

业绩具护城河、区位优势显著

■事件：4月27日公司公告，1) 披露18年一季度报告，实现营业收入94.85亿元，同比增长21.48%；实现归母净利润22.87亿元，同比增长30.33%；每股EPS 0.74元，同比增长25.42%。2) 全资子公司九通投资、蒲江鼎兴拟与平安大华签订《股权收购协议》，九通投资拟收购平安大华所持蒲江鼎兴45.45%股权股权转让款10.49亿元；全资子公司京御地产拟与中铁信托签订《股权转让协议》，收购中铁信托持有的任丘孔雀城房地产公司45.45%股权，股权转让款10.71亿元。

■Q1业绩+30.33%、预收款+17.92%、业绩现护城河：18年一季度公司实现营业收入94.85亿元，同比增长21.48%；实现归母净利润22.87亿元，同比增长30.33%。根据公司12-17年中报及年度报告中城市土地开发及产业发展服务业务的表现，产业发展服务业务结算收入对季节较为不敏感，而城市土地开发业务结算收入在1-2季度基本处于极低水平，3-4季度为结算爆发期。此外，结合公司公告显示，据公告显示，18Q1公司产业园区结算收入额91.71亿元（较上年同期增长42.10%），我们推测公司Q1营业收入的增长主要为报告期内公司业务扩张，产业发展服务收入增加。18年Q1公司预收款1426.21亿元，较上年同期增长17.92%，可覆盖17年度业绩2.39，高预收款+产业新城异地复制模式有望造就公司业绩护城河。

■Q1销售面积+42.92%、可售货值超千亿、资源禀赋强：报告期内，公司房地产开发业务实现签约销售额352.45亿元，同比微增3.58%；实现签约销售面积345.15亿元，同比增长42.92%，销售均价13067.65元/平方米，同比减少22.90%。报告期内公司土地储备1085.16万平方米（较17年末土储增加96.89万平方米，同比增长9.8%），可售货值达1410.70亿元；得益于深耕京津冀优势，公司具备显著的资源禀赋。此外，公司产业新城开发建设业务主要集中于河北省廊坊市、张家口、秦皇岛等环北京区域，在该区域具有明显的区位优势，当下公司业务扩张，异地复制模式开花，未来有望借助异地复制模式优势提升公司盈利能力。

■收购蒲江鼎兴45.45%股权、任丘孔雀城45.45%股权：1) 4月27日公司公告，全资子公司九通投资、蒲江鼎兴拟与平安大华签订《股权收购协议》，九通投资拟收购平安大华所持蒲江鼎兴45.45%股权股权转让款10.49亿元；全资子公司京御地产拟与中铁信托签订《股权转让协议》，收购中铁信托持有的任丘孔雀城房地产公司45.45%股权，股权转让款10.71亿元。收购完成后，蒲江鼎兴及任丘孔雀城都将成为公司全资孙公司；其中蒲江鼎兴主要经营园区基础设施建设与管理、园区产业服务等；任丘孔雀城主要为房地产开发经营、楼盘销售、房屋租赁等。项目建设初期公司引入投资者，而在项目开发进入一定程度时，再选择收购，一方面利于充裕项目开发所需资金，推进项目开发建设进度；另一方面以时间换空间，助于公司资金调度。

■投资建议：公司是国内领先的产业新城运营商，以河北为家，深耕京津冀区域，在京津冀的区位优势显著；近年来，公司在不断夯实巩固京津冀布局优势的同时也积极布局国家级城市群及优势区域，加快产业新城异地复制模式。我们预计公司18-20年公司EPS为3.17元、3.90元、4.92元，维持“买入-A”评级，6个月目标价37.88元。

■风险提示：房地产市场不及预期、政策调控过度、公司经营不达预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	53,820.6	59,635.4	80,531.7	108,870.8	146,812.2
净利润	6,491.6	8,780.8	9,379.4	11,535.1	14,551.5
每股收益(元)	2.20	2.97	3.17	3.90	4.92
每股净资产(元)	8.58	12.55	12.68	16.60	21.51

