

公司研究/中报点评

2019年08月27日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 3.75
合理价格区间(元): 4.55~5.25

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

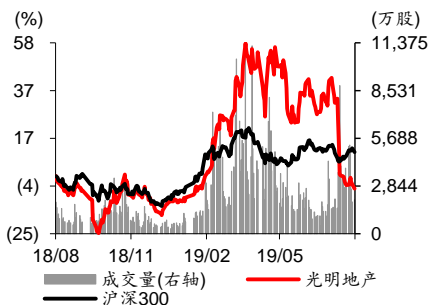
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《光明地产(600708,买入): 销售继续稳增长, 积极拓展战未来》2019.04
- 2 《光明地产(600708,买入): 毛利率显著改善, 新开工提速》2018.10
- 3 《光明地产(600708,买入): 开发业务稳增长, 估值具备优势》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

结算结构拖累盈利, 销售增速有望修复

光明地产(600708)

核心观点

公司半年报显示, 2019上半年实现营收73.19亿元, 同比+13.7%; 实现归母净利润5.0亿元, 同比-39.7%; 加权平均ROE为3.9%, 同比-3.9个百分点; 公司业绩低于预期, 主要受地产业务低毛利、低权益等结转结构的影响。考虑到下半年竣工、推盘计划占比较高, 全年业绩增速有望平稳修复。维持2019-2021年EPS为0.70、0.80、0.96元的盈利预测, 维持“买入”评级。

结算结构导致毛利下行, 低权益比拖累盈利增速

上半年公司地产开发业务结转收入同比+11.8%至65.4亿元, 带动总营收同比+13.7%至73.2亿元, 实现归母净利润5.0亿元, 同比-39.7%。公司业绩低于预期主要源于1、受结转结构等因素的影响, 地产业务毛利率同比-10.3pct至30.4%, 拖累综合毛利率降至28.0%; 2、报告期结转项目权益比有所降低, 少数股东损益占净利润的比重同比大幅上升19.8个百分点至30.7%。上半年公司竣工面积66.4万平, 占全年竣工计划的29.6%, 随着下半年推货增加以及合作开发项目逐渐步入结转, 公司利润增速有望修复。

推盘节奏影响销售增速, 拓展深耕长三角高能级城市

2019上半年公司实现销售面积81.7万平, 同比-23.7%; 销售金额105.3亿元, 同比-22.5%。上半年新开工面积303.3万平, 同比+52.6%, 已超全年计划目标。随着新开工项目稳步入市以及下半年新开工延续, 全年可售货值或超预期, 推动销售增速温和修复。上半年公司新增土储面积122.9万平, 同比+61.5%, 继续保持较高投资强度, 新增资源主要集中长三角高能级城市。按照2018年报计算公司未结算资源中上海占比18% (其中自贸区临港片区10万平未结算建面+6万平冷库)、长三角占比65%, 有望深度受益于长三角一体化战略的推进。

积极探索金融创新, 融资优势有望维持

上半年公司通过发行购房尾款ABS、永续中票、中期票据、冷链仓储物流ABS、超短期融资券等创新方式, 低成本融资42亿元。高强度土地投资带动扣除预收账款的资产负债率同比上升10.6pct至73.0%, 货币资金对短期负债的覆盖率同比-19.1pct至50.8%, 长短期偿债压力有所增加。考虑到公司地方优质国企的背景优势以及光明集团的信用背书, 公司有望保持良好融资优势, 且随着新一轮优质资源的逐步兑现, 负债率预计平稳改善。

