

2017年05月02日

中房地产 (000736.SZ)

托管中交整合加速、销售结算均超计划

——公司2016年报及17年一季度点评

■事件：公司公布2016年报和2017年一季度报：1) 16年公司实现营业收入20.94亿元，同比增长88.26%；实现归属于上市公司股东的净利润1,186.73万元，同比减少58.25%；2) 17年一季度公司实现营业收入2.04亿元，同比增24.62%；归属于上市公司股东的净利润为-2450万，同比下降335%。

■营业收入翻番，盈利能力待提高：1) 收入不断提升，净利润逐年递减：16年净利润下降主要由于销售的扩大等致期间费用同比有较大幅度的上升，17年一季度净利润下降主要由于结算结构的变化。2) 毛利率、净利率和ROE持续下降：公司16年毛利率为21.81%，净利率为1.24%，ROE为0.75%。近三年，公司毛利率、净利率和ROE持续下降，公司盈利能力待提高。3) 资产负债率攀升，经营活动现金流量净额连续4年为负：截止到17年一季度末，公司资产负债率为88.7%，真实资产负债率为85.29%，逐年攀升，资本结构承压；经营活动现金流量净额连续4年为负，但一季度末货币资金在手40亿，远高于短期借款和一年内到期的非流动负债之和4.7亿元，资金充裕，短期偿债的现金保障程度仍较高。

■销售规模增速高，苏州项目贡献收入近半：1) 受益于布局城市地产去化，销售面积和销售金额同比增长较快：公司16年签约销售额51.7亿元，完成项目投资77亿元，均超额完成年初计划；17年一季度实现签约销售面积9.3万平方米，同比增长31%，签约销售金额123,507万元，同比增长49%。公司销售面积和销售金额持续增长，主要是项目布局城市地产市场去化，公司产品主打刚需及改善型住宅产品受益，销售成果喜人。2) 苏州、长沙为收入主力项目，品牌影响力提升：公司房地产开发项目布局集中于经济较为发达的重点二线城市，2016年，公司开发的苏州、天津、长沙、重庆等项目在所在地区去化效果理想。公司16年华东区域贡献49%的收入，华中地区贡献30%的收入，公司在布局城市深耕效果显现。

■托管中交地产，资产整合预期仍存：1) 托管中交地产，年收入400万：中交集团旗下有包括中房地产、中交地产和绿城中国的三个地产平台，为尽量减少和避免同业竞争情况，中交房地产集团将中交地产委托公司代为经营管理，已于2017年4月21日签署《托管协议》，约定每年的托管费用为400万元，托管期暂定三年。我们判断托管业务为解决同业竞争的暂时性举措，每年为公司新增收入金额小，是资产重组前的过渡措施。2) 资产整合预期仍然存在：16年公司因债券持有人否决，资产重组于16年6月终止。我们认为待终止重组的事项解决，中交地产或将整体注入公司，未来整合预期仍然存在。截止到2016年9月末，中交地产总资产规模237.7亿元，净资产为71亿元；2016年前三季度营业收入22.9亿元，中交地产的整合将扩充公司的项目资源，优势互补，使公司地产业务更上一层楼。

■投资建议：公司销售规模扩大，品牌影响力提升；与中交地产的同业竞争问题采取托管的过渡性措施，未来资产整合预期将扩充公司项目资源；17年我们预计公司将加大拓展和销售力度，签约销售额预计达100亿元，公司2017年营业收入35亿元，预计17年毛利率会有所提高，收入利润有望实现双升。我们预计公司17-19年EPS分别为0.24, 0.32, 0.35，对应当前股价PE倍数为105.2X, 77X, 70.4X；我们维持“买入-A”评级，六个月目标价29.72元。

■风险提示：业绩不及预期、地产业务长期增收不增利。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,112.3	2,094.0	3,500.0	4,550.0	5,460.0
净利润	28.4	11.9	70.0	95.6	104.6
每股收益(元)	0.10	0.04	0.24	0.32	0.35
每股净资产(元)	5.75	4.91	5.08	5.30	5.52
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	259.0	620.3	105.2	77.0	70.4
市净率(倍)	4.3	5.0	4.9	4.7	4.5
净利率	2.6%	0.6%	2.0%	2.1%	1.9%
净资产收益率	1.7%	0.8%	4.6%	6.1%	6.4%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%
ROIC	1.2%	1.1%	4.2%	2.8%	2.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

