

评级：买入(维持)

市场价格：7.65

目标价格：12

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

分析师：周子涵

执业证书编号：S0740517100001

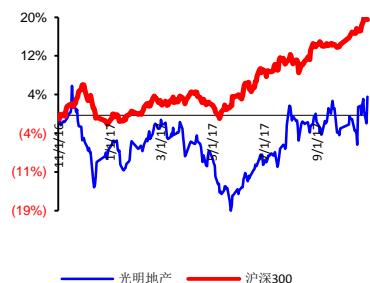
电话：

Email: zhouzh@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 1,714  |
| 流通股本(百万股) | 989    |
| 市价(元)     | 7.65   |
| 市值(百万元)   | 13,115 |
| 流通市值(百万元) | 7,565  |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

| 指标        | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E  |
|-----------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12387   | 20782   | 32759   | 18606   | 22250  |
| 增长率 yoy%  | -7.09%  | 67.77%  | 57.63%  | -43.20% | 19.58% |
| 净利润       | 502.81  | 1011    | 1968.7  | 1012.3  | 1374.7 |
| 增长率 yoy%  | -40.63% | 101.09% | 101.52% | -49.16% | 32.62% |
| 每股收益(元)   | 0.46    | 0.77    | 1.15    | 0.59    | 0.80   |
| 净资产收益率    | 8.8%    | 11.4%   | 19.8%   | 8.6%    | 10.4%  |
| P/E       |         |         | 6.7     | 13.0    | 9.5    |
| P/B       |         |         | 1.1     | 1.0     | 0.9    |

备注：

### 投资要点

■ **事件：**公司发布 17 年三季报，报告期实现营收 108.74 亿元，同比上涨 42.13%，归属上市公司股东净利 6.0 亿元，同比增长 186.22%，EPS0.35 元；

### ■ 业绩兑现进行时

报告期内公司净利大幅增长主要原因：1、降费提效，近年来公司管控效率逐步提升，报告期销售管理费用率同比下降 1.8 个百分点至 3.5%；2、报告期结转项目权益占比提升，导致少数股东损益占净利同比收窄 21 个百分点 3.4%。展望全年，公司已售未结货值充裕（三季度末预收账款 105 亿元），叠加资产处置带来的投资收益（四季度成功转让东海恒鑫置业，预计产生约 9.4 亿归母净利润），完成业绩承诺无虞。

销售方面，公司前 9 个月实现销售额 155.22 亿元，同比增长 18.49%；实现销售面积 153.41 万平，同比增长 17.55%。展望四季度，公司补货推盘意愿较强，前三季度新开工 118.04 万平，同比增长 177.94%，朝全年 212 万平新开工目标稳步迈进，全年销售有望再创新高。

### ■ 多元并举拓展土地资源，加速打造冷链物流产业链

报告期公司运用收购、旧改等多种方式拓展土地资源，前三季度公司新增地产储备 29.9 万平，同比下降 43%。从拿地区域来看，公司新增土储多集中在浙江、江苏，围绕上海及周边二三线城市布局思路不变，结合公司的本土禀赋优势，稳健拓展长三角。从拿地方式看，9 月公司以 58.2 亿元竞得上海金山区两宗“城中村改造”地块，10 月以 7.75 亿元收购宜兴中鸿置业 100% 股权和鸿立东方旅游 30% 股权，旧改、城市更新、收购等多元化方式已经成为公司未来拓展上海及周边土储的重要手段，凭借上海国企的禀赋和大股东光明集团的平台优势，公司将突破资源获取瓶颈，夯实未来发展基础。

冷链物流方面，到报告期末，公司已在洋山自贸区、虹桥商务区等重点发区域拥有较大规模的常温库和冷链物流园。在物流业务上，继续根据“以进口食品、生鲜配送、西虹桥国际冻品为龙头，通过对海博物流资源整合，合理利用各方相关资源，打通冷链产业链，逐步打造冷链食品供应链”的战略思路，推进海博物流经营管理的各项工作，着重进行“运作能力、经营模式”两个建设，借助光明集团的资源优势，实现公司内部跨产业协同发展，加速公司向生鲜供应链管理专家转型。

