

投资评级 中性 维持

时间过半任务过半, 营收和归母净利保持双增

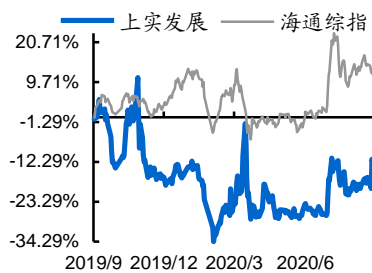
股票数据

08月28日收盘价(元)	5.95
52周股价波动(元)	4.35-7.98
总股本/流通A股(百万股)	1845/1845
总市值/流通市值(百万元)	10975/10975

相关研究

《业绩保持较快增长, 持续转型升级》
2019.09.03

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.0	18.7	19.7
相对涨幅(%)	5.0	1.7	-5.9

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

投资要点:

- **事件。**公司公布2020年半年报。报告期内, 公司实现营业收入44.93亿元, 同比上升3.29%; 归属于上市公司股东的净利润为4.29亿元, 同比上升4.05%。
- **2020年上半年, 由于公司工程项目收入有所增长, 公司营收上升3.29%; 同期, 归母净利润上升4.05%。**
- 根据公司2020年半年报披露: 报告期内, 公司于4月底以2.74%的票面利率发行了人民币8亿元(3+2年期)公司债券, 切实有效降低了公司的中期资金成本。报告期内, 公司湖州“上实海上海·天澜湾”、泉州“上实·海上海”等项目均实现逆市畅销。截至今年上半年, 公司签约面积约6.8万平方米, 签约金额约11亿元。工程建设方面, 公司于报告期内在建项目9个, 在建面积约192万平方米。项目拓展方面, 于上半年拓展上海联通机房、上海金融法院、芜湖市政府服务中心等机关项目7个, 新增在管面积约31万平方米, 整体在管面积依然保持在2500万平方米以上。
- 下半年, 公司计划在建筑面积超过200万平方。在持有型物业方面, 公司将向业内标杆企业学习; 物业管理方面, 做好成本控制, 聚焦非居、高标项目的市场拓展, 大胆探索物业服务转型升级。
- **2020年上半年, 公司一手抓疫情防控, 一手抓复工复产, 坚持全年工作目标不变, 积极灵活应变, 克服重重困难, 保障公司整体经营业绩平稳有序, 切实做到时间过半任务过半。**
- **投资建议。地产转型升级, “中性”评级。**公司主营业务为房地产开发与经营。经营模式以中高端住宅开发为主, 兼顾商业地产的开发及运营, 在创新物业管理模式、提升物业管理水平的基础上适度扩展物业管理规模。同时推动房地产主业在金融地产、文化地产、养老产业等领域实现主业升级。我们预计公司2020-2021年将实现EPS是0.50元和0.58元。我们参考同行业相关公司估值水平, 给予公司2020年9-11倍动态PE估值, 对应的合理价值区间为4.5-5.5元, 维持“中性”评级。
- **风险提示:** 公司面临地产多元化拓展不顺、非住宅类产品销售和租赁困难的风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8664	8866	10178	11544	13095
(+/-)YoY(%)	18.0%	2.3%	14.8%	13.4%	13.4%
净利润(百万元)	658	782	919	1063	1246
(+/-)YoY(%)	-25.0%	18.9%	17.5%	15.7%	17.2%
全面摊薄EPS(元)	0.36	0.42	0.50	0.58	0.68
毛利率(%)	30.0%	33.7%	33.2%	33.4%	33.5%
净资产收益率(%)	6.6%	7.4%	8.2%	8.9%	9.8%

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

表 1 上市地产公司的估值 (收盘价日期为 2020.8.28)

代码	上市公司	2020 年预测 EPS (元/股)	2020 年动态 PE (倍)
000090.SZ	天健集团	0.89	8.92
600708.SH	光明地产	0.31	9.74
600208.SH	新湖中宝	0.33	10.33
均值			9.67

注：表中天健集团的 EPS 预测值来自 Wind 一致预期，新湖中宝的 EPS 预测值来自海通地产。原报告中可比公司苏州高新不再覆盖且 Wind 没有盈利预测的一致预期，因此替换为光明地产。资料来源：海通证券研究所

