

大名城 (600094.SH)

地产业务业绩稳定，金融拓展实现收入

核心观点：

● 毛利率优势叠加金融业务贡献，业绩稳健提升

16 年公司实现营业总收入同比增长 69.6%，归母净利润 8.40 亿元，同比增长 83.8%，每股收益 0.39 元，分红预案每 10 股派 0.5 元现金股息。公司主营业务收入大幅增长，来自房地产业务贡献的大幅增加和新增的金融业务同步释放。16 年整体毛利率 45%，其中房地产业务结算毛利 42%，明显高于行业平均水平。截止到 16 年末，预收账款规模达到 53.4 亿元，与去年同期相比增加 20.9 亿元，为公司 17 年的地产结算提供了基础。

● 房地产业务销售大幅增长，土地投资稳定

公司 16 年房地产销售表现良好，实现销售金额 138 亿元，同比基本上实现了翻倍的增长，销售均价 9503 元/平方米，同比增长 20.8%，年内地产销售实现了稳定的量价齐升。土地投资金额 47 亿元，并且战略性进入了南京市场，又补充了传统优势的福州市场的土地储备。

● 金融业务稳定拓展，覆盖范围不断扩大

2016 年是大名城实施产业与资本双轮驱动和转型发展的第一年，在房地产行业转型和调整的大背景下，加快金融创新步伐，升级地产金融运作模式，房地产与金融业务的结合已经成为房地产业发展趋势。

● 预计 17、18 年的业绩为 0.41、0.46 元，首次给予“谨慎增持”评级。

大名城近 16 年以来地产销售体量跨上一个新的台阶，对于未来几年公司的主营业务收入和业绩提供了较强的保障。公司福州的存量资源利润丰厚，为公司金融转型提供了充沛的可支配资本。

● 风险提示

销售表现受到重点城市调控政策影响较大，整体负债率水平较高。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,168	8,765	10,146	11,569	13,309
增长率(%)	-3.95%	69.61%	15.75%	14.03%	15.03%
EBITDA(百万元)	858.64	2108.43	2259.87	2512.78	2718.22
净利润(百万元)	457.24	840.25	1025.35	1138.45	1258.74
增长率(%)	32.37%	83.77%	22.03%	11.03%	10.57%
EPS（元/股）	0.18	0.34	0.41	0.46	0.51
市盈率（P/E）	42.23	22.98	18.83	16.96	15.34
市净率（P/B）	3.14	1.82	1.66	1.51	1.38
EV/EBITDA	21.66	12.99	17.83	20.86	23.24

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格

8.08 元

报告日期

2017-05-05

相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师：金山 S0260515090001



021-60750652



jinsan@gf.com.cn

相关研究：

联系人：李飞

gflifei@gf.com.cn

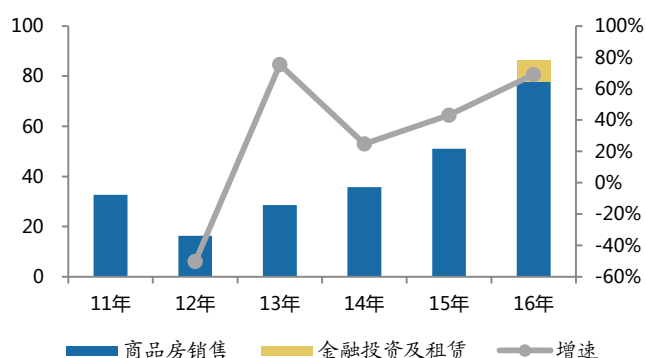
请务必阅读末页的免责声明

毛利率优势叠加金融业务贡献，业绩稳健提升

2016年全年，公司实现营业总收入87.65亿元，同比增长69.6%，实现营业利润13.72亿元，同比增长59.5%，实现归属于上市公司股东的净利润8.40亿元，同比增长83.8%，每股收益0.39元，分红预案每10股派0.5元现金股息，是近几年分红规模最高的一次。

