光明地产（600708.SH）/房地产开发

2018 年中报点评：销售业绩表现亮眼，夯实主业多元发展

评级：买入(维持)

市场价格：4.13

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

Email：niyc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,228.64
流通股本(百万股)	1,285.56
市价(元)	4.13
市值(百万元)	9,204.28
流通市值(百万元)	5,309.36

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	25,619	31,780	35,562
增长率 yoy%	67.77%	0.14%	23.10%	24.05%	11.90%
净利润	1,011	1,947	1,862	2,256	2,591
增长率 yoy%	98.15%	92.55%	-4.33%	21.15%	14.80%
每股收益（元）	0.77	1.14	0.84	1.01	1.16
P/E	5.36	3.62	4.92	4.09	3.56
P/B	1.33	1.13	0.74	0.65	0.56

备注：

投资要点

- 公司 2018 年上半年实现营收 64.36 亿元，同比增长 8.38%，归属上市公司股东净利 8.35 亿元，同比增长 220.71%，EPS0.37 元。

- **盈利能力提高致业绩大幅增长，销售表现亮眼**

  上半年公司净利增速大幅增长，一方面是去年同期基数较低（去年 87%净利集中在下半年），另一方面是毛利率及管控效率提升：1、随着近两年行业回暖期成交项目陆续结转，报告期地产业务结算毛利率同比扩大 22.45 个百分点至 40.72%；2、公司管控效率进一步提升，报告期内公司销售管理费用率为 2.70%，同比收窄 0.32 个百分点。

  销售方面，公司 2018 年上半年实现销售额 135.95 亿元，同比增长 28.73%，实现销售面积 107.01 万方，同比下降 1.86%，其中二季度实现较高增长，18 年 Q2 销售额、销售面积增速分别为 49.6%、22.2%。展望下半年，公司可售货值充裕（上半年新开工 198.7 万平，同比大涨 204%），其中长三角是供应主力，叠加目前一二线成交反弹趋势，我们认为全年有望 250 亿元的销售目标。

- **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，除招拍挂方式外，积极通过兼并收购及同业合作等多种方式拓展资源，2018 年上半年新增土储面积 76.09 万方，同比增长 1187%。从拿地结构来看，上半年新增土储接近 80%仍位于长三角（按金额）。公司未来将逐步形成上海占 50%、江浙长三角占 25%、全国其他重点城市占 25%的基本布局。

  由于公司拿地相对积极，上半年公司杠杆率有所提升，18 年中期末净负债率为 160.81%，较 17 年末扩大 27.46 个百分点。融资方面，报告期内公司积极探索融资创新渠道，继去年成功发行 8.8 亿元 CMBS 之后，上半年成功注册 35 亿元永续中票且已成功发行第一期 6 亿元；近期成功注册 8 亿元中票、与太平洋资管合作设立 4.3 亿元的债权投资计划；同时大股东及关联方拟在年内提供不超 204 亿元的借款支持，从而为企业未来发展提供资金支持。

- **积极探索转型，加速多产业协同整合**

  公司除了地产外横跨多个业务板块，在集团资源支持下，公司将积极利用现有多元产业优势，培育企业新的增长点，促进产业间协同发展，如：**1、商业平台。**公司积极寻求优质商业资源整合协同的市场机会，以城市服务、社区活动为重心，以线上的轻资产链接线下重资产的实体支撑；**2、冷链物流。**以产业和园区为载体，通过冷链、冷库、配送、贸易的有机结合，激发物流板块的活力；**3、物业管理。**公司利用现有的品牌口碑、经营社区和资源优势，将升级服务资源作为发展基石，通过整合线上线下资源共同发展，扩大物业品牌影响力。

- **盈利预测与投资评级**

  公司发展迅速，2018 年上半年销售保持高增长，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 0.84 元、1.01 元，对应 PE 倍数为 4.92x、4.09x，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