住宅地产

投资评级 买入-A

维持评级

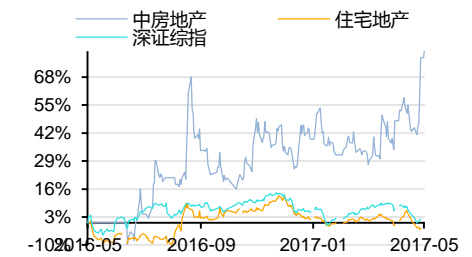
6个月目标价：29.72元

股价(2017-05-02) 25.18元

交易数据

总市值(百万元)	7,483.34
流通市值(百万元)	7,483.34
总股本(百万股)	297.19
流通股本(百万股)	297.19
12个月价格区间	12.61/25.18元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.83	37.1	75.05
绝对收益	21.82	36.55	76.8

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

中房地产：中房地产三季报点评	2016-10-31
中房地产：——公司16年中报公告点评	2016-08-23
中房地产：中交地产平台整合落地、地产业务再上台阶可期	2016-05-23
中房地产：——2015年年报点评	2016-03-18

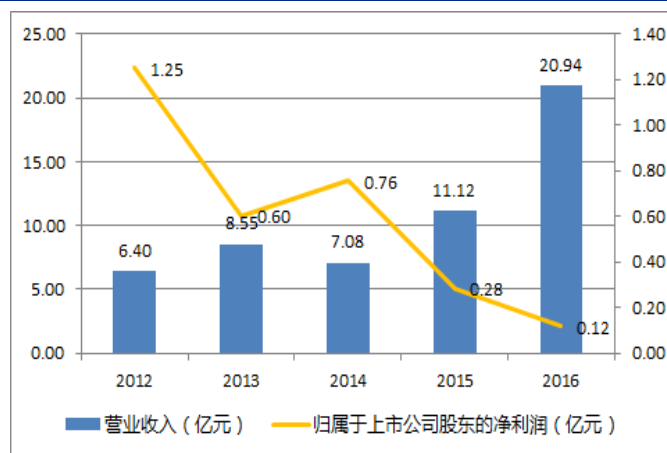
1. 事件

公司公布 2016 年报和 2017 年一季报：1) 16 年公司实现营业收入 20.94 亿元，同比增长 88.26%；实现归属于上市公司股东的净利润 1,186.73 万元，同比减少 58.25%；2) 17 年一季度公司实现营业收入 2.04 亿元，同比增长 24.62%；归属于上市公司股东的净利润为-2450 万，同比下降 335%。

2. 营业收入翻番，盈利能力待提高

营业收入规模不断扩大，净利润逐年递减：16 年公司实现营业收入 20.94 亿元，同比增长 88.26%；实现利润总额 5,416 万元，同比增长 18.37%；实现归属于上市公司股东净利润 1,186 万元，同比减少 58.25%。16 年营业收入较上年有较大幅度上升，主要来源于中房瑞致和中房颐园等项目交房的增加。17 年一季度公司实现营业收入 2.04 亿元，同比增长 24.62%；归属于上市公司股东的净利润为-2450 万，去年同期为-560 万元，下降 335%。16 年净利润下降主要是由于销售的扩大、新项目拓展及落实、增加人员配置等因素，导致销售费用、管理费用同比有较大幅度的上升，17 年一季度净利润下降主要是由于结算结构的变化。