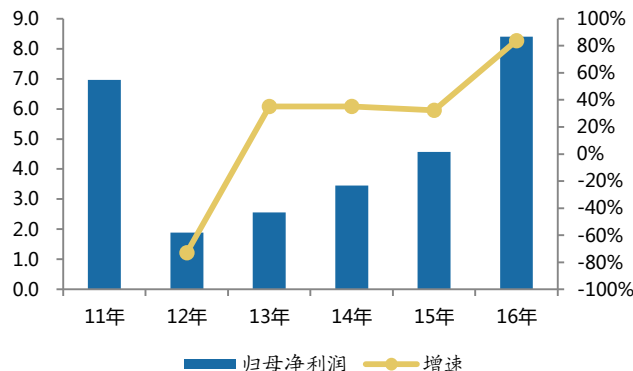
公司主营业务收入大幅增长，来自地产业务贡献的大幅增加和新增的金融业务同步释放。报告期内，公司实现房地产结算收入78.0亿元，同比增长52.7%，其中华东区域受到上海嘉定项目大名城名郡项目确认水平大幅上升的影响，收入增速最高。而金融业务则是由于年内公司出资25亿元收购中程租赁公司100%股权，为公司的金融业务提供了稳定的收入基础。

图1：大名城主营业务收入（亿元）机构及增速



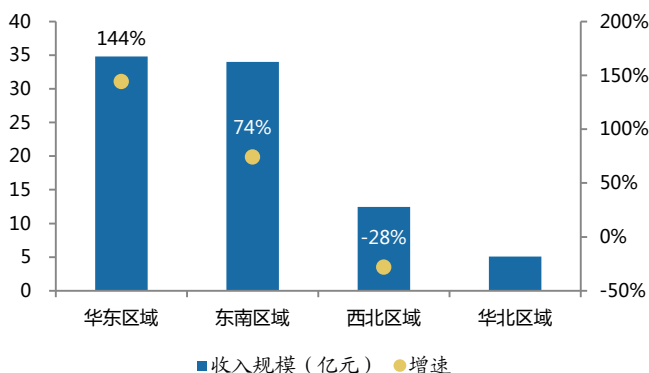
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：大名城归母净利润规模（亿元）及增速



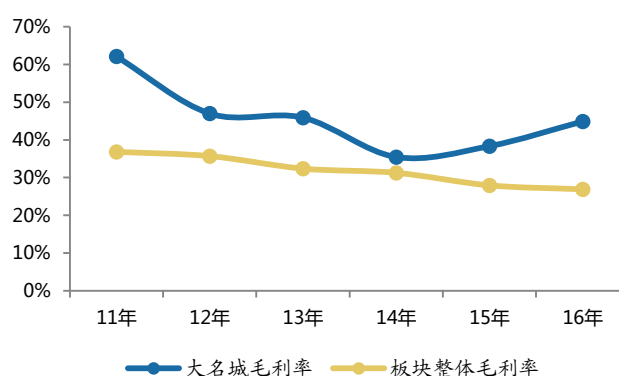
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：大名城区域结算收入规模（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图4：大名城整体毛利率及与地产行业整体对比



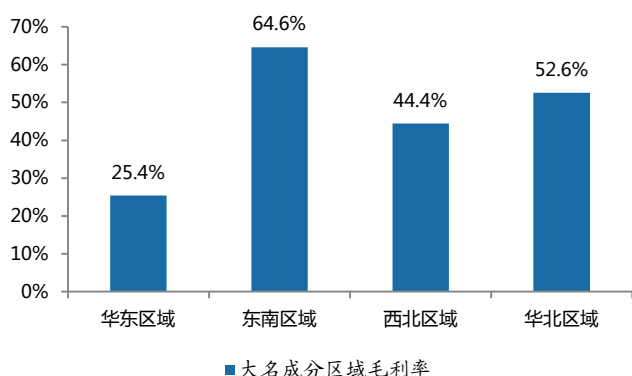
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

利润率方面，公司16年整体结算毛利率45%，与15年同期相比增长6.54个百分点，其中房地产业务结算毛利42%，增长4.6个百分点，于此同时金融板块在16年开

始贡献收入，且业务毛利水平为53.6%，也拉高了整体毛利水平。16年公司东南区域毛利率水平达到64.6%，主要贡献业绩的为福州名城港湾和名城城市两个项目，由于获取时间较早，土地成本低廉，加上过去几年房价稳定上涨，两个项目利润空间丰厚，而西北区域兰州项目也充分受益于近两年地产市场的复苏，加上较低的土地成本，也为公司提供了稳定的利润水平支撑。

