

开发结算大幅增长，自持租赁持续向好，双轮驱动业绩提升

公司简报

◆2017年中报业绩符合预期，营收同比增62%，归母净利润同比增39.9%

公司发布2017年中报，营收99.91亿元，同比增长62%；归母净利润10.61亿元，同比增长39.91%；对应EPS为0.36元。同时公司预告2017年前三季度归母净利润11.66-14.47亿元，同比增长45%-80%。

◆开发业务结算营收大幅增长，积极布局聚焦中心城市及卫星城

2017H1房地产开发业务结算营收89.2亿元，同比增长70%；实现销售金额82.71亿元，其中商业地产23.65亿元，住宅地产59.06亿元。公司聚焦五大城市群中心城市及三大都市圈环中心城市卫星城/区域，2017H1在北京、廊坊、重庆、成都等地获取项目，权益投资额44.7亿元；同时与遵化市政府、石家庄新华区政府签订合作意向书，为后续在环北京区域获取项目资源奠定基础。

◆持续增持物业，租金水平提升，自持业务盈利能力持续增强

2017H1自持业务营收9.6亿元，同比增长14%；息税前利润5.8亿元，同比增长16%。公司通过增加写字楼出租面积、加强资产管理提高租金水平等措施持续提高自持业务盈利能力。自持物业位于北京市西城区、上海市虹口区、天津市和平区等重点城市的核心区域，地理位置优越，出租率较高，现金流稳定。

◆维持12个月目标价12.84元，维持增持评级

我们认为公司经营将持续受益于北京“四个中心”规划，西城区作为核心区，是政治中心、文化中心和国际交往核心承载区；对公司存量物业租赁业务构成坚实支撑和长期利好。

我们维持盈利预测2017/2018/2019年营收分别为241/291/340亿元；归母净利润分别为32/38/44亿元；EPS分别为1.06/1.26/1.48元。给予2017年12倍PE，维持12个月目标价12.84元，维持增持评级。

◆风险提示

项目建设进度不及预期导致结算推迟；房地产调控时间过长导致销售不及预期；自持物业招商及租赁情况不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,565	19,853	24,073	29,063	33,955
营业收入增长率	-29.37%	27.55%	21.26%	20.73%	16.83%
净利润(百万元)	2,253	2,804	3,163	3,769	4,430
净利润增长率	-23.03%	24.46%	12.80%	19.14%	17.55%
EPS(元)	0.75	0.94	1.06	1.26	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.84%	10.11%	10.65%	11.70%	12.62%
P/E	16	13	11	10	8
P/B	1	1	1	1	1

增持(维持)

当前价/目标价: 12.07/12.84元

目标期限: 12个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号: S0930510120013)

021-22169050

chenhaowu@ebsec.com

联系人

何缅甸

021-22169170

hemiannan@ebsec.com

范晓佳

021-22169156

xifan@ebsec.com

市场数据

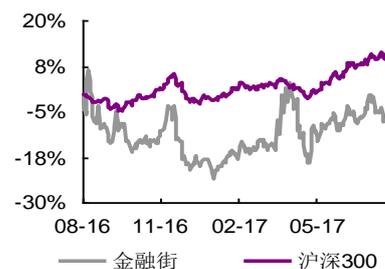
总股本(亿股): 29.89

总市值(亿元): 360.76

一年最低/最高(元): 9.69/14.14

近3月换手率: 43.40%

股价表现(一年)



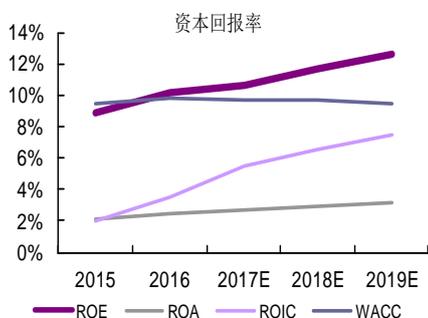
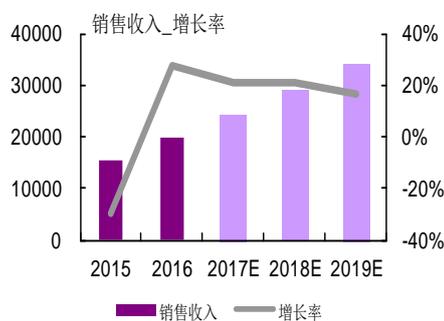
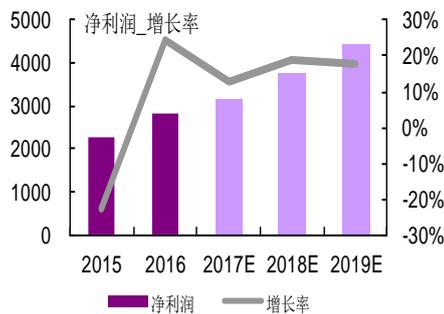
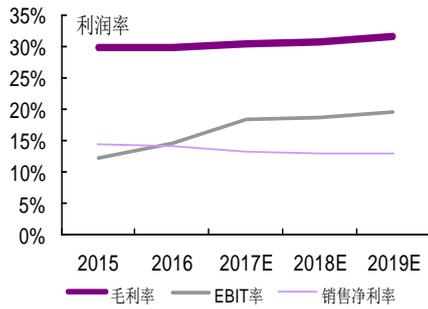
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.24	0.66	-19.98
绝对	-2.42	10.57	-8.80

相关研报

持续增持自有物业，长期受益于中央核心区规划

..... 2017-07-13



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,565	19,853	24,073	29,063	33,955
营业成本	10,887	13,890	16,724	20,083	23,193
折旧和摊销	130	132	325	329	333
营业税费	1,479	1,472	1,733	2,093	2,445
销售费用	551	873	481	581	679
管理费用	616	613	602	727	849
财务费用	908	879	1,134	1,333	1,538
公允价值变动损益	2,121	2,161	1,250	1,250	1,200
投资收益	75	22	20	15	10
营业利润	3,189	4,196	4,566	5,438	6,390
利润总额	3,208	4,215	4,566	5,438	6,390
少数股东损益	12	11	33	38	43
归属母公司净利润	2,253.19	2,804.37	3,163.33	3,768.66	4,430.01

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	105,679	112,836	120,599	130,273	142,572
流动资产	82,729	82,349	88,512	96,346	106,808
货币资金	8,543	13,339	15,453	17,438	20,373
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	828	960	1,165	1,406	1,643
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1,483	1,377	1,661	2,005	2,343
存货	64,915	56,452	56,763	58,121	61,321
可供出售投资	141	147	167	167	167
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	90	88	88	88	88
固定资产	2,886	2,630	2,399	2,163	1,923
无形资产	791	615	603	573	544
总负债	76,675	81,704	87,466	94,612	103,961
无息负债	21,093	31,166	35,613	41,961	48,293
有息负债	55,583	50,537	51,854	52,651	55,668
股东权益	29,004	31,132	33,132	35,660	38,611
股本	2,989	2,989	2,989	2,989	2,989
公积金	7,982	7,984	8,301	8,379	8,379
未分配利润	14,472	16,080	17,731	20,142	23,050
少数股东权益	3,516	3,389	3,422	3,460	3,503

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-12,842	17,086	3,719	4,604	3,839
净利润	2,253	2,804	3,163	3,769	4,430
折旧摊销	130	132	325	329	333
净营运资金增加	11,814	-11,708	2,155	2,694	4,330
其他	-27,039	25,857	-1,924	-2,188	-5,253
投资活动产生现金流	-763	-2,194	-593	-805	-860
净资本支出	-156	-68	-90	-70	-70
长期投资变化	90	88	0	0	0
其他资产变化	-698	-2,214	-503	-735	-790
融资活动现金流	12,605	-8,616	-1,013	-1,814	-44
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	17,224	-5,045	1,316	797	3,016
无息负债变化	-1,334	10,074	4,446	6,349	6,332
净现金流	-999	6,276	2,113	1,985	2,935

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-29.37%	27.55%	21.26%	20.73%	16.83%
净利润增长率	-23.03%	24.46%	12.80%	19.14%	17.55%
EBITDA/EBITDA 增长率	-47.05%	48.87%	57.22%	22.71%	20.82%
EBIT/EBIT 增长率	-48.74%	52.10%	53.16%	24.29%	22.00%
估值指标					
PE	16	13	11	10	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	40	22	14	11	10
EV/EBIT	43	23	15	12	10
EV/NOPLAT	61	34	21	17	14
EV/Sales	5	3	3	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	30.05%	30.03%	30.53%	30.90%	31.70%
EBITDA 率	13.05%	15.24%	19.75%	20.08%	20.76%
EBIT 率	12.22%	14.57%	18.40%	18.95%	19.78%
税前净利润率	20.61%	21.23%	18.97%	18.71%	18.82%
税后净利润率 (归属母公司)	14.48%	14.13%	13.14%	12.97%	13.05%
ROA	2.14%	2.50%	2.65%	2.92%	3.14%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.84%	10.11%	10.65%	11.70%	12.62%
经营性 ROIC	1.99%	3.54%	5.48%	6.54%	7.48%
偿债能力					
流动比率	3.10	2.61	2.44	2.25	2.05
速动比率	0.67	0.82	0.88	0.89	0.87
归属母公司权益/有息债务	0.46	0.55	0.57	0.61	0.63
有形资产/有息债务	1.87	2.19	2.29	2.43	2.52
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.75	0.94	1.06	1.26	1.48
每股红利	0.40	0.40	0.43	0.51	0.60
每股经营现金流	-4.30	5.72	1.24	1.54	1.28
每股自由现金流(FCFF)	-3.47	4.62	0.43	0.50	0.24
每股净资产	8.53	9.28	9.94	10.77	11.75
每股销售收入	5.21	6.64	8.05	9.72	11.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingke@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com	
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	