



承荫股东 厚积薄发

——信达地产（600657）2015 年年报点评

2016 年 03 月 27 日

强烈推荐/维持

信达地产

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司 3 月 25 日公布 2015 年年报。报告期内，公司实现营业收入 81.36 亿元，比上年增长 67.75%；实现归属于母公司所有者的净利润 8.60 亿元，比上年同期增长 11.98%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产 521.84 亿元，比上年上升 38.37%；公司净资产 84.45 亿元，同比增长 8.39%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	1316.28	321.28	2623.1	437.8	1725.47	756.79	5215.53
增长率（%）	19.41%	-21.33%	-2.50%	-25.78%	31.09%	135.56%	98.83%
毛利率（%）	40.54%	47.38%	32.74%	28.95%	33.02%	23.54%	28.41%
期间费用率（%）	12.69%	55.96%	11.33%	34.23%	10.73%	28.09%	5.99%
营业利润率（%）	22.79%	1.78%	25.67%	-11.40%	17.99%	-8.98%	16.09%
净利润（百万元）	263.23	18.24	504.38	-35.52	269.59	-67.67	646.33
增长率（%）	-13.32%	-151.23%	-05.79%	43.43%	02.41%	-470.99%	28.14%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.01	0.34	-0.02	0.17	-0.04	0.45
资产负债率（%）	75.14%	76.49%	78.18%	78.22%	80.15%	83.04%	83.24%
净资产收益率（%）	3.43%	0.24%	6.13%	-0.43%	3.19%	-0.82%	7.39%
总资产收益率（%）	0.85%	0.06%	1.34%	-0.09%	0.63%	-0.14%	1.24%

观点:

- **营业收入增幅较大，净利润稳步上升。**2015年，公司实现营业收入人民币81.36亿元，较2014年的人民币48.50亿元大幅上升67.75%；实现归属于股东的净利润人民币8.60亿元，较2014年的人民币7.68亿元增长11.98%；公司毛利率28.96%，较2014年下降6.83个百分点，与行业整体毛利下降趋势相符；公司2015年销售额105.2亿元，较2014年的66亿元实现了大幅提升。公司稀释每股收益为人民币0.56元，较2014年0.50元上升0.06元。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

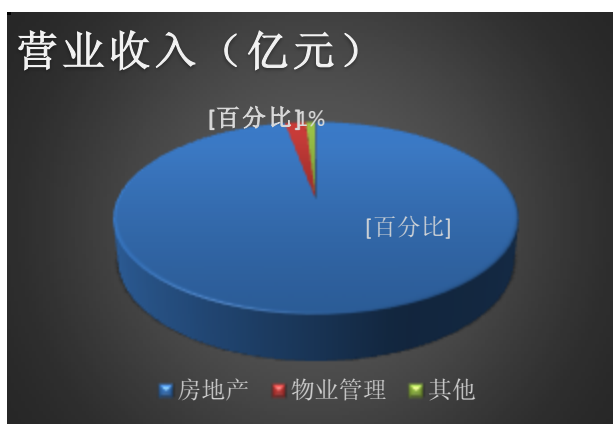
(单位: 亿元、百分比)

项目	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	8.60	7.68	11.98%	营业收入同比大幅上升
营业收入	81.36	48.50	67.75%	项目结算周期
资产负债率 (%)	83.24%	78.18%	6.47%	发行中期票据
费用比率 (%)	12.24%	19.28%	-36.51%	财务费用显著下降
加权 ROE (%)	10.60%	10.31%	2.81%	基本保持稳定
总资产	521.84	377.14	38.37%	得益于资本市场的大规模融资
货币资金	59.18	27.45	115.59%	规模做大, 资金余量增大
预收账款	64.95	3.18	1942.45%	报告期内销售额增加
一年内到期非流动负债	55.88	34.62	61.41%	主要是长期借款转入
经营活动净现金流	179.51	110.51	62.44%	房地产销售带来的现金流
稀释 EPS	0.56	0.50	12.00%	净利润的上升