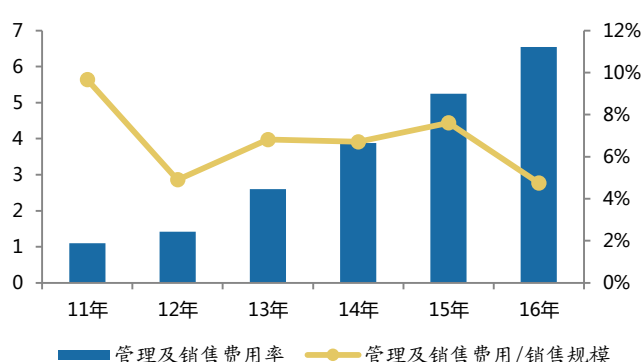
费用水平方面，公司16年管理及销售费用规模合计为6.54亿元，同比增长24.7%，相对于销售规模，管理及销售费用率同15年相比下降2.86个百分点，管控水平进一步提升。

图5：大名城地产业务分区域毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

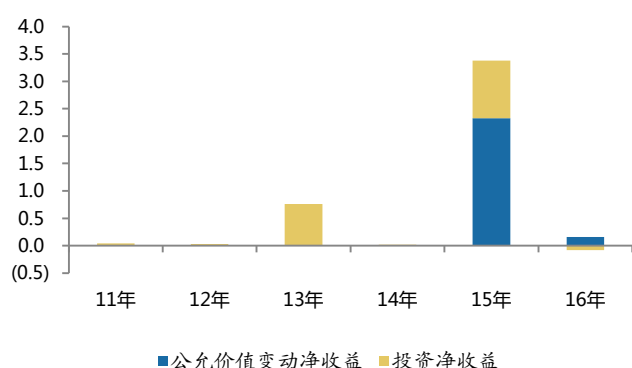
图6：管理及销售费用（亿元）及占销售规模比例



数据来源：广发证券发展研究中心

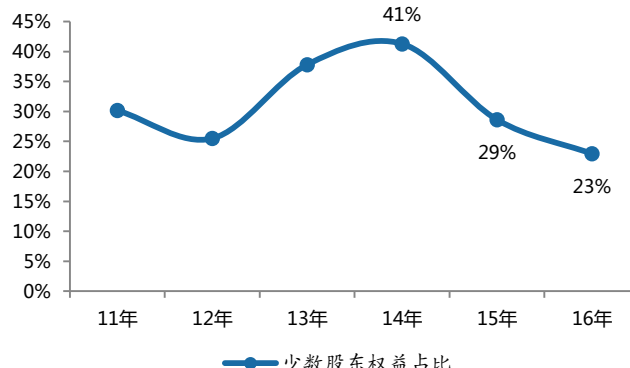
16年公司主营业务收入增速低于营业利润的主要原因在于公司年内的公允价值变动收益和投资净收益水平大幅下降，15年这部分非经营收入为公司增厚税前利润3.38亿元，而16年仅有0.07亿元。而归属母公司净利润增速高于营业利润增速主要是由于公司少数股东权益占比下降所致。

图7：大名城非经营性收入（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图8：大名城少数股东权益占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

截止到16年末，公司预收账款规模达到53.4亿元，与去年同期相比增加20.9亿元，从结构来看预售房款同15年相比提高了23亿元，为公司17年的地产结算提供了基础。

目前公司在福州和上海的主力项目部分已经处于竣工阶段，包括名城港湾、名城城市广场和上海大名城名郡项目的销售都可以直接为公司提供主营业务收入，业绩弹性较大。随着14年以后获取的项目进入结算，整体毛利率水平相比于过去的存量资源将有所下降，但具体下降幅度还要根据具体的项目结算结构来确定。

图9：大名城预售账款规模（亿元）

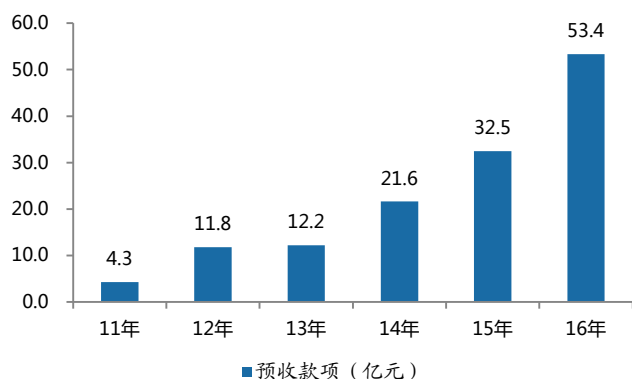
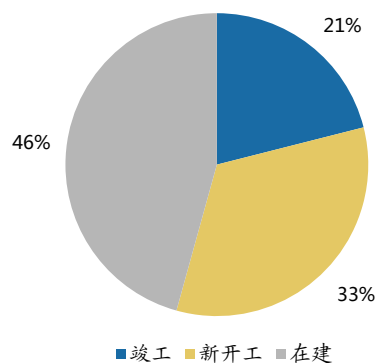