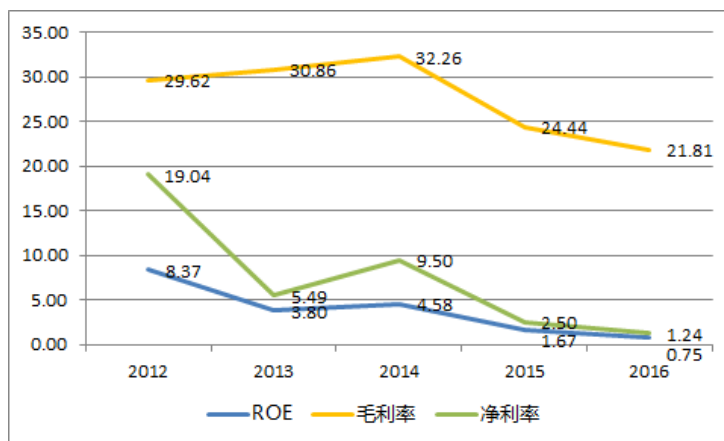
图 1：公司历年营收及归母净利润变动情况



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

毛利率、净利率和 ROE 持续下降：公司 16 年毛利率为 21.81%，去年同期 24.44%；净利率为 1.24%，去年同期为 2.5%；ROE 为 0.75%，去年同期 1.67%；2017 年一季度毛利率 11.82%，净利率和 ROE 为负值。近三年，公司毛利率、净利率和 ROE 持续下降，主要是业务拓展导致的销售费用和管理费用的增加，购买少数股权导致的借款费用不能资本化、财务费用上升，以及公司项目本身利润率的下降，公司盈利能力亟待提高。

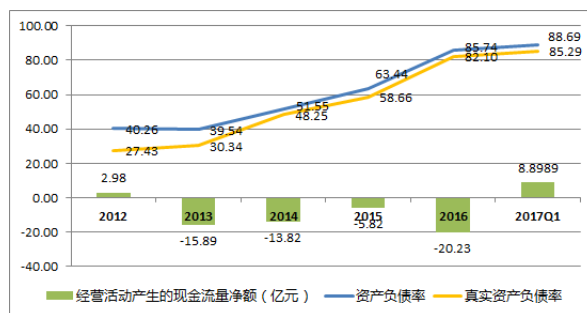
图 2：公司部分财务数据历年变动情况



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

资产负债率逐年攀升，经营活动现金流量净额连续 4 年为负：截止到 2016 年末，公司资产负债率为 85.74%，去年同期为 63.44%；真实资产负债率为 82.1%，去年同期为 58.66%；截止到 2017 年一季度末，公司资产负债率为 88.7%，真实资产负债率为 85.29%，资产负债率逐年攀升，资本结构承压。公司经营活动现金流量净额连续 4 年为负，但一季度末公司货币资金在手 40 亿，远高于短期借款和一年内到期的非流动负债之和 4.7 亿元，资金充裕，短期偿债的现金保障程度较高。

图 3：经营现金流自 2017Q1 实现扭负为正

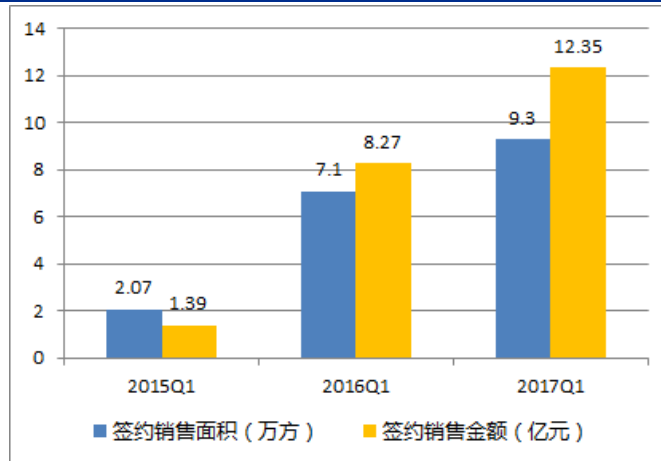


资料来源：安信证券研究中心

3.销售规模增速高，苏州项目贡献收入近半

受益于布局城市地产去化，销售面积和销售金额同比增长较快：公司 16 年签约销售额 51.7 亿元，完成项目投资 77 亿元，均超额完成年初计划；17 年一季度，新开工面积 29.04 万平方米，去年同期无新开工，期末在建及待建总面积 487.92 万平方米；一季度实现签约销售面积 9.3 万平方米，同比增长 31%，签约销售金额 123,507 万元，同比增长 49%。截止到 16 年末，公司房地产业务土地储备占地总面积约 183.41 万平方米，规划总面积约 558.22 万平方米。公司销售面积和销售金额持续增长，主要是项目布局城市地产市场去化，公司产品主打刚需及改善型住宅产品受益，销售成果喜人。

