

## 光明地产 (600708)

公司研究/简评报告

# 业绩承诺兑现无忧，看好公司未来发展

## —光明地产 (600708) 业绩快报点评

简评报告/房地产

2018 年 01 月 26 日

### 一、事件概述

光明地产 1 月 25 日发布 2017 年业绩预增公告，预计实现归属于上市公司股东的净利润为 17.2 亿元到 20.2 亿元，同比增加 70% 到 100%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 16.6 亿元到 19.6 亿元，同比增加 65% 到 95%。本期业绩预增的主要原因是公司在 2017 年度积极顺应市场，对区域结构、产品结构和经营方式进行主动优化调整，适应长三角地区城镇化建设和房地产市场业态变化，着力提升房地产主业的核心竞争力，通过多元化的投资和产品改善升级，提升商品住宅项目盈利能力，推动净利润大幅度增长。

### 二、分析与判断

#### ➤ 费用率降低、权益占比增加叠加投资收益，有望超额完成业绩承诺

从 2017 三季报来看，公司销售和管理费用率同比下降 1.4 个百分点，显示公司经营管理效率显著提高；同时公司少数股东损益占净利润比例同比下降 21 个百分点至 3.3%，显示公司结转项目权益占比大幅提升；考虑到公司在 11 月成功转让东海恒鑫置业为公司 2017 年度增创扣非后归母净利约 9.4 亿元，我们预计公司 17 年归母净利增幅可达 90% 以上。公司 15、16 两年合计实现扣非后归母净利 16.98 亿元，17 年预计完成扣非后归母净利 16.6 亿元到 19.6 亿元。根据公司重组报告书表述，注入资产的农房集团全体股东承诺农房集团 15 年至 17 年合计实际净利润不低于 351,259.30 万元（扣非后归母净利润）。重组后，农房集团作为光明地产的全资子公司，主营业务为房地产开发与经营，其为上市公司营收及利润来源提供了主要支撑。基于上市公司还有总部可观费用作抵扣，则农房集团的利润不少于上市公司利润。根据公司注册会计师出具的 15、16 两年《盈利预测实现情况的专项审核报告》表述，农房集团 15、16 两年合计实现扣非后归母净利润 16.58 亿元。由此，我们认为公司大概率可以兑现农房集团 15-17 三年实现 35.13 亿元扣非后归母净利的业绩承诺。

根据克而瑞《2017 年度中国房地产企业销售 TOP200》排行榜发布数据，光明地产 2017 年实现销售流量金额 268.1 亿元，同比增长 84.5%；销售权益金额 230.9 亿元，平均权益比例达 86.1%；公司从预售到结算周期较短，因此公司业绩有望在 2018 年继续保持高增长。

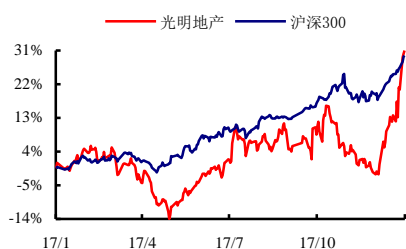
### 强烈推荐 上调评级

当前价格 (元): 8.42

#### 交易数据 2018-1-25

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)	153
流通市值 (亿元)	88

#### 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

#### 研究助理: 于子沛

执业证号: S0100118010012

电话: 021-60878329

邮箱: youzipei@mszq.com

#### 相关研究

### ➤ 多元化拿地扩张积极，土储丰厚未来发展可期

公司 2017 年扩拿地积极，面对政策调控趋严以及一线城市地产销售饱和的状态，光明地产充分发挥国资背景和光明食品集团的平台优势，综合运用招拍挂、收购、旧改、城市更新、与优秀房企合作开发等多种方式获取土地储备。考虑到政府在提升 2018 年棚改目标套数的同时，鼓励国有企业参与棚户区改造和城市更新建设。光明地产作为国资背景的开发商，未来在获取棚改、旧改、城市更新等项目方面享有得天独厚的优势。公司积极重点开拓“城中村”建设、历史名镇、特色小镇、产镇融合、城市更新、保障房建设等项目，持续探索投资模式从传统住宅开发商向城市运营商转变的发展之路。1 月，公司与金山区政府签订合作框架协议，参与金山区金山卫镇及山阳镇两个城中村改造项目。5 月，公司与松江泗泾镇政府签订总投资约为 60 亿元的《松江区泗泾镇历史名村名镇保护、更新、利用项目合作框架协议》，促进和支持泗泾镇的产镇融合和产业提升。9 月，公司 58 亿元成功竞得上海市金山区金山新城地块，“城中村”改造项目再下一城。10 月，公司通过股权收购获得宜兴“竹海岭上小区”项目，也将通过探索产镇融合模式，培育新的业绩增长点和盈利模式。

从拿地区域来看，公司新增土储大部分立足上海、主线江浙、布局长三角，同时坚定入驻例如郑州、长沙、武汉等具有较大发展潜力的中心省会城市。根据我们测算，公司土储版图上海占 50%，江浙地区占 25%，全国其他区域占 25% 的三分局面基本成型。

公司拿地方式也愈加多元化，自 2017 年内，通过理性参与公开招拍挂、发挥传统收购兼并优势、加强与大型房企间合作等方式，在全国重点准入城市的住宅、商办用地进一步向纵深发展，目前已累计增加土地储备面积近百万平方。例如 7 至 9 月，公司竞得徐州贾汪区、湖州太湖度假区、金山区金山新城等地块，分别获得土储面积 11.53 万平方、7.46 万平方、17.25 万平方。8 月，公司收购杭州千岛湖 61% 股权及相应债权，获得土储面积 24 万平方。10 月，公司先后收购中鸿兴业投资 100% 股权及相应债权、鸿立东方 30% 股权，获取宜兴市七宗未开发地块面积 28.16 万平方及“竹海岭上小区”未售面积 28.20 万平方。11 月，公司先后收购宁波置业 35% 股权、北仑置业 35% 股权，增加公司投资开发的宁波市“光明领尚小区”与“光明领御小区”的销售权益。12 月，公司竞得上海浦东新区大团镇地块动迁安置房，获土储面积 4 万方。

公司 2017 年前三季度新增土地储备 29.9 万平，新开工面积 118.04 万平方米，同比增长 177.9%；2018 年公司扩张态势愈加积极，新年伊始，光明地产即公告收购宜兴鸿鹄地产开发有限公司 100% 股权(含债)、烟台平土房地产有限公司 72% 股权(含债)；与上海新碧房地产开发有限公司签署苏州市吴江区两地块项目合作开发协议。公司目前可售货值充裕，为未来业绩的继续增长夯实了基础。

### ➤ 拓展融资渠道，优化财务结构

面对 2017 年行业资金面不断收紧的挑战，光明地产积极拓展融资渠道，采用 CMBS 专项计划，通过探索多种融资渠道及融资创新获取低息资金，同时严格执行资金集中管理原则。截至 2017 年三季度末，公司净负债率较 16 年底下降了 8.5 个百分点；在手货币资金 83.94 亿，资金面得到较大幅度改善。公司依托大股东光明食品集团国资背景，使其获得了较高的信用评级，去年 8 月发行的中票票面利率仅为 5.15%。财务结构的不断优化，为公司未来平稳发展奠定了资金基础。

### ➤ 冷链物流业务稳步推进，打造新的业绩增长点

光明地产正在着力加速发展冷链物流业务，根据 2017 中报，公司在洋山自贸区、大虹桥等重点发展地区已拥有较大规模的保税常温库和冷链物流园。在市内其他区域还拥有大型冷库、常温仓库、码头岸线、BH 城市货运出租车、冷藏车辆等经营性资源。具备国际货代、海关监管车辆运输、多种进口食品经销权、进口许可、部分商品品种市场准入质量证书发放代理权等资质。公司在冷链物流、保税供应链物流、城市冷链配送等方面具备较强的第三方物流服务能力，正在形成自己的经营特色。

冷链物流业务在控股股东光明食品集团的“一体两翼”战略中具有重要的战略定位，光明食品集团作为全国食品航母拥有丰富的物流资源，未来对光明食品集团内部的

物流资源优化整合的空间与潜力巨大，从光明食品集团董事长近期对光明地产的调研报道中，也透露出光明食品集团未来对光明地产将给予更有力、更实质性的支持。

目前光明地产冷链物流业务稳步推进、夯实基础，面对未来冷链物流市场需求日益增长，预计未来可以为公司提供新的业绩增长点。

### 三、盈利预测与投资建议

光明地产在 2017 年凭借签约金额屡创新高、运营盈利能力持续提升、土地获取模式不断创新、风控体系规范健全、产业转型从容布局、金融创新成效显著等综合实力表现，有望超额完成业绩承诺。公司依托上海国资平台，综合运用多种方式获取项目积极拿地扩张，新增土地储备的成本优势明显，可售货值充裕。公司目前财务状况良好，未来业绩可期。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.14 元、1.41 元和 1.78 元，对应 PE 分别为 7.8、6.3 和 5.0X，给予“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示：

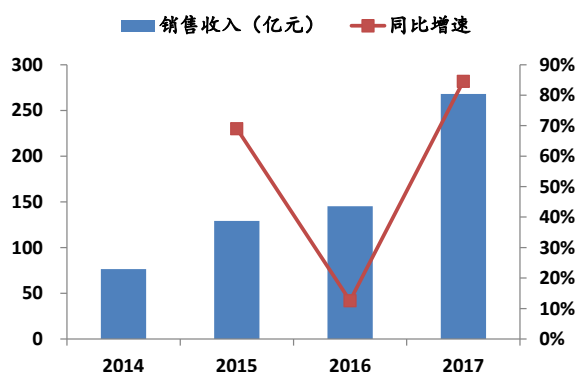
房地产行业调控政策收紧，销售增速放缓，冷链物流业务发展不及预期。

#### 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	32,752	38,942	47,159
增长率（%）	67.8%	57.6%	18.9%	21.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,011	1,960	2,408	3,057
增长率（%）	98.1%	93.8%	22.9%	26.9%
每股收益（元）	0.77	1.14	1.41	1.78
PE（现价）	11.6	7.8	6.3	5.0
PB	1.3	1.6	1.4	1.2