本土优势明显, 多元紧密协同, 维持“买入”评级

公司地产主业借助本土优势有望深度扩展旧改、保障房、崇明岛等片区开发领域, 冷链物流有望实现产业链的多元紧密协同, 同时集团优质资源具备后续整合对接空间。考虑到公司下半年销售增速有望修复, 竣工面积依然有上行空间, 维持预计2019-2021年EPS为0.70、0.80、0.96元的盈利预测。参考可比公司2019年7.9倍的PE估值, 考虑到公司预期盈利增速低于可比公司, 我们认为公司2019年合理PE估值水平为6.5-7.5倍, 目标价4.55-5.25元 (前值7.00-7.70元), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 房地产基本面下滑可能拖累公司销售; 土地储备偏低; 负债快速增长带来资金链压力。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,229
流通A股 (百万股)	2,225
52周内股价区间 (元)	3.10-6.50
总市值 (百万元)	8,357
总资产 (百万元)	77,784
每股净资产 (元)	6.11

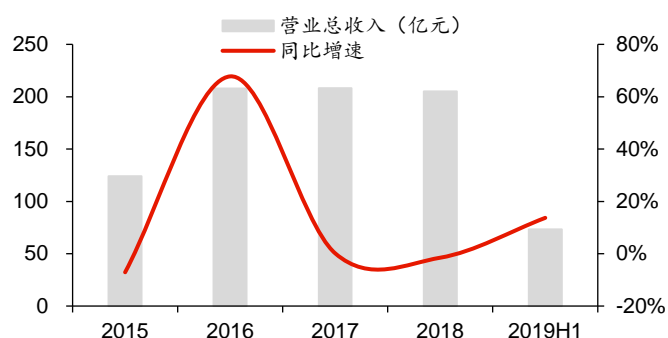
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	20,811	20,494	21,122	23,177	26,568
+/-%	0.14	(1.53)	3.06	9.73	14.63
归属母公司净利润 (百万元)	1,947	1,418	1,565	1,785	2,145
+/-%	92.55	(27.17)	10.36	14.08	20.18
EPS (元, 最新摊薄)	0.87	0.64	0.70	0.80	0.96
PE (倍)	4.29	5.89	5.34	4.68	3.90

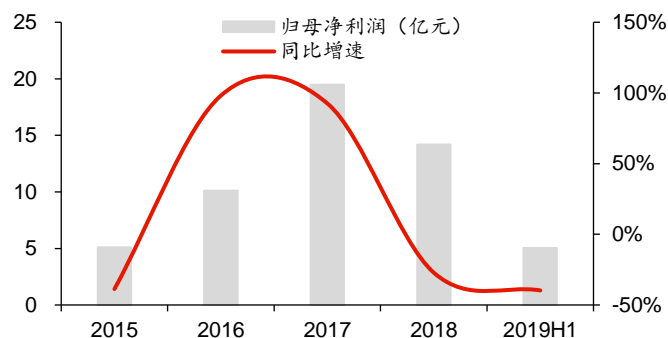
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2015-2019H1 公司营业收入



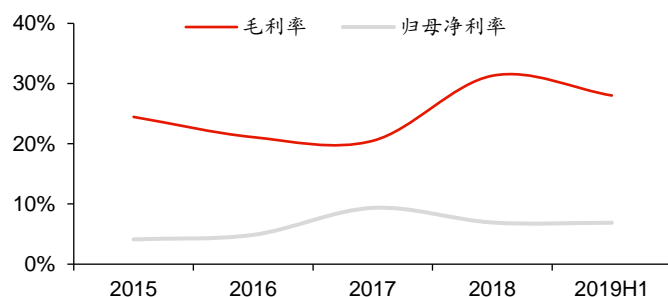
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2015-2019H1 公司归母净利润



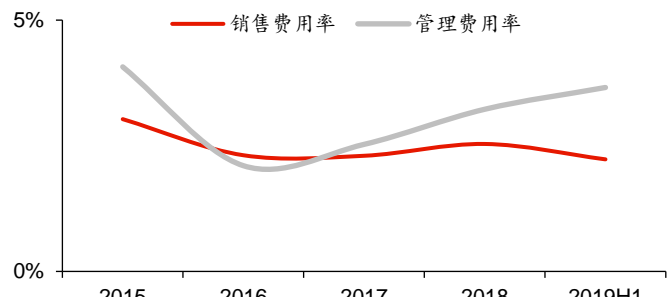
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2015-2019H1 公司毛利率、净利率