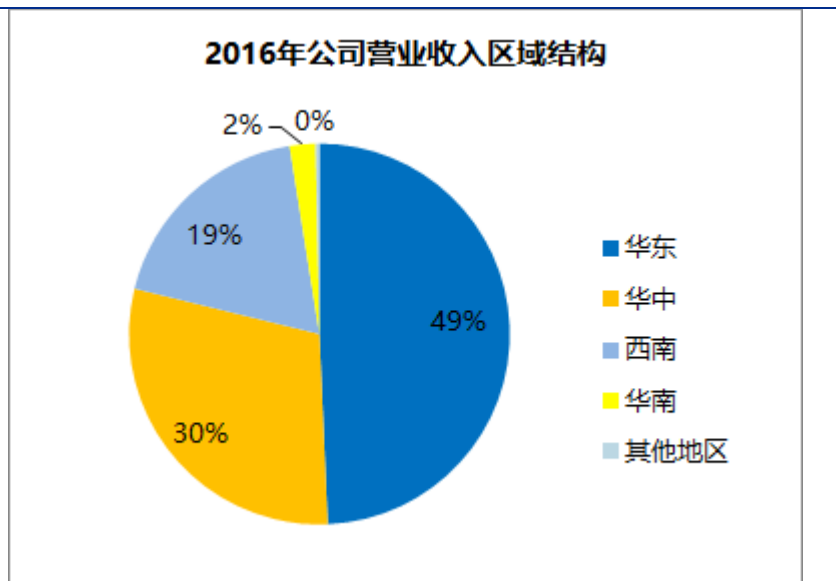
图 4：2017Q1 公司签约销售再创新高



资料来源：wind、安信证券研究中心

苏州、长沙为收入主力项目，品牌影响力提升：公司房地产开发项目布局集中于经济较为发达的重点二线城市，主要分布在天津、苏州、长沙、重庆、南京、宁波、温州等地。2016年，公司开发的苏州、天津、长沙、重庆等项目在所在地区去化效果理想。公司16年华东区域贡献49%的收入，主要是苏州中房颐园项目；华中地区贡献30%的收入，主要是长沙的中房瑞致项目。公司在布局城市深耕效果显现，品牌影响力在区域内逐步提升。

图 5：公司营收结构

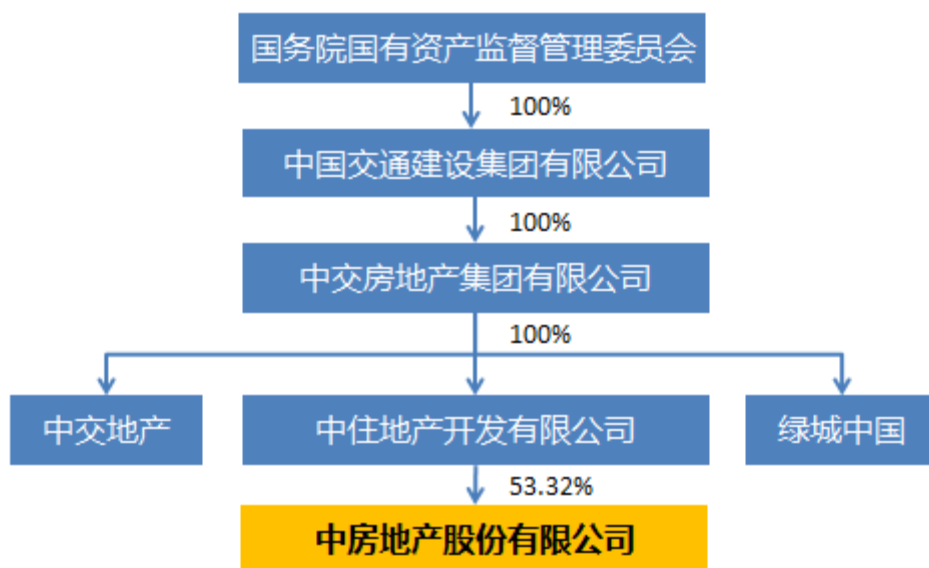


资料来源：wind、安信证券研究中心

4. 托管中交地产，资产整合预期仍存：

托管中交地产，年收入400万：中交集团旗下有包括中房地产、中交地产和绿城中国的三个地产平台，为尽量减少和避免中交房地产集团下属房地产业务与中房地产目前存在的同业竞争情况，保护公司及股东的利益，中交房地产集团将其全资子公司中交地产委托公司代为经营管理。托管期间，受托方全面负责目标企业的经营管理，产权关系保持不变。公司与中交房地产集团、中交地产已于2017年4月21日签署《托管协议》，约定每年的托管费用为400万元，托管期暂定三年。我们判断托管业务为解决同业竞争的暂时性举措，每年为公司新增收入金额小，是资产重组前的过渡措施。

