



## 持续扩张，向千亿销售目标迈进

### 投资要点

- **1-2月销售向好。**2月份公司实现合同销售金额约52.31亿元，同比增长154.9%；销售面积约39.07万平方米，同比增长64.8%。1-2月累计合同销售金额约101.23亿元，同比增长59.7%，累计销售面积约72.64万平方米，同比增长8.0%。1-2月的销售均价为13936元，而去年的同期均价仅有8655元，除开区域位置的差异，拿地区域房价近一年明显上涨也是重要因素之一，体现出公司对拿地区域的准确判断能力。公司将17年全年销售目标定为850亿元以上。
- **17年扩张势头不减。**截至3月2日，公司今年共拿地15块，拿地金额105.45亿元，占同期销售金额的104%，17年扩张势头不减。拿地区域贯彻“1+3”的战略布局模式，主要集中在长三角，包括合肥、郑州、南京、天津、长沙、南昌和南宁等二线城市以及台州、启东、淮南和句容等三四线城市。截至2016年末，公司土地储备总建面超3000万平，足以支撑未来三年销售。
- **16年业绩和创新成果亮眼。**16年全年，公司归母净利润同比增长64.4%；签约销售额同比增长103.8%；签约销售面积同比增长66.2%；操盘部分现金回笼率超95%。截至16年末，公司已累计开业11个吾悦广场，全年实现租金及管理费收入4.41亿元，出租率达98.96%。公司积极探索“轻资产”模式，首次实现管理输出。公司债务融资加权平均成本为5.49%，比上年末降低了1.69个百分点。公司通过对青浦吾悦广场的出售发行了国内首单商业综合体REITs产品，打通了商业地产证券化和投资退出渠道。
- **股权激励绑定管理层利益。**16年11月，面向公司管理层的第一期限制性股票激励计划授予完成，授予价格：6.90元/股，授予数量：3850万股。其中业绩考核目标要求2016-2018年归母净利润分别达到25亿元、35亿元和50亿元。股权激励的实施有利于调动管理层的积极性和保持核心团队的稳定性，有利于公司长远发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2017-2019年基本每股收益分别为1.80元、2.41元和3.17元，对应当前股价的动态市盈率分别为9倍、7倍和5倍，2017-2019年归母净利润的复合增速有望达到33%。公司是低估值、高增长的典型代表，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。

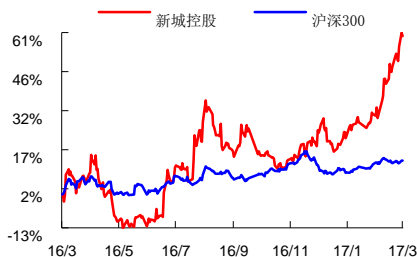
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27969.28	36657.81	48066.23	61725.51
增长率	18.67%	31.06%	31.12%	28.42%
归属母公司净利润(百万元)	3019.23	4075.51	5433.86	7169.60
增长率	64.42%	34.99%	33.33%	31.94%
每股收益EPS(元)	1.34	1.80	2.41	3.17
净资产收益率ROE	19.28%	20.96%	22.19%	23.03%
PE	12	9	7	5
PB	2.23	1.80	1.43	1.12

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲  
执业证号: S1250514080001  
电话: 023-67914902  
邮箱: wanglz@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)	22.59
流通A股(亿股)	7.05
52周内股价区间(元)	8.85-16.29
总市值(亿元)	365.05
总资产(亿元)	1031.71
每股净资产(元)	6.58

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：公司房地产业务快速扩张，带动销售增长；

假设 2：公司物业出租面积稳步上升；

假设 3：公司其他业务平稳发展。

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预测**

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计营业收入	27,969.28	36,657.81	48,066.23	61,725.51
yoy	18.7%	31.1%	31.1%	28.4%
合计营业成本	20,174.16	25,191.74	32,924.11	42,105.31
毛利率	27.9%	31.3%	31.5%	31.8%
<b>房地产销售</b>				
收入	27048.93	35163.61	46064.33	58962.34
yoy	17.7%	30.0%	31.0%	28.0%
成本	19711.06	24,614.53	32,245.03	41,273.64
毛利率	27.1%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>物业出租</b>				
收入	440.98	1014.25	1521.38	2282.07
yoy	160.4%	130.0%	50.0%	50.0%
成本	89.52	202.85	304.28	456.41
毛利率	79.7%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>其他业务</b>				
收入	479.37	479.95	480.52	481.10
yoy	0.13%	0.12%	0.12%	0.12%
成本	373.58	374.36	374.81	375.26
毛利率	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**结论与评级：**预计公司 2017-2019 年基本每股收益分别为 1.80 元、2.41 元和 3.17 元，对应当前股价的动态市盈率分别为 9 倍、7 倍和 5 倍，2017-2019 年归母净利润的复合增速有望达到 33%。公司是低估值、高增长的典型代表，首次覆盖，给予“买入”评级。按 2017 年 12 倍 PE，目标价 21.60 元。