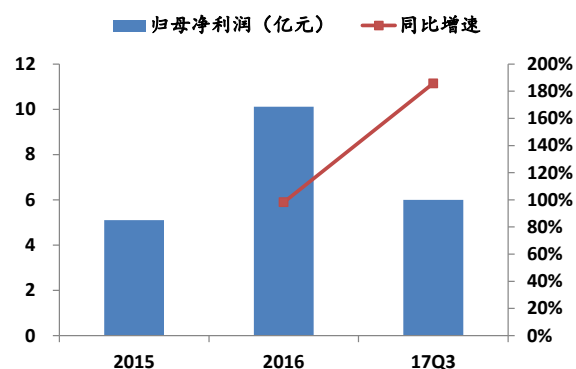
资料来源：Wind、民生证券研究院

图 1: 公司近年销售收入及增速



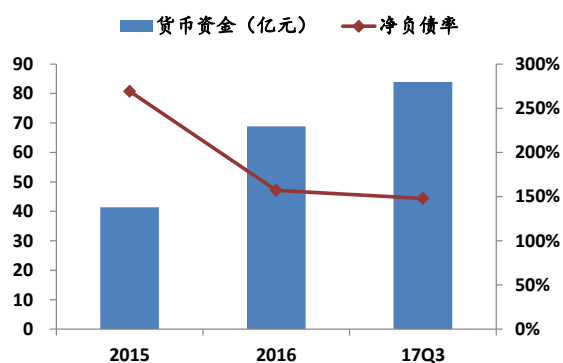
资料来源: 克而瑞, 民生证券研究院

图 2: 公司近年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3: 公司近年货币资金与净负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	20,782	32,752	38,942	47,159
营业成本	16,397	25,940	30,803	37,067
营业税金及附加	1,289	1,965	2,337	2,830
销售费用	480	655	779	943
管理费用	437	655	779	943
EBIT	2,178	3,537	4,245	5,376
财务费用	333	263	175	238
资产减值损失	155	0	0	0
投资收益	4	9	6	7
营业利润	1,694	3,286	4,079	5,149
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	1,707	3,306	4,099	5,159
所得税	554	1,091	1,312	1,651
净利润	1,153	2,215	2,788	3,508
归属于母公司净利润	1,011	1,960	2,408	3,057
EBITDA	2,226	3,585	4,292	5,425

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6885	8185	5926	7229
应收账款及票据	869	1470	1909	2414
预付款项	945	1556	2156	2965
存货	36839	42218	51394	59238
其他流动资产	308	308	308	308
流动资产合计	47114	54990	63242	74006
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	311	321	331	341
无形资产	245	242	238	235
非流动资产合计	1402	1379	1356	1331
资产合计	48516	56369	64597	75337
短期借款	8569	0	0	0
应付账款及票据	5732	10802	13587	16655
其他流动负债	128	128	128	128
流动负债合计	28409	33075	38544	46303
长期借款	8536	8536	8536	8536
其他长期负债	2141	4141	5141	5641
非流动负债合计	10678	12678	13678	14178
负债合计	39087	45753	52222	60481
股本	1319	1714	1714	1714
少数股东权益	607	862	1242	1693
股东权益合计	9429	10616	12376	14856
负债和股东权益合计	48516	56369	64597	75337

资料来源: Wind, 民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	67.8%	57.6%	18.9%	21.1%
EBIT 增长率	85.1%	62.4%	20.0%	26.7%
净利润增长率	98.1%	93.8%	22.9%	26.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.1%	20.8%	20.9%	21.4%
净利润率	4.9%	6.0%	6.2%	6.5%
总资产收益率 ROA	2.1%	3.5%	3.7%	4.1%
净资产收益率 ROE	11.5%	20.1%	21.6%	23.2%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	21.3	16.3	17.8	18.6
存货周转天数	853.9	589.6	605.9	580.6
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.8	1.1	1.4	1.8
每股净资产	6.7	5.7	6.5	7.7
每股经营现金流	6.9	4.9	(1.1)	1.3
每股股利	0.2	0.6	0.6	0.6
<b>估值分析</b>				
PE	11.6	7.8	6.3	5.0
PB	1.3	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	13.4	6.2	5.9	4.5
股息收益率	1.7%	6.7%	6.7%	6.7%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,153	2,215	2,788	3,508
折旧和摊销	203	48	47	49
营运资金变动	7,464	5,654	(5,043)	(1,702)
经营活动现金流	9,151	8,359	(1,846)	2,249
资本开支	138	1	(0)	10
投资	537	(3)	(4)	(4)
投资活动现金流	403	7	6	(4)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(5,098)	2,000	1,000	500
筹资活动现金流	(6,879)	(7,066)	(419)	(942)
现金净流量	2,674	1,301	(2,260)	1,303



## 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。

由子沛，房地产团队研究助理，同济大学土木工程博士，2017年加入民生证券。

## 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。