

光明地产 (600708)

公司研究/调研报告

深耕上海多元发展，业绩兑现可期（更正）

公司调研报告/房地产

2017 年 12 月 22 日

报告摘要：

● 更正事项说明

2017 年 12 月 19 日发布的《光明地产(600708)公司调研报告:深耕上海多元发展，业绩兑现可期》报告中，提到光明地产是“光明集团旗下唯一上市平台”，并提到“公司积极推进多元化发展的战略，但目前利润仍主要来自于房地产板块，冷链物流产业由于还未进入盈利阶段，2017 年亏损 20 亿左右”。以上两点属于报告写作中的笔误。光明地产是光明食品集团旗下唯一的地产行业上市公司（光明集团旗下非地产类上市公司还有 A 股上市的光明乳业、金枫酒业、梅林股份、开创国际和新西兰主板上市的新西兰新莱特乳业公司）。而我们对冷链物流业务的盈亏表述也存在错误，20 亿元的数字与实际偏差较大。具体数据应以公司发布的正式财务报告为准。在此我们特地表示歉意。

● 光明集团旗下上市平台，双轮驱动稳步发展

光明地产是光明集团下属的房地产综合集团型公司，公司在 2015 年 6 月与海博集团完成重组上市，达到了资产规模上的又一次飞跃。

公司目前是以房地产综合开发经营、物流产业链两大板块为主。公司自成立以来，累计开发各类住宅面积近 3000 万平方米，而冷链物流板块作为当今朝阳产业，受益于光明食品集团食品上下游完整产业链的基础，更是有得天独厚的优势。两大板块协调发展，成为集团稳步增长的双翼，同时也为集团其他业务提供了平台。

● 背靠大股东，财务状况无忧

公司作为光明集团旗下的地产业务上市平台，在融资方面得到了集团的大力支持。公司的主要融资渠道是由光明集团以基准利率委贷形式给公司的贷款。除此之外，由于光明集团为公司提供担保，公司由中票贷款的 35 亿也都享有较低利率。公司综合融资成本仅为 5% 左右。截至 2017 年三季度末，公司负债率为 80.8%，在手现金 83.94 亿，财务状况无忧。同时，公司在完成合并上市后业绩持续向好，2017 年全年营收目标 220 亿，目前已全部完成，利润完成额也超出预期。

● 扎根上海，发挥优势推进合作，未来发展可期

上海市作为光明地产的大本营，一向是发展战略的重中之重。以公司十年土地储备来看，上海占比达到 50%。2017 年土地储备建筑面积已达到 110 万平方米，明年会进一步加大。

公司积极与其他房地产开发商合作，联合拿地和开发，推进了公司地产项目的周转和扩张。目前公司积极利用自身地产主业与光明食品产业链进行协同，并尝试拓展旅游地产、休闲产业等新兴领域，充分利用自己的特色资源，未来发展可期。

谨慎推荐 首次评级

当前价格 6.75 元

交易数据 2017-12-21

| | |
|--------------|----------|
| 近 12 个月最高/最低 | 9.5/6.61 |
| 总股本（百万股） | 1,714 |
| 流通股本（百万股） | 989 |
| 流通股比例（%） | 57.68 |
| 总市值（亿元） | 117 |
| 流通市值（亿元） | 67 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：王嵩

执业证号：S0100117080065

电话：021-60876717

邮箱：wangsong@mszq.com

相关研究

● 多元布局，进军冷链业务新蓝海

冷链物流作为电商领域的最后一块蓝海，是诸多公司试水区。光明地产利用光明集团完整食品产业链的优势，打造集仓储、贸易、商业、办公为一体的优质物流园，并以其为载体形成包括信息化、贸易、加工、金融方面冷链物流的全产业链，并与光明集团旗下的蔬菜集团、超市集团、乳业、梅林等互相促进，提高集团产业整合度。

公司积极推进多元化发展的战略，但目前利润仍主要来自于房地产板块，冷链物流产业由于还未进入盈利阶段。但由于房地产板块的优异表现，公司仍能完成 2017 年 220 亿元的营收目标。

● 盈利预测与投资建议

公司在上海地区有充足的土地资源储备，大股东光明集团也为公司提供了低成本的融资支持。公司在地产主业之外，也积极探索物流等相关业务的拓展，希望能通过新的业务平台与母公司其他业务板块形成协同。我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 240 亿元、268.8 亿元和 295.68 亿元，归母净利润分别为 17.59 亿元、14.73 亿元和 17.34 亿元，对应 EPS 分别为 1.03 元、0.86 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 6.63X、7.91X 和 6.72 X。首次覆盖，给予“谨慎推荐”的评级。

