

“地王”制造者 金融地产引领者

——信达地产（600657）2016年中报点评

2016年08月23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	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

公司8月22日公布2016年度中报，报告期内，公司房地产业务实现营业收入30.68亿元，比上年同期增长41.84%；公司净利润1.01亿元，同比减少52.99%；实现归属上市公司所有者的净利润1.30亿元，比上年同期减少44.92%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	2623.1	437.8	1725.47	756.79	5215.53	1288.56	1779.57
增长率（%）	-2.50%	-25.78%	31.09%	135.56%	98.83%	194.33%	3.14%
毛利率（%）	32.74%	28.95%	33.02%	23.54%	28.41%	14.40%	29.07%
期间费用率（%）	11.33%	34.23%	10.73%	28.09%	5.99%	23.77%	10.07%
营业利润率（%）	25.67%	-11.40%	17.99%	-8.98%	16.09%	-15.70%	25.55%
净利润（百万元）	504.38	-35.52	269.59	-67.67	646.33	-160.19	270.52
增长率（%）	-05.79%	43.43%	02.41%	-470.99%	28.14%	350.97%	00.35%
每股盈利（季度，元）	0.34	-0.02	0.17	-0.04	0.45	-0.10	0.18
资产负债率（%）	78.18%	78.22%	80.15%	83.04%	83.24%	83.96%	85.60%
净资产收益率（%）	6.13%	-0.43%	3.19%	-0.82%	7.39%	-1.86%	3.15%
总资产收益率（%）	1.34%	-0.09%	0.63%	-0.14%	1.24%	-0.30%	0.45%

观点：

- **公司业绩实现较大幅度增长 为近几年同比增长之最。** 报告期内，公司实现营业收入30.68亿元，同比增长41.83%；其中房地产项目结转营业收入28.11亿元，同比增长41.97%；房地产业务实现合同销售面积60.30万平方米，同比增长26.1%；实现合同销售金额62.31亿元，同比增长32.4%。公司实现回笼资金54.16亿元，同比增长42.1%。

本期内，由于公司加大了再一二线城市的拿地力度，土地成交较为集中，故而融资产生的财务费用同比增加193.26%，再加之结算项目毛利率下降，由此导致在营收同比增长41.84%的情况下，净利润较上年同期的2.36亿元减少了44.92%，仅为1.30亿元。

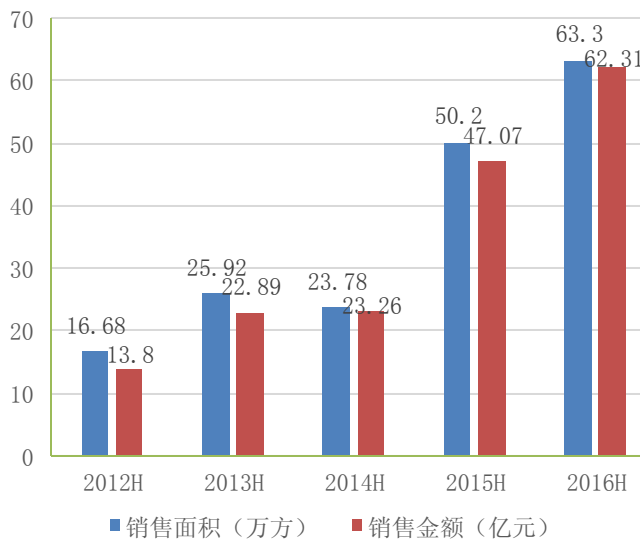
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	1.1	2.34	-52.99%	融资费用增加且结转项目毛利率降低
营业收入	30.68	21.63	41.84%	受项目结转周期影响
资产负债率 (%)	85.60%	80.15%	6.80%	公司发债融资提高杠杆
费用比率 (%)	15.82%	15.49%	2.13%	费用比率整体变化不大
加权 ROE (%)	1.54%	2.95%	-47.8%	净利润大幅降低
总资产	596.31	425.29	40.21%	债券融资额增加
货币资金	90.87	51.41	76.76%	房产销售收到的现金增加
预收账款	102.18%	63.13%	61.86%	房产业务销售额增加
一年内到期非流动负债	57.01	48.54	17.45%	多项借款计划年内到期
经营活动净现金流	-3.41	-17.02	79.96%	房产销售收到的现金增加
稀释 EPS	0.09	0.15	-40%	净利润大幅降低