图10：大名城在售项目结构



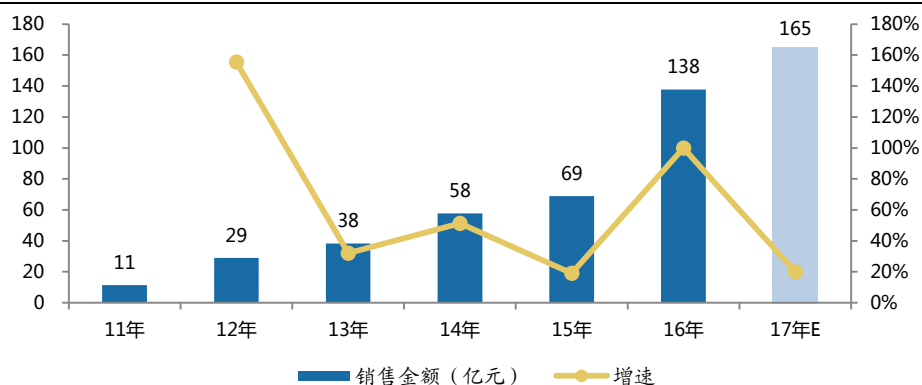
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

地产业务销售大幅增长，土地投资稳定

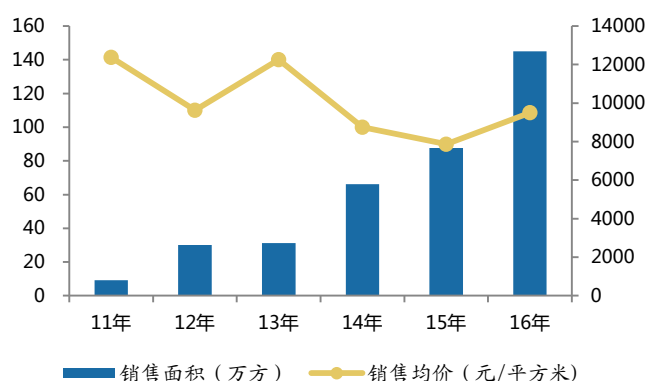
公司16年房地产销售表现良好，实现销售金额138亿元，同比基本上实现了翻倍的增长，销售均价9503元/平方米，同比增长20.8%，年内地产销售实现了稳定的量价齐升。从公司的销售结构来看，福州项目依旧是主力，除了传统的名称港湾和名称城市广场两个项目外，永泰、长乐以及福清的三个新拓展的项目占公司全年销售面积的21.7%。华东区域的常州和西北地区的兰州，销售占比达到35.7%，为公司销售规模的增长提供了稳定基础，而上海的高均价项目虽然销售面积不大，但对于货值和销售额的提振却有非常明显的效果。17年公司销售计划金额同比增长20%，在新增项目的支持下，完成全年的销售计划概率较大。

图11：大名城销售金额（亿元）及增速



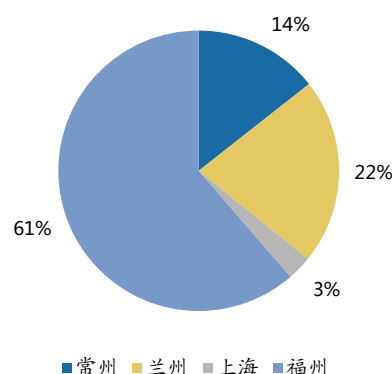
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图12: 大名城销售面积(万方)及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

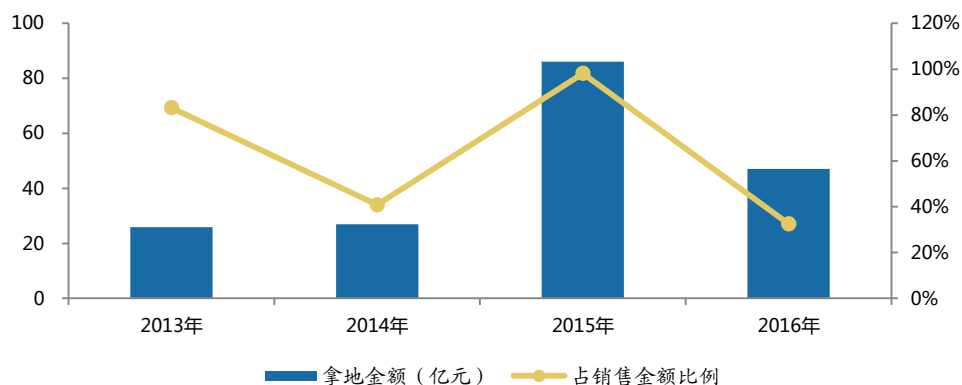
图13: 大名城16年销售结构变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

