

周转提速，积极拓展产业链

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2017 年实现营业收入 143.9 亿元, 同比增长 47%; 实现归母净利润 2.6 亿元, 同比增长 8%; 扣非后的归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 131%, 非经常性损益对盈利影响较上年明显下降; 主营收入毛利率 30.4%, 较 2016 年的 22.5% 上升 7.9 个百分点。公司基本每股收益为 0.16 元。2017 年度拟按每 10 股派发现金股利 0.5 元。
- **深耕云南成效明显, 迈向全国重点区域。** 2017 年, 公司主营业务收入较上年大幅上涨 48% 至 141 亿元, 占营业收入总额的 98%, 主要得益于商品房销售市场回暖。云南城投过去主要布局在以昆明为主的云南省内等区域, 现在公司城市开发板块布局已迈向全国, 其中包括北京、深圳、西安、成都等热点城市。2018 年, 公司全年计划实现收入 160 亿元, 计划投资 180 亿元。
- **资产规模大幅增长, 积极拓展产业链。** 公司 2017 年总资产 788 亿元, 较 2016 年的 641 亿元上涨 23%, 而 2015 年公司总资产为 452 亿元。公司资产规模明显扩张的同时, 资产负债率由 2016 年的 89.22% 小幅下降为 88.82%, 资产负债率仍偏高。2017 年公司通过重大资产重组新增银泰 8 家项目公司, 资产规模和营业收入均实现较大增幅。公司结合大健康、大休闲资源优势向康养、文旅、会展产业转型, 同时结合公司现有产品线, 形成传统地产开发板块、康养文旅产业板块、未来城板块三大产品模式。
- **毛利率上升明显, 云南房市回暖。** 公司 2017 年主营收入毛利率 30.4%, 较上年上升 7.9 个百分点。主要是因为房地产、物业服务、酒店运营毛利率较上年均有明显提升。2017 年云南省房地产开发投资及新开工面积双双增长, 商品房销售量和销售额回暖。2017 年省内房地产市场行情较好, 呈现量价齐升的局面。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.23 元、0.31 元、0.38 元, 对应 PE 分别为 20 倍、15 倍、12 倍。考虑到公司作为云南省国资旗下重要地产上市平台, 资源优势显著, 产业链拓展空间明显, 给予公司 2018 年 23 倍估值, 对应目标价 5.29 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 调控政策趋严、投资或不及预期、公司资产负债率偏高, 偿债压力或较大、经营规模扩大或存在经营性风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	14391	17370	20577	23692
增长率	47.3%	20.7%	18.5%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	264	371	493	617
增长率	8.1%	40.6%	32.8%	25.1%
每股收益 EPS (元)	0.16	0.23	0.31	0.38
净资产收益率 ROE	4.8%	6.8%	8.5%	9.8%
PE	29	20	15	12
PB	0.86	0.87	0.81	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
 执业证号: S1250517060001
 电话: 0755-23900571
 邮箱: hhr@swsc.com.cn
 联系人: 郭泰
 电话: 0755-23618550
 邮箱: gtai@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)	16.06
流通 A 股(亿股)	16.06
52 周内股价区间(元)	4.12-7.26
总市值(亿元)	75.63
总资产(亿元)	788.03
每股净资产(元)	3.29