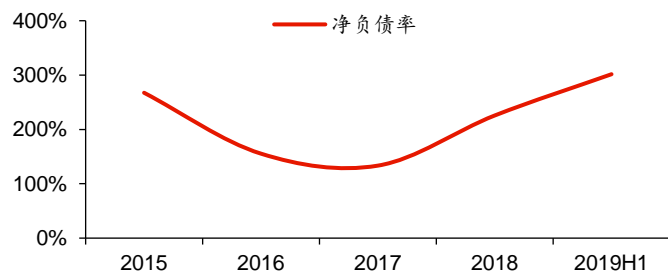
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 2015-2019H1 公司销售、管理费用率



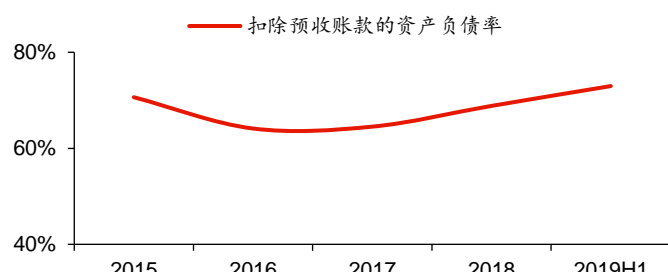
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 2015-2019H1 公司净负债率



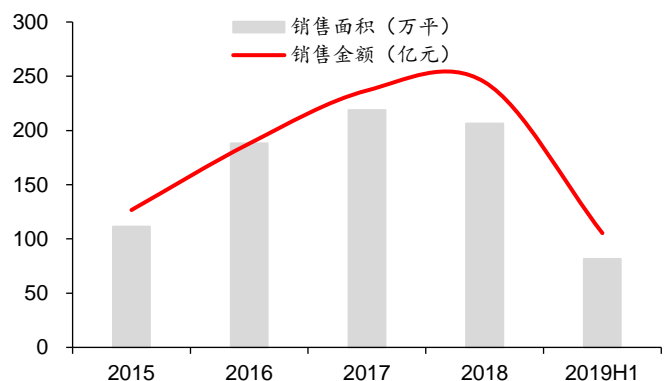
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 2015-2019H1 公司扣除预收款的资产负债率



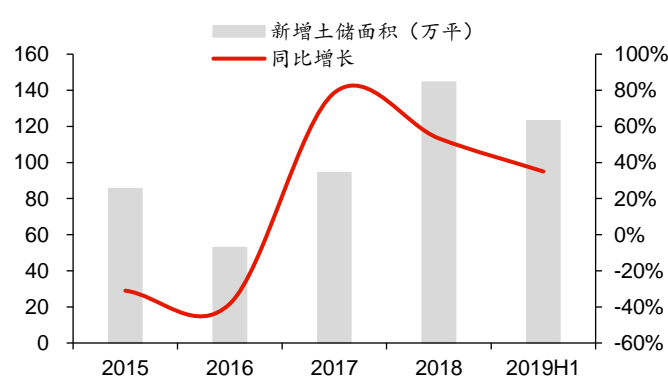
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2018-2019H1 公司销售



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2015-2019H1 公司拿地



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

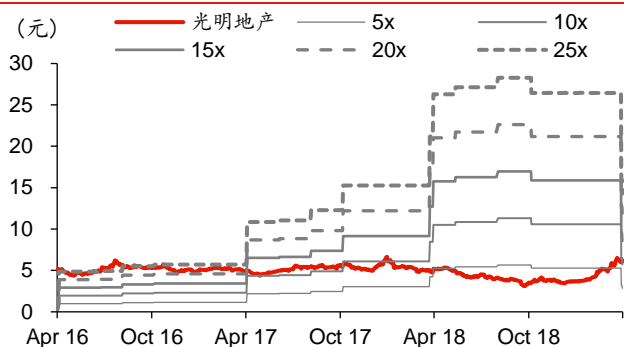
图表9：可比公司估值表（截至2019年8月26日，盈利预测数据来自Wind一致预期）

