

泛海控股 (000046)
强烈推荐
行业：房地产开发

Q1 营收高增长，金融、地产和投资全速发展

2016Q1 实现营收 50.8 亿元 (+193.55%)，归母净利润 1.8 亿元 (-37.65%)，最新摊薄 EPS0.04 元。

投资要点：

- ✧ **业绩高增，提速发展。** 受让民生信托 59.65% 股权从 25% 提高至 93.42%，对期初及上年同期数进行追溯调整后，16Q1 营收 50.8 亿元 (+193.55%)，归母净利润 1.8 亿元 (-37.65%)。房地产结算收入增加使得收入大幅增长，而公允价值损益和财务费用增加影响了净利的增长：1) 公司将战略投资业务作为主要经营业务之一，故非金融类公司投资于债券、股票及其他少数股权投资收益均界定为经常性损益，期内由于市场下行，投资项目的公允价值浮亏 -1.0 亿元 (上年度浮盈 0.5 亿元，同比 -290%)；2) 费用化借款利息增加，财务费用 5.1 亿元同比 +183%。
- ✧ **资金充沛，拟再度定增改善负债结构。** 截至 16Q1 货币资金 355 亿元同比大增 98%，超短债 270 亿元。资产负债率 84%、净负债率 194%，分别较 15 年底下降 3 个、64 个百分点。15 年定增已完成，以 9 元/股募资 57.5 亿元。2016 年公司拟定增 15.77 亿股融资 150 亿元，大股东认购 20% 锁定 3 年，其余对象锁定一年。拟 40 亿元增资亚太财险，110 亿元投向武汉芸海园、泛海国际中心等项目。充沛的资金为内生增长外延发展迅速完善金融版图提供有利条件。3 月又发行 22 亿元 5 年期利率 5.60% 和 13 亿元 5 年期利率 5.29% 的公司债。
- ✧ **房地产价值加速释放。** 在一二线核心城市的资源禀赋在财富集中度及城市竞争力提升下价值加速释放，开发项目货值不低于 2500 亿元，销售继续高增长，预计 16 年销售在 180-210 亿元 (+20%~+40%)。**金融业落地有声，证券、信托、保险等从参股到绝对控股，互联网金融搭建完成，金融全牌照版图快速完善，综合竞争力迅速提升。** 民生证券、民生信托业务结构进一步优化，亚太财险、亚太再保险和亚太互联网人寿等增资或设立稳步推进，16 年有望实现财险、再保险、互联网保险等业态协同发展。互联网金融方面，民金所已取得牌照，正筹备设立配套融资担保公司，已启动“民生金服”平台等三个应用平台以及云平台、大数据两个基础平台的建设工作，基金管理公司也正在筹建当中。
- ✧ **在集团全力支持下，金融全牌照集团基本构建完成，金融业起点高发展快，地产价值加速释放，投资正成为驱动业绩增长的新力量，三轮驱动长期高速发展。** 预计证券及信托业 16 年盈利增速 50%，房地产业继续保持快速开发销售反哺金融业发展，“以金融为主体、产业为基础、互联网为平台的产融一体化”的国际化企业集团基础进一步夯实。2016 年是公司“三年打基础，十年创大业”的第三年，金融业综合竞争力迅速提升，在良好机制下将迅速跻身行业前列。当前合理资产价值 20 元/股，预测 16-18 年 EPS0.54 /0.79/1.11 元，对应 PE18/13/9 倍，再次“强烈推荐”。
- ✧ **风险提示：** 房地产、金融业务发展不及预期，经济金融环境恶化等。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	12671	18259	25002	34225
收入同比(%)	66%	44%	37%	37%
归属母公司净利润	2020	2818	4107	5762
净利润同比(%)	30%	39%	46%	40%
毛利率(%)	61.4%	45.7%	46.2%	46.1%
ROE(%)	19.6%	14.9%	18.6%	21.8%
每股收益(元)	0.39	0.54	0.79	1.11
P/E	25.46	18.26	12.53	8.93
P/B	5.00	2.71	2.33	1.95
EV/EBITDA	18	19	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 14.3

当前股价： 9.90

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	5,196
流通股本(百万股)	4,550
总市值(亿元)	514
流通市值(亿元)	450
成交量(百万股)	2.65
成交额(百万元)	26.27

股价表现



相关报告

《泛海控股-完善金融版图落地有声，地产价值加速释放》2016-04-01

《泛海控股-收购增资控股民生信托 整合优势资源》2016-02-25

《泛海控股-定增完成，创大业基础再夯实》2016-01-29

表：泛海控股当前旗下主要金融类企业

	股权占比	注册资本 (亿元)	股权占比 (增资后)	注册资本 (亿元，增资后)
民生证券	73%	21.77	87.645%	45.81
民生期货（民生证券持有）	82%	1	95.87%	4.36
民生信托	25%	30	93.42%	70
亚太财险	51%	20	51%	100
亚太再保险（发起设立）	20%	100		
亚太互联网人寿（发起设立）	20%	10		
民生基金（申请中，暂定名泛海基金管理）	100%	≥1		
民金所（已取得营业执照）	100%	10		
民生融资担保（申请中，暂定名泛海融资担保）	100%	20		
泛海不动产投资管理（申请中，暂定名泛海资产管理）	100%	10		

数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

主要财务指标

图 1 : 营业总收入(15 年前财务数据未追溯调整)

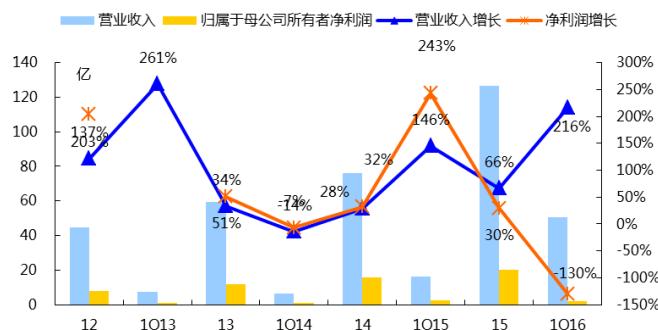


图 2 : EPS 和 ROE

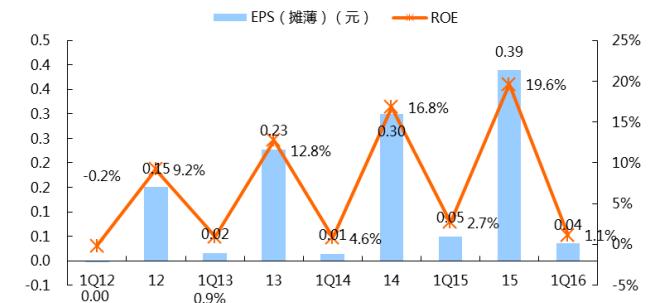


图 3 : 综合毛利率和归母净利率

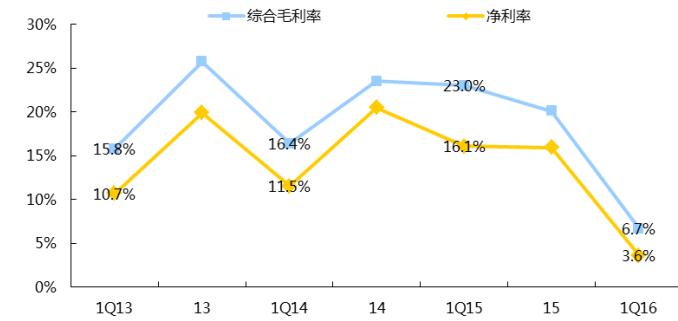


图 4 : 三费水平



图 5 : 货币资金和短期负债

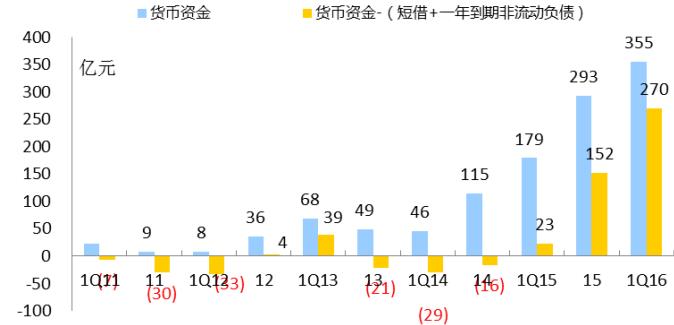
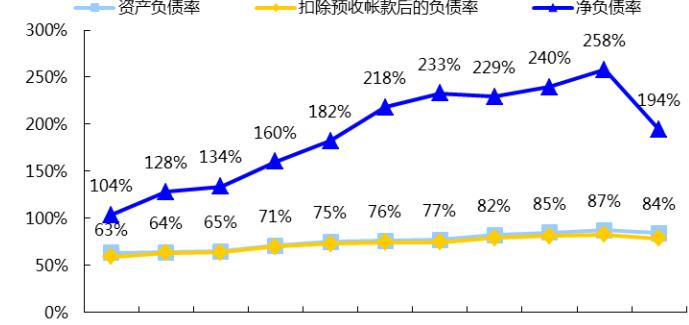