资料来源: 公司 2016 年半年报 东兴证券研究所

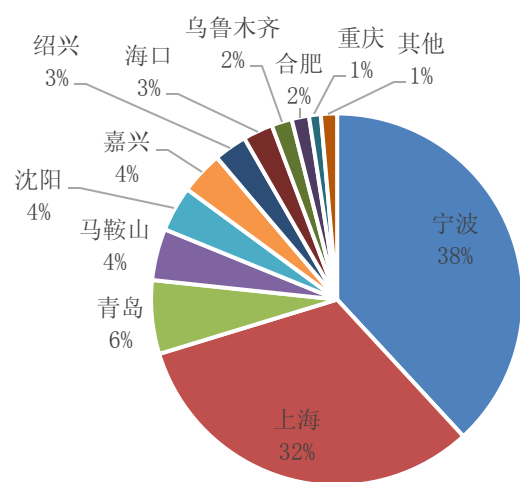
- **主营业务稳步增长 一二线城市渐成重心。** 2016 年上半年, 公司房地产业务营收 28.11 亿元, 同比增长 41.98%, 公司主营业务连续几年实现稳步增长; 从报告期主营业务分地区图中可以看出, 宁波、青岛、上海三城市主营业务贡献达到 76%, 长三角仍然是公司最主要的营收贡献区域。

图 1: 公司往年同期房地产业务销售情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 报告期内主营业务各地区贡献



资料来源: 公司公告, 东兴证券

在信达地产 2009 年借壳上市之时, 公司项目集中在宁波、嘉兴、芜湖等长三角和中部地区的二、三线城市, 且项目多以中低端产品为主。而目前来看, 一二线城市已经成为公司业务中心及战略重心, 公司重点关注经济强市与人口导入城市的“3+2+X”的城市布局战略进一步落实。

- **优化城市布局, 以“地王”制造者闻名。** 公司的土地储备规模经历了一段“量的提升”到“质的提升”

的转变，具体反应在公司土地储备的城市布局方面。自2015年开始优化区域布局，加大一二线城市投资力度以来，公司在土地市场上频繁出手，优质地块更是不惜高溢价率竞争，自2015年7月以来，公司通过公开招拍挂新增9块土地，其中6块为区域“地王”，尤其今年5月低到6月初不到一周时间里，更是耗资180度亿连夺两块地王。

表 2：公司进来颇受市场关注的“地王”项目

项目名称	拿地时间	计容建面（万方）	地价（亿元）	溢价率
合肥滨湖“地王”	2015年7月	42.21	33.6	91%
上海新红湾城“地王”	2015年11月	14.85	73	82%
深圳坪山“地王”	2015年12月	16.61	30.3	219%
杭州南星“地王”	2016年1月	9.24	33.9	66%
杭州滨江“地王”	2016年5月	57.09	123.18	96%
上海宝山“地王”	2016年6月	15.71	58.05	303%

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

对于公司近似“疯狂”的拿地行为，不乏质疑的声音，但我们对此持乐观态度。主要基于三点考虑：以金融优势显示资金强势、与行业龙头联姻共同开发、投资收益和项目开发收益灵活转换。公司依托母公司，在资金来源方面具有强大的优势，而在后续开发方面，公司在拿地之后旋即引入在该地区操盘经验丰富的开发商共同开发，优势互补，提升收益。公司在某种程度上是扮演一个财务投资者的角色。

以上海新江湾城地王项目为例，公司在拿地之后一个月即发布公告称与泰禾集团合作开发，泰禾集团的“院子系列”高端别墅产品蜚声业内，得益于金融优势+产品优势的“强强组合”，再加之该项目的黄金位置和稀缺性，我们认为已经定位于高端产品的这一项目利润将有巨大的空间。

- **集团协同联动 特色金融地产引领者。**信达地产是央企中国信达在地产领域的“独生子”，与母公司的协同合作使公司的经营思路与普通开发商存在巨大的差异，例如在进行拿地决策时从大类资产配置的最高角度，而不是基于传统地产项目的开发成本。优质的土地资源同时也为信达集团的资产配置提供了优良的资产选择，具备较稳定的保值效果。

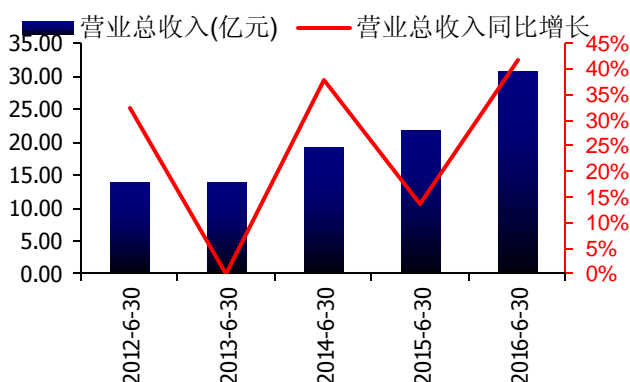
公司在母公司的支持之下，通过获得“信达系”委托贷款、共同设立地产投资基金、私募发行债券等方式，多元化获取资金，为公司的土地布局及业务拓展提供了充足的资金保障。目前公司多个项目拿地均为“区域公司+区域公司设立/参股基金”合作模式。

- **资金成本显著降低。**低利率长期债券的发行，有效降低了公司整体融资成本，融资期限结构也进一步得到了优化，长期融资的比例显著提高。其他多种融资渠道运作顺畅、协调，充分保证了各项投资经营正常运行，实现了在负债率水平较高的阶段，资金管理的安全、平稳和有序。

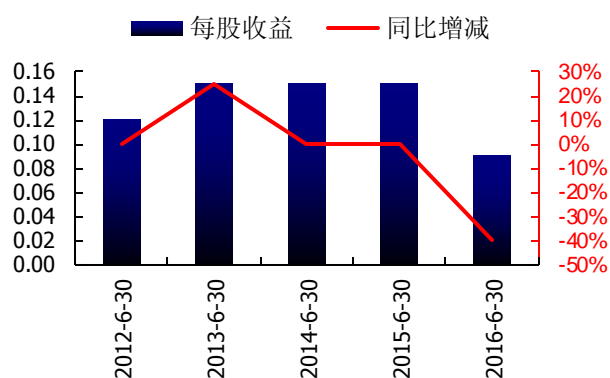
表 3：公司 2016 年以来发行债券情况

债券简称	发行日	债券期限	规模	债券利率	发行方式
16 信地 01	2016 年 3 月 1 日	5 年	25 亿元	3.80%	公开发行
16 信地 02	2016 年 3 月 15 日	5 年	5 亿元	3.50%	公开发行
16 信地 03	2016 年 5 月 25 日	3 年	30 亿元	5.56%	非公开发行
16 信地 04	2016 年 8 月 11 日	3 年	30 亿元	4.50%	非公开发行

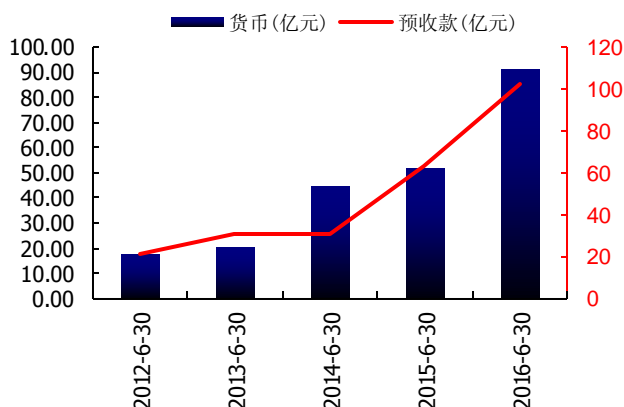
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 3: 营业收入情况


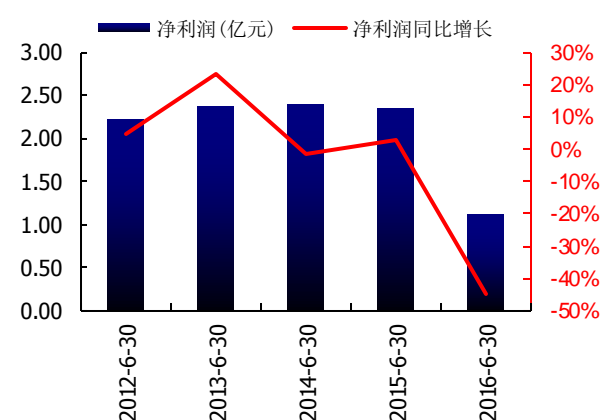
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况


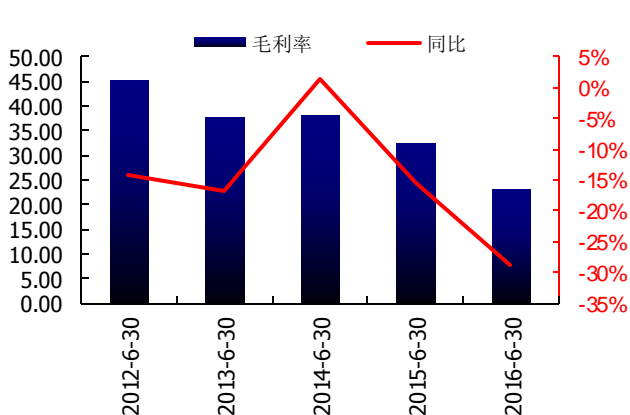
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况


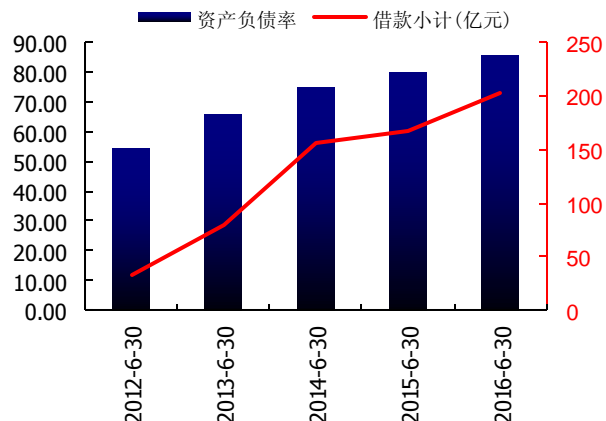
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

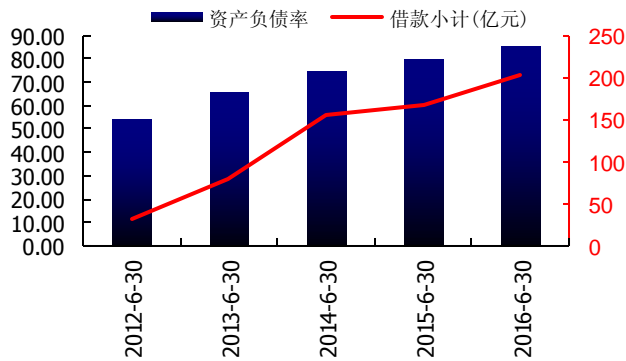
图 7: 销售毛利率情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 资产负债率情况


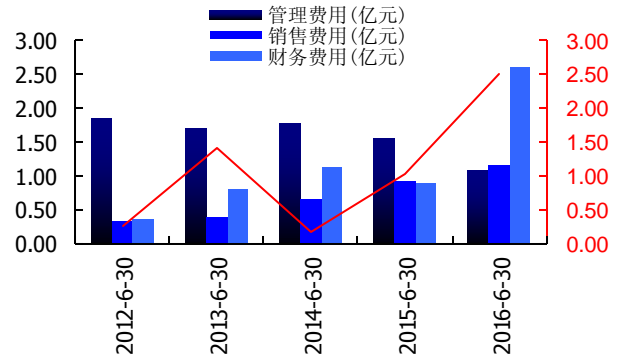
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 10: 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:

作为中国信达的房地产开发业务运作平台,公司借助中国信达系统资源,强化集团协同联动,业务模式和盈利模式不断得到创新发展。在业务模式方面,公司正从单纯的房地产开发向房地产投资与专业服务领域拓展,努力打造有信达特色的金融地产模式;在盈利模式方面,由原来单纯获取项目开发利润向开发利润、投资收益以及监管代建收入等多元化收入来源转变。随着中国信达未来的进一步发展,共享业务、客户、品牌资源与组织网络的协同效应将进一步显现,将为公司提供更广阔的发展空间。

我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为124.47亿元、180.49亿元和243.66亿元,每股收益分别为0.62元、1.03元和1.33元,对应PE分别为9.22、5.55和4.27,维持公司“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	51178	71108	94788	营业收入	4850	8136	12447	18049	24366
货币资金	2745	5918	8713	12634	17056	营业成本	3115	5779	8962	12634	17056
应收账款	397	486	853	1236	1669	营业税金及附加	410	741	1120	1624	2193
其他应收款	534	477	730	1059	1430	营业费用	173	227	349	505	682
预付款项	318	6495	7391	8654	10360	管理费用	360	391	622	902	1218
存货	30168	31723	29465	41537	56075	财务费用	299	242	466	622	822
其他流动资产	1317	2517	4026	5987	8198	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	3388	3379	3370	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	350.00	350.00	350.00
固定资产	87.08	75.18	66.25	57.32	48.40	营业利润	937	1032	1268	2101	2734
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	54567	74487	98158	利润总额	1031	1062	1306	2139	2772
流动负债合计	16395	24345	28532	44654	64234	所得税	270	249	314	513	665
短期借款	3912	8662	12826	22025	32478	净利润	761	813	993	1625	2107
应付账款	3238	1719	3683	5192	7009	少数股东损益	-7	-47	52	62	75
预收款项	4275	6999	10733	16148	23458	归属母公司净利润	768	860	941	1563	2032
一年内到期的非流	3462	5588	0	0	0	EBITDA	1249	1286	1743	2732	3565
非流动负债合计	13088	19095	16560	19514	22514	BPS (元)	0.50	0.56	0.62	1.03	1.33
长期借款	10520	13175	16175	19175	22175	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	45092	64168	86748	成长能力					
少数股东权益	440	300	352	414	489	营业收入增长	8.28%	67.73%	53.00%	45.00%	35.00%
实收资本(或股本)	1524	1524	1524	1524	1524	营业利润增长	17.38%	10.13%	22.90%	65.62%	30.16%
资本公积	1628	1543	1543	1543	1543	归属于母公司净利润	9.06%	12.05%	9.38%	66.13%	30.01%
未分配利润	4518	5257	5351	5507	5711	获利能力					
归属母公司股东权	7791	8445	9123	9904	10920	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	37714	52184	54567	74487	98158	净利率(%)	15.69%	9.99%	7.98%	9.01%	8.65%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.04%	1.65%	1.72%	2.10%	2.07%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9.85%	10.19%	10.31%	15.78%	18.61%
经营活动现金流	-5832	-4346	6443	-7215	-7533	偿债能力					
净利润	761	813	993	1625	2107	资产负债率(%)	78%	83%	83%	86%	88%
折旧摊销	13.03	11.83	0.00	9.17	9.17	流动比率	2.17	1.96	1.79	1.59	1.48
财务费用	299	242	466	622	822	速动比率	0.33	0.65	0.76	0.66	0.60
应收账款减少	0	0	-366	-384	-433	营运能力					
预收帐款增加	0	0	3734	5415	7310	总资产周转率	0.16	0.18	0.23	0.28	0.28
投资活动现金流	115	-2306	1193	340	340	应收账款周转率	13	18	19	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.32	3.28	4.61	4.07	3.99
长期股权投资减少	0	0	27	0	0	每股指标(元)					
投资收益	533	286	350	350	350	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.56	0.62	1.03	1.33
筹资活动现金流	5194	10069	-4842	10796	11615	每股净现金流(最新)	-0.34	2.24	1.83	2.57	2.90
应付债券增加	0	0	-3076	0	0	每股净资产(最新摊)	5.11	5.54	5.99	6.50	7.16
长期借款增加	0	0	3000	3000	3000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	11.38	10.16	9.22	5.55	4.27
资本公积增加	-125	-86	0	0	0	P/B	1.11	1.03	0.95	0.88	0.79
现金净增加额	-523	3418	2795	3921	4422	EV/EBITDA	19.06	25.86	16.61	13.63	12.98

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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。

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。