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
华发股份	150.35	7.10	1.08	1.43	1.84	2.26	6.57	4.98	3.86	3.14
上实发展	128.01	6.94	0.36	0.59	0.70	1.36	19.28	11.78	9.89	5.10
北京城建	132.95	7.07	0.70	0.80	0.94	1.12	10.10	8.83	7.55	6.32
华远地产	54.43	2.32	0.32	0.38	0.41	-	7.25	6.16	5.63	-
平均							10.80	7.94	6.73	3.64

资料来源：Wind，华泰证券研究所

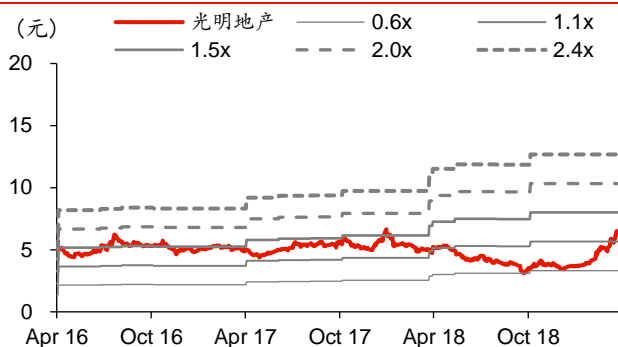
PE/PB - Bands

图表10：光明地产历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：光明地产历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

“一城一策”落地的节奏、范围、力度，流动性改善的节奏和力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

房地产行业销售存在下滑风险，公司销售可能受到行业拖累。若调控政策未出现较大力度放松，行业经历2008年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能。

公司土地储备偏低。截至2018年末公司合计土储计容建面618万平，再扣除部分已售未结算面积，实际可售面积相对偏低。虽然公司未来有望通过光明集团资源优势持续获得低价优质地块，但新项目获取进度仍存在一定不确定性。

2018年以来公司拿地力度较大，有息负债规模、净负债率提升，短债覆盖率有所下降。在房企融资环境未有明显改善的背景下，尽管有控股股东光明集团的背书，若公司保持较强的拓展力度，资金链可能面临一定压力。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	52,689	72,891	80,180	88,198	97,018
现金	7,490	10,455	11,500	12,650	13,915
应收账款	1,399	2,146	2,361	2,597	2,857
其他应收账款	2,502	9,656	10,622	11,684	12,853
预付账款	885.60	2,907	3,198	3,518	3,870
存货	39,561	46,823	51,505	56,656	62,321
其他流动资产	851.42	903.51	993.86	1,093	1,203
非流动资产	1,465	1,534	1,639	1,719	1,798
长期投资	0.00	104.93	115.42	126.96	139.66
固定投资	584.54	621.70	666.73	689.63	696.00
无形资产	240.40	233.51	256.02	260.45	267.78
其他非流动资产	640.45	574.31	601.03	642.46	694.30
资产总计	54,154	74,426	81,820	89,918	98,816
流动负债	30,964	39,527	42,251	45,336	49,838
短期借款	8,676	13,118	11,982	11,381	11,699
应付账款	7,198	8,078	8,886	9,774	10,752
其他流动负债	15,089	18,331	21,384	24,180	27,387
非流动负债	12,314	21,782	25,281	28,783	31,291
长期借款	8,739	18,214	20,714	23,214	25,714
其他非流动负债	3,574	3,568	4,567	5,569	5,577
负债合计	43,278	61,308	67,532	74,119	81,129
少数股东权益	486.39	429.43	480.74	595.90	800.21
股本	1,714	2,229	2,229	2,229	2,229
资本公积	1,868	1,354	1,354	1,354	1,354
留存公积	6,807	7,862	10,224	11,621	13,305
归属母公司股东权益	10,390	12,688	13,807	15,203	16,887
负债和股东权益	54,154	74,426	81,820	89,918	98,816

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,679	(8,734)	(149.03)	(692.00)	(433.28)
净利润	1,988	1,371	1,616	1,900	2,350
折旧摊销	51.76	62.65	94.20	106.68	118.37
财务费用	330.75	473.52	794.35	799.03	837.24
投资损失	(1,293)	45.38	(100.00)	(130.00)	(169.00)
营运资金变动	17.98	(11,638)	(2,660)	(3,488)	(3,707)
其他经营现金	582.79	950.48	106.37	119.86	137.09
投资活动现金	228.04	(2,879)	(62.42)	(16.33)	17.56
资本支出	48.00	55.97	100.00	100.00	100.00
长期投资	(1,139)	(667.55)	19.99	21.99	24.18
其他投资现金	(863.41)	(3,491)	57.57	105.65	141.74
筹资活动现金	(1,562)	14,382	1,257	1,858	1,681
短期借款	107.39	4,441	(1,136)	(600.39)	317.95
长期借款	202.91	9,475	2,500	2,500	2,500
普通股增加	395.62	514.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(577.17)	(514.30)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,690)	466.22	(106.81)	(41.26)	(1,137)
现金净增加额	344.24	2,769	1,045	1,150	1,265

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,811	20,494	21,122	23,177	26,568
营业成本	16,547	14,079	14,681	16,206	18,819
营业税金及附加	826.78	1,593	1,479	1,622	1,727
营业费用	478.80	519.75	536.49	579.42	650.91
管理费用	526.10	661.26	682.23	741.66	823.60
财务费用	330.75	473.52	794.35	799.03	837.24
资产减值损失	482.00	915.31	500.00	500.00	500.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,293	(45.38)	100.00	130.00	169.00
营业利润	2,917	2,215	2,549	2,859	3,379
营业外收入	61.33	112.03	89.08	92.10	94.41
营业外支出	109.71	51.33	72.65	71.72	68.63
利润总额	2,869	2,276	2,565	2,879	3,405
所得税	881.05	904.73	949.12	978.90	1,056
净利润	1,988	1,371	1,616	1,900	2,350
少数股东损益	41.21	(46.53)	51.30	115.16	204.31
归属母公司净利润	1,947	1,418	1,565	1,785	2,145
EBITDA	3,300	2,752	3,437	3,764	4,335
EPS (元, 基本)	1.14	0.64	0.70	0.80	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	0.14	(1.53)	3.06	9.73	14.63
营业利润	72.26	(24.06)	15.05	12.16	18.21
归属母公司净利润	92.55	(27.17)	10.36	14.08	20.18
获利能力 (%)					
毛利率	20.49	31.30	30.49	30.08	29.17
净利率	9.35	6.92	7.41	7.70	8.07
ROE	18.74	11.18	11.33	11.74	12.70
ROIC	9.00	4.23	5.16	5.47	6.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	79.92	82.38	82.54	82.43	82.10
净负债比率 (%)	42.73	53.02	50.32	48.59	48.04
流动比率	1.70	1.84	1.90	1.95	1.95
速动比率	0.41	0.63	0.65	0.67	0.67
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.32	0.27	0.27	0.28
应收账款周转率	17.41	11.06	9.01	8.99	9.37
应付账款周转率	2.56	1.84	1.73	1.74	1.83
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.64	0.70	0.80	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	(3.92)	(0.07)	(0.31)	(0.19)
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.69	6.20	6.82	7.58
估值比率					
PE (倍)	4.29	5.89	5.34	4.68	3.90
PB (倍)	0.80	0.66	0.61	0.55	0.49
EV_EBITDA (倍)	10.31	12.37	9.90	9.04	7.85

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com