风险提示：公司面临地产多元化拓展不顺、非住宅类产品销售和租赁困难的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	8866	10178	11544	13095
每股收益	0.42	0.50	0.58	0.68	营业成本	5874	6794	7691	8709
每股净资产	5.73	6.04	6.45	6.92	毛利率%	33.7%	33.2%	33.4%	33.5%
每股经营现金流	0.10	1.35	1.55	1.84	营业税金及附加	603	702	820	917
每股股利	0.00	0.15	0.17	0.20	营业税金率%	6.8%	6.9%	7.1%	7.0%
价值评估 (倍)					营业费用	172	224	254	288
P/E	14.03	11.94	10.32	8.81	营业费用率%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%
P/B	1.04	0.98	0.92	0.86	管理费用	357	427	485	537
P/S	1.24	1.08	0.95	0.84	管理费用率%	4.0%	4.2%	4.2%	4.1%
EV/EBITDA	9.61	8.42	6.87	5.26	EBIT	1808	1929	2156	2488
股息率%	0.0%	2.9%	3.3%	3.9%	财务费用	193	265	245	287
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.2%	2.6%	2.1%	2.2%
毛利率	33.7%	33.2%	33.4%	33.5%	资产减值损失	-254	145	87	87
净利润率	8.8%	9.0%	9.2%	9.5%	投资收益	-45	-36	-39	-43
净资产收益率	7.4%	8.2%	8.9%	9.8%	营业利润	1335	1535	1842	2133
资产回报率	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	营业外收支	9	10	11	12
投资回报率	6.0%	6.5%	7.5%	9.0%	利润总额	1344	1545	1852	2145
盈利增长 (%)					EBITDA	2005	2096	2363	2727
营业收入增长率	2.3%	14.8%	13.4%	13.4%	所得税	430	463	556	643
EBIT 增长率	23.7%	6.7%	11.8%	15.4%	有效所得税率%	32.0%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润增长率	18.9%	17.5%	15.7%	17.2%	少数股东损益	132	162	233	255
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	782	919	1063	1246
资产负债率	69.8%	70.9%	71.3%	71.8%					
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.5	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	货币资金	6470	8000	10473	13899
现金比率	0.3	0.3	0.4	0.5	应收账款及应收票据	661	714	810	919
经营效率指标					存货	23935	24954	25706	26488
应收帐款周转天数	25.6	25.6	25.6	25.6	其它流动资产	2399	2523	2747	3000
存货周转天数	1473.2	1340.6	1219.9	1110.1	流动资产合计	33465	36192	39736	44306
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	长期股权投资	299	299	299	299
固定资产周转率	17.6	8.5	7.2	7.5	固定资产	878	1510	1703	1783
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	18	18	18	18
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	6475	7708	8200	8580
净利润	782	919	1063	1246	资产总计	39941	43899	47935	52886
少数股东损益	132	162	233	255	短期借款	2690	3442	4000	5000
非现金支出	451	313	294	326	应付票据及应付账款	2236	2642	2990	3386
非经营收益	286	415	418	512	预收账款	8675	9960	11296	12814
营运资金变动	-1469	672	848	1048	其它流动负债	6750	7073	7394	7758
经营活动现金流	183	2481	2857	3388	流动负债合计	20352	23117	25680	28958
资产	-148	-790	-389	-308	长期借款	6442	6892	7387	7932
投资	-212	-600	-300	-300	其它长期负债	1101	1101	1101	1101
其他	4	-36	-39	-43	非流动负债合计	7543	7993	8488	9033
投资活动现金流	-356	-1426	-729	-651	负债总计	27895	31110	34168	37991
债权募资	948	752	558	1545	实收资本	1845	1845	1845	1845
股权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	10568	11149	11893	12766
其他	-617	-277	-214	-855	少数股东权益	1478	1640	1874	2129
融资活动现金流	331	475	344	690	负债和所有者权益合计	39941	43899	47935	52886
现金净流量	158	1530	2473	3426					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
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
谢益 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： 中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,华侨城 A,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,新湖中宝,浦东金桥,中华企业,光明地产,雅生活服务,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,融创中国,金融街,中国海外发展,电子城,外高桥,佳兆业美好

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;	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。