**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	27969.28	36657.81	48066.23	61725.51	净利润	3155.94	4260.05	5679.91	7494.24
营业成本	20174.16	25191.74	32924.11	42105.31	折旧与摊销	160.39	86.87	90.03	95.85
营业税金及附加	1742.06	2283.22	2993.79	3844.55	财务费用	272.03	769.39	855.23	900.46
销售费用	1032.47	1356.34	1826.52	2407.29	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1270.41	1466.31	1970.72	2530.75	经营营运资本变动	1073.69	-6627.11	-1180.32	-3588.18
财务费用	272.03	769.39	855.23	900.46	其他	3435.16	-200.00	-225.00	-250.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	8097.20	-1710.80	5219.84	4652.37
投资收益	159.77	200.00	225.00	250.00	资本支出	2.71	-65.00	-105.00	-205.00
公允价值变动损益	593.99	0.00	0.00	0.00	其他	-8710.01	-2293.17	-2500.00	-2500.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-8707.31	-2358.17	-2605.00	-2705.00
<b>营业利润</b>	4231.92	5790.82	7720.87	10187.15	短期借款	617.62	-278.62	0.00	0.00
其他非经营损益	58.04	0.00	0.00	0.00	长期借款	619.54	4000.00	1000.00	600.00
<b>利润总额</b>	4289.96	5790.82	7720.87	10187.15	股权融资	195.50	0.00	0.00	0.00
所得税	1134.03	1530.77	2040.96	2692.91	支付股利	-184.47	-303.31	-409.42	-545.88
净利润	3155.94	4260.05	5679.91	7494.24	其他	5391.03	695.38	-2855.23	-1900.46
少数股东损益	136.71	184.54	246.04	324.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	6639.20	4113.46	-2264.65	-1846.35
归属母公司股东净利润	3019.23	4075.51	5433.86	7169.60	<b>现金流量净额</b>	6029.81	44.49	350.19	101.02
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	13401.40	13445.89	13796.08	13897.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	24684.99	25746.70	33136.42	42530.25	销售收入增长率	18.67%	31.06%	31.12%	28.42%
存货	39492.55	49145.09	64265.80	82370.37	营业利润增长率	29.33%	36.84%	33.33%	31.94%
其他流动资产	2595.39	3045.21	4148.71	5260.98	净利润增长率	31.52%	34.99%	33.33%	31.94%
长期股权投资	4549.88	4749.88	4974.88	5224.88	EBITDA 增长率	33.36%	42.51%	30.38%	29.05%
投资性房地产	13506.83	15800.00	18300.00	20800.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1885.86	1864.62	1880.34	1990.36	毛利率	27.87%	31.28%	31.50%	31.79%
无形资产和开发支出	92.94	94.92	96.77	98.51	三费率	9.21%	9.80%	9.68%	9.46%
其他非流动资产	2960.75	2958.15	2955.54	2952.94	净利率	11.28%	11.62%	11.82%	12.14%
<b>资产总计</b>	103170.61	116850.46	143554.55	175125.39	ROE	19.28%	20.96%	22.19%	23.03%
短期借款	778.62	500.00	500.00	500.00	ROA	3.06%	3.65%	3.96%	4.28%
应付和预收款项	45832.08	49739.39	64994.94	82721.42	ROIC	46.83%	46.11%	41.04%	42.76%
长期借款	4856.70	8856.70	9856.70	10456.70	EBITDA/销售收入	16.68%	18.13%	18.03%	18.12%
其他负债	35335.25	37431.75	42609.80	48905.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	86802.65	96527.84	117961.45	142583.94	总资产周转率	0.33	0.33	0.37	0.39
股本	2258.98	2258.98	2258.98	2258.98	固定资产周转率	14.66	19.55	25.67	31.89
资本公积	2570.50	2570.50	2570.50	2570.50	应收账款周转率	1774.79	1171.73	1134.65	1124.41
留存收益	10287.83	14060.04	19084.48	25708.20	存货周转率	0.55	0.56	0.58	0.57
归属母公司股东权益	14853.74	18623.87	23648.31	30272.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	136.71%	—	—	—
少数股东权益	1514.21	1698.75	1944.79	2269.43	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	16367.95	20322.62	25593.10	32541.46	资产负债率	84.14%	82.61%	82.17%	81.42%
负债和股东权益合计	103170.61	116850.46	143554.55	175125.39	带息债务/总负债	17.77%	19.83%	17.08%	14.55%
					流动比率	1.13	1.19	1.19	1.19
					速动比率	0.57	0.55	0.53	0.51
					股利支付率	6.11%	7.44%	7.53%	7.61%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.34	1.80	2.41	3.17
					每股净资产	7.25	9.00	11.33	14.41
					每股经营现金	3.58	-0.76	2.31	2.06
					每股股利	0.08	0.13	0.18	0.24
业绩和估值指标									
EBITDA	4664.35	6647.08	8666.13	11183.46					
PE	12.09	8.96	6.72	5.09					
PB	2.23	1.80	1.43	1.12					
PS	1.31	1.00	0.76	0.59					
EV/EBITDA	8.06	6.40	4.72	3.59					
股息率	0.51%	0.83%	1.12%	1.50%					

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 15 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
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@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