### ■ 多元融资夯实资金优势，优化财务结构

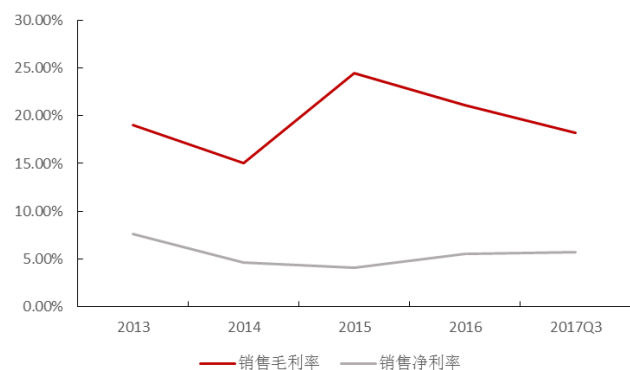
截至三季度末，公司净负债率为 147%，较 16 年底下降了 8.5 个百分点，短期偿债压力 109.6%，较 2016 年末下降了 50.3 个百分点，短期资金面改善。目前行业流动性持续收紧，公司充分利用大股东光明集团提供的低息资金，8 月 23 日又成功发行了 15 亿中票（发行利率为 5.15%），优化企业财务结构，为公司未来稳定发展奠定资金基础。

### ■ 盈利预测及投资评级

公司是光明集团旗下“物流+地产”上市核心平台，资源禀赋优势显著，地产销售稳步增长，冷链物流加速转型。公司业绩承诺完成可期，借力上海国资改革浪潮，未来具备较大发展空间。我们预计公司 2017、2018 年 EPS 为 1.15、0.59 元，对应 PE 倍数为 6.7x、13x，维持“买入”评级。

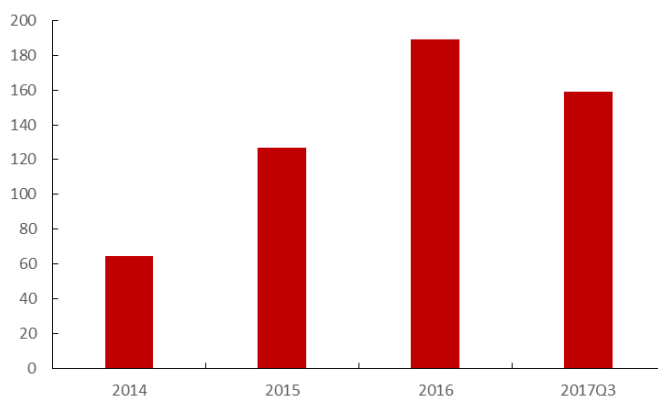
### ■ 风险提示：公司销售及业绩不达预期等。

**图表 1： 公司销售毛利率销售净利率水平**



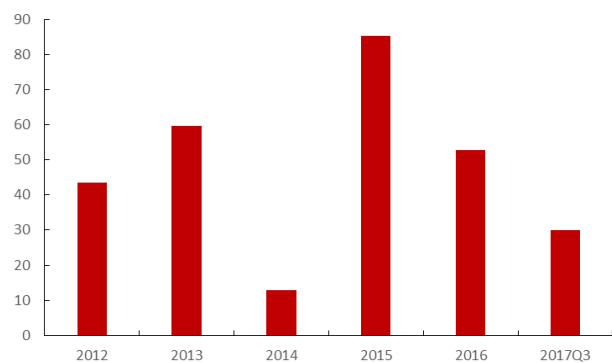
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 2： 公司销售额 (单位：亿元)**



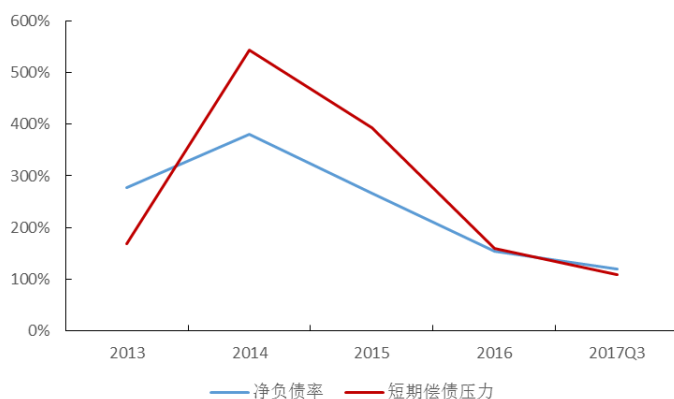
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 3： 拿地规模 (单位：万平方米)**