相关研究

关键假设：

假设 1：房地产业务由云南扩张至全国，2018-2020 规模增长分别为 20%、18%、15%，毛利率维持在 28%；

假设 2：商业管理、物业服务及酒店运营的规模 2018-2020 保持 40%、30%、20%的增速，毛利率分别维持在 50%、8%、50%；

假设 3：其它收入维持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
房地产	收入	13,281	15,937	18,806	21,627
	增速	41.9%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	29.3%	28.0%	28.0%	28.0%
商业管理	收入	397	555	722	866
	增速	913.3%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	56.8%	50.0%	50.0%	50.0%
物业服务	收入	242	339	440	528
	增速	178.3%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	11.5%	8.0%	8.0%	8.0%
酒店运营	收入	168	235	306	367
	增速	1574.3%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	82.6%	50.0%	50.0%	50.0%
其它收入	收入	303	303	303	303
合计	收入	14,391	17,370	20,577	23,692
	增速	47.3%	20.7%	18.5%	15.1%
	毛利率	31.5%	29.6%	29.5%	29.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14390.84	17369.66	20577.10	23691.57	净利润	422.15	593.75	788.78	986.50
营业成本	9861.73	12235.81	14513.30	16728.09	折旧与摊销	116.11	111.03	111.15	111.27
营业税金及附加	1384.71	1703.62	1999.08	2312.67	财务费用	1590.82	1332.42	1448.45	1517.33
销售费用	393.09	426.15	504.84	581.25	资产减值损失	49.04	50.00	50.00	50.00
管理费用	552.11	622.28	737.19	848.76	经营营运资本变动	5306.46	-19837.53	-3567.89	-7461.24
财务费用	1590.82	1332.42	1448.45	1517.33	其他	-3816.20	-45.31	-47.19	-49.20
资产减值损失	49.04	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	3668.37	-17795.64	-1216.69	-4845.34
投资收益	2.92	-31.56	-31.56	-31.56	资本支出	7.77	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	25.11	26.87	28.75	30.76	其他	-2510.52	-1142.29	-1220.04	-1303.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2502.75	-1147.29	-1225.04	-1308.23
营业利润	590.38	994.69	1321.43	1652.67	短期借款	1055.80	15896.18	2859.59	6648.42
其他非经营损益	116.83	0.00	0.00	0.00	长期借款	3632.05	500.00	500.00	500.00
利润总额	707.21	994.69	1321.43	1652.67	股权融资	0.00	-0.50	0.00	0.00
所得税	285.07	400.94	532.65	666.16	支付股利	-122.03	-131.97	-185.61	-246.58
净利润	422.15	593.75	788.78	986.50	其他	-4916.51	-916.89	-411.51	-436.81
少数股东损益	158.13	222.41	295.47	369.53	筹资活动现金流净额	-350.68	15346.82	2762.47	6465.02
归属母公司股东净利润	264.01	371.33	493.31	616.97	现金流量净额	814.79	-3596.10	320.74	311.45
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5333.07	1736.97	2057.71	2369.16	成长能力				
应收和预付款项	5327.15	5079.38	6398.90	7192.67	销售收入增长率	47.30%	20.70%	18.47%	15.14%
存货	44216.88	72473.18	78385.74	90728.60	营业利润增长率	278.72%	68.48%	32.85%	25.07%
其他流动资产	715.12	887.41	1041.69	1203.04	净利润增长率	56.17%	40.65%	32.85%	25.07%
长期股权投资	878.47	878.47	878.47	878.47	EBITDA 增长率	277.56%	6.13%	18.16%	13.89%
投资性房地产	16251.32	17388.91	18606.14	19908.57	获利能力				
固定资产和在建工程	1995.52	1914.36	1833.20	1752.04	毛利率	31.47%	29.56%	29.47%	29.39%
无形资产和开发支出	10.27	14.71	19.04	23.25	三费率	17.62%	13.71%	13.08%	12.44%
其他非流动资产	4075.22	4045.90	4016.58	3987.27	净利率	2.93%	3.42%	3.83%	4.16%
资产总计	78803.02	104419.29	113237.47	128043.06	ROE	4.79%	6.83%	8.48%	9.83%
短期借款	1295.80	17191.98	20051.56	26699.98	ROA	0.54%	0.57%	0.70%	0.77%
应付和预收款项	12804.44	19355.95	21264.96	24341.61	ROIC	4.22%	3.66%	3.36%	3.48%
长期借款	25490.75	25990.75	26490.75	26990.75	EBITDA/销售收入	15.96%	14.04%	14.00%	13.85%
其他负债	30398.40	33185.41	36131.82	39972.43	营运能力				
负债合计	69989.39	95724.08	103939.09	118004.76	总资产周转率	0.20	0.19	0.19	0.20
股本	1605.69	1605.19	1605.19	1605.19	固定资产周转率	10.28	8.89	10.98	13.22
资本公积	1386.73	1386.73	1386.73	1386.73	应收账款周转率	11.93	19.95	21.69	21.41
留存收益	1709.13	1948.50	2256.20	2626.59	存货周转率	0.23	0.21	0.19	0.20
归属母公司股东权益	5281.24	4940.41	5248.11	5618.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.24%	—	—	—
少数股东权益	3532.39	3754.80	4050.27	4419.80	资本结构				
股东权益合计	8813.62	8695.21	9298.38	10038.30	资产负债率	88.82%	91.67%	91.79%	92.16%
负债和股东权益合计	78803.02	104419.29	113237.47	128043.06	带息债务/总负债	43.99%	49.29%	48.63%	48.89%
					流动比率	1.44	1.27	1.25	1.22
					速动比率	0.29	0.12	0.13	0.13
					股利支付率	46.22%	35.54%	37.63%	39.97%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	2297.31	2438.14	2881.03	3281.26	每股收益	0.16	0.23	0.31	0.38
PE	28.64	20.36	15.33	12.25	每股净资产	5.49	5.42	5.79	6.25
PB	0.86	0.87	0.81	0.75	每股经营现金	2.29	-11.09	-0.76	-3.02
PS	0.53	0.44	0.37	0.32	每股股利	0.08	0.08	0.12	0.15
EV/EBITDA	18.18	25.49	22.77	22.21					
股息率	1.61%	1.75%	2.46%	3.26%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn