



业绩增长提速 看好与大股东的协同

——信达地产（600657）年报点评

2015年03月22日

强烈推荐/维持

信达地产

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 010-66554021	

事件:

公司发布2014年年报。2014年年度归属于母公司所有者的净利润为7.68亿元，较上年同期增9.06%；营业收入为48.5亿元，较上年同期增8.28%；基本每股收益为0.5元，较上年同期增8.70%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入（百万元）	1102.33	408.39	2690.47	589.83	1316.28	321.28	2623.1
增长率（%）	5.84%	82.42%	11.97%	111.93%	19.41%	-21.33%	-2.50%
毛利率（%）	38.60%	32.67%	37.24%	32.44%	40.54%	47.38%	32.74%
期间费用率（%）	13.00%	33.13%	9.02%	31.94%	12.69%	55.96%	11.33%
营业利润率（%）	30.53%	-11.74%	21.81%	-7.11%	22.79%	1.78%	25.67%
净利润（百万元）	303.69	-35.60	535.38	-24.77	263.23	18.24	504.38
增长率（%）	60.29%	31.04%	08.54%	-63.53%	-13.32%	-151.23%	-05.79%
每股盈利（季度，元）	0.20	-0.02	0.33	-0.02	0.17	0.01	0.34
资产负债率（%）	65.90%	69.67%	68.82%	72.32%	75.14%	76.49%	78.18%
净资产收益率（%）	4.23%	-0.50%	7.03%	-0.33%	3.43%	0.24%	6.13%
总资产收益率（%）	1.44%	-0.15%	2.19%	-0.09%	0.85%	0.06%	1.34%

观点:

- 业绩稳步增长，扣非后净利润同比翻番。公司实现营业收入48.50亿元，比上年同期44.80亿元增长8.26%；其中，房地产项目结转营业收入42.17亿元，较上年同期40.43亿元增长4.30%；利润总额10.31亿元，较上年同期8.91亿元增长15.71%，实现净利润7.61亿元，较上年同期7.36亿元增长3.40%；归属母公司净利润7.68亿元，较上年同期7.04亿元增长9.09%。其中每股收益比我们的预测值多二分钱，略超预期。

表 1:销售分区情况

地区	营业收入	营业收入比上年增减 (%)
长三角地区	2,096,119,834.68	-16.29
中部地区	1,039,916,148.07	51.28
环渤海地区	634,432,854.11	803.43
其他地区	677,475,555.32	-32.70
合计	4,447,944,392.18	4.21

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

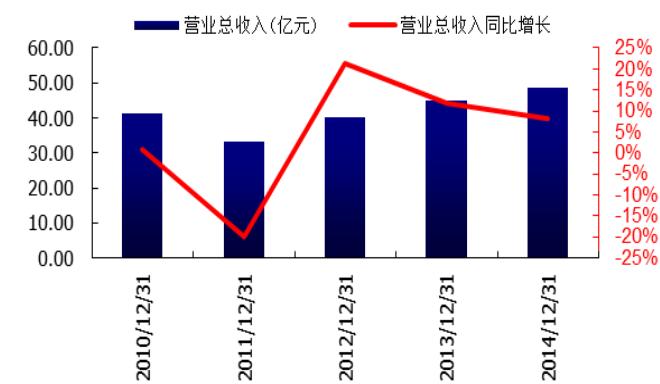
表 2:销售去化情况

产品类型	年内可售面积	实际销售面积	销售合同额	销售均价
住宅	161.66	61.44	57.60	9,375
商业	10.85	3.11	5.31	17,034
办公	19.50	2.36	3.13	13,263
合计	192.01	66.91	66.04	9,869

