

## 面貌一新，静待反弹——2016 年报点评

■ **事件:** 公司 13 日公布 2016 年报，全年共实现营业收入 97.7 亿，同比+143.46%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.44 亿，同比-12.38%；基本 EPS0.23 元，同比下降 11.54%。

■ **毛利率下滑、税金及附加大增，扣非后净利润亏损扩大。** 2016 年公司融城昆明湖、艺术家园区、上东大道及新并购项目陆续结算，实现地产结算收入 95 亿（同比+272%），但由于昆明、大理地区项目拖累，公司毛利率下降 6.65 个 pct；公司报告期内由于营改增新政及新项目纳入合并范围，导致税金及其附加大幅增加，令营业利润亏损；公司因取得子公司及合营企业确认营业外收入 7.72 亿（达净利润的 286%），若扣非后公司净利润实质亏损 3.65 亿元（前值亏损 1.81 亿元）。

■ **项目结构质量优化，包袱减轻。** 公司 2016 年销售金额为 51.65 亿元（+29.4%），销售面积 61.96 亿元，销售均价 8,336 元/平方米，主要销售区域分布在重庆（占 7%）、大理（占 6%）、西安（占 24%）、昆明（占 61%），西南区域销售去化顺利。2016 年，公司以 18.6 亿现金收购了银泰系列项目及杭州理想，新增项目 13 个，新增商业综合体面积 94.91 万方（销售物业 29.24 万方，持有型物业 65.67 万方），丰富了城市综合体类物业的业态，并完成了北京、杭州、宁波、西安、兰州、成都等主流城市的布局。截止年末，公司待开发土地面积达到 978 万方，以往货值过度集中于西南区域的弊端有所改善，预计未来毛利水平将逐步改善。

■ **沪昆高铁通车，契合三四线复苏，今年面貌一新。** 随着 2016 年昆沪高铁的通车和“一带一路”推进，云南地区旅游消费及产业导入都将有大幅改善。公司积极打造住宅综合体与旅游地产、养老地产的产业联动商业模式，目前已完成云南及如陕西、四川、澜沧江—湄公河沿线等旅游目的地布局。养老和健康服务方面，公司在大理海东、四川青城山等项目展开试点，“大健康”、“大休闲”转型顺利。契合今年三四线城市复苏，预计公司今明两年的盈利水平将面貌一新。

■ **投资建议:** 年报披露 2017 年公司计划收入 100 亿，计划投资 180 亿。公司背靠云南国资委的资源优势，在项目获取、资源整合能力方面均具有优势（上年低成本获得项目并购机会是一个例子）。另外，云南省国资委旗下与云南城投的业务类型相似、存在业务协同可能性的资源或资产众多，有利于养老、旅游地产的转型。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.34、0.41 和 0.72，维持“买入-A”评级，6 个月目标价维持 7.54 元。

■ **风险提示:** 业绩持续低迷、毛利率尚未能通过拐点回升，对估值形成压制。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,012.9	9,769.7	10,075.5	13,198.9	15,886.4
净利润	211.3	270.3	360.5	436.4	769.5
0.26	0.23	0.34	0.41	0.72	0.26
每股净资产(元)	4.02	4.32	4.53	4.93	5.56

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	25.2	28.7	19.4	16.1	9.1
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
净利润率	6.9%	2.5%	3.6%	3.3%	4.8%
净资产收益率	6.5%	5.3%	7.4%	8.3%	12.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.1%
ROIC	1.2%	1.4%	2.2%	2.4%	2.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

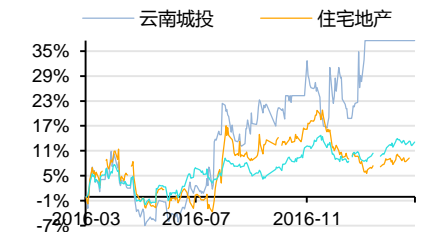
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价: **7.54 元**  
股价 (2017-03-13) **6.55 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	7,011.50
流通市值(百万元)	7,011.50
总股本(百万股)	1,070.46
流通股本(百万股)	1,070.46
12 个月价格区间	4.43/6.55 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.63	9.75	28.46
绝对收益	0.0	12.35	43.64

**陈天诚** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450515100001  
chentc@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

云南城投: 补强资金实力, 谋求资源优化——2016 年 2016-10-25  
 季报点评  
 云南城投: 一云南城投 2016-04-28  
 2015 年年报点评

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,012.9	9,769.7	10,075.5	13,198.9	15,886.4	成长性					
减:营业成本	2,923.5	7,475.3	7,377.3	9,726.3	11,531.9	营业收入增长率	1.7%	143.5%	3.1%	31.0%	20.4%
营业税费	251.1	976.4	784.5	677.1	865.8	营业利润增长率	-100.6%	7294.3%	-195.8%	19.9%	142.2%
销售费用	116.0	169.8	252.5	313.9	350.7	净利润增长率	-36.8%	-12.4%	47.7%	21.1%	76.3%
管理费用	172.3	255.7	348.2	613.7	643.8	EBITDA 增长率	-68.3%	51.3%	100.2%	40.0%	45.5%
财务费用	364.1	877.5	812.4	1,201.1	1,383.8	EBIT 增长率	-69.4%	52.1%	106.3%	40.0%	45.7%
资产减值损失	128.9	268.0	198.5	233.3	215.9	NOPLAT 增长率	-73.2%	60.4%	108.5%	39.3%	46.1%
加:公允价值变动收益	0.9	-91.6	0.3	1.3	-	投资资本增长率	29.2%	38.7%	27.2%	25.2%	3.5%
投资和汇兑收益	-62.4	14.1	14.1	-55.1	25.0	净资产增长率	12.9%	23.8%	3.0%	5.5%	8.9%
营业利润	-4.5	-330.3	316.6	379.7	919.5	利润率					
加:营业外净收支	354.7	755.2	224.3	248.5	270.1	毛利率	27.1%	23.5%	26.8%	26.3%	27.4%
利润总额	350.2	424.8	540.9	628.2	1,189.6	营业利润率	-0.1%	-3.4%	3.1%	2.9%	5.8%
减:所得税	138.9	154.5	193.1	226.3	426.6	净利润率	6.9%	2.5%	3.6%	3.3%	4.8%
净利润	278.6	244.1	360.5	436.4	769.5	EBITDA/营业收入	9.5%	5.9%	11.5%	12.3%	14.8%
						EBIT/营业收入	9.0%	5.6%	11.2%	12.0%	14.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	30	21	31	28	28
						流动资产周转天数	1,825	1,009	1,269	1,218	1,141
						流动营业资本周转天数	3,001	1,659	2,138	2,062	1,925
						应收账款周转天数	261	105	105	107	103
						存货周转天数	2,353	1,354	1,780	1,718	1,581
						总资产周转天数	3,529	2,014	2,601	2,458	2,290
						投资资本周转天数	1,920	1,061	1,358	1,307	1,229
						投资回报率					
						ROE	6.5%	5.3%	7.4%	8.3%	12.9%
						ROA	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%
						ROIC	1.2%	1.4%	2.2%	2.4%	2.8%
						费用率					
						销售费用率	2.9%	1.7%	2.5%	2.4%	2.2%
						管理费用率	4.3%	2.6%	3.5%	4.7%	4.1%
						财务费用率	9.1%	9.0%	8.1%	9.1%	8.7%
						三费/营业收入	16.3%	13.3%	14.0%	16.1%	15.0%
						偿债能力					
						资产负债率	87.6%	89.2%	91.3%	92.4%	92.1%
						负债权益比	709.1%	827.5%	1043.9%	1214.4%	1162.5%
						流动比率	1.89	1.85	1.78	1.95	1.93
						速动比率	0.33	0.35	0.27	0.35	0.34
						利息保障倍数	0.99	0.62	1.39	1.32	1.66
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	0.04	0.07
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.1%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	211.3	270.3	360.5	436.4	769.5	EPS(元)	0.26	0.23	0.34	0.41	0.72
加:折旧和摊销	49.7	61.3	27.9	38.9	53.3	BVPS(元)	4.02	4.32	4.53	4.93	5.56
资产减值准备	128.9	268.0	-	-	-	PE(X)	25.2	28.7	19.4	16.1	9.1
公允价值变动损失	-0.9	91.6	0.3	1.3	-	PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
财务费用	376.9	910.1	812.4	1,201.1	1,383.8	P/FCF	4.3	1.6	3.3	2.3	2.6
投资损失	62.4	-14.1	-14.1	55.1	-25.0	P/S	1.7	0.7	0.7	0.5	0.4
少数股东损益	-67.3	26.2	-12.7	-34.6	-6.5	EV/EBITDA	71.9	60.4	38.7	34.0	23.9
营运资金的变动	-2,401.0	91.7	-9,177.3	-10,148.6	-833.6	CAGR(%)	23.9%	41.3%	-11.2%	23.9%	41.3%
经营活动产生现金流量	-1,205.6	-1,934.9	-8,002.9	-8,450.3	1,341.4	PEG	1.1	0.7	-1.7	0.7	0.2
投资活动产生现金流量	-1,078.0	418.5	-1,014.6	-1,633.1	-1,840.7	ROIC/WACC	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9
融资活动产生现金流量	1,252.6	3,537.4	9,904.2	12,144.8	2,273.1	REP	2.9	2.2	1.5	1.3	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

陈天诚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034