图 6 : 负债水平



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产				
现金	29267	13121	16456	13106
应收账款	1182	2716	5000	7170
其它应收款	302	302	302	302
预付账款	438	3287	2682	4916
存货	51644	54449	57494	60133
其他	17518	3046	8193	7857
非流动资产				
长期投资	1134	1134	1134	1134
固定资产	691	641	592	543
无形资产	66	50	34	19
其他	16116	16057	18072	19662
资产总计	118356	94802	109958	114842
流动负债				
短期借款	4303	0	0	0
应付账款	6173	6351	7001	8762
其他	37977	18569	34923	42396
非流动负债				
长期借款	54741	45857	40658	31658
其他	37259	45259	40259	31259
负债合计	103194	70777	82581	82815
少数股东权益	4874	5076	5307	5632
股本	4557	5196	5196	5196
资本公积	1212	6270	6270	6270
留存收益	4013	7337	10457	14782
归属母公司股东权益	10288	18950	22070	26395
负债和股东权益	118356	94802	109958	114842

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流				
净利润	-179	-5193	11243	8361
折旧摊销	2366	3019	4338	6086
财务费用	72	78	78	78
投资损失	1189	-20	126	-74
营运资金变动	-336	-94	-113	-135
其它	345	-9296	6997	2396
投资活动现金流				
资本支出	-6136	4442	-1596	-1347
长期投资	634	0	0	0
其他	-4984	818	1695	1469
筹资活动现金流				
短期借款	-10486	5260	100	122
长期借款	24016	-15395	-6312	-10363
普通股增加	0	639	0	0
资本公积增加	-558	5058	0	0
其他	11797	-24788	-1312	-1363
现金净增加额	17946	-16146	3335	-3350

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	12671	18259	25002	34225
营业成本	4894	9923	13454	18447
营业税金及附加	1566	3104	4000	5476
营业费用	396	548	750	1027
管理费用	1915	913	1000	1369
财务费用	1189	-20	126	-74
资产减值损失	-11	0	0	0
公允价值变动收益	286	147	0	0
投资净收益	336	94	113	135
营业利润	3168	4032	5784	8115
营业外收入	30	0	0	0
营业外支出	4	7	0	0
利润总额	3194	4026	5784	8115
所得税	828	1006	1446	2029
净利润	2366	3019	4338	6086
少数股东损益	346	201	231	325
归属母公司净利润	2020	2818	4107	5762
EBITDA	4429	4091	5988	8119
EPS (元)	0.44	0.54	0.79	1.11
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	66.4%	44.1%	36.9%	36.9%
营业利润	39.3%	27.3%	43.4%	40.3%
归属于母公司净利润	29.7%	39.5%	45.7%	40.3%
获利能力				
毛利率	61.4%	45.7%	46.2%	46.1%
净利率	15.9%	15.4%	16.4%	16.8%
ROE	19.6%	14.9%	18.6%	21.8%
ROIC	9.0%	6.7%	11.7%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	87.2%	74.7%	75.1%	72.1%
净负债比率	49.72	66.77	51.17	40.16
流动比率	2.07	3.09	2.15	1.83
速动比率	1.01	0.90	0.78	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.17	0.24	0.30
应收账款周转率	9	9	6	5
应付账款周转率	1.13	1.58	2.02	2.34
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.54	0.79	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	-1.00	2.16	1.61
每股净资产(最新摊薄)	1.98	3.65	4.25	5.08
估值比率				
P/E	25.46	18.26	12.53	8.93
P/B	5.00	2.71	2.33	1.95
EV/EBITDA	18	19	13	10

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2016-04-01	《泛海控股-完善金融版图落地有声，地产价值加速释放》
2016-02-25	《泛海控股-收购增资控股民生信托 整合优势资源》
2016-01-29	《泛海控股-定增完成，创大业基础再夯实》
2015-12-30	《泛海控股-加速价值释放，共享金融盛宴》
2015-12-14	《泛海控股-耗巨资增资金融子公司并设立寿险，加速分享理财盛宴》
2015-11-01	《泛海控股-三轮驱动，业绩靓丽》
2015-10-21	《泛海控股-定增过会提速长期发展战略具体实施》
2015-08-31	《泛海控股-业绩大增彰显转型之功》
2015-08-23	《泛海控股-进军印尼发电项目，产融结合再下一城》
2015-08-18	《泛海控股-金融大业加码再保险，融资柳暗花明》
2015-06-04	《泛海控股-长风破浪，筑金融大业》
2015-02-04	《泛海控股-战略成功转型，核心资产价值将持续提升》
2014-12-03	《泛海控股 000046-地产与金融齐飞，资产价值将更显性化》
2014-03-28	《泛海建设-收购民生证券战略重大转移，拉开打造跨行业资本运作平台序幕》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明，中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师，工商管理硕士，20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝，中投证券房地产行业分析师，毕业于中国人民大学，经济学硕士。

郭 泰，中投证券房地产行业实习生，毕业于伦敦城市大学卡斯商学院，理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434