● 风险提示：房地产调控政策变化，冷链物流业务不及预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 20,782 | 24,000 | 26,880 | 29,568 |
| 增长率（%） | 67.77% | 15.49% | 12.00% | 10.00% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 1,011 | 1,759 | 1,473 | 1,734 |
| 增长率（%） | 98.15% | 73.99% | -16.25% | 17.73% |
| 每股收益（元） | 0.59 | 1.03 | 0.86 | 1.01 |
| PE（现价） | 11.53 | 6.63 | 7.91 | 6.72 |
| PB | 1.24 | 0.79 | 0.70 | 0.61 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

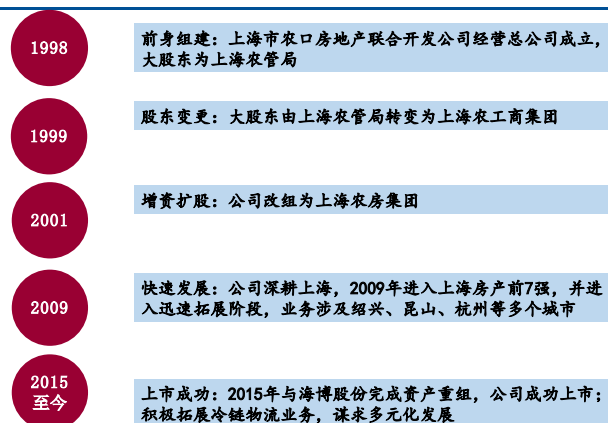
| | |
|-----------------------------|---|
| 一、光明集团旗下上市平台，双轮驱动稳步发展..... | 4 |
| 二、背靠大股东，财务状况无忧..... | 5 |
| 三、扎根上海，发挥优势推进合作，未来发展可期..... | 6 |
| 四、多元布局，进军冷链业务新蓝海..... | 6 |
| 五、风险提示..... | 7 |
| 插图目录..... | 9 |

一、光明集团旗下上市平台，双轮驱动稳步发展

光明地产是光明集团下属的房地产综合集团型公司，也是集团旗下地产业务的上市公司平台，前身是成立于 1988 年的上海农口房地产联合开发经营总公司，后于 2001 年增资扩股后成为上海农房集团。公司在 2015 年 6 月与海博集团完成重组上市，达到了资产规模上的又一次飞跃。

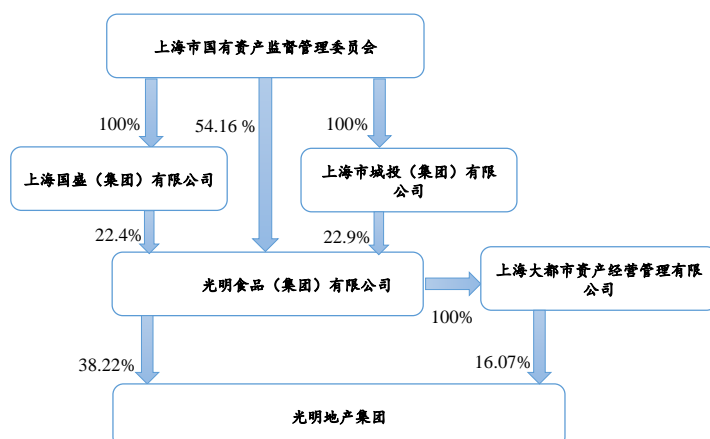
公司目前是以房地产综合开发经营、物流产业链两大板块为主，集房产开发、施工、物业、冷链物流及产业链等为一体的国内大型国有综合房地产集团型公司。公司自成立以来，累计开发各类住宅面积近 3000 万平方米，目前亦有向养老产业等发展的多元化发展趋势。冷链物流板块作为当今朝阳产业，受益于光明食品集团食品上下游完整产业链的基础，更是有得天独厚的优势，目前虹桥物流园 1 期已经建成，2018 年 1 季度即可投产。两大板块协调发展，成为集团稳步增长的双翼，同时也为集团其他业务提供了平台。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：公司股权结构