图 6：中交地产股权结构



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

资产整合预期仍然存在:16年公司拟通过发行股份的方式向中交房地产集团购买其持有的中交地产 100%股权，以及向中房集团购买中住兆嘉、中房苏州、中房天津、重庆中房嘉润、重庆中房嘉汇等公司的股权，已解决同业竞争问题，因债券持有人否决，资产重组于 16 年 6 月终止。我们认为待终止重组的事项解决，中交地产或将整体注入公司，未来整合预期仍然存在。截止到 2016 年 9 月末，中交地产总资产规模 237.7 亿元，净资产为 71 亿元；2016 年前三季度营业收入 22.9 亿元，中交地产的整合将扩充公司的项目资源，优势互补，使公司地产业务更上一层楼。

5. 股权收购竞拍加速，未来业绩成长可期：

收购苏州华投股权，布局城市再添常熟：苏州华投主要资产为常熟中南香缇苑房地产有限公司 33.3%股权，常熟公司主要资产为以 66,942 万元取得的常熟市文化片区地块，地块总面积 66,686 平方米，容积率 2.2。公司出资 4,650 万元收购江苏南通三建持有的苏州华投投资有限公司 93%股权，目前股权工商过户手续已办理完毕。本次收购华投公司股权，新增布局城市常熟，公司与合作方共同开发房地产项目，可充分利用各方优势及市场资源，有利于扩大公司战略布局和主营业务发展的整体利益。

参与竞拍惠州地产公司股权，增加项目储备：公司与广州市飞骏物流有限公司联合参与竞拍惠州仲恺高新区恺信房地产开发有限公司 80%股权，并成功受让。公司将持有项目公司 51%股权，对项目拥有控制权，有权合并项目公司财务报表。目前，交易三方签订了《成交确认书》，成交价格为 422.48 万元，低于评估价值 528 万元，折价 20%。公司较低价位获得项目公司股权，增加公司项目储备，有望打开惠州市场，扩大经营规模，增强可持续经营能力。

17 年项目拓展力度加大，收入利润有望双升：我们预计公司 17 年将加大项目拓展力度及推盘力度，公司 2017 年度重庆西南公司、宁波公司、温州公司预计新开盘销售，预签约销售额预计达 100 亿元，较上年实际销售额增长 93.4%。截止到 2016 年末，公司预收房款 35.19 亿元，已售未结算资源充足。苏州颐园二期项目和嘉润漫山一期项目在 2017 年将竣工交付，

预计公司 2017 年营业收入 35 亿元。颐园二期项目售价涨幅较大，预计 17 年毛利率会有所提高，收入利润有望双升。

6.投资建议

16 年和 17 年一季度公司销售规模扩大，品牌影响力得到提升；与中交地产的同业竞争问题采取托管的过渡性措施，未来仍有资产整合预期，将进一步扩充公司项目资源；公司股权收购和竞拍加速，扩大项目布局版图，17 年我们预计公司将进一步加大拓展和销售力度，收入利润有望实现双升。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.24, 0.32, 0.35, 对应当前股价 PE 倍数为 105.2X, 77X, 70.4X；我们维持“买入-A”评级，六个月目标价，29.72 元。