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	13.2	9.8	9.2	7.4	5.9
市净率(倍)	3.4	2.3	2.3	1.8	1.4
净利润率	12.1%	14.7%	11.6%	10.6%	9.9%
净资产收益率	25.6%	23.7%	25.0%	23.5%	22.9%
股息收益率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.3%	20.7%	12.1%	11.9%	12.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

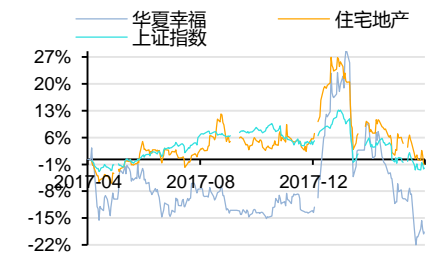
6个月目标价：37.88元

股价(2018-04-27) 29.05元

交易数据

总市值(百万元)	85,841.20
流通市值(百万元)	85,841.20
总股本(百万股)	2,954.95
流通股本(百万股)	2,954.95
12个月价格区间	27.85/45.94元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.18	-18.81	-17.5
绝对收益	-8.85	-32.19	-19.72

黄守宏 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

张春娥 报告联系人  
zhangce@essence.com.cn

相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	53,820.6	59,635.4	80,531.7	108,870.8	146,812.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	36,045.2	31,051.8	51,942.9	73,662.0	94,605.8	营业收入增长率	40.4%	10.8%	35.0%	35.2%	34.9%
营业税费	3,134.8	5,183.8	5,793.9	6,673.8	10,774.6	营业利润增长率	27.7%	46.0%	5.3%	24.7%	30.3%
销售费用	1,875.2	1,962.9	2,053.6	2,373.4	4,022.7	净利润增长率	35.2%	35.3%	6.8%	23.0%	26.2%
管理费用	3,622.8	7,487.5	5,564.7	6,771.8	12,569.8	EBITDA 增长率	38.3%	47.8%	10.9%	26.4%	26.1%
财务费用	563.0	980.0	1,848.2	2,739.8	2,934.0	EBIT 增长率	35.9%	47.7%	11.3%	27.5%	27.0%
资产减值损失	176.4	832.3	155.0	143.0	127.4	NOPLAT 增长率	30.1%	47.9%	12.3%	25.8%	24.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.7%	92.4%	28.1%	16.1%	14.8%
投资和汇兑收益	415.0	734.5	389.0	401.0	245.0	净资产增长率	48.4%	86.8%	0.6%	16.2%	17.7%
<b>营业利润</b>	8,818.3	12,877.8	13,562.3	16,908.1	22,023.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	157.2	-78.7	41.3	-4.8	-31.7	毛利率	33.0%	47.9%	35.5%	32.3%	35.6%
<b>利润总额</b>	8,975.5	12,799.1	13,603.6	16,903.3	21,991.3	营业利润率	16.4%	21.6%	16.8%	15.5%	15.0%
减:所得税	2,807.4	3,992.5	4,150.5	5,316.1	7,224.1	净利润率	12.1%	14.7%	11.6%	10.6%	9.9%
<b>净利润</b>	6,491.6	8,780.8	9,379.4	11,535.1	14,551.5	EBITDA/营业收入	18.5%	24.7%	20.3%	19.0%	17.8%
						EBIT/营业收入	17.4%	23.2%	19.1%	18.0%	17.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	固定资产周转天数	17	17	13	9	6
货币资金	45,503.1	68,104.9	71,673.2	76,209.5	80,746.7	流动营业资本周转天数	182	318	379	352	307
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,262	1,727	1,548	1,432	1,267
应收账款	16,437.5	29,497.6	8,531.2	35,682.4	28,792.6	应收账款周转天数	86	139	85	73	79
应收票据	0.1	-	2.3	0.1	2.5	存货周转天数	829	1,138	1,069	1,060	944
预付账款	3,551.3	1,620.4	7,065.6	4,843.1	10,780.8	总资产周转天数	1,400	1,889	1,682	1,541	1,347
存货	147,344.7	229,794.4	248,369.1	392,899.2	377,086.9	投资资本周转天数	255	406	451	405	347
其他流动资产	10,724.4	19,468.9	8,287.1	12,826.8	13,527.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	683.8	595.3	602.4	627.2	608.3	ROE	25.6%	23.7%	25.0%	23.5%	22.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	2.3%	2.5%	2.1%	2.7%
长期股权投资	1,182.1	4,038.4	4,394.4	4,639.4	4,764.4	ROIC	21.3%	20.7%	12.1%	11.9%	12.7%
投资性房地产	1,373.3	2,874.2	3,691.8	4,653.2	5,746.6	<b>费用率</b>					
固定资产	2,670.1	2,842.2	2,818.3	2,643.4	2,427.8	销售费用率	3.5%	3.3%	2.6%	2.2%	2.7%
在建工程	3,338.5	4,266.8	4,267.4	4,267.9	4,577.7	管理费用率	6.7%	12.6%	6.9%	6.2%	8.6%
无形资产	6,140.0	5,193.0	5,177.6	5,116.8	5,010.8	财务费用率	1.0%	1.6%	2.3%	2.5%	2.0%
其他非流动资产	10,954.3	7,568.5	11,863.0	10,974.7	9,360.6	三费/营业收入	11.3%	17.5%	11.8%	10.9%	13.3%
<b>资产总额</b>	249,903.3	375,864.7	376,743.4	555,383.7	543,433.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	300.0	6,845.8	55,949.4	45,767.3	57,894.9	资产负债率	84.8%	81.1%	81.0%	85.0%	82.0%
应付账款	30,980.6	42,056.1	40,186.9	61,712.2	95,397.7	负债权益比	557.1%	429.1%	427.0%	568.3%	455.4%
应付票据	1,296.4	8,467.0	3,941.6	19,384.7	8,050.3	流动比率	1.40	1.53	1.39	1.34	1.39
其他流动负债	127,122.3	170,694.8	147,236.2	264,056.1	206,285.7	速动比率	0.48	0.52	0.39	0.33	0.36
长期借款	20,291.4	37,074.0	48,549.9	56,863.8	60,978.7	利息保障倍数	16.66	14.13	8.34	7.17	8.51
其他非流动负债	31,881.0	39,694.5	9,385.6	24,493.6	16,971.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	211,871.6	304,832.2	305,249.5	472,277.8	445,579.1	DPS(元)	0.66	-	-	-	-
少数股东权益	12,670.8	33,937.5	34,011.3	34,063.4	34,279.0	分红比率	30.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,954.9	2,954.9	2,954.9	2,954.9	2,954.9	股息收益率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	21,161.4	25,141.2	34,527.7	46,087.6	60,620.2						
<b>股东权益</b>	38,031.7	71,032.6	71,493.9	83,105.9	97,854.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	6,168.1	8,806.6	9,379.4	11,535.1	14,551.5	EPS(元)	2.20	2.97	3.17	3.90	4.92
加:折旧和摊销	791.2	1,480.6	938.2	1,023.0	1,107.7	BVPS(元)	8.58	12.55	12.68	16.60	21.51
资产减值准备	176.4	832.3	-	-	-	PE(X)	13.2	9.8	9.2	7.4	5.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	2.3	2.3	1.8	1.4
财务费用	804.2	1,215.4	1,848.2	2,739.8	2,934.0	P/FCF	7.0	-151.2	7.3	10.9	21.7
投资损失	-415.0	-734.5	-389.0	-401.0	-245.0	P/S	1.6	1.4	1.1	0.8	0.6
少数股东损益	-323.5	25.8	73.7	52.1	215.6	EV/EBITDA	9.2	9.8	9.9	8.1	6.7
营运资金的变动	-2,270.3	-14,886.8	-29,581.8	-17,836.5	-17,953.0	CAGR(%)	23.4%	18.8%	23.8%	23.4%	18.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	7,763.1	-16,227.7	-17,731.2	-2,887.5	610.8	PEG	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-25,062.3	-20,029.9	4,905.4	-4,453.2	-1,952.0	ROIC/WACC	4.2	4.1	2.4	2.4	2.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	25,393.8	57,098.3	16,394.2	11,877.1	5,878.4	REP	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034