含合作项目）；结算均价 11800 元/平，结算毛利率 42.11%，同比提高 15.37%。

**图1 2018 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：2018 年半年报、海通证券研究所

根据公司 2018 年半年报披露：2018 年上半年，公司新增土地储备面积约 4.44 万平，新增总建筑面积约 15.68 万平。公司现有开发项目约 50 个（不含海涂开发项目），项目土地面积约 1300 万平，权益面积约 1100 万平；总建筑面积约 2450 万平，权益总建筑面积约 2200 万平。

根据公司 2018 年半年报披露：2018 年 4 月公司入股杭州趣链科技有限公司，占其股份比例为 6.55%；5 月，公司继续增资，达注册资本比例为 49%。2018 年 7 月，公司增资浙江邦盛科技有限公司，公司合计持股比例为 12.11%。2018 年 4 月，公司入股杭州谐云科技有限公司，占其股份比例为 12.30%。2018 年 2 月，公司入股杭州云毅网络科技有限公司，占其股份比例为 4.17%。2018 年 5 月，公司入股杭州云英网络科技有限公司，占其股份比例为 5.66%。2018 年 3 月，公司入股上海趣美信息有限公司，占其股份比例为 19.02%。

对公司利润表分析如下：

**表 2 公司利润表对比**

单位：百万元	1H2017	1H2018	YOY%	海通分析
<b>一、营业总收入</b>	4090.90	5591.32	36.68	本期公司房产结算增加
<b>二、营业总成本</b>	4860.70	5365.01	10.38	
营业成本	3531.17	3981.19	12.74	本期公司结转毛利率较高
营业税金及附加	105.98	216.96	104.72	本期公司房产结算较多
销售费用	173.10	127.20	-26.52	本期公司销售费用减少
管理费用	318.23	211.21	-33.63	本期公司新湖期货不再纳入合并报表范围
财务费用	756.73	812.90	7.42	
资产减值损失	-24.50	15.56	—	
投资净收益	1557.70	1544.24	-0.86	
<b>三、营业利润</b>	786.60	1735.30	120.61	本期公司结转毛利率较高且费用水平下降使得营业利润增幅扩大
加：营业外收入	2.04	0.67	-67.16	
减：营业外支出	18.62	9.78	-47.48	
<b>四、利润总额</b>	770.03	1726.19	124.17	同上
减：所得税	282.24	265.16	-6.05	
<b>五、净利润</b>	487.78	1461.03	199.53	同上
减：少数股东损益	13.01	3.74	-71.25	
归属母公司净利润	474.78	1457.29	206.94	同上
<b>六、每股收益</b>				同上
全面摊薄每股收益(元)	0.06	0.17	183.33	

资料来源：2017 年半年报、2018 年半年报、海通证券研究所

**2018 年 2 月，公司竞得万得信息 6.0183% 的股权。**2018 年 2 月 23 日，公司公告称，公司在上海联合产权交易所通过网络竞拍方式竞得万得信息技术股份有限公司 3866.302 万股股权（占 6.0183%），竞得价为 136800 万元。

**2018 年 7 月，公司参股公司 51 信用卡在香港联交所挂牌上市。**2018 年 7 月 14 日，公司公告称，公司参股投资的 51 信用卡有限公司于 2018 年 7 月 13 日在香港联合交易所有限公司挂牌上市，股份代号：02051.HK。截至公告披露日，公司合计持有 51 信用卡 2.61 亿股，约占其发行前总股本的 24.40%，占其发行后总股本的 21.96%（根据公司 2018 年半年报披露，截至公司 2018 年上半年末，公司持有股份占其发行后总股本的 21.83%）。

**投资建议：公司土地储备充足，地产+金融科技投资战略继续推进，“优于大市”评级。**公司项目商业和住宅土地储备权益建面达 2200 万平（不包括海涂开发项目）。同时，**公司参股金融企业（参股温州银行 18.15% 股权）并积极拓展金融科技投资。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 2018 年、2019 年 EPS 分别是 0.44 和 0.53 元，对应 RNAV 是 8.59 元。考虑到公司金融科技投资拓展顺利，开发项目储备丰富，给予公司 2018 年 0.65 倍的 RNAV 和 16 倍的 PE，对应的合理价值区间为 5.58 元-7.04 元，给予公司“优于大市”评级。

**表 3 上市地产公司的估值（收盘价日期为 2018.9.5）**

代码	上市公司	RNAV (元/股)	股价/RNAV (倍)	2018 年 EPS (元/股)	2018 年 PE (倍)
600604.SH	市北高新	9.56	0.42	0.17	23.76
000090.SZ	天健集团	14.27	0.41	0.60	9.78
均值			0.42		16.77

资料来源：上市公司 2017 年年报、海通证券研究所

**表 4 公司 RNAV 估值表（百万元）**

房地产业务净权益增加值	40057.47
其他业务权益增加值	1618.61
2017 年净资产账面价值	32206.64
NAV	73882.72
股本（百万股）	8599.34
每股 RNAV (元/股)	8.59

资料来源：公司 2017 年年报、海通证券研究所

**风险提示：**公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>17499.92</b>	<b>21405.65</b>	<b>26908.03</b>	<b>33832.23</b>
每股收益	0.39	0.44	0.53	0.63	营业成本	12570.08	15182.55	18808.14	23342.63
每股净资产	3.75	4.19	4.72	5.35	毛利率%	28.17%	29.07%	30.10%	31.00%
每股经营现金流	0.20	0.53	0.56	0.68	营业税金及附加	1523.14	963.25	1210.86	1522.45
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	8.70%	4.50%	4.50%	4.50%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	516.62	642.17	807.24	1014.97
P/E	8.10	7.08	5.87	4.95	营业费用率%	2.95%	3.00%	3.00%	3.00%
P/B	0.84	0.75	0.66	0.58	管理费用	444.28	856.23	1076.32	1353.29
P/S	1.54	1.26	1.00	0.80	管理费用率%	2.54%	4.00%	4.00%	4.00%
EV/EBITDA	29.72	17.68	12.13	8.21	EBIT	2445.80	3761.45	5005.47	6598.90
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	1493.29	1633.57	1847.41	2092.36
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	8.53%	7.63%	6.87%	6.18%
毛利率	28.17%	29.07%	30.10%	31.00%	资产减值损失	352.52	-43.02	-15.97	-11.85
净利润率	19.14%	18.11%	17.57%	16.57%	投资收益	3182.24	2998.40	3128.72	3265.57
净资产收益率	10.31%	10.55%	11.30%	11.81%	<b>营业利润</b>	<b>3815.30</b>	<b>5169.30</b>	<b>6302.76</b>	<b>7783.96</b>
资产回报率	2.67%	2.77%	3.01%	3.18%	营业外收支	363.64	0.00	0.00	0.00
投资回报率	4.82%	7.39%	10.12%	13.19%	<b>利润总额</b>	<b>4178.95</b>	<b>5169.30</b>	<b>6302.76</b>	<b>7783.96</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2508.80	3855.02	5141.20	6781.00
营业收入增长率	28.43%	22.32%	25.71%	25.73%	所得税	828.73	1292.32	1575.69	2179.51
EBIT 增长率	106.16%	53.79%	33.07%	31.83%	有效所得税率%	19.83%	25.00%	25.00%	28.00%
净利润增长率	-42.70%	15.72%	21.93%	18.56%	少数股东损益	28.36	77.54	141.81	168.13
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3321.87</b>	<b>3799.44</b>	<b>4585.26</b>	<b>5436.32</b>
资产负债率	73.6%	73.2%	72.8%	72.4%					
流动比率	2.20	2.29	2.34	2.37	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
速动比率	0.57	0.77	0.91	1.02	货币资金	17808.44	28541.43	39526.58	51891.25
现金比率	1.32	2.08	2.87	3.75	应收款项	77.37	101.97	128.19	161.17
<b>经营效率指标</b>					存货	59369.56	61415.74	65488.56	70769.20
应收帐款周转天数	1.74	1.74	1.74	1.74	其它流动资产	2145.90	2145.90	2145.90	2145.90
存货周转天数	1612.59	1451.33	1248.15	1085.89	流动资产合计	82144.28	95245.70	110606.46	128823.24
总资产周转率	0.15	0.16	0.19	0.21	长期股权投资	27695.13	27695.13	27695.13	27695.13
固定资产周转率	51.16	38.75	38.02	40.00	固定资产	470.65	727.77	1010.61	1321.72
					在建工程	1.40	64.88	128.37	191.85
					无形资产	264.36	255.10	245.84	236.58
					非流动资产合计	42424.80	41753.04	41954.38	42137.62
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>资产总计</b>	<b>124569.08</b>	<b>136998.74</b>	<b>152560.84</b>	<b>170960.86</b>
净利润	3350.22	3876.97	4727.07	5604.45	短期借款	2734.06	2734.06	2734.06	2734.06
少数股东损益	0.00	77.54	141.81	168.13	应付账款	1974.18	1930.60	2152.46	2404.26
非现金支出	415.52	50.55	119.75	170.25	预收账款	15576.66	19053.15	23950.81	30114.04
非经营收益	-1494.19	-1364.83	-1281.31	-1173.21	其它流动负债	1924.89	1924.89	1924.89	1924.89
营运资金变动	-588.37	1972.77	1291.39	1252.91	流动负债合计	37324.26	41556.94	47207.97	54301.15
<b>经营活动现金流</b>	<b>1683.17</b>	<b>4613.00</b>	<b>4998.71</b>	<b>6022.54</b>	长期借款	30466.66	34786.66	39970.66	45673.06
资产	-40.83	578.19	-337.06	-365.34	其它长期负债	23878.58	23878.58	23878.58	23878.58
投资	-6180.94	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	54345.24	58665.24	63849.24	69551.64
其他	-211.00	-2998.40	-3128.72	-3265.57	<b>负债总计</b>	<b>91669.50</b>	<b>100222.18</b>	<b>111057.21</b>	<b>123852.79</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6432.77</b>	<b>-2420.21</b>	<b>-3465.78</b>	<b>-3630.91</b>	实收资本	8599.34	8599.34	8599.34	8599.34
债权募资	9054.88	4320.00	5184.00	5702.40	普通股股东权益	32206.64	36006.07	40591.33	46027.65
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	692.95	770.49	912.30	1080.43
其他	-3876.69	-1699.06	-1847.41	-2092.36	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>124569.08</b>	<b>136998.74</b>	<b>152560.84</b>	<b>170960.86</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>5178.19</b>	<b>2620.94</b>	<b>3336.59</b>	<b>3610.04</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>428.60</b>	<b>4813.73</b>	<b>4869.51</b>	<b>6001.67</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 05 日

资料来源：公司年报 (2017)，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
 谢益 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： 中国恒大,中国国贸,华侨城 A,新湖中宝,中粮地产,海航基础,我爱我家,国创高新,光大嘉宝,金科股份,合景泰富集团,福星股份,光明地产,天健集团,粤泰股份,中华企业,莱茵体育,旭辉控股集团,中骏集团控股,蓝光发展,招商蛇口,北京城建,融创中国,中国海外发展,彩生活,金融街,华发股份,龙湖集团,金地集团,绿景中国地产

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。