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 4： 净负债率和短期偿债压力**



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 公司盈利预测

| 利润表         |        |        |        |        | 资产负债表     |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)       |        |        |        |        | (百万元)     |        |        |        |        |
| 指标名称        | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |           | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 营业收入        | 20,782 | 32,759 | 18,606 | 22,250 | 货币资金      | 6,885  | 11,750 | 8,600  | 10,120 |
| 减:          |        |        |        |        | 预付账款      | 945    | 285    | 362    | 523    |
| 营业成本        | 16,397 | 25,590 | 14,057 | 16,795 | 存货        | 36,839 | 30,458 | 35,367 | 39,949 |
| 毛利率         | 21.1%  | 21.9%  | 24.4%  | 24.5%  | 其他流动资产    | 1,583  | 2,591  | 2,591  | 2,591  |
| 营业税金及附加     | 1,289  | 2,248  | 1,409  | 1,687  | 流动资产      | 47,114 | 48,446 | 52,282 | 60,845 |
| 营业费用        | 480    | 677    | 529    | 607    | 投资性房地产    | 106    | 109    | 111    | 113    |
| 营业费用率       | 2.3%   | 2.1%   | 2.8%   | 2.7%   | 递延所得税资产   | 270    | 347    | 440    | 538    |
| 管理费用        | 437    | 649    | 467    | 536    | 非流动资产     | 1,402  | 1,536  | 1,690  | 1,850  |
| 管理费用率       | 2.1%   | 2.0%   | 2.5%   | 2.4%   | 资产总计      | 48,516 | 49,982 | 53,972 | 62,695 |
| 财务费用        | 333    | 697    | 731    | 727    | 短期借款      | 8,569  | 9,025  | 6,914  | 9,058  |
| 财务费用率       | 1.6%   | 2.1%   | 3.9%   | 3.3%   | 应付账款      | 5,732  | 6,505  | 7,447  | 8,549  |
| 资产减值损失      | 155    | 0      | 0      | 0      | 预收款项      | 7,978  | 1,259  | 3,813  | 5,879  |
| 营业利润        | 1,694  | 2,897  | 1,413  | 1,899  | 应交税费      | 1,433  | 1,491  | 950    | 448    |
| 营业利润率       | 8.1%   | 8.8%   | 7.6%   | 8.5%   | 其他流动负债    | 4,697  | 7,898  | 8,935  | 9,239  |
| 营业外收入       | 76     | 0      | 0      | 0      | 流动负债      | 28,409 | 26,178 | 28,060 | 33,173 |
| 营业外支出       | 63     | 0      | 0      | 0      | 长期负债      | 8,536  | 11,992 | 13,004 | 15,141 |
| 利润总额        | 1,707  | 2,897  | 1,413  | 1,899  | 递延所得税负债   | 0      | 106    | 191    | 289    |
| 所得税费用       | 554    | 757    | 401    | 524    | 非流动性负债    | 10,678 | 12,234 | 13,331 | 15,566 |
| 所得税率        | 32.4%  | 26.1%  | 28.4%  | 27.6%  | 负债合计      | 39,087 | 38,413 | 41,391 | 48,739 |
| 净利润         | 1,153  | 2,140  | 1,012  | 1,375  | 股本        | 1,319  | 1,714  | 1,714  | 1,714  |
| 少数股东损益      | 142    | 171    | 0      | 0      | 少数股东权益    | 607    | 778    | 778    | 778    |
| 归属母公司股东的净利润 | 1,011  | 1,969  | 1,012  | 1,375  | 股东权益合计    | 9,429  | 11,569 | 12,581 | 13,956 |
|             |        |        |        |        | 负债及股东权益总计 | 48,516 | 49,982 | 53,972 | 62,695 |

| 现金流量表          |        |        |        |        | 主要财务指标        |        |       |        |       |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|-------|--------|-------|
| 指标名称           | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 增长率 (%)       | 2016   | 2017E | 2018E  | 2019E |
| 销售商品、提供劳务收入    | 23,880 | 23,540 | 19,160 | 22,015 | 营业收入          | 106.0% | 57.6% | -43.2% | 19.6% |
| 减: 购买商品、接受劳务支出 | 11,108 | 17,156 | 17,313 | 19,473 | 净利润           | 46.0%  | 94.7% | -48.6% | 35.8% |
| 职工支出           | 462    | 3,750  | 3,000  | 3,450  | 利润率 (%)       |        |       |        |       |
| 税费支出           | 2,074  | 494    | 355    | 406    | 毛利率           | 21.1%  | 21.9% | 24.4%  | 24.5% |
| 经营现金流          | 9,151  | 2,140  | -1,507 | -1,313 | EBIT Margin   | 9.7%   | 11.0% | 11.7%  | 11.9% |
| 取得借款           | 15,424 | 15,041 | 11,523 | 15,096 | EBITDA Margin | 9.7%   | 11.0% | 11.5%  | 11.8% |
| 发行债券           | 1,996  | 0      | 0      | 0      | 净利率           | 4.9%   | 6.0%  | 5.4%   | 6.2%  |
| 偿还债务           | 22,518 | 11,007 | 11,586 | 10,511 | 回报率 (%)       |        |       |        |       |
| 融资现金流          | -6,879 | 2,715  | -1,553 | 2,923  | ROE           | 13.1%  | 19.8% | 8.6%   | 10.4% |
| 现金及现金等价物净增加额   | 2,675  | 4,865  | -3,150 | 1,520  | ROA           | 2.4%   | 4.3%  | 1.9%   | 2.2%  |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。