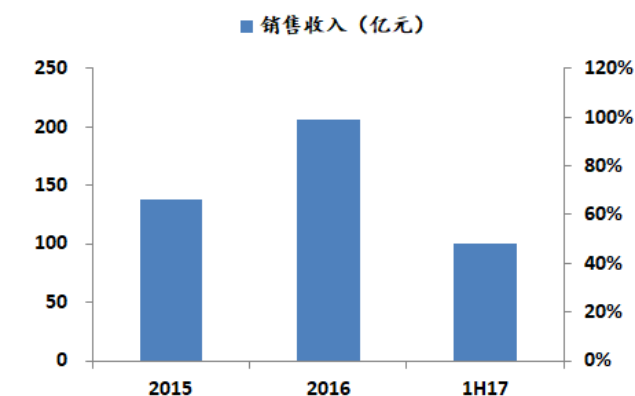


资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、背靠大股东，财务状况无忧

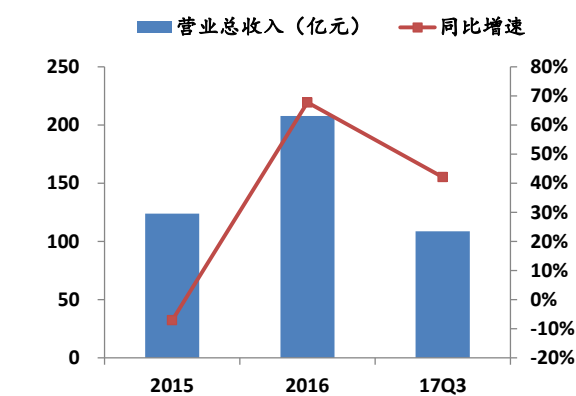
公司作为光明集团旗下地产业务的上市平台，在财务方面得到了集团的大力支持。公司的主要融资渠道是由光明集团以基准利率委贷形式给公司的贷款。除此之外，由于光明集团为公司提供担保，公司由中票贷款的 35 亿也都享有较低利率。公司综合融资成本仅为 5% 左右。截至 2017 年三季度末，公司负债率为 80.8%，库存现金 83.94 亿，财务状况无忧。同时，公司在完成合并上市后业绩持续向好，2017 年全年营收目标 220 亿，目前已全部完成，利润完成额也超出预期。

图 3：公司近年销售收入



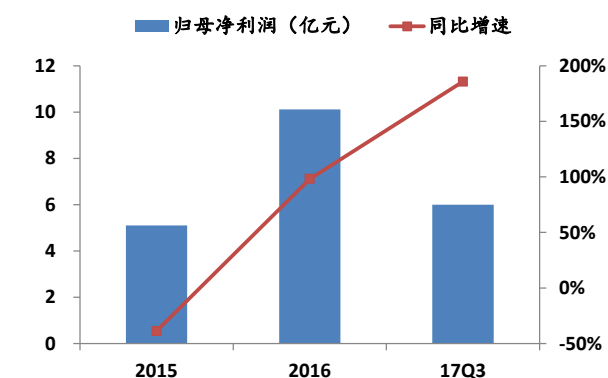
资料来源：公司财务报告，民生证券研究院

图 4：公司近年营业收入



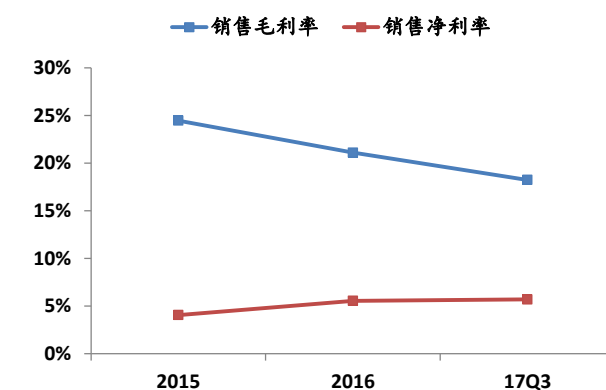
资料来源：公司财务报告，民生证券研究院

图 5：公司近年归母净利润



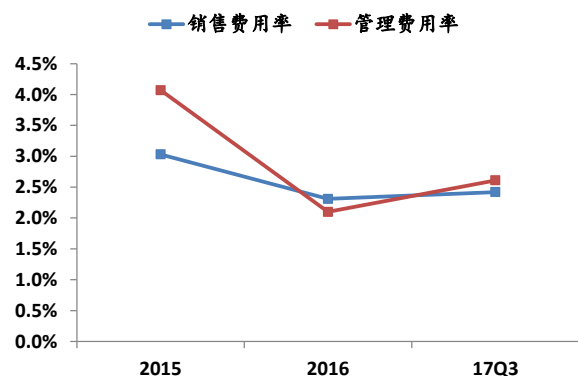
资料来源：公司财务报告，民生证券研究院

图 6：公司近年毛利率和净利率



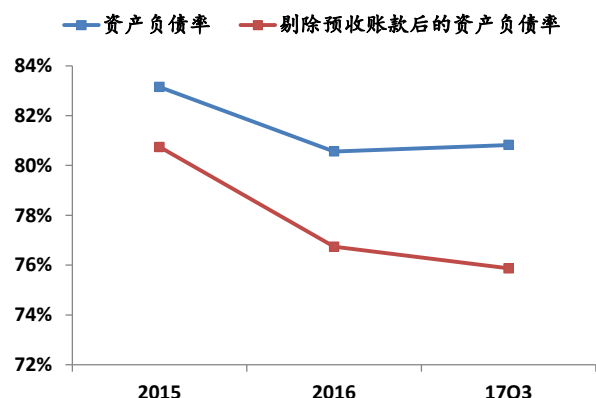
资料来源：公司财务报告，民生证券研究院

图 7：公司近年销售费用率和管理费用率



资料来源：公司财务报告，民生证券研究院

图 8：公司近年负债率变化



资料来源：公司财务报告，民生证券研究院

三、扎根上海，发挥优势推进合作，未来发展可期

上海市作为光明地产的大本营，一向是发展战略的重中之重。以公司十年土地储备来看，上海占比达到 50%，长三角地区 25%，其他地区 25%。长三角城市诸如浙江宁波、绍兴、湖州和杭州，江苏的浙江、宜兴、吴江，其他省会城市比如郑州、长沙、武汉、和南宁，都在公司布局范围内，土地储备分布均衡、合理。2017 年土地储备建筑面积已达到 110 万平方米，明年会进一步加大。在优质且足量的土储加持下，公司将会迎来平稳的发展。

公司敏锐观察到房地产的集中趋势，利用这一特点，积极寻求与其他房企合作。由于公司整体规模在行业中并不靠前，但在上海本地拥有本土资源优势，所以公司积极利用这一特点与其他房地产开发商合作，联合拿地和开发，推进了公司地产项目的周转和扩张。公司背靠光明集团，又是光明集团旗下地产业务的上市平台，目前积极利用自身地产主业与光明食品产业链进行协同，并尝试拓展旅游地产、休闲产业等新兴领域，充分利用自己的特色资源，未来发展可期。

四、多元布局，进军冷链业务新蓝海

冷链物流作为电商领域的最后一片蓝海，是诸多公司试水区。光明地产利用光明集团完整食品产业链的优势，打造集仓储、贸易、商业、办公为一体的优质物流园，并以其为载体形成包括信息化、贸易、加工、金融方面冷链物流的全产业链。公司着力将其发展为长期产业，并与菜管家电商平台双方联动，形成从经销商到消费者终端，全程可控的完整物流平台。冷链物流可与光明集团旗下的蔬菜集团、超市集团、乳业、梅林等互相促进，提高集团产业整合度。

公司积极推进多元化发展的战略，但目前利润仍主要来自于房地产板块，冷链物流产业由于还未进入盈利阶段，但由于房地产板块的优异表现仍完成预期营收目标。

五、风险提示

房地产调控政策变化，冷链物流业务不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表

| 项目 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入 | 20,782 | 24,000 | 26,880 | 29,568 |
| 减：营业成本 | 16,397 | 18,720 | 20,698 | 22,472 |
| 营业税金及附加 | 1,289 | 1,489 | 1,667 | 1,834 |
| 销售费用 | 480 | 624 | 753 | 887 |
| 管理费用 | 437 | 600 | 672 | 739 |
| 财务费用 | 333 | 355 | 463 | 567 |
| 资产减值损失 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| 加：投资收益 | 4 | 900 | 4 | 4 |
| 二、营业利润 | 1,694 | 2,957 | 2,476 | 2,917 |
| 加：营业外收支净额 | 13 | 13 | 11 | 11 |
| 三、利润总额 | 1,707 | 2,970 | 2,487 | 2,928 |
| 减：所得税费用 | 554 | 963 | 807 | 950 |
| 四、净利润 | 1,153 | 2,007 | 1,680 | 1,978 |
| 归属于母公司的利润 | 1,011 | 1,759 | 1,473 | 1,734 |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.59 | 1.03 | 0.86 | 1.01 |

主要财务指标

| 项目 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 11.58 | 6.67 | 6.95 | 5.30 |

成长能力：

| | | | | |
|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入同比 | 67.77% | 15.49% | 12.00% | 10.00% |
| 营业利润同比 | 103.9% | 74.6% | -16.3% | 17.8% |
| 净利润同比 | 98.15% | 73.99% | -16.25% | 17.73% |