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

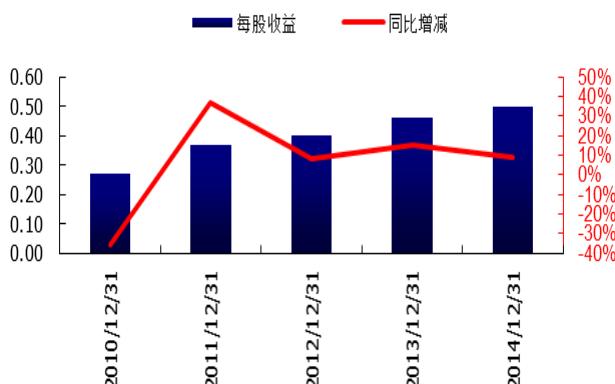
- **公司在建项目充足，销售增长有保障。**2014年新开工面积155万平方米，同比增长7.5%；竣工面积89.88万平方米，同比增长80.2%。截至2014年12月31日，公司在建面积336.49万平方米。2014年通过股权收购与土地市场挂牌等方式，新增土地储备规划建筑面积304.48万平方米。新增储备中，长三角、中部地区、珠三角分别占比20.23%、29.54%、41.35%，上海、宁波、安徽、重庆、沈阳、海南等所属公司实施了区域深耕战略；通过与中国信达广东省分公司协同，以承债式收购方式获取嘉粤集团项目，实现了珠三角区域的战略布局。截至2014年12月31日，公司储备项目规划建筑面积544.6万平方米，将有力保障公司的快速增长。
- **与大股东协同发展，业务拓展空间大。**公司将继续加强集团协同联动，不断创新公司业务模式和盈利模式。借助中国信达的不良资产经营、投资及资产管理和金融服务功能优势，由原来的全产业链的房地产开发商向房地产投资商与房地产专业服务商相结合转变，并从原来单纯获取项目开发利润向开发利润、咨询监管业务收入以及投资收益等多元化收入来源转变。公司与大股东在业务共享、客户资源与组织网络等共享的协同效应将进一步发挥效益。公司依托中国信达集团协同，具有一定的反周期运作能力和并购实力，业务拓展空间大。为此，2014年公司专门设立了投融资部，积极参与嘉粤集团破产重整，通过承债式收购嘉粤集团房地产项目，利用金融地产业务实现了规模扩张，实现了差异化发展模式的突破。

图 1: 营业收入情况



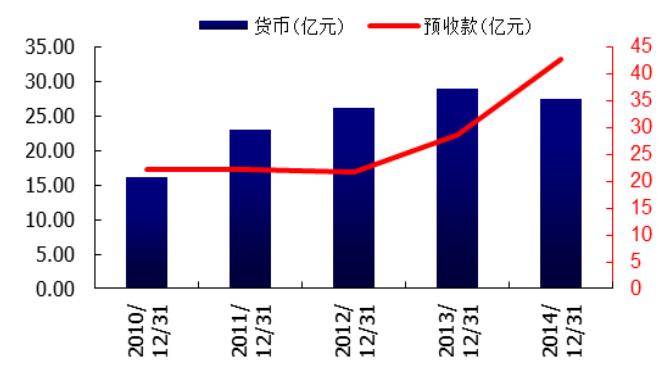
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2: 每股收益情况



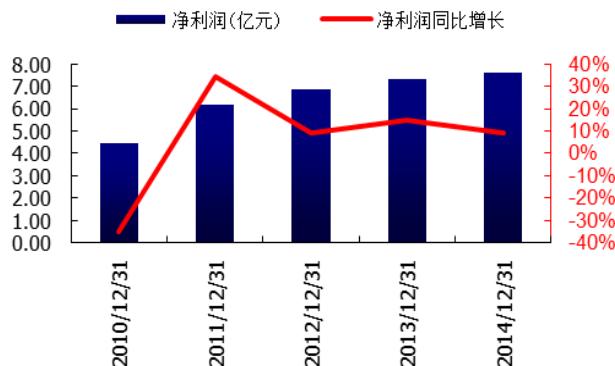
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3: 货币和预收款情况



