

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 6.57

分析师: 倪一琛

执业证书编号: S0740517100003

电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

分析师: 周子涵

执业证书编号: S0740517100001

Email: zhouzh@r.qizq.com.cn

### 基本状况

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股)  | 1,714.34  |
| 流通股本(百万股) | 988.89    |
| 市价(元)     | 6.57      |
| 市值(百万元)   | 11,263.21 |
| 流通市值(百万元) | 6,562.71  |

### 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        | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 20,782 | 20,811 | 17,065 | 18,606 | 21,377 |
| 增长率 yoy%  | 67.8%  | 0.14%  | -18.0% | 9.0%   | 14.9%  |
| 净利润       | 1,011  | 1,947  | 1,598  | 1,759  | 2,013  |
| 增长率 yoy%  | 98.3%  | 92.6%  | -17.9% | 10.1%  | 14.5%  |
| 每股收益(元)   | 0.77   | 1.14   | 0.90   | 1.00   | 1.16   |
| 净资产收益率    | 13.1%  | 20.5%  | 21.5%  | 22.2%  | 24.4%  |
| P/E       |        | 5.76   | 7.30   | 6.57   | 5.66   |
| P/B       |        | 1.04   | 1.13   | 1.07   | 0.98   |

备注:

### 投资要点

■ 公司 2017 年实现营业收入 208.1 亿, 同比增长 0.14%, 归属于上市公司股东净利润 19.47 亿元, 同比增长 92.55%, EPS1.14 元。

#### ■ 业绩承诺兑现, 销售表现亮眼

报告期公司归母净利润增速较快原因: **1、投资收益大幅增长:** 公司在 17 年 11 月完成对江苏东恒海鑫置业 100% 股权及债权的转让, 增创归母净利润约 9.4 亿元; **2、少数股东损益占净利比重下降:** 报告期结算项目权益比上升使得少数股东损益占净利比重同比收缩 10.3 个百分点; **3、费控能力进一步强化:** 2017 年公司销售管理费用率为 4.27%, 同比收窄 0.59 个百分点。公司重组购买标的农房集团及农房置业 2015 至 2017 年实际完后扣非归母净利润分别为 3.69、3.06 亿元, 累计完成率分别为 105%、311%, 重组三年业绩承诺超额兑现。毛利率方面, 受结转结构影响, 公司 2017 年结算毛利率同比收窄 0.52 个百分点, 但随着上海及江浙核心城市项目陆续进入结算, 我们预计 2018 年公司毛利率有望修复上行。

销售方面, 公司 2017 年实现签约销售额 236.62 亿元, 签约销售面积 218.53 万方, 同比增长分别为 24.98%、14.63%, 销售回款率达到 98%。展望 2018 年, 公司可售货值充裕, 可推货值接近 400 亿元、其中 70% 集中在长三角区域(根据年报项目表估算), 我们认为公司销售今年有望实现平稳增长。

#### ■ 多元化方式拓展资源, 财务结构进一步优化

报告期内, 公司充分整合各方资源优势, 积极通过保障房项目、城中村改造、城市更新、租赁住房、兼并收购等多元化方式拓展资源, 2017 年新增土储面积 94.25 万方, 同比增长 78.67%, 其中, 招拍挂占比 72%, 并购方式占比 28%。从拿地结构来看, 新增土储主要分布在上海及周边二三线城市, 长三角占比达到 90%(按金额)。

财务方面, 公司通过积极的财务运作, 使得杠杆率有所下降, 公司 2017 年末净负债率为 133.36%, 较 2016 年底下降了 22.21 个百分点。融资成本方面, 公司通过多元化的融资渠道及上海国资背书, 进一步降低了融资成本, 如 2017 年 8 月发行 15 亿中票(利率为 5.15%)、18 年 2 月成功发行 8.8 亿元的 C MBS(利率区间为 5.99%~6.99%)、申请注册不超 35 亿元永续债等, 2017 年末公司整体平均融资成本为 5.35%, 较 2016 年下降 1.2 个百分点。

#### ■ 业务拓展多元化, 加速产业间协同整合

公司通过对海博物流集团的资源整合, 全力打造冷链物流产业链, 目前, 公司在洋山自贸区、大虹桥等重点发展地区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。 **1、物流板块:** 重点推进“冷链产业链”的培育, 全面构建技术创新、结构优化及产业链延伸的发展格局; **2、供应链板块:** 通过特有的“会所实体”经营模式“光明 919”项目, 可为经销商提供个性化服务; **3、菜管家板块:** 积极发挥自有冷链配送电商平台优势, 以地产业多元化、城市服务及互联网的结合为突破口, 服务于房产销售、商业经营、物业服务的一站式平台。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司发展迅速, 2017 年销售保持高增长, 而冷链物流业务具备较大的发展空间。公司土储丰富, 以上海为核心, 积极向周边二三线城市拓展。我们预计 18/19 年 EPS 为 0.90 元、1.00 元, 对应 PE 倍数为 7.30X、6.57X, 维持“买

入”评级。

- 风险提示事件：公司销售不达预期、行业调控及流动性继续收紧等。

**图表：公司盈利预测表**

| 利润表         |        |        |        |        | 资产负债表     |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 指标名称        | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 指标名称      | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 营业收入        | 20,811 | 17,065 | 18,606 | 21,377 | 货币资金      | 7,490  | 11,750 | 8,600  | 10,120 |
| 减：          |        |        |        |        | 预付账款      | 886    | 226    | 303    | 464    |
| 营业成本        | 16,547 | 13,403 | 14,475 | 16,166 | 存货        | 39,561 | 45,600 | 50,732 | 61,338 |
| 毛利率         | 20.5%  | 21.5%  | 22.2%  | 24.4%  | 其他流动资产    | 3,354  | 4,361  | 4,208  | 7,361  |
| 营业税金及附加     | 827    | 661    | 529    | 609    | 流动资产      | 52,689 | 65,835 | 69,895 | 79,483 |
| 营业费用        | 479    | 383    | 383    | 440    | 投资性房地产    | 101    | 104    | 106    | 108    |
| 营业费用率       | 2.3%   | 2.2%   | 2.1%   | 2.1%   | 递延所得税资产   | 244    | 409    | 513    | 629    |
| 管理费用        | 526    | 421    | 463    | 532    | 非流动资产     | 1,465  | 1,776  | 2,029  | 2,293  |
| 管理费用率       | 2.5%   | 2.5%   | 2.5%   | 2.5%   | 资产总计      | 54,154 | 67,612 | 71,771 | 89,776 |
| 财务费用        | 331    | 265    | 291    | 335    | 短期借款      | 8,676  | 13,616 | 11,138 | 13,821 |
| 财务费用率       | 1.6%   | 1.6%   | 1.6%   | 1.6%   | 应付账款      | 7,198  | 7,971  | 8,913  | 10,015 |
| 资产减值损失      | 482    | 386    | 424    | 509    | 预收款项      | 8,342  | 17,483 | 20,037 | 19,420 |
| 营业利润        | 2,917  | 2,154  | 2,240  | 2,786  | 应交税费      | 1,802  | 257    | 347    | 480    |
| 营业利润率       | 14.0%  | 12.6%  | 12.0%  | 13.0%  | 其他流动负债    | 4,946  | 11,066 | 12,981 | 12,349 |
| 营业外收入       | 61     | 100    | 100    | 100    | 流动负债      | 30,964 | 50,393 | 52,722 | 59,640 |
| 营业外支出       | 110    | 0      | 0      | 0      | 长期负债      | 8,739  | 7,154  | 8,518  | 21,822 |
| 利润总额        | 2,869  | 2,254  | 2,340  | 2,886  | 递延所得税负债   | 0      | 107    | 192    | 289    |
| 所得税费用       | 881    | 529    | 581    | 872    | 非流动性负债    | 12,314 | 15,301 | 18,274 | 22,182 |
| 所得税率        | 30.7%  | 23.4%  | 24.8%  | 30.2%  | 负债合计      | 43,278 | 65,694 | 70,996 | 81,822 |
| 净利润         | 1,988  | 1,726  | 1,759  | 2,013  | 股本        | 1,714  | 1,714  | 1,714  | 1,714  |
| 少数股东损益      | 41     | 128    | 0      | 0      | 少数股东权益    | 486    | 535    | 570    | 1,008  |
| 归属母公司股东的净利润 | 1,947  | 1,598  | 1,759  | 2,013  | 股东权益合计    | 10,877 | 9,886  | 10,422 | 11,492 |
|             |        |        |        |        | 负债及股东权益总计 | 54,154 | 67,612 | 71,771 | 89,776 |

  

| 现金流量表         |        |        |        |        | 主要财务指标        |       |        |       |       |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------|--------|-------|-------|
| 指标名称          | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 增长率 (%)       | 2017  | 2018E  | 2019E | 2020E |
| 销售商品、提供劳务收入   | 21,637 | 23,540 | 19,160 | 22,015 | 营业收入          | 0.1%  | -18.0% | 9.0%  | 14.9% |
| 减：购买商品、接受劳务支出 | 15,750 | 17,156 | 17,313 | 19,473 | 净利润           | 92.6% | -17.9% | 10.1% | 14.5% |
| 职工支出          | 528    | 750    | 600    | 690    | 利润率 (%)       |       |        |       |       |
| 税费支出          | 2,696  | 3,494  | 2,755  | 3,166  | 毛利率           | 20.5% | 21.5%  | 22.2% | 24.4% |
| 经营现金流         | 1,679  | 2,140  | -1,507 | -1,313 | EBIT Margin   | 9.4%  | 10.6%  | 12.8% | 14.9% |
| 取得借款          | 17,706 | 22,514 | 18,563 | 23,034 | EBITDA Margin | 9.3%  | 10.6%  | 12.5% | 14.6% |
| 发行债券          | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 净利率           | 9.4%  | 9.4%   | 9.5%  | 9.4%  |
| 偿还债务          | 19,063 | 9,755  | 16,237 | 15,675 | 回报率 (%)       |       |        |       |       |
| 融资现金流         | -1,562 | 12,863 | 1,899  | 6,570  | ROE           | 19.1% | 17.1%  | 18.8% | 21.2% |
| 现金及现金等价物净增加额  | 344    | 14,609 | 186    | 5,056  | ROA           | 3.7%  | 2.4%   | 2.4%  | 2.4%  |

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。