土地投资方面, 公司16年新增土地储备规模40.28万方, 土地投资金额47亿元, 占销售金额比例同15年相比小幅下降。年内公司战略性进入了南京市场, 又补充了传统优势的福州市场的土地储备。截止到16年末, 公司在手土地储备规模为419万方, 考虑到在建项目, 合计储备规模为740万方。从储备分布情况来看, 目前西北区域占比较高, 主要集中在兰州, 而东南福建区域占比35%, 华东区域占比为5%。

图14: 大名城土地投资金额(亿元)以及占销售金额比例



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

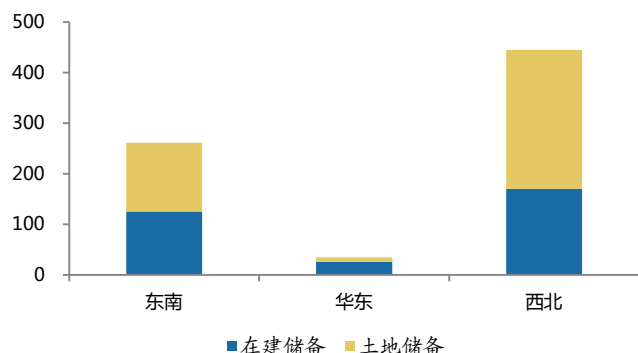
表 1: 大名城 15、16 年土地拓展情况

时间	项目/土地	土地规划用途	区域	总地面积	建筑面积	总地价	楼面价	权益
				(万方)	(万方)	(亿元)	(元/平米)	
2015/3/11	2015 拍-04	商住用地	福建福清	5.6	19.5	7.5	3823	100%
2015/4/16	浦东新区唐镇新市镇 D-03-05a 地块	居住用地	上海浦东	6.1	10.4	29.1	27909	100%
2015/4/16	浦东新区唐镇新市镇 D-04-07 地块	居住用地	上海浦东	5.2	7.3	21.7	29697	100%
2015/10/29	2015 挂-01 号, 位于龙江街道观音埔村	商服用地, 住宅用地	福建福州	8.8	26.5	7.6	2870	100%
2015/12/2	宗地编号: 马宗地 2015 拍-08 号	居住用地, 商业用地	福建福州	6.1	19.5	17.2	8830	100%
2015/12/3	宗地编号: 马宗地 2015 拍-09 号	居住用地, 商业用地	福建长乐	3.4	8.7	3.0	3454	100%

2016/9/23	雨花台区铁心桥街道 A9-2 地块	R2 二类居住用地	江苏南京	3.9	8.6	25.0	28969	100%
2016/11/18	编号: 2016 拍-6 号	居住用地	福建长乐	5.1	12.7	9.5	7498	100%
2016/12/15	编号: 2016 拍-08 号	商住用地	福建福州	6.1	18.3	12.6	6901	100%

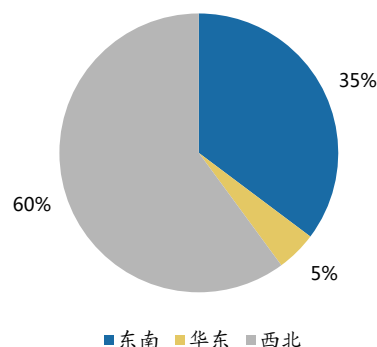
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 大名城土地储备类型分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