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	1,112.3	2,094.0	3,500.0	4,550.0	5,460.0	成长性					
减:营业成本	840.4	1,637.2	2,502.5	3,230.5	3,876.6	营业收入增长率	57.0%	88.3%	67.1%	30.0%	20.0%
营业税费	80.2	156.2	256.7	339.0	425.9	营业利润增长率	-63.3%	27.5%	301.2%	11.5%	-0.2%
销售费用	36.5	78.6	157.5	209.3	262.1	净利润增长率	-62.4%	-58.2%	489.8%	36.6%	9.4%
管理费用	89.4	121.6	220.5	295.8	365.8	EBITDA 增长率	-43.0%	52.2%	227.8%	30.9%	11.4%
财务费用	20.1	42.9	130.7	216.5	271.1	EBIT 增长率	-46.0%	53.7%	260.3%	31.0%	11.4%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	-39.7%	21.2%	464.4%	31.0%	11.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.7%	51.9%	101.8%	13.7%	14.3%
投资和汇兑收益	-0.2	0.4	0.6	0.5	0.5	净资产增长率	0.7%	-16.8%	30.6%	5.0%	4.5%
营业利润	45.5	58.0	232.7	259.5	259.0	利润率					
加:营业外净收支	0.3	-3.8	-1.3	-4.5	-5.5	毛利率	24.4%	21.8%	28.5%	29.0%	29.0%
利润总额	45.8	54.2	231.4	254.9	253.5	营业利润率	4.1%	2.8%	6.6%	5.7%	4.7%
减:所得税	18.0	28.2	57.8	63.7	63.4	净利润率	2.6%	0.6%	2.0%	2.1%	1.9%
净利润	28.4	11.9	70.0	95.6	104.6	EBITDA/营业收入	6.7%	5.4%	10.5%	10.6%	9.9%
						EBIT/营业收入	5.9%	4.8%	10.4%	10.5%	9.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	14	8	6	5	4
						流动营业资本周转天数	1,580	1,100	1,077	1,131	1,069
						流动资产周转天数	2,234	2,143	2,216	2,098	1,989
						应收账款周转天数	12	33	30	25	29
						存货周转天数	1,851	1,774	1,788	1,757	1,740
						总资产周转天数	2,300	2,188	2,287	2,185	2,060
						投资资本周转天数	1,237	916	997	1,096	1,042
						投资回报率					
						ROE	1.7%	0.8%	4.6%	6.1%	6.4%
						ROA	0.3%	0.1%	0.6%	0.7%	0.6%
						ROIC	1.2%	1.1%	4.2%	2.8%	2.7%
						费用率					
						销售费用率	3.3%	3.8%	4.5%	4.6%	4.8%
						管理费用率	8.0%	5.8%	6.3%	6.5%	6.7%
						财务费用率	1.8%	2.0%	3.7%	4.8%	5.0%
						三费/营业收入	13.1%	11.6%	14.5%	15.9%	16.5%
						偿债能力					
						资产负债率	63.4%	85.7%	88.1%	87.9%	89.7%
						负债权益比	173.5%	601.2%	741.7%	729.0%	872.7%
						流动比率	3.55	2.12	2.43	2.20	1.93
						速动比率	0.77	0.32	0.54	0.23	0.27
						利息保障倍数	3.26	2.35	2.78	2.20	1.96
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.02	0.06	0.10	0.13
						分红比率	20.9%	50.1%	26.3%	32.4%	36.3%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.10	0.04	0.24	0.32	0.35
						BVPS(元)	5.75	4.91	5.08	5.30	5.52
						PE(X)	259.0	620.3	105.2	77.0	70.4
						PB(X)	4.3	5.0	4.9	4.7	4.5
						P/FCF	51.6	3.8	29.1	-4.5	80.1
						P/S	6.6	3.5	2.1	1.6	1.3
						EV/EBITDA	108.7	95.5	51.0	42.5	41.9
						CAGR(%)	90.2%	94.3%	37.1%	90.2%	94.3%
						PEG	2.9	6.6	2.8	0.9	0.7
						ROIC/WACC	0.2	0.2	0.7	0.5	0.5
						REP	9.6	8.6	2.0	3.0	2.9
						现金流量表					
						净利润	27.8	25.9	70.0	95.6	104.6
						加:折旧和摊销	15.1	20.6	5.8	7.3	8.3
						资产减值准备	-	-	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	25.9	53.0	130.7	216.5	271.1
						投资损失	0.2	-0.4	-0.6	-0.5	-0.5
						少数股东损益	-0.6	14.1	103.5	95.6	85.6
						营运资金的变动	-650.1	-2,061.6	-6,282.2	-1,728.9	-2,007.5
						经营活动产生现金流量	-581.7	-2,023.1	-5,972.8	-1,314.4	-1,538.4
						投资活动产生现金流量	-6.5	-13.8	-518.9	-47.9	-24.2
						融资活动产生现金流量	715.3	3,187.6	7,174.8	-194.9	1,790.1

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