营运能力：

| | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 17.17 | 25.83 | 25.46 | 25.25 |
| 存货周转率 | 0.54 | 0.64 | 0.69 | 0.73 |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.47 | 0.45 | 0.41 |

盈利能力与收益质量：

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 21.1% | 22.0% | 23.0% | 24.0% |
| 净利率 | 4.9% | 7.3% | 5.5% | 5.9% |
| 总资产净利率ROA | 2.4% | 3.7% | 2.6% | 2.5% |
| 净资产收益率ROE | 12.2% | 17.7% | 13.1% | 13.5% |

资本结构与偿债能力：

| | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动比率 | 1.66 | 1.55 | 1.47 | 1.40 |
| 资产负债率 | 80.6% | 79.0% | 80.1% | 81.4% |

每股指标：

| | | | | |
|----------|------|------|------|-------|
| 每股收益 | 0.59 | 1.03 | 0.86 | 1.01 |
| 每股经营现金流量 | 5.34 | 1.29 | 1.67 | 2.06 |
| 每股净资产 | 5.50 | 8.61 | 9.74 | 11.07 |

资产负债表

| 项目 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 6,885 | 10,785 | 18,573 | 29,634 |
| 应收票据 | 7 | 8 | 8 | 9 |
| 应收账款 | 862 | 996 | 1,115 | 1,227 |
| 预付账款 | 945 | 1,693 | 2,521 | 3,420 |
| 其他应收款 | 1,268 | 1,187 | 1,360 | 1,588 |
| 存货 | 37,016 | 37,953 | 39,694 | 41,249 |
| 其他流动资产 | 308 | 325 | 339 | 352 |
| 流动资产合计 | 47,114 | 52,765 | 63,422 | 77,283 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 311 | 325 | 339 | 352 |
| 在建工程 | 264 | 264 | 264 | 264 |
| 无形资产 | 245 | 239 | 233 | 227 |
| 其他非流动资产 | 168 | 168 | 168 | 168 |
| 非流动资产合计 | 1,402 | 1,316 | 1,230 | 1,198 |
| 资产总计 | 48,516 | 54,082 | 64,652 | 78,481 |
| 短期借款 | 8,569 | 15,059 | 20,948 | 29,706 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 5,732 | 6,544 | 7,235 | 7,856 |
| 预收账款 | 7,978 | 9,973 | 12,209 | 14,668 |
| 其他应付款 | 2,006 | 2,291 | 2,533 | 2,750 |
| 应交税费 | 1,433 | 566 | 700 | 863 |
| 其他流动负债 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 流动负债合计 | 28,409 | 34,017 | 43,074 | 55,129 |
| 长期借款 | 8,536 | 8,536 | 8,536 | 8,536 |
| 其他非流动负债 | 141 | 168 | 192 | 215 |
| 非流动负债合计 | 8,678 | 8,705 | 8,729 | 8,751 |
| 负债合计 | 39,087 | 42,721 | 51,803 | 63,880 |
| 股本 | 1,319 | 1,319 | 1,319 | 1,319 |
| 资本公积 | 2,445 | 2,445 | 2,445 | 2,445 |
| 盈余公积 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| 未分配利润 | 4,724 | 6,408 | 7,689 | 9,197 |
| 少数股东权益 | 607 | 854 | 1,062 | 1,305 |
| 所有者权益合计 | 9,429 | 11,360 | 12,849 | 14,601 |
| 负债和股东权益合计 | 48,516 | 54,082 | 64,652 | 78,481 |

现金流量表

| 项目 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量 | 9,151 | 2,209 | 2,864 | 3,525 |
| 投资活动现金流量 | 403 | 886 | -10 | -10 |
| 筹资活动现金流量 | -6,879 | 1,467 | 5,234 | 7,965 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

插图目录

| | |
|--------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程 | 4 |
| 图 2：公司股权结构 | 4 |
| 图 3：公司近年销售收入 | 5 |
| 图 4：公司近年营业收入 | 5 |
| 图 5：公司近年归母净利润..... | 5 |
| 图 6：公司近年毛利率和净利率..... | 5 |
| 图 7：公司近年销售费用率和管理费用率..... | 6 |
| 图 8：公司近年负债率变化..... | 6 |

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

王嵩，浙江大学会计学硕士，曾经从事三年房地产信托业务。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间 |
| | 回避 | 相对沪深 300 指数下跌 10% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。