

PPP 资产证券化成功落地，产业新城开启内生增长

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017H1 实现营业收入 222.6 亿元(+26.4%), 实现归属于上市公司股东净利润 53.7 亿元(+35.7%)。
- **产业发展服务持续高增长, 地产销售受限购影响。** 结算端, 2017H1 产业发展服务实现营收 138.8 亿元(+81.2%), 在所有分项业务中增速最高, 占总营收比例达到 62.4%, 印证了随着公司园区数量和规模的增加, 产业发展服务的重要性在逐步凸显。2017H1 园区配套住宅和城市地产开发分别实现营收 52.4 亿元(+8.3%)和 15.7 亿元(-37.5%), 下半年才是这两块业务结算的高峰, 预计全年仍能保持 30%+的结算增速。销售端, 2017H1 产业新城业务实现销售额 646.0 亿元(+33.6%), 其中园区结算收入 153.8 亿元(+54.9%), 园区配套住宅签约销售额 492.2 亿元(+28.1%)。2017H1 城市地产实现签约销售额 38.2 亿元(-60.0%), 主要受限购政策影响较大。
- **围绕重点城市群布局, 卡位布局先发优势明显。** 公司持续深耕京津冀, 积极开拓长三角城市群、珠三角城市群、长江中游城市群、成渝城市群、中原城市群等国家重点城市群和一带一路等热点区域。在京津冀以外的区域, 公司异地扩张态势明显, 嘉善和环南京将打造成为两个百亿营业额园区, 包括地产项目和园区落地招商。珠三角区域的开发也会加快, 江门将依托国家“珠西战略”和“深圳产业外溢”大趋势, 布局智能终端、智能制造装备、新能源汽车及零部件等产业。
- **产业新城模式受国家认可, PPP 资产证券化创新融资方式。** 公司作为 PPP 模式先行者, 固安工业园区新型城镇化项目和汉河新区新型城镇化 PPP 建设项目先后入选国家发改委 PPP 项目典型案例名单。固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划于 17 年 3 月成功发行, 这是目前国内首批获准发行的 PPP 项目资产支持专项计划, 同时也是国家发改委首批推荐项目中唯一园区 PPP 项目的资产证券化产品。PPP 资产证券化的正式落地, 使公司的产业新城模式获得一种新的低成本融资方式, 为公司开发和运营产业新城提供有力的资金支持, 有助于公司产业新城规模的进一步扩大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.91 元、3.90 元和 4.94 元, 归母净利润未来三年将保持 32%的复合增长率, 目前股价对应的动态 PE 分别为 11 倍、8 倍和 7 倍。按 2018 年 10 倍 PE, 目标价 39.00 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产调控风险; 项目进度或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	53820.59	70504.76	91891.46	114352.90
增长率	40.40%	31.00%	30.33%	24.44%
归属母公司净利润(百万元)	6491.58	8584.43	11525.82	14599.81
增长率	35.22%	32.24%	34.26%	26.67%
每股收益 EPS(元)	2.20	2.91	3.90	4.94
净资产收益率 ROE	16.22%	18.69%	20.71%	21.53%
PE	15	11	8	7
PB	2.50	2.18	1.80	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

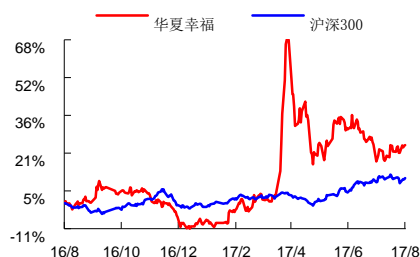
西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 黄仕川
执业证号: S1250512040001
电话: 023-63725713
邮箱: hsc@swsc.com.cn

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wangl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	29.55
流通 A 股(亿股)	29.55
52 周内股价区间(元)	23.66-44.39
总市值(亿元)	952.08
总资产(亿元)	3,245.40
每股净资产(元)	12.53

相关研究

关键假设：

假设 1：园区住宅配套结算收入为上年配套住宅签约销售额的 49%，预计 2017-2019 年毛利率维持基本不变；

假设 2：产业园区新增签约投资额持续保持高增长，预计 2017-2019 年新增签约投资额增速分别为 60%、55%和 50%；

假设 3：城市地产开发结算收入为上年城市地产签约销售额的 42%，预计 2017-2019 年毛利率维持基本不变；

假设 4：其他业务占总收入比重相对较小，假设 2017-2019 年保持 5%-15%的低增速。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
园区住宅配套	收入	26688.0	35495.0	47208.4	59954.7
	增速	31.4%	33.0%	33.0%	27.0%
	毛利率	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
产业发展服务	收入	10972.0	14867.1	19624.5	24530.6
	增速	73.0%	35.5%	32.0%	25.0%
	毛利率	95.8%	95.8%	95.8%	95.8%
城市地产开发	收入	8686.7	11727.0	15831.5	19789.4
	增速	13.4%	35.0%	35.0%	25.0%
	毛利率	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
土地整理	收入	5165.0	5939.8	6533.7	7187.1
	增速	71.6%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
基础设施建设	收入	746.8	821.5	903.6	994.0
	增速	1875.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
综合服务	收入	406.5	426.8	469.5	493.0
	增速	5.9%	5.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	55.8%	55.8%	55.8%	55.8%
物业管理服务	收入	283.9	312.3	359.1	395.0
	增速	144.8%	10.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
酒店、俱乐部及其他	收入	507.4	532.8	559.4	587.4
	增速	118.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-31.4%	-31.4%	-31.4%	-31.4%
其他业务	收入	364.3	382.5	401.6	421.7
	增速	49.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
合计	收入	53820.6	70504.8	91891.5	114352.9
	增速	40.4%	31.0%	30.3%	24.4%
	毛利率	33.0%	33.6%	33.9%	34.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	53820.59	70504.76	91891.46	114352.90	净利润	6168.12	8156.69	10951.51	13872.34
营业成本	36045.15	46795.39	60749.98	75438.17	折旧与摊销	791.24	952.62	1018.62	1103.62
营业税金及附加	3134.77	4106.54	5352.20	6660.46	财务费用	563.02	770.06	785.84	790.71
销售费用	1875.22	2456.53	3201.69	3984.29	资产减值损失	176.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	3622.76	4723.82	6156.73	7661.64	经营营运资本变动	-12536.61	-3670.43	-3726.12	-6179.03
财务费用	563.02	770.06	785.84	790.71	其他	12600.93	-4.76	2.99	1.36
资产减值损失	176.36	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7763.06	6204.19	9032.85	9588.99
投资收益	414.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5817.23	-600.00	-800.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-19245.09	-1559.49	-3114.47	-3008.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-25062.32	-2159.49	-3914.47	-4008.07
营业利润	8818.27	11652.42	15645.01	19817.62	短期借款	-6708.40	200.00	0.00	0.00
其他非经营损益	157.24	0.00	0.00	0.00	长期借款	-303.21	1000.00	0.00	0.00
利润总额	8975.52	11652.42	15645.01	19817.62	股权融资	5732.30	0.00	0.00	0.00
所得税	2807.40	3495.72	4693.50	5945.29	支付股利	-1595.67	-1298.32	-1716.89	-2305.16
净利润	6168.12	8156.69	10951.51	13872.34	其他	28268.73	-2235.63	-785.84	-790.71
少数股东损益	-323.46	-427.74	-574.31	-727.48	筹资活动现金流净额	25393.75	-2333.94	-2502.73	-3095.87
归属母公司股东净利润	6491.58	8584.43	11525.82	14599.81	现金流量净额	8128.67	1710.75	2615.66	2485.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	45503.09	47213.84	49829.50	52314.55	成长能力				
应收和预付款项	19988.91	21964.01	28091.29	35587.01	销售收入增长率	40.40%	31.00%	30.33%	24.44%
存货	147344.75	185264.50	236876.68	291141.76	营业利润增长率	27.74%	32.14%	34.26%	26.67%
其他流动资产	10724.43	9943.51	13061.41	15819.49	净利润增长率	23.68%	32.24%	34.26%	26.67%
长期股权投资	1182.15	1182.15	1182.15	1182.15	EBITDA 增长率	40.91%	31.48%	30.46%	24.43%
投资性房地产	1373.27	1184.65	1247.52	1226.56	获利能力				
固定资产和在建工程	6008.62	6055.07	6092.52	6120.97	毛利率	33.03%	33.63%	33.89%	34.03%
无形资产和开发支出	6465.13	6206.54	6090.95	6099.35	三费率	11.26%	11.28%	11.04%	10.88%
其他非流动资产	11312.99	13920.62	16831.73	19720.29	净利率	11.46%	11.57%	11.92%	12.13%
资产总计	249903.33	292934.88	359303.74	429212.11	ROE	16.22%	18.69%	20.71%	21.53%
短期借款	300.00	500.00	500.00	500.00	ROA	2.47%	2.78%	3.05%	3.23%
应付和预收款项	128838.21	161298.35	213268.07	266173.27	ROIC	15.90%	17.03%	20.70%	23.42%
长期借款	20291.38	21291.38	21291.38	21291.38	EBITDA/销售收入	18.90%	18.97%	18.99%	18.99%
其他负债	62442.04	66199.69	71364.19	76800.21	营运能力				
负债合计	211871.62	249289.42	306423.65	364764.85	总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.29
股本	2954.95	2954.95	2954.95	2954.95	固定资产周转率	21.32	26.18	33.59	41.31
资本公积	5882.26	5882.26	5882.26	5882.26	应收账款周转率	6.45	7.02	7.54	7.39
留存收益	15279.09	22565.21	32374.14	44668.79	存货周转率	0.29	0.28	0.29	0.29
归属母公司股东权益	25360.91	31402.42	41211.35	53506.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	167.47%	—	—	—
少数股东权益	12670.79	12243.05	11668.74	10941.27	资本结构				
股东权益合计	38031.71	43645.47	52880.09	64447.26	资产负债率	84.78%	85.10%	85.28%	84.98%
负债和股东权益合计	249903.33	292934.88	359303.74	429212.11	带息债务/总负债	24.51%	21.31%	17.34%	14.57%
					流动比率	1.40	1.35	1.29	1.27
					速动比率	0.48	0.40	0.36	0.33
					股利支付率	24.58%	15.12%	14.90%	15.79%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	10172.53	13375.10	17449.48	21711.95	每股收益	2.20	2.91	3.90	4.94
PE	14.67	11.09	8.26	6.52	每股净资产	12.87	14.77	17.90	21.81
PB	2.50	2.18	1.80	1.48	每股经营现金	2.63	2.10	3.06	3.25
PS	1.77	1.35	1.04	0.83	每股股利	0.54	0.44	0.58	0.78
EV/EBITDA	10.31	7.62	5.51	4.17					
股息率	1.68%	1.36%	1.80%	2.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn