

评级: 买入 (维持)

市场价格: 27.40

分析师: 倪一琛

执业证书编号: S0740517100003

电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

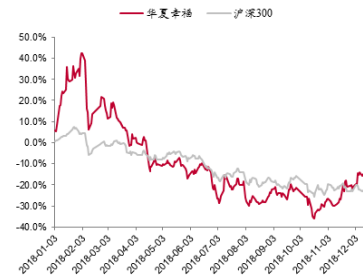
研究助理: 王洪岩

Email: wanghy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,003.25
流通股本(百万股)	2,954.95
市价(元)	27.40
市值(百万元)	82,289.05
流通市值(百万元)	80,965.63

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)	53,821	59,635	80,389	107,319	137,046
增长率 yoy%	40.40%	10.80%	34.80%	33.50%	27.70%
净利润	6,492	8,781	11,839	15,307	19,357
增长率 yoy%	35.22%	35.26%	34.83%	29.30%	26.46%
每股收益(元)	2.16	2.92	3.94	5.10	6.45
每股现金流量	2.58	-5.40	-0.04	-6.25	6.29
净资产收益率	25.60%	23.67%	25.27%	26.23%	26.43%
P/E	12.68	9.37	6.95	5.38	4.25
PEG	0.36	0.31	0.21	0.15	0.14
P/B	3.24	2.22	1.76	1.41	1.12

备注:

投资要点

■ **事件一: 拟向关联方平安资管融资。**全资子公司九通投资拟通过平安资管设立投资计划募集资金, 用于廊坊市固安高新区综合开发 PPP 项目及南京溧水区产业新城 PPP 项目。该计划总规模不超过 60 亿元; 年综合融资成本参考公司非公开市场融资利率, 暂定为 8.32%/年;

■ **事件二: 全资子公司拟非公开发行公司债券。**九通投资拟面向合格投资者非公开发行公司债券不超过 50 亿元, 期限不超过 10 年; 募集资金拟用于偿还公司债券等有息债务、补充产业新城业务流动资金及合规的其他用途; 利率根据发行时市场情况确定。该事项尚需股东大会批准, 并在取得相关无异议函后实施。

■ **融资渠道进一步拓宽, 经营性现金流持续改善。**

如果此次通过平安资管设立投资计划成功募集资金, 加上向合格投资者非公开发行公司债, 合计融资总规模上限达 110 亿元, 有效补充公司流动性的同时, 彰显了市场对公司未来发展的信心。此前, 公司已与中信银行签署《战略合作协议》, 获取总额不超过 315 亿元的集团授信, 其中产业新城授信额度不超过 165 亿元。今年 4 月, 公司作为普通合伙人与九通投资及光大信托成立中国产业基金(京津冀二期), 基金总规模 40.01 亿元, 产业新城基金有望成为公司未来重要的融资渠道之一。多元化的融资渠道, 为公司异地复制加速扩张提供资金上的支持。

今年二、三季度公司分别实现经营性现金流净流入 17.9 亿元、1.6 亿元(2017 年二、三季度为净流出 18.6 亿元、181.6 亿元)。我们认为, 随着非环京区域产业新城由建设起步阶段逐步转为成熟运营, 公司现金流有望获得持续改善。

■ **平安战略入股, 实现多维合作。**

此前, 公司控股股东“华夏控股”以 137.7 亿元价款向平安资管转让 19.7% 公司股份, 平安资管成为第二大股东, 实属“战略合作”。此次设立投资计划是双方在金融服务领域的协作, 主要是由平安按照公司的发展需求提供资金上的支持。此外, 有望借助公司在产业新城上的优势, 进一步实现金融、实业及其他业务的合作。

■ **投资建议:** 公司作为产业新城的行业领军者, 受环京区域限购等政策的影响, 目前正积极脱离区域性束缚, 已初步取得成效。我们认为短期内环京区域难见政策面的放宽, 非环京区域产城拓展多处于建设起步阶段, 前期资金投入规模将持续增加, 若此次通过平安资管设立投资计划募集资金成功, 公司债发行顺畅, 将有效缓解现金流压力。据我们测算, 目前公司异地复制的产城项目现金流回正的速度快于同期环京区域的项目, 因此中长期来看, 随着非环京产业新城逐步进入收获期, 公司现金流将持续改善预期, 此时正是公司基本面和估值洼地, 此外, 平安入股和此前公司部分董事及高管以自有资金增持公司股份, 均体现对公司未来发展的信心。据我们测算, 公司 RNAV36.43 元/股(含房地产开发业务, 不含产业新城业务), 较目前股价折让 25%, 具备充分的安全边际。根据平安入股时控股股东的业绩承诺, 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 3.94、5.10、6.45 元, 对应当前 PE 倍数为 6.95、5.38、4.25x, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 资金面流动性持续收紧, 调控政策继续趋严, 产业新城异地复制不达预期, 回款进度不达预期等。

图表 1: 公司盈利预测表

利润表表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	53,821	59,635	80,389	107,319	137,046	货币资金	45,503	68,105	91,805	122,560	156,509
增长率	40.4%	10.8%	34.8%	33.5%	27.7%	应收款项	16,438	29,498	32,423	50,241	55,321
营业成本	-36,045	-31,052	-42,391	-56,715	-69,392	存货	147,345	229,794	285,070	403,761	439,041
%销售收入	67.0%	52.1%	52.7%	52.8%	50.6%	其他流动资产	14,276	21,089	24,909	23,475	27,020
毛利	17,775	28,584	37,997	50,604	67,654	流动资产	223,561	348,486	434,207	600,037	677,892
%销售收入	33.0%	47.9%	47.3%	47.2%	49.4%	%总资产	89.5%	92.7%	94.4%	96.1%	96.7%
营业税金及附加	-3,135	-5,184	-6,988	-9,329	-11,913	长期投资	3,239	7,508	8,326	9,287	10,380
%销售收入	5.8%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	固定资产	2,670	2,842	2,520	2,251	1,870
营业费用	-1,875	-1,963	-2,645	-4,293	-6,852	%总资产	1.1%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%
%销售收入	3.5%	3.3%	3.3%	4.0%	5.0%	无形资产	6,140	5,193	3,862	2,444	1,027
管理费用	-3,623	-7,488	-10,852	-14,488	-20,557	非流动资产	26,342	27,378	25,934	24,580	23,423
%销售收入	6.7%	12.6%	13.5%	13.5%	15.0%	%总资产	10.5%	7.3%	5.6%	3.9%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	9,143	13,949	17,512	22,494	28,332	资产总计	249,903	375,865	460,141	624,617	701,315
%销售收入	17.0%	23.4%	21.8%	21.0%	20.7%	短期借款	300	6,846	71,136	124,030	143,060
财务费用	-563	-980	161	215	274	应付款项	134,825	182,999	232,160	332,190	374,911
%销售收入	1.0%	1.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	24,574	38,218	38,218	38,218	38,218
资产减值损失	176	832	832	832	832	流动负债	159,699	228,064	341,514	494,438	556,189
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	20,291	37,074	37,074	37,074	37,074
投资收益	415	734	386	386	386	其他长期负债	31,881	39,694	727	727	727
%税前利润	4.4%	5.1%	2.0%	1.6%	1.3%	负债	211,872	304,832	379,316	532,239	593,920
营业利润	9,171	14,536	18,891	23,927	29,824	普通股股东权益	25,361	37,095	46,853	58,360	73,250
营业利润率	17.0%	24.4%	23.5%	22.3%	21.8%	少数股东权益	12,671	33,938	33,972	34,017	34,074
营业外收支	157	-79	30	50	56	负债股东权益合计	249,903	375,865	460,141	624,617	701,315
税前利润	9,328	14,457	18,921	23,977	29,880	比率分析					
利润率	17.3%	24.2%	23.5%	22.3%	21.8%	每股指标					
所得税	-2,807	-3,993	-5,383	-6,960	-8,802	每股收益 (元)	2.16	2.92	3.94	5.10	6.45
所得税率	30.1%	27.6%	28.4%	29.0%	29.5%	每股净资产 (元)	8.44	12.35	15.60	19.43	24.39
净利润	6,168	8,807	11,874	15,352	19,414	每股经营现金净流 (元)	2.58	-5.40	-0.04	-6.25	6.29
少数股东损益	-323	26	35	45	57	每股股利 (元)	0.65	0.65	0.88	1.27	1.49
归属于母公司的净利润	6,492	8,781	11,839	15,307	19,357	回报率					
净利率	12.1%	14.7%	14.7%	14.3%	14.1%	净资产收益率	25.60%	23.67%	25.27%	26.23%	26.43%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	2.47%	2.34%	2.58%	2.46%	2.77%
净利润	6,168	8,807	11,874	15,352	19,414	投入资本收益率	21.27%	20.73%	13.27%	15.21%	14.41%
加: 折旧和摊销	791	1,481	756	851	851	增长率					
资产减值准备	176	832	0	0	0	营业总收入增长率	40.40%	10.80%	34.80%	33.50%	27.70%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	35.88%	47.65%	23.20%	29.19%	26.48%
财务费用	804	1,215	-161	-215	-274	净利润增长率	35.22%	35.26%	34.83%	29.30%	26.46%
投资收益	-415	-734	-386	-386	-386	总资产增长率	48.20%	50.40%	22.42%	35.74%	12.28%
少数股东损益	-323	26	35	45	57	资产管理能力					
营运资金的变动	-2,270	-14,887	-12,201	-34,387	-712	应收账款周转天数	85.7	138.6	138.6	138.6	138.6
经营活动现金净流	7,763	-16,228	-118	-18,784	18,893	存货周转天数	829.3	1,138.3	1,152.8	1,155.3	1,107.0
固定资本投资	-1,411	-1,100	-100	-141	-20	应付账款周转天数	182.0	265.8	223.9	244.8	234.4
投资活动现金净流	-25,062	-20,030	415	230	220	固定资产周转天数	16.9	16.6	12.0	8.0	5.4
股利分配	-1,950	-1,950	-2,629	-3,799	-4,468	偿债能力					
其他	27,344	59,049	26,033	53,108	19,304	净负债/股东权益	2.76%	14.79%	6.28%	26.00%	-0.28%
筹资活动现金净流	25,394	57,098	23,403	49,309	14,836	EBIT利息保障倍数	16.7	14.1	-106.1	-102.7	-101.7
现金净流量	8,094	20,841	23,700	30,755	33,949	资产负债率	84.78%	81.10%	82.43%	85.21%	84.70%

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。