投资评级 优于大市 维持

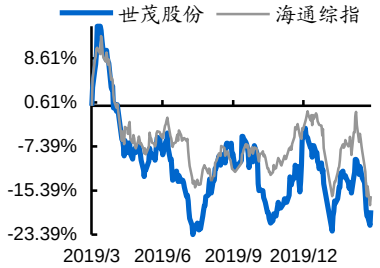
股票数据

03 月 26 日收盘价(元)	3.96
52 周股价波动（元）	3.58-5.95
总股本/流通 A 股（百万股）	3751/3751
总市值/流通市值（百万元）	14855/14855

相关研究

《业绩稳健增长，聚焦一二线城市》2019.08.25

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-3.4	-3.2	-12.0
相对涨幅（%）	5.8	4.5	-3.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tll5535@htsec.com
证书:S0850510120001
分析师:谢盐
Tel:(021)23219436
Email:xiey@htsec.com
证书:S0850511010019

归母净利润保持稳健，股息率水平较高

投资要点:

- **事件。**公司公布 2019 年年报。报告期内，公司实现营业收入 214.49 亿元，同比增加 3.75%;归属于上市公司股东的净利润 24.30 亿元，同比增加 1.07%;实现基本每股收益 0.65 元。公司 2019 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.60 元(含税，**按照 3 月 26 日收盘价计算的税前股息率为 6.57%**)。

- **2019 年，受住宅销售和物业管理收入增加的推动，公司营收增加 3.75%，归母净利润增加 1.07%。**根据公司 2019 年年报披露:（1）2019 年，公司合并报表范围内主营业务收入，合计 214.49 亿元。其中，房地产营业收入 207.27 亿元，同比增幅 3.76%；其他营业收入为 7.22 亿元，同比增幅 3.35%。（2）2019 年，公司实现住宅销售收入 136.17 亿元；商业地产销售收入 63.77 亿元；房地产租赁收入 7.33 亿元；酒店服务业务收入 2.63 亿元；物业管理收入 4.33 亿元；其他业务收入 2570.62 万元。（3）2019 年，公司实现签约额 244 亿元，同比减少 10%;实现销售签约面积约 123 万平方米，同比减少 11%。根据公司 2019 年年报披露: 2019 年，公司年内新增开工面积 255 万平方米，当年施工面积达到 970 万平方米 ，竣工面积达到 97 万平方米，公司持有的经营性物业面积达到 166 万平方米；房地产出租面积约 142 万平方米，取得租金收入约 7.33 亿元。截止 2019 年，公司共持有在建/待建的土地储备面积超过 1892 万平方米。

- 根据公司 2019 年年报披露：根据公司目前开发的项目，2020 年，公司计划实现合约销售 270 亿元，公司 2020 年度资本性支出预计为 195 亿元，三项费用预计为 35 亿元，计划采用银行借款、债权融资、预售房款等融资手段满足资金需求。公司未来中长期经营计划的展望：公司未来三年计划签约收入年均增幅达 10%，公司未来三年计划净利润年均增幅达 10%。

- **投资建议。布局一二线城市，打造商业地产龙头，“优于大市”评级。**公司是集综合商业地产开发、销售、运营等多个业务板块于一体的综合地产上市公司。公司聚焦长三角、环渤海及海西等地区的一、二线经济发达城市。截止 2019 年底，公司共持有在建/待建的土地储备建筑面积 1892 万平方米。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 将是 0.79 元和 0.96 元，对应 RNAV 是 18.67 元。考虑到公司的商业地产龙头地位，以及优质资产和分红比例较高，我们给予公司 2020 年 5.5—6.5 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 4.35-5.14 元，维持公司“优于大市”评级。

- **风险提示：**公司面临销售不达标和销售价格下行风险，以及经济下行影响商办物业租赁风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20674	21449	28006	35060	44492
(+/-)YoY(%)	10.7%	3.7%	30.6%	25.2%	26.9%
净利润(百万元)	2404	2430	2950	3584	4352
(+/-)YoY(%)	8.0%	1.1%	21.4%	21.5%	21.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.65	0.79	0.96	1.16
毛利率(%)	44.6%	35.0%	35.9%	35.6%	35.4%
净资产收益率(%)	10.2%	9.6%	11.1%	12.5%	13.9%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

事件:

公司公布 2019 年年报。报告期内，公司实现营业收入 214.49 亿元，同比增加 3.75%; 归属于上市公司股东的净利润 24.30 亿元，同比增加 1.07%; 实现基本每股收益 0.65 元。公司 2019 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.60 元(含税，**按照 3 月 26 日收盘价计算的税前股息率为 6.57%**)。

点评:

2019 年，受住宅销售和物业管理收入增加的推动，公司营收增加 3.75%，归母净利润增加 1.07%。2019 年，公司实现营业收入 214.49 亿元，同比增加 3.75%。其中物业销售收入 199.94 亿元，非物业销售收入 14.55 亿元，占公司整体营业收入的 6.78%; 同期，公司实现归母净利润 24.30 亿元，同比增加 1.07%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2018	2019	Ppt	海通分析
毛利率	44.56	35.01	-9.55	本期公司负债水平上升
净利率	11.63	11.33	-0.30	
资产负债率	58.65	62.21	3.57	
有息负债率	53.64	58.47	4.83	
三项费用占收入比	7.77	8.21	0.43	
ROE	10.44	9.76	-0.68	
(百万元)	**2018**	**2019**	**YOY%**	**海通分析**
总资产	108320.25	127563.91	17.77	本期公司新增存货项目(土地储备)124 亿元，销售回款增加期末货币资金，及投资性房地产评估增值 17 亿元
净资产	23676.17	25383.30	7.21	
货币现金	10349.11	12826.87	23.94	本期公司新增项目建设储备资金
预收账款	5422.20	4768.67	-12.05	
一年内到期的非流动负债	4216.54	9272.41	119.91	本期公司发行中期票据及金融机构借款增加
经营活动现金流净额	3978.22	4710.65	18.41	本期公司收到经营性往来款增加所致

资料来源：2018 年年报、2019 年年报、海通证券研究所

根据公司 2019 年年报披露:（1）2019 年，公司合并报表范围内主营业务收入，合计 214.49 亿元。其中，房地产营业收入 207.27 亿元，同比增幅 3.76%; 其他营业收入为 7.22 亿元，同比增幅 3.35%。（2）2019 年，公司实现住宅销售收入 136.17 亿元; 商业地产销售收入 63.77 亿元; 房地产租赁收入 7.33 亿元; 酒店服务业务收入 2.63 亿元; 物业管理收入 4.33 亿元; 其他业务收入 2570.62 万元。（3）2019 年，公司实现签约额 244 亿元，同比减少 10%; 实现销售签约面积约 123 万平方米，同比减少 11%。根据公司 2019 年年报披露: 2019 年，公司年内新增开工面积 255 万平方米，当年施工面积达到 970 万平方米 ，竣工面积达到 97 万平方米，公司持有的经营性物业面积达到 166 万平方米。房地产出租面积约 142 万平方米，取得租金收入约 7.33 亿元。截止 2019 年，公司共持有在建/待建的土地储备面积超过 1892 万平方米。

根据公司 2019 年年报披露: 根据公司目前开发的项目，2020 年，公司计划实现合约销售 270 亿元，公司 2020 年度资本性支出预计为 195 亿元，三项费用预计为 35 亿元，计划采用银行借款、债权融资、预售房款等融资手段满足资金需求。公司未来中长期经营计划的展望:公司未来三年计划签约收入年均增幅达 10%,公司未来三年计划净利润年均增幅达 10%。

表 2　公司利润表对比

单位：百万元	2018	2019	YOY%	海通分析
一、营业总收入	20674.23	21449.13	3.75	本期公司各期结算物业的类型、地域、价格等因素影响，同比略有增加
二、营业总成本	14822.71	17223.04	16.19	
营业成本	11461.71	13940.65	21.63	
营业税金及附加	1831.55	1458.27	-20.38	本期公司营业税金及附加减少
销售费用	705.45	752.84	6.72	本期公司销售增加连带费用上升
管理费用	693.68	776.14	11.89	本期公司行政费用增加
财务费用	208.17	231.59	11.25	本期公司融资规模增加
资产减值损失	-77.85	0.00	—	
投资净收益	78.74	111.38	41.45	
三、营业利润	6826.75	5358.46	-21.51	本期公司毛利率较低使得营业利润负增长
加：营业外收入	43.84	58.01	32.30	本期公司政府补助等营业外收入增加
减：营业外支出	228.19	66.97	-70.65	
四、利润总额	6642.41	5349.50	-19.46	
减：所得税	1916.23	1508.08	-21.30	
五、净利润	4726.18	3841.41	-18.72	同上
减：少数股东损益	2322.37	1411.87	-39.21	
归属母公司净利润	2403.81	2429.55	1.07	
六、每股收益				
全面摊薄每股收益(元)	0.64	0.65	1.56	

资料来源：2018 年年报、2019 年年报、海通证券研究所

投资建议：布局一二线城市，打造商业地产龙头，“优于大市”评级。公司是集综合商业地产开发、销售、运营等多个业务板块于一体的综合地产上市公司。公司聚焦长三角、环渤海及海西等地区的一、二线经济发达城市。截止 2019 年底，公司共持有在建/待建的土地储备建筑面积 1892 万平方米。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 将是 0.79 元和 0.96 元，对应 RNAV 是 18.67 元。考虑到公司的商业地产龙头地位，以及优质资产和分红比例较高，我们给予公司 2020 年 5.5—6.5 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 4.35-5.14 元，维持公司“优于大市”评级。

表 3　公司 RNAV 估值

地产业务净权益增加值（百万元）	34291.71
出租和自营业务（百万元）	5564.82
其他业务净权益增加值（百万元）	4782.94
2019 年净资产账面价值（百万元）	25383.30
NAV（百万元）	70022.77
股本（百万股）	3751.17
每股 RNAV（元/股）	18.67

资料来源：公司 2019 年年报、海通证券研究所

表 4　上市地产公司业绩及其估值表（收盘价日期为 2020.3.26）

序号	项目	总市值（亿元）	2020 年 EPS（元/股）	2020 年 PE（倍）
000402.SZ	金融街	197.87	1.38	4.80
601588.SH	北辰实业	82.89	0.54	4.94
	平均			4.87

注：2020 年 EPS 预测来自海通地产。
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

风险提示：公司面临销售不达标和销售价格下行风险，以及经济下行影响商办物业租赁风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.65	0.79	0.96	1.16
每股净资产	6.77	7.11	7.64	8.38
每股经营现金流	1.26	1.77	1.94	2.28
每股股利	0.26	0.24	0.29	0.35
价值评估（倍）				
P/E	6.11	5.04	4.14	3.41
P/B	0.59	0.56	0.52	0.47
P/S	0.69	0.53	0.42	0.33
EV/EBITDA	5.04	3.26	2.16	1.22
股息率%	**6.57%**	**5.96%**	**7.24%**	**8.79%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	35.0%	35.9%	35.6%	35.4%
净利润率	11.3%	10.5%	10.2%	9.8%
净资产收益率	9.6%	11.1%	12.5%	13.9%
资产回报率	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%
投资回报率	5.7%	8.7%	11.0%	13.8%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	3.7%	30.6%	25.2%	26.9%
EBIT 增长率	-24.4%	40.0%	23.1%	23.1%
净利润增长率	1.1%	21.4%	21.5%	21.4%
偿债能力指标				
资产负债率	62.2%	64.6%	66.8%	68.8%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	47.3	47.3	47.3	47.3
存货周转天数	1347.2	1199.0	1151.1	1116.6
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	12.6	14.7	16.1	19.2

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**21449**	**28006**	**35060**	**44492**
营业成本	13941	17952	22570	28761
毛利率%	35.0%	35.9%	35.6%	35.4%
营业税金及附加	1458	1820	2279	3025
营业税金率%	6.8%	6.5%	6.5%	6.8%
营业费用	753	896	1157	1513
营业费用率%	3.5%	3.2%	3.3%	3.4%
管理费用	776	1008	1262	1602
管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EBIT	4521	6329	7792	9591
财务费用	232	117	64	-18
财务费用率%	1.1%	0.4%	0.2%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	111	123	135	148
营业利润	**5358**	**6338**	**7866**	**9761**
营业外收支	-9	-10	-11	-12
利润总额	**5349**	**6328**	**7855**	**9749**
EBITDA	4638	6349	7822	9629
所得税	1508	1645	2121	2730
有效所得税率%	28.2%	26.0%	27.0%	28.0%
少数股东损益	1412	1733	2150	2667
归属母公司所有者净利润	**2430**	**2950**	**3584**	**4352**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	12827	16558	21361	27069
应收账款及应收票据	2788	3626	4539	5761
存货	48694	58973	71179	87981
其它流动资产	9170	9578	11900	15012
流动资产合计	73479	88735	108979	135823
长期股权投资	992	992	992	992
固定资产	1711	2091	2261	2383
在建工程	0	87	183	288
无形资产	282	282	282	282
非流动资产合计	54085	56052	57617	59045
资产总计	**127564**	**144787**	**166597**	**194868**
短期借款	400	1000	1500	1500
应付票据及应付账款	14004	16017	20138	25661
预收账款	4769	6226	7795	9892
其它流动负债	43436	53125	64092	78784
流动负债合计	62608	76369	93525	115837
长期借款	5704	6154	6649	7194
其它长期负债	11047	11047	11047	11047
非流动负债合计	16752	17202	17697	18241
负债总计	**79360**	**93570**	**111221**	**134078**
实收资本	3751	3751	3751	3751
普通股股东权益	25383	26663	28672	31418
少数股东权益	22821	24553	26704	29371
负债和所有者权益合计	**127564**	**144787**	**166597**	**194868**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2430	2950	3584	4352
少数股东损益	1412	1733	2150	2667
非现金支出	180	20	30	38
非经营收益	-644	288	304	315
营运资金变动	1333	1636	1214	1178
经营活动现金流	**4711**	**6626**	**7283**	**8550**
资产	-1000	-497	-307	-277
投资	-646	-1500	-1300	-1200
其他	876	123	135	148
投资活动现金流	**-770**	**-1874**	**-1472**	**-1329**
债权募资	1593	600	500	545
股权募资	49	0	0	0
其他	-3561	-1621	-1508	-2057
融资活动现金流	**-1920**	**-1021**	**-1008**	**-1513**
现金净流量	**2031**	**3731**	**4803**	**5709**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 26 日
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊　　房地产行业
谢盐　　房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　我爱我家,浦东金桥,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,中国恒大,华侨城 A,新湖中宝,国创高新,世茂股份,华润置地,世茂房地产,中华企业,雅生活服务,光明地产,天健集团,大悦城,金科股份,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,中国海外发展,电子城,融信中国

投资评级说明

类　别	评　级	说　明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; **2. 市场基准指数的比较标准:** A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。