

销售首破千亿，土储扩张积极，扬帆起航正当时

——2017 年度业绩快报点评



事件

- 公司公布 2017 年业绩快报，全年实现营业收入 755 亿元，同比增长 19%；归母净利润 122 亿元，同比增长 27%；加权平均净资产收益率 20.3%，较 16 年上升 1.3 个百分点。

核心观点

- **销售金额首破千亿，高毛利项目集中结算助力全年业绩超预期。**公司 2017 年实现归母净利润 122 亿元，同比增长 27%，远超 103 亿元的承诺业绩，略超市场预期。业绩高增的主要原因是由于深圳双玺等高毛利项目在四季度进行集中结算，带来了业绩的集中释放。公司 2017 年销售金额 1128 亿元，同比增长 53%，首次突破千亿。公司销售规模的增速快于结算收入的增速，未来可结算的资源将持续增加，进而保证公司 2018-19 年的业绩增速。
- **全年持续加仓拿地，积极拓展多元揽储渠道。**公司继 2016 年开始加仓拿地后，2017 年也维持较大的拿地力度，全年共计新增土地储备 839 万方（其中权益建面 533 万方），拿地强度达到 78%。根据我们的测算，公司目前权益土地储备接近 2400 万方。此外，公司 17 年与昆钢、宝钢、武钢等国企进行合作，利用自身央企平台优势探索多元化的揽储渠道。
- **前海项目土地整备接近完成，18 年起将逐步开始销售。**公司前海地块项目正在加速推进，其中一期约 26 万方将于今年开始销售，后续部分也将在未来几年中陆续入市。前海项目整体毛利水平较高，将为公司未来几年的业绩增长提供有力的支撑。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，上调目标价至 31.20 元（原目标价 26.82 元）。**公司 2017-2019 年每股收益分别上调至 1.56/1.95/2.43 元（原为 1.49/1.73/2.07 元）。可比公司 2018 年 PE 为 12X，公司在粤港澳大湾区资源储备丰富，是粤港澳大湾区城市圈规划推进的直接受益者，给予公司相较可比公司 30% 的溢价，对应 2018 年 16X 的 PE，对应目标价 31.20 元。

风险提示

- 房地产销售不达预期。前海蛇口片区业务发展不达预期。

公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	45,486	63,573	75,554	90,780	111,616
同比增长	30.8%	39.8%	18.8%	20.2%	23.0%
营业利润（百万元）	9,650	16,338	20,749	25,999	32,500
同比增长	9.9%	69.3%	27.0%	25.3%	25.0%
归属母公司净利润（百万元）	3,205	9,581	12,294	15,389	19,223
同比增长	15.0%	199.0%	28.3%	25.2%	24.9%
每股收益（元）	0.41	1.21	1.56	1.95	2.43
毛利率	39.6%	34.5%	43.8%	45.6%	48.2%
净利率	7.0%	15.1%	16.3%	17.0%	17.2%
净资产收益率	20.8%	26.2%	19.6%	20.6%	21.9%
市盈率（倍）	53.6	17.9	14.0	11.2	8.9
市净率（倍）	10.2	3.0	2.5	2.1	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

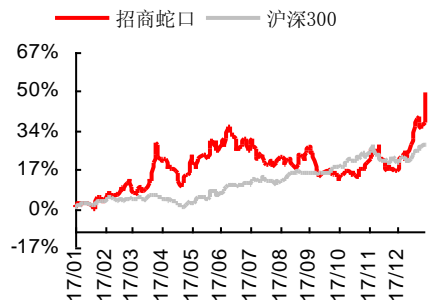
投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 01 月 16 日）	23.93 元
目标价格	31.20 元
52 周最高价/最低价	23.93/15.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	790,409/189,965
A 股市值（百万元）	189,145
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2018 年 01 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	8.0	29.6	30.6	50.0
相对表现 (%)	6.3	22.6	21.8	21.7
沪深 300 (%)	1.7	7.0	8.8	28.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

竺劲

021-63325888*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060003

联系人

房诚琦

021-63325888*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

相关报告

中期结算少致营收下滑，不改全年千亿规模目标	2017-08-22
销售持续高速增长，拿地积极扩规模	2017-08-10
前海规划进入公示，公司土储价值升值	2017-07-13
销售增速进一步提升，上调公司目标价	2017-07-11
与昆钢签订协议，合作扩张模式再下一城	2017-04-26
产城融合，规模致胜	2017-03-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2018/1/16	每股收益 (元)				市盈率			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
华夏幸福	600340	43.90	2.22	2.92	3.79	4.90	20	15	12	9
保利地产	600048	17.68	1.10	1.24	1.61	1.98	16	14	11	9
首开股份	600376	10.72	0.58	0.83	0.97	1.13	18	13	11	10
苏州高新	600736	6.62	0.26	0.38	0.50	0.65	26	17	13	10
绿地控股	600606	10.13	0.59	0.70	0.91	1.08	17	15	11	9
陆家嘴	600663	20.84	0.79	0.94	1.14	1.46	26	22	18	14
		最大值					26	22	18	14
		最小值					16	13	11	9
		平均数					21	16	13	10
		调整后平均					20	15	12	10

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,133	45,603	98,278	102,375	63,621	营业收入	45,486	63,573	75,554	90,780	111,616
应收账款	92	227	270	324	399	营业成本	27,492	41,617	42,479	49,415	57,869
预付账款	3,648	12,468	14,818	17,804	21,890	营业税金及附加	5,709	6,171	9,139	11,921	14,695
存货	100,676	114,187	127,438	148,244	173,608	营业费用	1,043	1,160	1,768	2,333	2,897
其他	13,633	38,467	36,153	42,245	50,580	管理费用	932	1,066	1,690	1,591	1,975
流动资产合计	144,181	210,952	276,957	310,993	310,099	财务费用	921	1,418	1,833	1,298	3,203
长期股权投资	2,092	2,952	2,849	2,849	2,849	资产减值损失	572	(51)	27	84	103
固定资产	2,367	2,624	2,396	2,171	1,955	公允价值变动收益	0	(57)	0	0	0
在建工程	215	372	470	539	588	投资净收益	834	4,203	2,131	1,860	1,627
无形资产	525	494	475	456	437	其他	0	0	0	0	0
其他	18,883	33,337	13,320	13,192	13,063	营业利润	9,650	16,338	20,749	25,999	32,500
非流动资产合计	24,082	39,780	19,510	19,207	18,891	营业外收入	282	219	200	200	200
资产总计	168,264	250,732	296,467	330,199	328,990	营业外支出	237	78	100	100	100
短期借款	5,169	4,444	4,444	4,444	86,345	利润总额	9,695	16,480	20,849	26,099	32,600
应付账款	15,832	18,130	18,506	21,527	25,211	所得税	3,110	4,293	5,212	6,525	8,150
其他	66,814	98,214	128,508	143,404	41,871	净利润	6,586	12,187	15,637	19,574	24,450
流动负债合计	87,815	120,788	151,457	169,375	153,426	少数股东损益	3,381	2,605	3,343	4,185	5,227
长期借款	29,738	38,285	38,285	38,285	38,285	归属于母公司净利润	3,205	9,581	12,294	15,389	19,223
应付债券	3,018	8,133	8,062	7,991	2,897	每股收益(元)	0.41	1.21	1.56	1.95	2.43
其他	2,293	5,700	5,199	5,199	5,199						
非流动负债合计	35,049	52,118	51,547	51,476	46,382	主要财务比率					
负债合计	122,864	172,906	203,004	220,851	199,808		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	28,587	21,395	24,738	28,923	34,150	成长能力					
股本	2,236	7,904	7,904	7,904	7,904	营业收入	30.8%	39.8%	18.8%	20.2%	23.0%
资本公积	1,630	19,754	19,754	19,754	19,754	营业利润	9.9%	69.3%	27.0%	25.3%	25.0%
留存收益	12,786	27,796	40,090	51,791	66,397	归属于母公司净利润	15.0%	199.0%	28.3%	25.2%	24.9%
其他	161	977	977	977	977	获利能力					
股东权益合计	45,400	77,826	93,463	109,348	129,182	毛利率	39.6%	34.5%	43.8%	45.6%	48.2%
负债和股东权益	168,264	250,732	296,467	330,199	328,990	净利率	7.0%	15.1%	16.3%	17.0%	17.2%
						ROE	20.8%	26.2%	19.6%	20.6%	21.9%
						ROIC	8.6%	11.5%	11.8%	13.0%	12.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	73.0%	69.0%	68.5%	66.9%	60.7%
净利润	6,586	12,187	15,637	19,574	24,450	净负债率	39.9%	18.4%	0.0%	0.0%	53.3%
折旧摊销	1,320	419	593	604	616	流动比率	1.64	1.75	1.83	1.84	2.02
财务费用	921	1,418	1,833	1,298	3,203	速动比率	0.50	0.80	0.98	0.96	0.89
投资损失	(834)	(4,203)	(2,131)	(1,860)	(1,627)	营运能力					
营运资金变动	(10,347)	(17,188)	21,301	(12,106)	(135,814)	应收账款周转率	451.3	379.9	284.4	285.8	288.8
其它	(2,588)	(5,349)	6,730	84	103	存货周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	(4,941)	(12,715)	43,963	7,594	(109,070)	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(3,457)	(789)	(300)	(300)	(300)	每股指标(元)					
长期投资	(548)	(12,615)	12,794	0	0	每股收益	0.41	1.21	1.56	1.95	2.43
其他	3,592	18,886	2,208	1,860	1,627	每股经营现金流	-0.63	-1.61	5.56	0.96	-13.80
投资活动现金流	(414)	5,483	14,702	1,560	1,327	每股净资产	2.13	7.14	8.69	10.18	12.02
债权融资	6,864	20,236	(4,156)	(70)	(5,093)	估值比率					
股权融资	482	23,792	0	0	0	市盈率	53.6	17.9	14.0	11.2	8.9
其他	(3,358)	(32,273)	(1,833)	(4,986)	74,081	市净率	10.2	3.0	2.5	2.1	1.8
筹资活动现金流	3,989	11,756	(5,989)	(5,056)	68,988	EV/EBITDA	14.7	9.6	7.5	6.3	4.8
汇率变动影响	18	428	0	0	0	EV/EBIT	16.5	9.8	7.7	6.4	4.9
现金净增加额	(1,349)	4,952	52,676	4,097	(38,754)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

