

投资评级 中性 维持

全面盘活存量资产，文旅业务持续推进

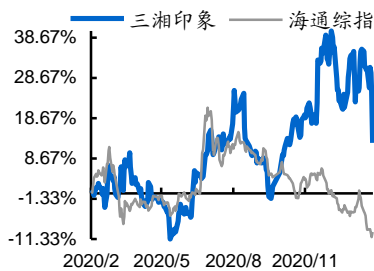
股票数据

02月09日收盘价(元)	3.73
52周股价波动(元)	3.54-5.35
总股本/流通A股(百万股)	1225/1225
总市值/流通市值(百万元)	4570/4570

相关研究

《经营逐步改善，绿色科技地产+文化IP双向赋能显成效》2020.06.22

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-25.8	-25.4	-16.4
相对涨幅(%)	-29.3	-40.4	-30.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

投资要点:

- **事件:** 公司公告关于转让子公司上海湘虹置业有限公司 (简称“湘虹置业”) 100%股权的公告。
- **出让湘虹置业 100%股权, 处置上海存量物业。** 公司于2021年2月5日与南通恒康数控机械股份有限公司 (简称“恒康数控”) 签订股权转让协议, 拟以681.82百万元的价格转让湘虹置业 100%股权于恒康数控。湘虹置业持有上海市闵行区虹桥商务区核心区一期范围内申滨南路999号1层至4层和地下1层至2层、滨南路995号地下1层04丙类库房等物业。
- **提周转增现金, 实现投资收益。** 我们认为, 此次出售一方面将加快存货周转, 提高房地产业务存货周转速度; 另一方面, 将增加公司现金流, 为公司未来的业务发展提供有力的保障。按照2020年9月30日的评估结果, 湘虹置业的净资产账面价值为560.51百万元, 评估值为668.81百万元, 交易价格略高于评估值, 我们预计相关收益也将对公司2021年的业绩产生积极影响。
- **新总裁背景上海文广, 助力文化产业发展。** 公司在2020年6月22日已发布过公告聘任新总裁王盛先生。王盛先生曾任电视台记者、编辑、主持人, 后担任上海文化广播影视集团对外事务部主任, 东方明珠新媒体股份有限公司副总裁等职务。我们认为, 公司的新总裁背景有助于公司开拓文化产业。
- **战略框架协议落地, 文旅业务持续推进。** 2020年12月14日, 公司与天津北方文化产业投资集团股份有限公司、昂利(天津)集团有限公司签订战略合作协议, 合作打造中意设计师创意产业的交流合作平台。此外, 公司与洪波先生、意中联合国际投资管理有限公司、北京莲和众成医疗科技有限公司签订了合作意向协议, 拟合资成立一家有限责任公司, 从事北京市大兴区长子营镇留民营村未来乐园项目的投资、开发、建设, 并计划植入文旅、科技、艺术、设计、会展、金融等的产业集群, 文旅业务持续推进。
- **投资建议: 维持“中性”评级。** 根据公司三季报情况, 我们预计公司2020-2021年EPS分别为0.25元、0.32元, 截止2021年2月9日, 公司收盘于3.73元, 对应2020和2021年PE在14.75倍和11.57倍。我们按照公司2021年EPS给予13-15倍PE估值, 合理价值区间在4.19~4.84元, 较每股RNAV(8.25元)折让幅度为41.4%-49.2%, 给予“中性”评级。风险提示: 1) 房地产开发业务销售和结算不及预期; 2) 公司文化业务推进不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1633	1988	3478	4244	3405
(+/-)YoY(%)	-34.0%	21.7%	75.0%	22.0%	-19.8%
净利润(百万元)	-456	282	310	395	301
(+/-)YoY(%)	-271.8%	161.9%	9.8%	27.5%	-23.9%
全面摊薄EPS(元)	-0.37	0.23	0.25	0.32	0.25
毛利率(%)	40.4%	36.4%	13.5%	18.4%	17.0%
净资产收益率(%)	-8.1%	4.8%	4.8%	5.7%	4.2%

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 市场可比公司估值情况 (按 2021 年 2 月 9 日收盘价计算)

公司	股价 (人民币元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2021E
万科 A	28.75	3.44	3.79	4.31	8.36	7.59	6.67	0.56
保利地产	13.88	2.34	2.42	3.09	5.93	5.75	4.49	0.30
招商蛇口	11.83	2.03	2.06	2.40	5.83	5.74	4.93	0.56
陆家嘴	10.17	0.91	0.90	0.98	11.18	11.30	10.38	2.75
(地产类) 均值						7.59	6.62	1.04
宋城演艺	19.09	0.92	-0.15	0.51	20.75	-127.27	37.43	-1.47
丽江股份	6.46	0.37	0.11	0.31	17.46	58.73	20.84	-2.46
(文化类) 均值						-34.27	29.14	-1.96
三湘印象	3.73	0.21	0.25	0.32	18.13	14.75	11.57	0.46

资料来源: 三湘印象 EPS 为海通预测数据, 其余 EPS 为 Wind 一致预测值, 海通证券研究所
 备注: 1. PEG 的 G 按照预测的 2019-2021 年净利润年化复合增速计算。

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	1988	3478	4244	3405
每股收益	0.23	0.25	0.32	0.25	营业成本	1265	3007	3465	2826
每股净资产	4.77	5.32	5.64	5.89	毛利率%	36.4%	13.5%	18.4%	17.0%
每股经营现金流	1.86	2.07	0.92	1.58	营业税金及附加	100	35	191	153
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	5.0%	1.0%	4.5%	4.5%
价值评估 (倍)					营业费用	113	123	149	120
P/E	16.20	14.75	11.57	15.19	营业费用率%	5.7%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	0.78	0.70	0.66	0.63	管理费用	187	174	212	170
P/S	1.63	1.31	1.08	1.34	管理费用率%	9.4%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	16.96	28.55	16.21	15.71	EBIT	324	139	227	135
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	106	73	45	22
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	5.3%	2.1%	1.1%	0.7%
毛利率	36.4%	13.5%	18.4%	17.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	14.2%	8.9%	9.3%	8.8%	投资收益	23	40	49	40
净资产收益率	4.8%	4.8%	5.7%	4.2%	营业利润	299	-295	478	360
资产回报率	2.2%	2.2%	2.5%	1.9%	营业外收支	46	727	49	47
投资回报率	2.3%	0.9%	1.4%	0.8%	利润总额	345	432	527	407
盈利增长 (%)					EBITDA	379	187	278	188
营业收入增长率	21.7%	75.0%	22.0%	-19.8%	所得税	134	168	205	159
EBIT 增长率	-18.3%	-57.0%	63.4%	-40.5%	有效所得税率%	38.9%	39.0%	39.0%	39.0%
净利润增长率	161.9%	9.8%	27.5%	-23.9%	少数股东损益	-71	-46	-74	-53
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	282	310	395	301
资产负债率	55.6%	55.6%	57.9%	56.3%					
流动比率	2.53	2.34	2.06	2.48	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.39	0.85	0.84	1.54	货币资金	655	3192	4028	6575
现金比率	0.15	0.63	0.64	1.30	应收账款及应收票据	97	164	202	161
经营效率指标					存货	9165	7415	7595	4646
应收账款周转天数	17.78	17.16	17.37	17.30	其它流动资产	958	1094	1171	1176
存货周转天数	2645	900.00	800.00	600.00	流动资产合计	10875	11865	12996	12559
总资产周转率	0.15	0.24	0.27	0.22	长期股权投资	724	1074	1444	1834
固定资产周转率	33.45	45.69	44.81	29.55	固定资产	59	76	95	115
					在建工程	0	1	3	4
					无形资产	193	165	137	109
					非流动资产合计	1952	2357	2780	3224
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	12827	14222	15776	15783
净利润	282	310	395	301	短期借款	100	0	0	0
少数股东损益	-71	-46	-74	-53	应付票据及应付账款	222	611	672	557
非现金支出	70	48	51	53	预收账款	3245	278	340	272
非经营收益	-40	-225	-211	-136	其它流动负债	740	4192	5303	4243
营运资金变动	2033	2446	963	1767	流动负债合计	4306	5081	6314	5073
经营活动现金流	2275	2533	1124	1932	长期借款	2634	2634	2634	3634
资产	-11	1019	200	158	其它长期负债	187	187	187	187
投资	23	-455	-475	-495	非流动负债合计	2821	2821	2821	3821
其他	62	-680	118	108	负债总计	7127	7902	9135	8894
投资活动现金流	73	-117	-157	-229	实收资本	868	1225	1225	1225
债权募资	1322	-100	0	1000	归属于母公司所有者权益	5850	6516	6911	7212
股权募资	0	357	0	0	少数股东权益	-150	-196	-270	-322
其他	-3697	-136	-132	-157	负债和所有者权益合计	12827	14222	15776	15783
融资活动现金流	-2375	121	-132	843					
现金净流量	-26	2537	836	2547					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 09 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
金晶 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： 城建发展,光大嘉宝,浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,中国恒大,华润置地,保利物业,大悦城,中华企业,光明地产,金科股份,雅生活服务,融创服务,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,中骏集团控股,华发股份,金地集团,金融街,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,特发服务

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经营范围包括证券投资咨询业务。