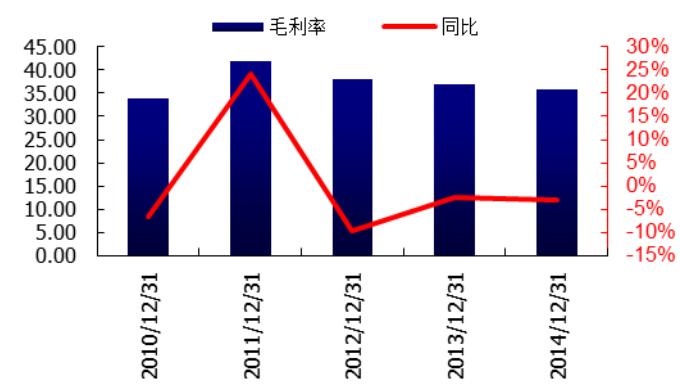
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 净利润情况



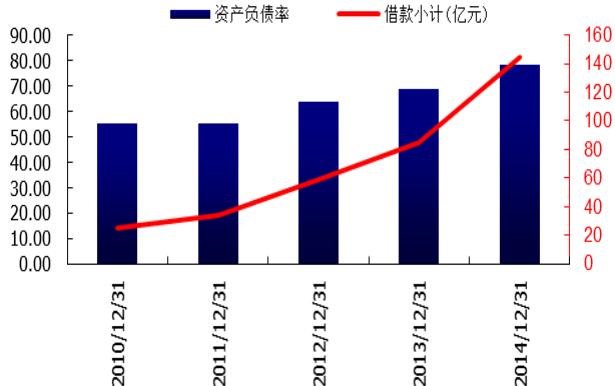
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



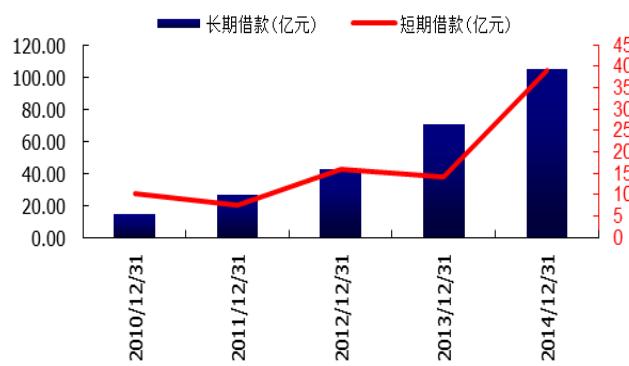
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



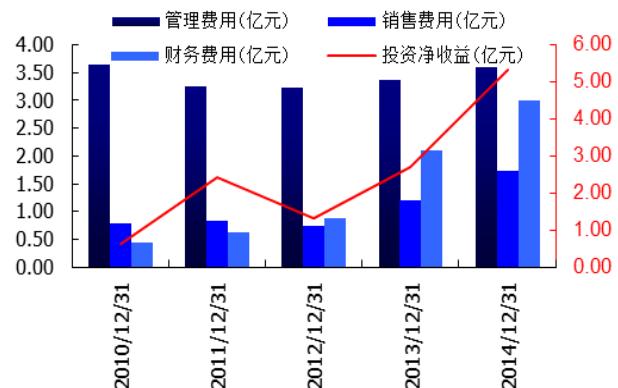
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