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

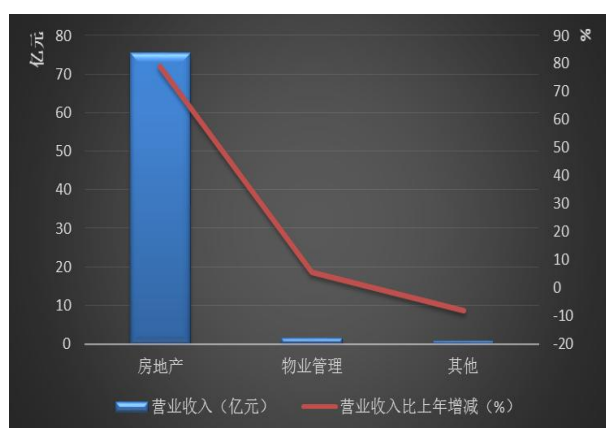
- **销售业绩大幅增长。**公司在2015年营业收入和净利润的上升主要来源于房地产销售业绩的惊人增长, 其他业务变化不大。报告期内, 公司累计实现销售面积 111.4 万平方米, 较 2014 年增长 66.5%; 销售额 105.2 亿元, 较 2014 年增长 59.3%。公司房地产出租累计实现合同租金约 5,158 万元。公司主业收入大幅增长, 房地产营业利润增幅 34.06%, 但毛利率有所下降。2015年, 公司销售面积和销售金额首次双双跻身房地产企业销售百强, 其中销售面积由 2014 年的 96 位上升至 79 位, 销售金额由 2014 年的百名以外提升至 97 位。

图 1: 主营业务收入分行业比例



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 分行业营业收入增长情况

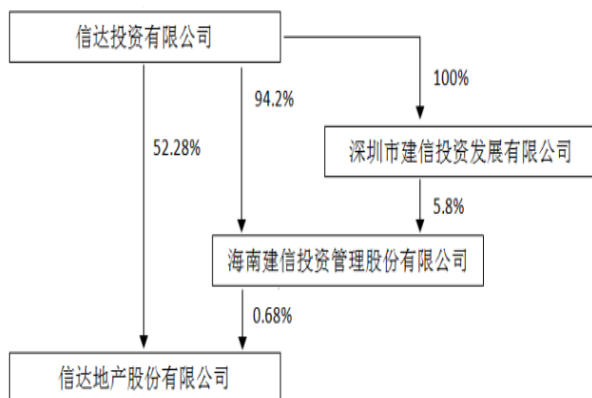


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **协同模式释放巨大活力。**公司作为中国信达资产的房地产开发业务运作平台, 大股东中国信达集团的资源能够为公司发展提供项目和资金方面的支持。公司借助中国信达系统的平台和资源, 与集团产生良性的协同和互动, 业务模式和盈利模式都不断创新释放出巨大活力。在业务模式方面, 公司借助中国信达的不良资产经营、投资及资产管理和金融服务功能优势, 由原来的全产业链的房地产开发商向房地产投资商与房地产专业服务商相结合转变。在盈利模式方面, 由原来单纯获取项目开发利润向跟投、监管、代建等中间业务收入多

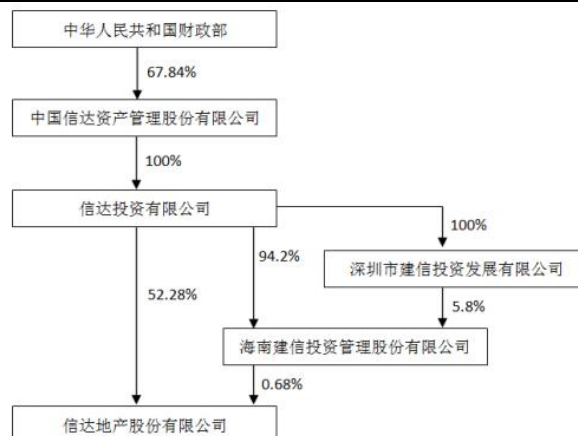
元化转变, 通过引入中国信达旗下基金、联合设立基金等方式, 增强了公司在投融资方面的优势。同时在特殊机遇投资方面, 公司积极参与协同项目调研, 尝试了“投资+投后管理”模式。