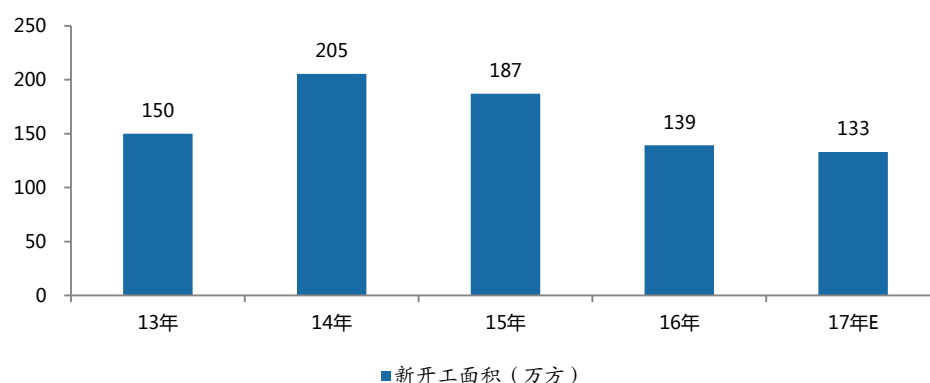
图16: 大名城土地储备区域分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

新开工方面, 公司16年完成开工面积139万方, 同15年相比下降48万方, 近两年公司土地拓展面积有所下降, 导致公司新开工的面积回落。17年公司计划实现开工面积133万方, 规模进一步下降, 但是随着销售均价的提升, 同样可以为公司提供稳定的货值支撑。

图17: 大名城新开工面积 (万方)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

金融业务稳定拓展, 覆盖范围不断扩大

2016年是大名城实施产业与资本双轮驱动和转型发展的第一年, 在房地产行业转型和调整的大背景下, 加快金融创新步伐, 升级地产金融运作模式, 房地产与金融业务的结合已经成为房地产业发展趋势。经过一年的发展, 名城金控集团已拥有了

较完善的专业投研团队，并形成了特色鲜明的研究方向，对大健康、新能源、高端制造业等产业进行深入研究，

具体投资情况来看，公司以名城金控子公司康盛投资为投资平台，通过定增基金、证券投资基金、二级市场举牌，扩大了资本市场的影响力并取得了一定的投资收益，报告期内，康盛投资管理的资产规模达到30亿元。此外在金融投资业务中，收购中程租赁、发起设立黄河财险、发起设立西安财通资管公司、财务投资国融证券，全方位打造金融生态圈。

表 2：大名城金融及证券投资业务分部

分类	投资行为
证券投资	康盛投资通过定增基金形式，参与了林洋能源、鱼跃医疗、共进股份、海利得、永贵电器和丽珠集团 6 家上市公司的非公开发行，合计投资金额 5.69 亿元
	康盛投资持有博信股份（SH600083）16.72%的股份，为其第一大股东；持有安纳达（SZ002136）5%的股份，为其第二大股东；持有中广影视（834641）420 万股股份。
	康盛投资等合并持有 70%股权的控股子公司印派森在全国中小企业股份转让系统（即“新三板”）挂牌
私募基金	设立并通过基金业协会备案“长安康盛 1 号资产管理计划”和“康盛多策略精选证券投资基金”，初始规模分别为 3200 万元、1800 万元
金融投资	2016 年 4 月， 大名城 25 亿元收购中程租赁公司 100%股权
	2016 年 3 月，名城金控与甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司等单位共同发起设立黄河财产保险股份有限公司，注册资本 25 亿元，名城金控以自有资金出资 3.5 亿元，持股比例 14%
	2016 年 10 月，名城金控与西安投资控股有限公司、上海融锦投资集团有限公司等合资成立长安财通资产管理有限公司，其中名城金控出资 1500 万元，持股比例 30%。
	名城金控全资子公司元康投资出资 5 亿元，作为财务投资人参与国融证券 Pre-IPO。
产业投资	2016 年 10 月，名城金控设立上海名恒新能源科技有限公司，作为公司在新能源产业领域的投资运营平台。 在台州湾循环经济产业集聚区东部新区设立新能源子公司并投资建设本公司首个新能源产业园 ，通过受让集聚区土地使用权，建设打造超百亿新能源产业园项目

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

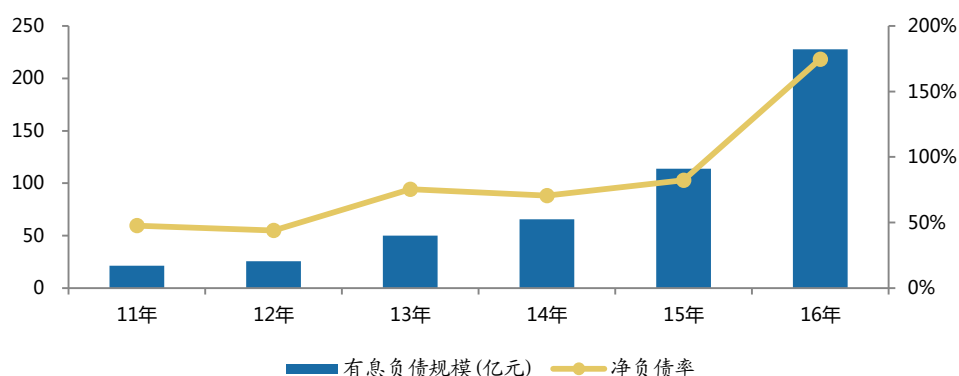
17年公司在金融战略将会继续坚持“产业+资本”的双轮驱动模式不变。借助金控平台产业并购优势，实现产业与资本相融合，把握产业导向，创新发展新能源实体产业，培育公司新的业务增长极。

净负债率及融资规模大幅提升

截止到16年末，公司在手平均融资余额为302亿元，同15年相比上升188亿元，平均融资成本为7.85%，按照当前的融资规模及成本来测算，产生利息金额23.69亿元，同比增长111%，资本化的利息费用为11.12亿元与15年相比基本持平。净负债率方面，16年末由82.3%上升至175%增幅显著，公司年内大体量投资金融资产，资金支出显著提升。而短期偿债压力方面，短期债务规模占货币现金的比例从110%上升至169%，现金流压力增加，17年房地产市场大幅回暖，对于公司而言良好的销售

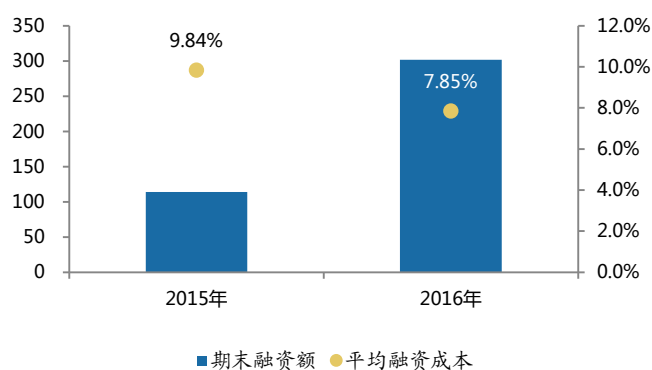
回款能够保证公司现金流的安全。

图18: 大名城有息负债余额(亿元)及净负债率



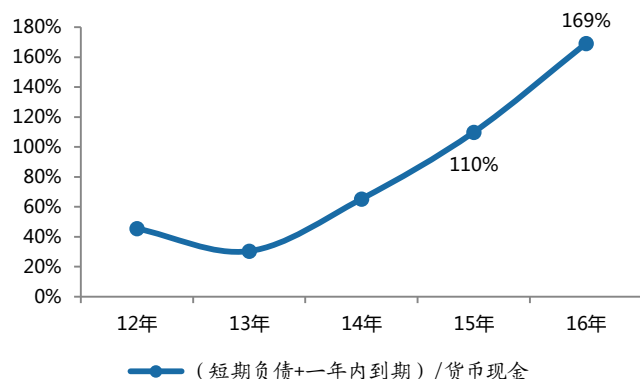
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 北辰实业融资规模及成本变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图20: (短期借款+一年内到期长债)/货币现金



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

大名城近16年以来地产销售体量跨上一个新的台阶, 对于未来几年公司的主营业务收入和业绩提供了较强的保障。公司福州的存量资源利润丰厚, 新拓展的西北项目也有不俗的毛利率表现, 为公司金融转型提供了充沛的可支配资本。短期杠杆水平明显提高, 关注公司现金流的稳定。预计17、18年的业绩为0.41和0.46元, 首次覆盖给予“谨慎增持”评级。