公司是A股唯一一家AMC旗下房地产开发公司，2014年公司营业收入和业绩快速增长。我们看好中国信达与公司在金融地产领域的合作潜力。2014年公司在销售快速增长的情况下，公司通过承债式收购嘉粤集团房地产项目，利用金融地产业务实现了规模扩张，新增土地储备规划建筑面积304.48万平方米。截至2014年12月31日，公司储备项目规划建筑面积544.6万平方米，将有力保障公司的快速增长。我们预计公司2015-2017年营业收入分别为68.90亿元、131.62亿元和186.38亿元，对应的EPS分别为0.67元、0.84元和1.02元，对应PE分别为12.58X、10.13X和8.26X，维持“强烈推荐”评级，三个月的目标价10.35元。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产合计	22366	35498	43587	83039	115453	营业收入					4480	4850	6890	13162	18638	
货币资金	2899	2745	4340	8292	11742	营业成本					2826	3115	4409	8555	11928	
应收账款	355	397	529	1010	1430	营业税金及附加					448	410	579	1106	1566	
其他应收款	1015	534	759	1450	2054	营业费用					120	173	207	395	559	
预付款项	340	318	318	318	318	管理费用					336	360	499	954	1351	
存货	17400	30168	36241	70319	98040	财务费用					210	299	474	986	1654	
其他流动资产	208	1317	1399	1650	1869	资产减值损失					10.67	89.37	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	2045	2216	2476	2604	2673	公允价值变动收益					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	672	693	693	693	693	投资净收益					269.38	532.55	550.00	550.00	550.00	
固定资产	93.57	87.08	352.16	480.26	549.36	营业利润					798	937	1272	1716	2130	
无形资产	5	3	3	2	2	营业外收入					95.48	96.52	90.00	90.00	90.00	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出					3.17	2.13	4.00	4.00	4.00	
资产总计	24410	37714	46063	85643	118125	利润总额					891	1031	1358	1802	2216	
流动负债合计	9442	16395	24866	64549	97200	所得税					155	270	339	451	554	
短期借款	1422	3912	15958	50792	77346	净利润					736	761	1018	1352	1662	
应付账款	937	3238	1208	2110	2614	少数股东损益					32	-7	-7	79	100	
预收款项	2872	4275	6342	10290	15882	归属母公司净利润					704	768	1025	1273	1562	
一年内到期的非	3000	3462	0	0	0	EBITDA					1052	1249	1794	2774	3865	
非流动负债合计	7358	13088	13072	13272	13472	BPS(元)					0.46	0.50	0.67	0.84	1.02	
长期借款	7081	10520	10720	10920	11120	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						
负债合计	16800	29483	37938	77822	110672	成长能力										
少数股东权益	460	440	434	513	613	营业收入增长					11.79%	8.28%	42.04%	91.04%	41.60%	
实收资本(或股)	1524	1524	1524	1524	1524	营业利润增长					-4.09%	17.38%	35.71%	34.96%	24.09%	
资本公积	1754	1628	1628	1628	1628	归属于母公司净利润					33.51%	24.19%	33.51%	24.19%	22.72%	
未分配利润	3872	4518	4211	3829	3360	获利能力										
归属母公司股东	7150	7791	7363	6981	6513	毛利率(%)					36.92%	35.79%	36.00%	35.00%	36.00%	
负债和所有者权	24410	37714	45735	85316	117798	净利率(%)					16.42%	15.69%	14.78%	10.27%	8.92%	
现金流量表						单位:百万元										
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		总资产净利润(%)					2.88%	2.04%	2.23%	1.49%	1.32%	
经营活动现金流	-3205	-5832	-5476	-28791	-20021	偿债能力					ROE(%)	9.84%	9.85%	13.92%	18.23%	23.98%
净利润	736	761	1018	1352	1662	资产负债率(%)					69%	78%	83%	91%	94%	
折旧摊销	43.77	13.03	0.00	72.21	81.21	流动比率					2.37	2.17	1.75	1.29	1.19	
财务费用	210	299	474	986	1654	速动比率					0.53	0.33	0.30	0.20	0.18	
应收账款减少	0	0	-131	-481	-420	营运能力										
预收帐款增加	0	0	2067	3949	5591	总资产周转率					0.20	0.16	0.17	0.20	0.18	
投资活动现金流	681	115	258	350	400	应收账款周转率					16	13	15	17	15	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率					4.14	2.32	3.10	7.93	7.89	
长期股权投资减	0	0	2	0	0	每股指标(元)										
投资收益	269	533	550	550	550	每股收益(最新摊薄)					0.46	0.50	0.67	0.84	1.02	
筹资活动现金流	2662	5194	6813	32393	23070	每股净现金流(最新)					0.09	-0.34	1.05	2.59	2.26	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊					4.69	5.11	4.83	4.58	4.27	
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率										
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E					18.39	16.92	12.58	10.13	8.26	
资本公积增加	-46	-125	0	0	0	P/B					1.80	1.66	1.75	1.85	1.98	
现金净增加额	138	-523	1595	3952	3450	EV/EBITDA					20.43	22.44	19.64	23.90	23.19	

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员(D)，基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师(第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013年度房地产行业研究金牛奖最佳分析师第五名。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。3年证券行业相关研究经验。2014年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。