图 3: 公司与控股股东之间的产权及控制关系



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

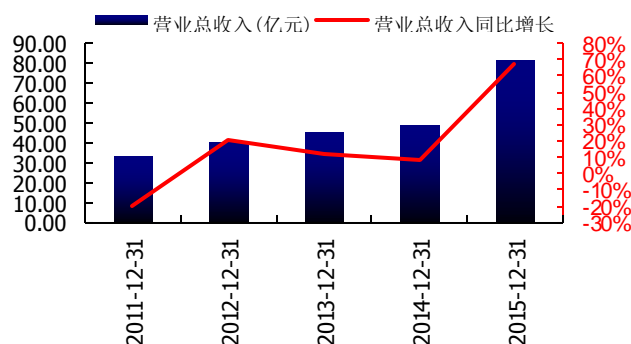
图 4: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

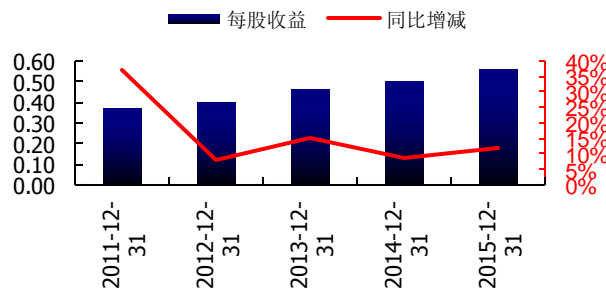
- **多元融资助力规模扩张。**公司努力发展多元融资, 优化资本结构, 降低融资成本。报告期内, 公司发行5年期的中期票据30亿元, 同时公司的再融资工作也进展顺利, 30 亿元公开发行公司债券和 80 亿元非公开发行公司债券都通过了证监会的审批, 总计约140亿的融资为进一步的规模扩张提供了动力。2016年, 公司计划土地投资额 80 亿元; 计划新开工面积 130 万平方米, 计划竣工面积 120 万平方米。

图 5: 营业收入情况



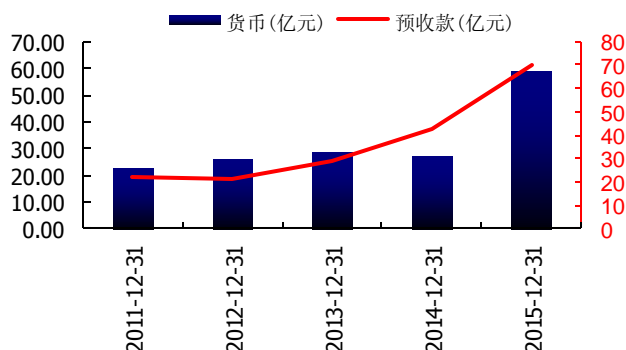
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 每股收益情况



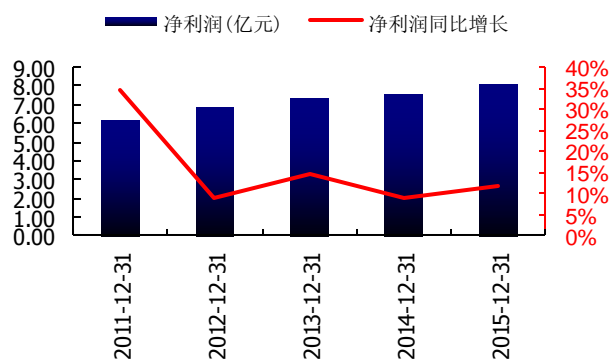
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 货币和预收款情况



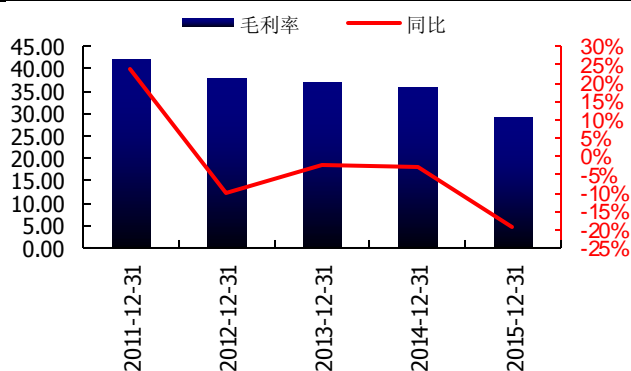
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 净利润情况



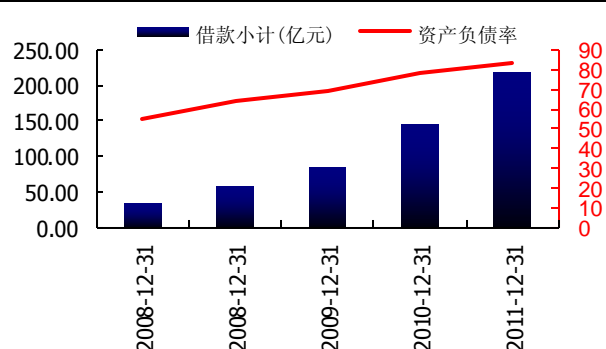
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 销售毛利率情况



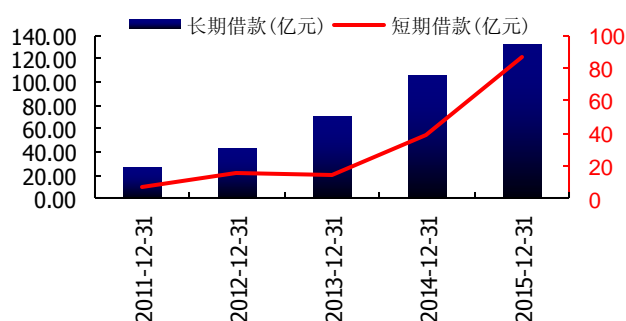
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 资产负债率情况



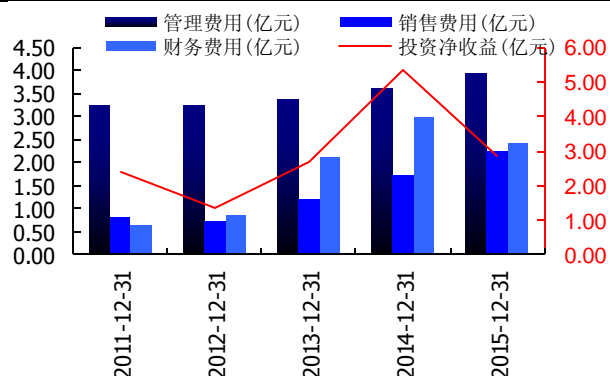
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 11: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 12: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

2015 年公司房地产业绩的大幅增长带来营业收入和净利润的同比大幅上升。同时公司借助控股股东的平台和资源在业务模式和盈利模式等方面加快转型, 促进模式创新。公司较大规模的资金融资也为下一年的经营计划和规模扩张提供了坚实的现金流保障。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 146.44 亿元、197.69 亿元和 245.14 亿元, 每股收益分别为 0.62 元、0.73 元和 0.87 元, 对应 PE 分别为 9.38、8.04 和 6.70, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	35498	47667	77676	110510	143542	营业收入	4850	8136	14644	19769	24514
货币资金	2745	5918	5858	7908	9806	营业成本	3115	5779	10983	15025	18631
应收账款	397	486	96	130	161	营业税金及附加	410	741	1318	1779	2206
其他应收款	534	477	859	1160	1438	营业费用	173	227	439	593	772
预付款项	318	6495	14183	24700	37742	管理费用	360	391	732	988	1226
存货	30168	31723	54163	74095	91878	财务费用	299	242	259	259	259
其他流动资产	1317	2517	2517	2517	2517	资产减值损失	89.37	9.25	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	2216	4518	2286	2277	2268	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	693	613	613	613	613	投资净收益	532.55	286.03	300.00	300.00	300.00
固定资产	87.08	75.18	66.25	57.32	48.40	营业利润	937	1032	1203	1415	1710
无形资产	3	2	2	2	2	营业外收入	96.52	31.48	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	777	0	0	0	营业外支出	2.13	1.29	2.00	2.00	2.00
资产总计	37714	52184	79963	112787	145810	利润总额	1031	1062	1241	1453	1748
流动负债合计	16395	24345	54180	84914	115824	所得税	270	249	310	363	437
短期借款	3912	8662	32367	57652	81446	净利润	761	813	930	1090	1311
应付账款	3238	1719	3611	4116	5104	少数股东损益	-7	-47	-20	-20	-20
预收款项	4275	6999	11392	16335	22463	归属母公司净利润	768	860	950	1110	1331
一年内到期的非流	3462	5588	5588	5588	5588	EBITDA	1249	1286	1471	1683	1978
非流动负债合计	13088	19095	15877	17877	19877	BPS (元)	0.50	0.56	0.62	0.73	0.87
长期借款	10520	13175	15675	17675	19675	主要财务比率					
应付债券	0	3076	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	29483	43439	70057	102791	135701	成长能力					
少数股东权益	440	300	280	260	240	营业收入增长	8.28%	67.73%	80.00%	35.00%	24.00%
实收资本(或股本)	1524	1524	1524	1524	1524	营业利润增长	17.38%	10.13%	16.52%	17.66%	20.88%
资本公积	1628	1543	2421	2421	2421	归属于母公司净利润	10.49%	16.76%	10.49%	16.76%	19.96%
未分配利润	4518	5226	3895	2342	478	获利能力					
归属母公司股东权	7791	8445	9266	9377	9510	毛利率(%)	35.79%	28.96%	25.00%	24.00%	24.00%
负债和所有者权益	37714	52184	79603	112428	145450	净利率(%)	15.69%	9.99%	6.35%	5.51%	5.35%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.04%	1.65%	1.19%	0.98%	0.91%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9.85%	10.19%	10.26%	11.83%	14.00%
经营活动现金流	-5832	-4346	-23102	-24268	-22728	偿债能力					
净利润	761	813	930	1090	1311	资产负债率(%)	78%	83%	88%	91%	
折旧摊销	13.03	11.83	0.00	9.17	9.17	流动比率	2.17	1.96	1.43	1.30	1.24
财务费用	299	242	259	259	259	速动比率	0.33	0.65	0.43	0.43	0.45
应收账款减少	0	0	390	-34	-31	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4393	4942	6129	总资产周转率	0.16	0.18	0.22	0.21	0.19
投资活动现金流	115	-2306	2561	290	290	应收账款周转率	13	18	50	175	168
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.32	3.28	5.50	5.12	5.32
长期股权投资减少	0	0	1445	0	0	每股指标(元)					
投资收益	533	286	300	300	300	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.56	0.62	0.73	0.87
筹资活动现金流	5194	10069	20480	26028	24336	每股净现金流(最新)	-0.34	2.24	-0.04	1.35	1.25
应付债券增加	0	0	-3076	0	0	每股净资产(最新摊)	5.11	5.54	6.08	6.15	6.24
长期借款增加	0	0	2500	2000	2000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	11.70	10.45	9.38	8.04	6.70
资本公积增加	-125	-86	878	0	0	P/B	1.14	1.06	0.96	0.95	0.94
现金净增加额	-523	3418	-61	2050	1898	EV/EBITDA	19.26	26.05	38.55	48.68	53.49

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

汤亚玮

实习生，北京大学在读研究生，对此报告有贡献。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。