损益表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	**20,782**	**20,811**	**25,619**	**31,780**	**35,562**
增长率	*67.8%*	*0.1%*	*23.1%*	*24.1%*	*11.9%*
营业成本	-16,397	-16,547	-20,444	-25,233	-28,521
% 销售收入	*78.9%*	*79.5%*	*79.8%*	*79.4%*	*80.2%*
毛利	4,385	4,265	5,175	6,547	7,041
% 销售收入	*21.1%*	*20.5%*	*20.2%*	*20.6%*	*19.8%*
营业税金及附加	-1,289	-827	-1,165	-1,795	-1,811
% 销售收入	*6.2%*	*4.0%*	*4.5%*	*5.6%*	*5.1%*
营业费用	-480	-479	-589	-731	-818
% 销售收入	*2.3%*	*2.3%*	*2.3%*	*2.3%*	*2.3%*
管理费用	-437	-526	-648	-803	-899
% 销售收入	*2.1%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*
息税前利润（EBIT）	2,178	2,433	2,773	3,218	3,513
% 销售收入	*10.5%*	*11.7%*	*10.8%*	*10.1%*	*9.9%*
财务费用	-333	-331	2	2	2
% 销售收入	*1.6%*	*1.6%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	155	482	482	482	482
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	1,293	433	577	767
% 税前利润	*0.3%*	*45.1%*	*15.8%*	*17.3%*	*20.1%*
营业利润	1,694	2,917	2,726	3,314	3,800
营业利润率	*8.1%*	*14.0%*	*10.6%*	*10.4%*	*10.7%*
营业外收支	13	-48	19	11	17
税前利润	**1,707**	**2,869**	**2,745**	**3,325**	**3,818**
利润率	*8.2%*	*13.8%*	*10.7%*	*10.5%*	*10.7%*
所得税	-554	-881	-843	-1,021	-1,172
所得税率	*32.4%*	*30.7%*	*30.7%*	*30.7%*	*30.7%*
净利润	1,153	1,988	1,902	2,304	2,645
少数股东损益	142	41	39	48	55
归属于母公司的净利润	**1,011**	**1,947**	**1,862**	**2,256**	**2,591**
净利率	*4.9%*	*9.4%*	*7.3%*	*7.1%*	*7.3%*

现金流量表（人民币百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,153	1,988	1,902	2,304	2,645
加：折旧和摊销	48	52	34	37	39
资产减值准备	155	482	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	373	445	-2	-2	-2
投资收益	-4	-1,293	-433	-577	-767
少数股东损益	142	41	39	48	55
营运资金的变动	8,699	-204	3,891	6,348	7,767
经营活动现金净流	**9,151**	**1,679**	**5,392**	**8,110**	**9,682**
固定资本投资	174	-95	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**403**	**228**	**353**	**621**	**749**
股利分配	-198	-198	-403	-436	-458
其他	-6,681	-1,364	-3,612	-6,078	-8,612
筹资活动现金净流	**-6,879**	**-1,562**	**-4,015**	**-6,513**	**-9,070**
现金净流量	**2,674**	**345**	**1,730**	**2,217**	**1,361**

资产负债表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,885	7,490	9,220	11,437	12,798
应收款项	2,137	3,901	3,524	5,687	4,620
存货	36,839	39,561	45,621	52,508	55,236
其他流动资产	1,253	1,737	2,227	2,267	2,591
流动资产	47,114	52,689	60,592	71,899	75,245
% 总资产	*97.1%*	*97.3%*	*97.6%*	*98.1%*	*98.2%*
长期投资	108	104	129	30	3
固定资产	311	585	587	588	586
% 总资产	*0.6%*	*1.1%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.8%*
无形资产	245	240	228	216	204
非流动资产	1,402	1,465	1,501	1,414	1,393
% 总资产	*2.9%*	*2.7%*	*2.4%*	*1.9%*	*1.8%*
资产总计	**48,516**	**54,154**	**62,093**	**73,313**	**76,638**
短期借款	8,569	8,676	12,064	10,709	2,094
应付款项	15,716	19,143	29,196	44,628	54,380
其他流动负债	4,124	3,144	3,144	3,144	3,144
流动负债	28,409	30,964	44,405	58,481	59,619
长期贷款	8,536	8,739	4,724	0	0
其他长期负债	2,141	3,574	74	74	74
负债	**39,087**	**43,278**	**49,204**	**58,556**	**59,693**
普通股股东权益	8,822	10,390	12,363	14,184	16,317
少数股东权益	607	486	526	574	628
负债股东权益合计	**48,516**	**54,154**	**62,093**	**73,313**	**76,638**

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.77	1.14	0.84	1.01	1.16
每股净资产(元)	3.96	4.66	5.55	6.36	7.32
每股经营现金净流(元)	4.11	0.75	2.42	3.64	4.34
每股股利(元)	0.09	0.09	0.18	0.20	0.21
回报率					
净资产收益率	11.46%	18.74%	15.07%	15.91%	15.88%
总资产收益率	2.38%	3.67%	3.06%	3.14%	3.45%
投入资本收益率	4.55%	9.57%	7.60%	10.94%	17.97%
增长率					
营业总收入增长率	67.77%	0.14%	23.10%	24.05%	11.90%
EBIT增长率	85.17%	60.02%	-16.03%	21.60%	14.68%
净利润增长率	98.15%	92.55%	-4.33%	21.15%	14.80%
总资产增长率	-2.82%	11.62%	14.66%	18.07%	4.54%
资产管理能力					
应收账款周转天数	36.4	52.2	52.2	52.2	52.2
存货周转天数	664.5	660.8	598.5	555.8	545.4
应付账款周转天数	123.0	140.7	250.0	300.0	350.0
固定资产周转天数	5.7	7.7	8.2	6.7	5.9
偿债能力					
净负债/股东权益	149.04%	117.45%	49.89%	-6.85%	-75.78%
EBIT利息保障倍数	6.1	9.8	-1,361.8	-1,656.1	-1,899.2
资产负债率	80.56%	79.92%	79.24%	79.87%	77.89%

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。