风险提示

公司销售表现受到重点城市调控政策影响较大, 整体负债率水平较高。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	34,926	45,328	55,515	70,536	88,282	
货币资金	3,298	3,022	3,583	4,299	4,602	
应收及预付	1,719	1,753	3,746	4,257	5,691	
存货	28,870	33,712	42,204	55,998	72,007	
其他流动资产	1,039	6,841	5,982	5,982	5,982	
非流动资产	1,550	8,828	9,106	9,413	9,735	
长期股权投资	2	525	618	729	860	
固定资产	442	515	541	573	608	
在建工程	0	0	108	212	312	
无形资产	18	1,665	1,665	1,665	1,665	
其他长期资产	1,089	6,124	6,174	6,234	6,291	
资产总计	36,476	54,156	64,621	79,949	98,017	
流动负债	18,850	24,894	33,096	43,647	55,009	
短期借款	1,820	2,640	6,075	9,986	14,233	
应付及预收	15,230	19,656	23,875	30,206	36,321	
其他流动负债	1,800	2,598	3,146	3,456	4,455	
非流动负债	7,789	17,946	19,027	22,416	27,641	
长期借款	5,689	10,060	11,092	14,422	19,584	
应付债券	2,080	7,612	7,612	7,612	7,612	
其他非流动负债	21	274	323	382	446	
负债合计	26,640	42,840	52,123	66,063	82,650	
股本	2,012	2,475	2,475	2,475	2,475	
资本公积	1,557	5,854	6,059	6,287	6,539	
留存收益	1,425	2,266	3,086	3,997	5,004	
归属母公司股东权	4,994	10,620	11,620	12,759	14,017	
少数股东权益	4,843	697	878	1,128	1,350	
负债和股东权益	36,476	54,156	64,621	79,949	98,017	

利润表			单位: 百万元		
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,168	8,765	10,146	11,569	13,308
营业成本	3,187	4,833	5,939	7,022	8,233
营业税金及附加	630	1,215	1,198	1,264	1,527
销售费用	226	314	389	399	429
管理费用	298	340	419	434	467
财务费用	302	686	684	706	794
资产减值损失	1	12	0	0	0
公允价值变动收益	233	16	0	0	0
投资净收益	105	-8	52	62	73
营业利润	860	1,372	1,569	1,806	1,930
营业外收入	1	29	0	0	0
营业外支出	46	20	0	0	0
利润总额	816	1,381	1,569	1,806	1,930
所得税	175	290	363	418	449
净利润	641	1,091	1,206	1,388	1,481
少数股东损益	183	250	181	250	222
归属母公司净利润	457	840	1,025	1,138	1,259
EBITDA	859	2,108	2,260	2,513	2,718
EPS（元）	0.18	0.34	0.41	0.46	0.51

现金流量表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-6,721	-6,529	-2,979	-5,030	-7,740
净利润	641	1,091	1,206	1,388	1,481
折旧摊销	33	45	59	63	67
营运资金变动	-4,607	-450	-6,267	-7,973	-11,327
其它	-2,787	-7,215	2,022	1,492	2,040
投资活动现金流	-337	-4,796	-293	-261	-274
资本支出	-46	-280	-246	-205	-208
投资变动	-4,216	-15,655	-47	-56	-67
其他	3,925	11,139	0	0	0
筹资活动现金流	8,817	9,996	3,833	6,008	8,317
银行借款	10,932	21,184	10,125	16,643	23,722
债券融资	-6,116	-14,997	-5,110	-9,093	-13,313
股权融资	4,055	4,761	0	0	0
其他	-53	-952	-1,183	-1,542	-2,091
现金净增加额	1,759	-1,329	560	717	303
期初现金余额	1,510	3,269	1,939	2,500	3,216
期末现金余额	3,269	1,939	2,500	3,216	3,519

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-3.9%	69.6%	15.8%	14.0%	15.0%
营业利润增长	5.7%	59.5%	14.3%	15.1%	6.9%
归属母公司净利润增长	32.4%	83.8%	22.0%	11.0%	10.6%
获利能力(%)					
毛利率	38.3%	44.9%	41.5%	39.3%	38.1%
净利率	12.4%	12.4%	11.9%	12.0%	11.1%
ROE	9.2%	7.9%	8.8%	8.9%	9.0%
ROIC	3.6%	5.3%	4.7%	4.2%	3.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0%	79.1%	80.7%	82.6%	84.3%
净负债比率	82.3%	174.6%	193.7%	223.6%	267.8%
流动比率	1.85	1.82	1.68	1.62	1.60
速动比率	0.27	0.42	0.32	0.26	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.19	0.17	0.16	0.15
应收账款周转率	39.10	125.38	70.39	25.87	16.85
存货周转率	0.14	0.15	0.16	0.14	0.13
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.34	0.41	0.46	0.51
每股经营现金流	-3.34	-2.64	-1.20	-2.03	-3.13
每股净资产	2.48	4.29	4.69	5.15	5.66
估值比率					
P/E	42.2	23.0	18.8	17.0	15.3
P/B	3.1	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	21.7	13.0	17.8	20.9	23.2

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 九年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 五年房地产研究经验, 2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 四年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5% - 15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。